ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS AND BUSINESS

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
SCHOOL OF BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΟΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

ΓΡΙΒΑ ΕΛΕΝΗ

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

Οκτώβριος, 2016

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Εγκρίνουμε την εργασία της

ΓΡΙΒΑ ΕΛΕΝΗΣ

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ] **[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

ΛΕΛΕΔΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ] **[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

ΚΑΒΟΥΣΑΝΟΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ] **[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

ΓΕΩΡΓΟΥΤΣΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

31 Οκτωβρίου 2016

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΗ/ΤΡΙΑΣ] **[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

ΓΡΙΒΑ ΕΛΕΝΗ

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας περιεχομένων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ 13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ 15
2.1 ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ 15
2.2 ΚΥΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ - ΚΑΘΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ 18
2.3 ΕΙΔΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ 22
2.4 ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ 24
2.4.1 Οικονομικά κίνητρα 24
2.4.2 Μη Οικονομικά Κίνητρα 27
2.5 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ 32
2.5.1 Ανάλυση των επιχειρηματικών συμβάντων 32
2.5.2 Άλλοι τρόποι υπολογισμού της αποδοτικότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών 39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ 45
3.1 ΔΕΔΟΜΕΝΑ 45
3.2 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ 46
3.3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ 50
3.3.1 Υποδείγματα εκτίμησης αποδόσεων 50
3.3.2 Έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας 56
3.4 ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ 59
3.4.1 Καθορισμός ερμηνευτικών μεταβλητών 59
3.4.2 Εκτίμηση εξίσωσης γραμμικής παλινδρόμησης 65
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ 67
4.1 Αντίδραση της τιμής των μετοχών στην ανακοίνωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών 67
4.2 Στατιστική ανάλυση των ερμηνευτικών μεταβλητών 73
4.3 Αποτελέσματα διαστρωματικής παλινδρόμησης 77
4.3.1 Ανάλυση αποτελεσμάτων παλινδρόμησης 81
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ 85
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 87
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 89

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Κατάλογος πινάκων

Πίνακας 2.1: Έρευνες για τα κίνητρα των τραπεζικών συγχωνεύσεων και εξαγορών 29
Πίνακας 2.2: Έρευνες με τη χρήση της μεθοδολογίας των επιχειρηματικών συμβάντων 37
Πίνακας 2.3: Έρευνες με τη χρήση των μεθόδων αποτελεσματικότητας και επίδοσης 42
Πίνακας 3.1: Παρουσίαση των συναλλαγών ανά χώρα στον ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο 46
Πίνακας 3.2: Τραπεζικές συγχωνεύσεις και εξαγορές ανά έτος ανακοίνωσης 48
Πίνακας 4.1: Παρουσίαση μέσων υπεραποδόσεων και στατιστικών ελέγχων..... 68
Πίνακας 4.2: Αθροιστικές μέσες υπεραποδόσεις των εξαγοραζουσών, των τραπεζών στόχων και των ενοποιημένων οργανισμών 71
Πίνακας 4.3: Περιγραφικές στατιστικές μεταβλητών 73
Πίνακας 4.4: Μήτρα συσχετίσεων ανεξάρτητων μεταβλητών 74
Πίνακας 4.5: Μήτρα συσχετίσεων ανεξάρτητων μεταβλητών μετά την απομάκρυνση ακραίων τιμών 75
Πίνακας 4.6: Αποτελέσματα διαστρωματικής παλινδρόμησης για το χρονικό παράθυρο (0,+1).... 76
Πίνακας 4.7: Αποτελέσματα διαστρωματικής παλινδρόμησης για το χρονικό παράθυρο (-1,0) 79
Παράρτημα 1: Κριτήρια συλλογής του δείγματος από τη βάση Thomson One Database 87

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Κατάλογος διαγραμμάτων

Διάγραμμα 2.1: Κίνητρα τραπεζικών συγχωνεύσεων και εξαγορών 24
Διάγραμμα 3.1: Συγχωνεύσεις και εξαγορές ανά χώρα για τις εξαγοράζουσες τράπεζες..... 47
Διάγραμμα 3.2: Συγχωνεύσεις και εξαγορές ανά χώρα για τις εξαγοραζόμενες τράπεζες 47
Διάγραμμα 3.3: Πορεία συγχωνεύσεων και εξαγορών ανά έτος..... 49
Διάγραμμα 4.1: Απεικόνιση των μέσων υπεραποδόσεων 70

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στόχος της συγκεκριμένης εργασίας είναι η εκτίμηση της αποδοτικότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών στο πλούτο των μετόχων, εστιάζοντας στον κλάδο των εμπορικών τραπεζών οι οποίες δραστηριοποιούνται στα 15 κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η εξεταζόμενη περίοδος, που καλύπτει η εμπειρική μελέτη, αφορά το διάστημα από τον Ιανουάριο του 2000 έως το Δεκέμβριο του 2015. Στο αρχικό στάδιο, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από 88 εξαγοράζουσες και 78 εξαγοραζόμενες τράπεζες, υπολογίζεται και ελέγχεται η στατιστική σημαντικότητα της αντίδρασης της τιμής της μετοχής στην ανακοίνωση των συναλλαγών για τις εταιρείες στόχους, τους αγοραστές και τους ενοποιημένους οργανισμούς.

Τα αποτελέσματα, επιβεβαιώνοντας την επικρατούσα άποψη της βιβλιογραφίας, υποδεικνύουν ότι πραγματοποιείται μεταφορά αξίας από τους αγοραστές στους μετόχους του εξαγοραζόμενου οργανισμού. Οι μέτοχοι των τραπεζών, που αποτελούν τους στόχους εξαγοράς, καθώς και εκείνοι των ενοποιημένων οργανισμών ωφελούνται από την ύπαρξη θετικών και σημαντικών υπεραποδόσεων, ενώ αντίστοιχα οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών πιστωτικών ιδρυμάτων αντιμετωπίζουν μικρές αρνητικές ζημίες οι οποίες δεν είναι, κατά μέσο όρο, στατιστικά σημαντικές.

Στο επόμενο στάδιο, επεκτείνοντας τη μελέτη των θετικών υπεραποδόσεων που εμφάνισαν οι εξαγοραζόμενες τράπεζες, εφαρμόσαμε γραμμικές παλινδρομήσεις, ώστε να εντοπίσουμε τους παράγοντες που επιτελούν καθοριστικό ρόλο στη δημιουργία αξίας. Οι ερμηνευτικές μεταβλητές που χρησιμοποιήσαμε, στηριζόμενοι στη σχετική βιβλιογραφία, είναι ο δείκτης απόδοσης περιουσιακών στοιχείων, ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, τα κέρδη ανά μετοχή, ο δείκτης λογιστικής προς αγοραίας αξίας, η προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής, το μέγεθος των εταιρειών, και οι ψευδομεταβλητές σχετικά με το γεωγραφικό χώρο και τη μέθοδο πληρωμής.

Μέσω της παλινδρόμησης, με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, ανακαλύψαμε ότι οι μεταβλητές του μεγέθους και της γεωγραφικής έδρας επιδρούν στατιστικά σημαντικά στις αθροιστικές υπεραποδόσεις. Τα ευρήματα της έρευνας μας ωθούν στο συμπέρασμα ότι οι εξαγορές πιστωτικών ιδρυμάτων, τα οποία είναι μικρότερα σε μέγεθος και υπάγονται σε διαφορετική χώρα από εκείνη του αγοραστή, προσκομίζουν κέρδη στους μετόχους των εξαγοραζομένων εταιρειών, οι οποίοι εμπλέκονται στις στρατηγικές συναλλαγές των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν μορφές στρατηγικής ανάπτυξης που επιλέγονται από τις εταιρείες, με σκοπό την ενίσχυση της οικονομικής τους δύναμης σε ένα διεθνές και ανταγωνιστικό περιβάλλον. Στη βιβλιογραφία έχουν εντοπιστεί και μελετηθεί έξι κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα οποία διαφέρουν μεταξύ τους, καθώς όλα υποκινούνται από ξεχωριστά κίνητρα και διαθέτουν ιδιαίτερα χαρακτηριστικά. Ωστόσο, παρατηρείται ότι όλα τα κύματα πραγματοποιούνται σε περιόδους ανάκαμψης, συμπίπτουν με διαστήματα ακμάζουσας πορείας για τις χρηματιστηριακές αγορές και συχνά προηγούνται διάφορες τεχνολογικές και κλαδικές καινοτομίες.

Στον ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό κλάδο, στον οποίο επικεντρώνεται και η μελέτη της εργασίας αυτής, οι παράγοντες που επηρέασαν καθοριστικά τη δομή του κλάδου και οδήγησαν στην αύξηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών ήταν η παγκοσμιοποίηση, η απορρύθμιση των αγορών, οι τεχνολογικές καινοτομίες και η ενοποίηση του ευρωπαϊκού τραπεζικού χώρου. Η εξάλειψη των περιορισμών στο εμπόριο των αγαθών και υπηρεσιών, η ελάφρυνση των νομοθετικών ρυθμίσεων, η δημιουργία της ενιαίας τραπεζικής αγοράς στο χώρο της Ευρώπης και οι τεχνολογικές εξελίξεις στο συγκεκριμένο κλάδο ενέτειναν τον ανταγωνισμό σε εγχώρια και διεθνή πλαίσια και επηρέασαν τις στρατηγικές επιλογές των εταιρειών. Στα ανταγωνιστικά πλαίσια της χρηματοοικονομικής αγοράς, οι εξαγοράζοντες οργανισμοί, οι οποίοι εμπλέκονται στις συγχωνεύσεις και εξαγορές, είναι απαραίτητο να καταβάλουν υψηλότερο τίμημα για να ολοκληρώσουν την εξαγορά μιας εταιρείας στόχου, γεγονός που απαιτεί κατάλληλη κρίση για την αξία της συναλλαγής και των επακόλουθων κερδών, καθιστώντας σημαντική την επίγνωση των παραγόντων που προσδιορίζουν μια συγχώνευση ή εξαγορά ως επιτυχημένη.

Η συγκεκριμένη εργασία εστιάζει στα οικονομικά αποτελέσματα που προκύπτουν από την ανακοίνωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, μεταξύ εμπορικών τραπεζών, στα γεωγραφικά πλαίσια των 15 κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την περίοδο 2000 - 2015. Για τον καθορισμό της επιτυχίας των συναλλαγών, χρησιμοποιείται η πιο ευρέως διαδεδομένη μέθοδος που συναντάται στην εμπειρική βιβλιογραφία, η οποία είναι η ανάλυση των επιχειρηματικών συμβάντων. Η μέθοδος αυτή βασίζεται στην υπόθεση ότι η αγορά απορροφά τις πληροφορίες που επιφέρει η ανακοίνωση των οικονομικών συναλλαγών και οι προσδοκίες των επενδυτών αντικατοπτρίζονται στις τιμές των μετοχών, οδηγώντας στη δημιουργία υπεραποδόσεων. Επιθυμώντας να εντοπίσουμε τους

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

καθοριστικούς παράγοντες για τη δημιουργία αξίας εξετάζεται, επιπλέον, η επίδραση σημαντικών χαρακτηριστικών των εταιρειών και των συναλλαγών.

Η δομή που ακολουθείται στο υπόλοιπο μέρος είναι η εξής. Το δεύτερο κεφάλαιο περιλαμβάνει τη βιβλιογραφική επισκόπηση σχετικά με τις έννοιες των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα κίνητρα και τις μεθοδολογίες υπολογισμού της αποτελεσματικότητας των συναλλαγών. Στο τρίτο κεφάλαιο περιγράφεται η διαδικασία συλλογής του δείγματος και η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται στη συνέχεια της εργασίας. Στο τέταρτο κεφάλαιο πραγματοποιείται η παρουσίαση και η ανάλυση των εμπειρικών αποτελεσμάτων και τέλος, το πέμπτο κεφάλαιο εντάσσει τα συμπεράσματα τα οποία εξάγαμε.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

2.1. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Τις τελευταίες δεκαετίες οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν τη δημοφιλέστερη στρατηγική ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Συμβάλλουν στην αύξηση της μετοχικής αξίας και στην απόκτηση συγκριτικού πλεονεκτήματος για τις εταιρείες που αναπτύσσονται σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον. Τα κίνητρα και τα αποτελέσματα τους ελκύουν το ενδιαφέρον διεθνών μελετητών, καθώς οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι πλέον ένα παγκόσμιο φαινόμενο.

Με τον όρο συγχώνευση προσδιορίζεται η ένωση σε μια νέα νομική οντότητα δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, οι οποίες λύονται για το σκοπό της συναλλαγής. Τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης μεταβιβάζονται στην εξαγοράζουσα εταιρεία συνήθως έναντι μιας προκαθορισμένης συμφωνίας ανταλλαγής μετοχών και η εξαγοραζόμενη παύει να υφίσταται ως νομική οντότητα. Αντίστοιχα, ο όρος εξαγορά χρησιμοποιείται όταν μια εταιρεία αποκτά τον έλεγχο της επιχείρησης στόχου μέσω της αγοράς της πλειοψηφίας των μετοχών ή των περιουσιακών στοιχείων με την καταβολή κυρίως χρηματικού ανταλλάγματος. Η εξαγοραζόμενη επιχείρηση μπορεί να διατηρεί τη νομική οντότητά της ή να παύει να υφίσταται και να μεταβιβάζονται τα περιουσιακά της στοιχεία στην εξαγοράζουσα επιχείρηση.

Ανάλογα με τη φύση της δραστηριότητας, τα είδη των συγχωνεύσεων και εξαγορών διακρίνονται σε οριζόντιες, κάθετες και ασυσχέτιστες. Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές πραγματοποιούνται μεταξύ επιχειρήσεων που διαθέτουν τις ίδιες κύριες δραστηριότητες παραγωγής. Οι κάθετες συγχωνεύσεις και εξαγορές προσδιορίζονται ως συναλλαγές επιχειρήσεων που λειτουργούν σε διαφορετικά στάδια της ίδιας παραγωγικής δραστηριότητας και επιδέχονται μια περαιτέρω διάκριση, προς τα πίσω και προς τα εμπρός, ανάλογα με τη σχέση πελάτη – προμηθευτή που υφίσταται μεταξύ τους. Οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις και εξαγορές διενεργούνται μεταξύ επιχειρήσεων με ετερογενείς παραγωγικές δραστηριότητες. Επιπλέον, ανάλογα με την αντίδραση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές διακρίνονται σε φιλικές και εχθρικές. Φιλικές είναι εκείνες όπου και οι δύο διοικήσεις της εξαγοράζουσας και εξαγοραζόμενης επιχείρησης συμφωνούν για την ολοκλήρωση της συναλλαγής. Ενώ,

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

εχθρικές ορίζονται αυτές στις οποίες η εξαγοράζουσα επιχείρηση επιθυμεί να πάρει τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης χωρίς την έγκριση της διοίκησης.

Ο τρόπος εξαγοράς της επιχείρησης στόχου μπορεί να λαμβάνει τη μορφή της απορρόφησης όλων των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων της, εξασφαλίζοντας τη σύμφωνη γνώμη των διοικήσεων των δύο εταιρειών. Στην περίπτωση που καταβάλλεται τίμημα για την ολοκλήρωση της εξαγοράς μπορεί να γίνει με την αγορά των μετοχών της εξαγοραζόμενης επιχείρησης έναντι χρημάτων. Ωστόσο, ο πιο δημοφιλής τρόπος χρηματοδότησης των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι μέσω καθορισμένης ανταλλαγής μετοχών μεταξύ της εξαγοράζουσας και εξαγοραζόμενης επιχείρησης ή μέσω συνδυασμού μετοχών και μετρητών.

Στο πλαίσιο της αγοράς εταιρικού ελέγχου μπορούμε να διακρίνουμε και άλλες μορφές εξαγοράς όπως οι εξαγορές μέσω μόχλευσης, οι εξαγορές από τη διοίκηση της ίδιας επιχείρησης και οι μάχες πληρεξουσίων. Οι εξαγορές μέσω μόχλευσης διαφέρουν από τις άλλες συγχωνεύσεις και εξαγορές στο γεγονός ότι οι συναλλαγές χρηματοδοτούνται σε ένα μεγάλο ποσοστό από δανεισμό. Ο δανεισμός μπορεί να προέρχεται είτε από επενδυτικές εταιρείες ιδιωτικών κεφαλαίων είτε από τραπεζικά ιδρύματα. Η χρηματοοικονομική μόχλευση μπορεί, όμως, να οδηγήσει σε αύξηση του κινδύνου αν δεν είναι επιτυχείς οι συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι εξαγορές επιχειρήσεων μέσω της διοίκησης πραγματοποιούνται όταν η ίδια η διοίκηση της εταιρείας αποκτά τον έλεγχο κατέχοντας την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της. Υπήρξαν περιπτώσεις όπου τα διευθυντικά στελέχη επιχειρήσεων, οι οποίες παρουσίαζαν μεγάλα οικονομικά μεγέθη, προχωρούσαν σε εξαγορά θυγατρικών ή παραγωγικών τμημάτων εκτός της κύριας δραστηριότητας των εταιρειών. Οι μάχες πληρεξουσίων παρατηρούνται όταν ένα μέρος των επενδυτών ή της διοίκησης επιδιώκει να αποκτήσει τον έλεγχο της εταιρείας πείθοντας αρκετούς μετόχους να ψηφίσουν μέσω αντιπροσώπων ώστε να εκλεχθεί το διοικητικό συμβούλιο που επιθυμούν. Πολλές φορές η μάχη αυτή πραγματοποιείται πριν τη συγχώνευση, ώστε το νέο διοικητικό συμβούλιο να είναι φιλικά προσκείμενο στη συναλλαγή.

Ο όρος συνεργεία χρησιμοποιείται όταν η αξία της εταιρείας που δημιουργείται μετά τη συγχώνευση ή την εξαγορά είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα των αξιών των δύο επιχειρήσεων πριν τη συναλλαγή. Το γεγονός αυτό μπορεί να οφείλεται είτε σε αύξηση των εσόδων είτε σε βελτίωση της λειτουργικής αποτελεσματικότητας της νέας εταιρείας.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ορισμένοι από τους λόγους για τη δημιουργία και την αξιοποίηση της συνεργείας προσδιορίζονται παρακάτω:

- Οικονομίες κλίμακας: οι επιχειρήσεις απολαμβάνουν τις ωφέλειες των οικονομιών κλίμακας όταν παρατηρείται μείωση του μέσου κόστους παραγωγής, ενώ αυξάνεται η παραγωγή του προϊόντος. Αυτό γίνεται εφικτό όταν εξαγοράζουσα και εξαγοραζόμενη επιχείρηση μοιράζονται κεντρικές υπηρεσίες της παραγωγικής τους δραστηριότητας, φαινόμενο που είναι πιο συχνά παρατηρούμενο στις οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές.
- Οικονομίες κάθετης ολοκλήρωσης: με την πραγματοποίηση κάθετων συγχωνεύσεων και εξαγορών οι επιχειρήσεις επιδιώκουν να επεκταθούν είτε στις αρμοδιότητες του προμηθευτή είτε στις αρμοδιότητες του πελάτη. Οι οικονομίες κάθετης ολοκλήρωσης, επομένως, παράγουν κέρδη όταν τα στάδια της παραγωγικής διαδικασίας, που αναλαμβάνονται από διαφορετικές εταιρείες, είναι στενά συνδεδεμένα.
- Συμπληρωματικότητα πόρων: οι συγχωνεύσεις ή οι εξαγορές μικρών επιχειρήσεων μπορούν να είναι κερδοφόρες όταν απορροφώνται από μεγαλύτερες εταιρείες, που έχουν τους επιπλέον παραγωγικούς συντελεστές για να εξασφαλίσουν την επιτυχία του οργανισμού.
- Επένδυση χρηματικού κεφαλαίου: οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορεί να αποτελέσουν επενδυτική κίνηση από επιχειρήσεις που βρίσκονται στο ώριμο στάδιο και δεν διαθέτουν άλλες ευκαιρίες να αξιοποιήσουν το κεφάλαιο τους.
- Εξάλειψη μη αποτελεσματικών λειτουργιών: υπάρχουν περιπτώσεις όπου επιχειρήσεις με ανεπαρκής διοίκηση εξαγοράζονται από αποτελεσματικές εταιρείες που επιτυγχάνουν αποτελεσματικότητα μειώνοντας τα λειτουργικά κόστη ή αυξάνοντας τα κέρδη.
- Ενοποίηση κλάδου: σε κλάδους που χαρακτηρίζονται από υψηλή συγκέντρωση, ένταση ανταγωνισμού και άρση περιορισμών είναι αναπόφευκτες οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μικρών εταιρειών, με σκοπό τη δημιουργία μεγάλων ομίλων βελτιώνοντας την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

2.2. ΚΥΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ - ΚΑΘΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ

Η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών παρατηρείται στην πάροδο του χρόνου σε κύματα και κατά τις περιόδους που παρατηρούνται τα κύματα υπάρχει συγκέντρωση σε συγκεκριμένους κλάδους λόγω καινοτομικών αλλαγών στη σύνθεση τους (Mitchell & Mulherin, 1996). Σχετικά με το παγκόσμιο φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών έχουν διακριθεί και έχουν μελετηθεί από ερευνητές έξι κύματα.

Το πρώτο κύμα παρατηρήθηκε από το 1893 έως το 1904 και επικρατούσαν οι οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές κυρίως σε κλάδους μεταφοράς, πετρελαϊκών προϊόντων, πρωτογενών μετάλλων και επικοινωνίας. Ο «πανικός των τραπεζιτών» που ξέσπασε το 1907 στην Αμερική σηματοδότησε την επιβράδυνση των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Το δεύτερο κύμα χρονολογείται κατά την περίοδο 1919 - 1929, όπου συνεχίστηκαν οι συναλλαγές στους κλάδους του πρώτου κύματος και εμφανίστηκαν στο προσκήνιο οι κάθετες συγχωνεύσεις και εξαγορές. Ωστόσο, το κραχ του 1929 αποτέλεσε το τέλμα της αυξανόμενης πορείας των συναλλαγών. Από το 1955 ως το 1970 πραγματοποιήθηκε το τρίτο κύμα και ήταν η περίοδος της έξαρσης των μη συσχετισμένων συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οι επιχειρήσεις που ακολουθούσαν τη στρατηγική των συγχωνεύσεων και εξαγορών υποκινούνταν από την επιθυμία να επεκταθούν σε νέα προϊόντα ή σε νέα γεωγραφικά πλαίσια.

Το τέταρτο κύμα αφορούσε την περίοδο 1980 - 1989 και χαρακτηρίστηκε από την τάση των εχθρικών εξαγορών. Στα τέλη της παραπάνω περιόδου, έγινε αντιληπτή μια αύξηση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ευρώπη. Η περίοδος 1993 - 2000 συνδέθηκε με το πέμπτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών και το κίνητρο των συναλλαγών, που κυριαρχούσε, ήταν η αύξηση του μεγέθους των επιχειρήσεων. Τη χρονική περίοδο 1998 - 2000 πραγματοποιήθηκαν οι εννιά από τις δέκα μεγαλύτερες συγχωνεύσεις και εξαγορές που σημειώθηκαν στην ιστορία των συναλλαγών. Ωστόσο, η φούσκα των μετοχών υψηλής τεχνολογίας και οι συνέπειες της στις επενδύσεις και την οικονομία αποτέλεσαν ανασταλτικό παράγοντα για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Το έκτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών εμφανίστηκε την περίοδο 2003 - 2007 και επηρεάστηκε μεταξύ άλλων από την παγκοσμιοποίηση, τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια και την αύξηση στη διαθεσιμότητα εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης. Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, όμως, που ξεκίνησε από τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής το 2007 οδήγησε σε πτώση του αριθμού και της αξίας των συναλλαγών.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στο χρηματοοικονομικό κλάδο παρατηρήθηκαν σε παγκόσμιο επίπεδο από το 1980. Μέχρι τη δεκαετία του 1980 ο χρηματοοικονομικός κλάδος της Ευρωπαϊκής Ένωσης χαρακτηριζόταν από υψηλό βαθμό κρατικού ελέγχου και αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο, με αποτέλεσμα να παρατηρείται μικρός αριθμός συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η δραστηριότητα των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων ήταν αξιοσημείωτη από τα τέλη του 1980 και τις αρχές του 1990, καθώς μπόρεσαν να ανταποκριθούν στην ανταγωνιστικότητα των αντίστοιχων αμερικανικών. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα υπήρξε μια αυξανόμενη τάση από το 1995 έως το 2000 με αποκορύφωμα το 1998 και το 1999. Το 2001 παρατηρήθηκε μια κορύφωση στον αριθμό των συγχωνεύσεων και εξαγορών, ενώ από το 2008, έτος όπου ήταν αντιληπτές οι συνέπειες της χρηματοοικονομικής κρίσης στην Ευρώπη, υπήρξε μια πτωτική τάση με μια μικρή αύξηση να πραγματοποιείται το 2013. Η μείωση αυτή ήταν αισθητή στις διασυνοριακές και στις διεθνείς συναλλαγές, στις οποίες η εξαγοράζουσα τράπεζα προερχόταν από το χώρο της Ευρώπης. Οι εγχώριες συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν παρουσίασαν την ίδια πτώση, καθώς υπήρχε η τάση για τη δημιουργία εγχώριων ηγετών και την αύξηση του ανταγωνισμού μέσα στα γεωγραφικά όρια των χωρών. Αντίστοιχα, η αξία των συναλλαγών την περίοδο 2008 - 2013 μειώθηκε από 39 δισεκατομμύρια σε σχεδόν 8 δισεκατομμύρια. Σύμφωνα με τους Beltratti & Paladino (2013), ο μειωμένος αριθμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών, σε περιόδους οικονομικής κρίσης, οφείλεται στο γεγονός ότι οι τράπεζες αντιμετωπίζουν δυσκολίες λόγω έλλειψης χρηματοδότησης και ανεπαρκών μέτρων αντιμετώπισης της κρίσης.

Οι κύριοι παράγοντες που συνετέλεσαν στην αλλαγή του τραπεζικού τομέα τις τελευταίες δεκαετίες και απομάκρυναν τους περιορισμούς στη δραστηριότητα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στην Ευρώπη ήταν η παγκοσμιοποίηση, η απορρύθμιση (deregulation), η δημιουργία της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς στον τραπεζικό τομέα και η τεχνολογική πρόοδος (Goddard et al., 2007). Επακόλουθο των αλλαγών ήταν η αύξηση του ανταγωνισμού στον τραπεζικό τομέα, αναγκάζοντας τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να εστιάζονται στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας και τη μείωση του κόστους.

Τα τελευταία χρόνια η τάση προς την παγκοσμιοποίηση αποτέλεσε κίνητρο για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ώστε να αποκτήσουν σημαντικό ρόλο στην παγκόσμια αγορά. Η εξάλειψη των περιορισμών στο εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών και η διαπραγμάτευση τίτλων στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου ενέτεινε την ανάγκη για παροχή διεθνών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Σύμφωνα με τον Avgouleas (2015),

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

διακρίνονται δύο περίοδοι στην παγκοσμιοποίηση που επικρατεί στον τραπεζικό τομέα. Στην πρώτη περίοδο, από το 1990 έως το 2008, επικρατεί η ροπή προς την πολυεθνοποίηση των τραπεζών μέσω της εστίασης στη γεωγραφική και παραγωγική διαφοροποίηση. Ενώ, στη δεύτερη περίοδο, η οποία αρχίζει από το 2008, παρατηρείται μια αλλαγή στα κανονιστικά πλαίσια σε εγχώριο και διεθνές επίπεδο.

Η απορρύθμιση των αγορών που πραγματοποιήθηκε μέσα από νομοθετικές αλλαγές, οι οποίες απομάκρυναν τους υφιστάμενους περιορισμούς, αύξησαν τον ανταγωνισμό εγχώρια και διεθνώς. Από τις αρχές του 1980 η νομοθεσία στην Ευρωπαϊκή Ένωση εξομάλυνε τους γεωγραφικούς και παραγωγικούς περιορισμούς που εμπόδιζαν την επέκταση των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η πρώτη τραπεζική οδηγία του 1977 έδωσε τη δυνατότητα στα υποκαταστήματα να υπάγονται νομικά στο κράτος που έχει έδρα η μητρική εταιρεία και όχι στο κράτος υποδοχής. Η ευρωπαϊκή πράξη του 1986 δημιούργησε την ενιαία ευρωπαϊκή αγορά εκμηδενίζοντας τους περιορισμούς για τη διακίνηση κεφαλαίων, υπηρεσιών και αγαθών μεταξύ των κρατών. Μια νέα διάσταση, όμως, προσέφερε στην τραπεζική ενοποίηση η δεύτερη τραπεζική οδηγία του 1989, καθώς τα πιστωτικά ιδρύματα είχαν πλέον δικαιώματα εγκατάστασης και λειτουργίας με μία μοναδική άδεια σε όλα τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Οι εξελίξεις που είχαν ως στόχο την ενότητα των κρατών όπως η Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη το 1986, η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση το 1992 και η εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος το 1999 καθώς και οι νομοθετικές αλλαγές που συνδέονταν με την απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού κλάδου συνεισέφεραν στην ολοκλήρωση του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού τομέα. Στα πλαίσια μιας ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς τα πιστωτικά ιδρύματα μπορούν να λειτουργούν με ποικίλους τρόπους. Οι τράπεζες μπορούν να δραστηριοποιούνται μέσω υποκαταστημάτων ή θυγατρικών εταιρειών σε άλλα κράτη μέλη της ευρωπαϊκής ένωσης. Μπορούν να προσφέρουν άμεσα τραπεζικές υπηρεσίες από το κράτος που λειτουργούν σε άλλα κράτη μέλη, με τη διευκόλυνση που προσφέρουν το διαδίκτυο και οι τηλεπικοινωνίες. Επίσης, οι τραπεζικοί οργανισμοί μπορούν να διευρύνουν το μερίδιο αγοράς που κατέχουν με την πραγματοποίηση στρατηγικών συμμαχιών με οργανισμούς που υπάγονται σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες.

Τα τελευταία χρόνια η δομή και οι στρατηγικές επιλογές των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων επηρεάζονται από την τεχνολογική πρόοδο στον τραπεζικό τομέα. Οι τεχνολογικές εξελίξεις στο συγκεκριμένο κλάδο συνέβαλαν θετικά στην επίδοση και την κερδοφορία των πιστωτικών ιδρυμάτων μέσω της μείωσης του λειτουργικού κόστους και

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

της επέκτασης του μεριδίου αγοράς. Οι εξελίξεις αυτές περιλαμβάνουν καινοτομίες στα συστήματα για τη συλλογή, επεξεργασία και αποστολή των δεδομένων, καθώς και νέες μεθόδους πρόσβασης των πελατών στις τραπεζικές υπηρεσίες, όπως τα αυτόματα μηχανήματα και οι ηλεκτρονικές μορφές πληρωμής ή μεταφοράς χρημάτων. Σημαντική ήταν, επίσης, η εισαγωγή νέων τεχνολογικών συστημάτων για την εσωτερική διαχείριση των τραπεζικών επιχειρήσεων, όπως τα συστήματα διαχείρισης πελατειακών σχέσεων.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

2.3. ΕΙΔΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Σύμφωνα με την αναφορά που εξέδωσε η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2000) οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τραπεζικό τομέα διακρίνονται σε τέσσερις κατηγορίες: εγχώριες συγχωνεύσεις και εξαγορές, διεθνείς συγχωνεύσεις και εξαγορές, εγχώριοι χρηματοοικονομικοί όμιλοι και διεθνείς χρηματοοικονομικοί όμιλοι.

Με τον όρο εγχώριες συγχωνεύσεις και εξαγορές αναφερόμαστε στις συναλλαγές μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων που δραστηριοποιούνται στην ίδια χώρα. Όταν οι τράπεζες που εμπλέκονται στις εγχώριες συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι μικρές σε μέγεθος το κίνητρο είναι η επίτευξη οικονομιών κλίμακας και η μείωση του κόστους παραγωγής μέσω του περιορισμού των υποκαταστημάτων ή του προσωπικού. Αντίθετα, όταν το μέγεθος των τραπεζών είναι μεγάλο τότε οι συγχωνεύσεις και εξαγορές υποκινούνται κυρίως από την επιθυμία για αύξηση των εσόδων. Αυτό επιτυγχάνεται μέσα από την αύξηση του μεριδίου αγοράς και την επακόλουθη αύξηση του αριθμού των πελατών.

Οι διεθνείς τραπεζικές συγχωνεύσεις και εξαγορές πραγματοποιούνται μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων που υπάγονται σε διαφορετικές χώρες. Το κύριο κίνητρο που έχει εντοπιστεί είναι η αύξηση του μεγέθους της νέας επιχείρησης που δημιουργείται από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, ώστε η δραστηριότητά της να είναι σημαντική σε εγχώριο και διεθνές επίπεδο. Επίσης, ανάλογα με το μέγεθος των πελατών τους παρατηρείται μια τάση για γεωγραφική εγγύτητα με την πελατειακή βάση των τραπεζικών οργανισμών. Κίνητρο για τις τράπεζες που επεκτείνονται σε αναδυόμενες αγορές είναι η αξιοποίηση της διαθέσιμης τεχνογνωσίας και του ανθρώπινου δυναμικού.

Οι εγχώριοι χρηματοοικονομικοί όμιλοι δημιουργούνται από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ χρηματοοικονομικών οργανισμών, με διαφορετικούς τομείς δραστηριότητας, οι οποίοι λειτουργούν μέσα στην ίδια χώρα. Ο βασικός παράγοντας που ωθεί στη δημιουργία εγχώριων χρηματοοικονομικών ομίλων είναι οι οικονομίες φάσματος. Με τη συνένωση των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων που εμπλέκονται στις συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι δυνατή η πραγματοποίηση σταυροειδών πωλήσεων (cross-selling) διαφορετικών χρηματοοικονομικών προϊόντων. Οι οργανισμοί έχουν ως στόχο την αύξηση των εσόδων με την παροχή διαφορετικών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών μέσω αποτελεσματικών καναλιών διανομής.

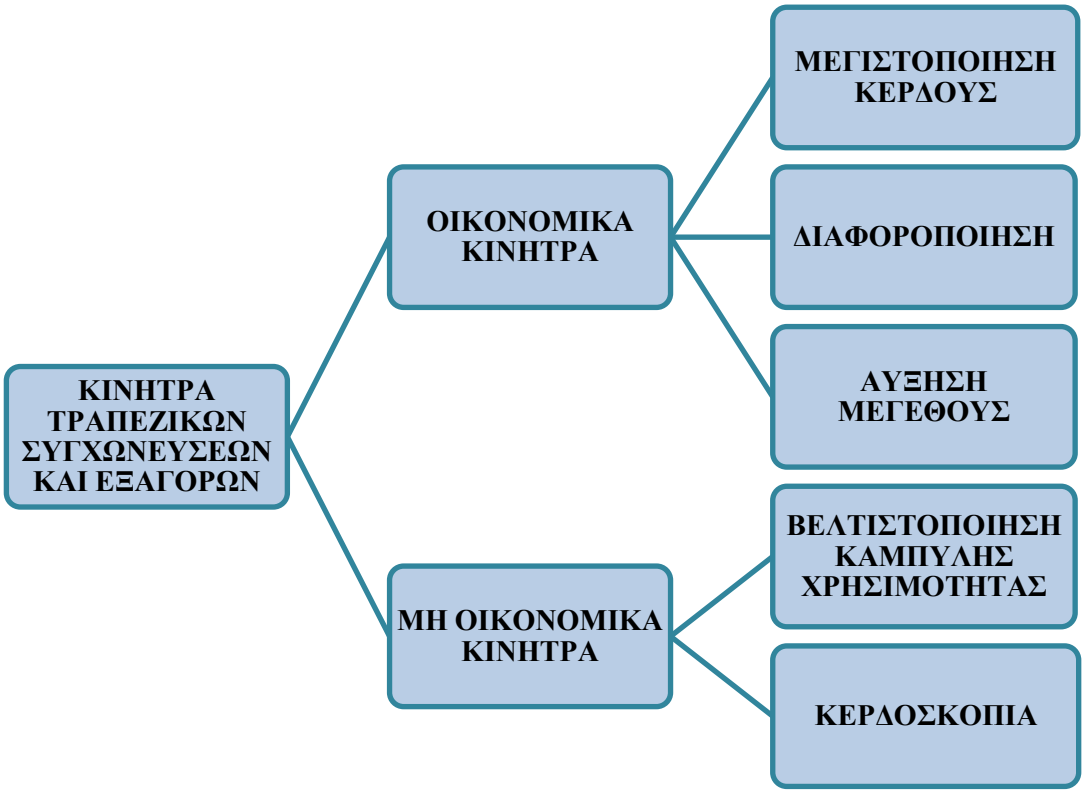
Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ τραπεζών και χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, οι οποίες βρίσκονται σε διαφορετικές χώρες, οδηγούν στην ίδρυση των διεθνών χρηματοοικονομικών ομίλων. Τα κίνητρα για την εγκαθίδρυση αυτών των ομίλων είναι οι

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

οικονομίες φάσματος και η ενίσχυση της θέσης στην εγχώρια και παγκόσμια αγορά. Με τη δημιουργία των ομίλων επιτυγχάνεται η αύξηση των εσόδων με την αξιοποίηση σταυροειδών πωλήσεων. Ωστόσο, οι εσωτερικοί κανονισμοί και οι στρατηγικές που επικρατούν στις διάφορες χώρες μπορεί, ορισμένες φορές, να παρεμποδίσουν τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας κόστους.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Διάγραμμα 2.1: Κίνητρα τραπεζικών συγχωνεύσεων και εξαγορών



2.4. ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ

Διεθνείς ερευνητές μελέτησαν τους παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση της διοίκησης ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού, ώστε να ακολουθήσει τη στρατηγική των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Εν συνεχεία, παρατίθενται τα κύρια οικονομικά και μη οικονομικά κίνητρα που ωθούν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο.

2.4.1. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ

➢ ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΚΕΡΔΟΥΣ

Η αύξηση της μετοχικής αξίας των τραπεζικών ιδρυμάτων που εμπλέκονται σε μια συγχώνευση ή εξαγορά προέρχεται είτε από αύξηση της λειτουργικής αποδοτικότητας είτε από ενίσχυση της θέσης των ιδρυμάτων στην αγορά. Η ενίσχυση της θέσης του τραπεζικού οργανισμού στην αγορά συνεπάγεται τη δυνατότητα να χρεώνονται υψηλότερα επιτόκια στους δανειστές και να πιστώνονται χαμηλότερα επιτόκια στις πηγές

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

χρηματοδότησης. Η βελτίωση της λειτουργικής αποδοτικότητας παρουσιάζει δύο εκφάνσεις: την τεχνολογική αποδοτικότητα (technical efficiency), όπου η τράπεζα παράγει τη μέγιστη δυνατή εκροή υπηρεσιών με δεδομένο επίπεδο συντελεστών, και την αποδοτικότητα κόστους (X-efficiency), κατά την οποία η τράπεζα χρησιμοποιεί τους συντελεστές της με το ελάχιστο κόστος. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, οι συγγραφείς για να ελέγξουν την αξία που δημιουργείται λόγω των συγχωνεύσεων και εξαγορών χρησιμοποιούν συναρτήσεις αποτελεσματικότητας κόστους ή κέρδους, λογιστικούς δείκτες πριν και μετά τη συναλλαγή και μελέτες επιχειρηματικών συμβάντων. Οι Huizinga et al. (2001), χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 53 τραπεζικών συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ευρώπη την περίοδο 1994 - 1998, συμπέραναν ότι οι συναλλαγές οδηγούν σε βελτιώσεις στην αποδοτικότητα κόστους και κέρδους. Σε δημιουργία αξίας για τις επιχειρήσεις κατέληξαν και οι Resti & Siciliano (2001) εξετάζοντας ένα δείγμα συγχωνεύσεων και εξαγορών στον ιταλικό τραπεζικό κλάδο την περίοδο 1992 - 1997 χρησιμοποιώντας λογιστικούς δείκτες και ανάλυση επιχειρηματικών συμβάντων. Οι Campa & Hernando (2006) μελετώντας 244 τραπεζικές συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ευρώπη, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1998 - 2002, βρήκαν ενδείξεις για τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας και τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους των εξαγοραζομένων τραπεζών.

- <u>ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ</u>

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αποσκοπούν στη μείωση του κινδύνου με τη διαφοροποίηση μέσω της επέκτασης σε νέες παραγωγικές δραστηριότητες ή γεωγραφικές αγορές. Οι γεωγραφικοί περιορισμοί είχαν εξομαλυνθεί από νωρίς στις περισσότερες χώρες δίνοντας τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να πραγματοποιούν διασυνοριακές συναλλαγές. Αντίστοιχα, από τα τέλη της δεκαετίας του 1990 οι τράπεζες σε όλες τις χώρες είχαν τη δυνατότητα να προσφέρουν υπηρεσίες σε τομείς εκτός της κύριας δραστηριότητάς τους, όπως ασφαλιστικές ή επενδυτικές υπηρεσίες.

Η δεύτερη Τραπεζική Οδηγία, που επέτρεπε στις τράπεζες να λειτουργούν σε οποιοδήποτε κράτος μέλος με την άδεια που είχαν εκδώσει στο κράτος καταγωγής τους, είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η απελευθέρωση των κανονισμών είχε ως στόχο να βελτιωθεί η αποτελεσματικότητα και να ενισχυθεί ο ανταγωνισμός του τραπεζικού κλάδου. Ωστόσο, τα αποτελέσματα των ερευνών που αναφέρονται σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές στον ευρωπαϊκό

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

τραπεζικό κλάδο είναι αντιφατικά. Μελετώντας ένα δείγμα 98 τραπεζικών συγχωνεύσεων και εξαγορών στον ευρωπαϊκό χώρο για την περίοδο 1985 ως 2000, οι Beitel et al. (2004) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι συναλλαγές στις οποίες και τα δύο μέρη δραστηριοποιούνται σε παρόμοια γεωγραφική περιοχή δημιουργούν αξία για τις εξαγοράζουσες τράπεζες. Αντίθετα, τα αποτελέσματα των Ekkayokkaya et al. (2009) δείχνουν ότι στις διασυνοριακές συναλλαγές οι αποδόσεις των αγοραστών που συνεπάγονται την ανακοίνωση τους γεγονότος είναι θετικές, ενώ στις εγχώριες συναλλαγές οι μέτοχοι την αντίστοιχη στιγμή υφίστανται ζημίες. Επίσης, οι Focarelli & Pozzolo (2005) υποστηρίζουν ότι αν και υπάρχουν νομοθεσίες και κανονισμοί που εμποδίζουν τη διεθνή δραστηριότητα οι τράπεζες, που υπάγονται σε αναπτυγμένες αγορές, μπορούν να αντεπεξέλθουν και να παράγουν κέρδη μέσω της στόχευσης, τις περισσότερες φορές, σε λιγότερο αποτελεσματικές αγορές. Σχετικά με την επιλογή της εξαγοραζόμενης τράπεζας, όταν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αποφασίσουν να επεκταθούν γεωγραφικά, ερευνητές όπως οι Beitel et al. (2004) κατέληξαν ότι είναι γενικά παρατηρούμενο οι εξαγοράζουσες τράπεζες να στοχεύουν σε εκείνες οι οποίες είναι λιγότερο αποτελεσματικές είτε ως προς το κόστος είτε ως προς την επίτευξη κέρδους. Οι Valkanov & Kleimeier (2007), αντίθετα, δεν βρήκαν σημαντικές διαφορές στην αποδοτικότητα των ευρωπαϊκών τραπεζών στην έρευνα τους που βασίστηκε σε ένα δείγμα τραπεζικών συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ευρώπη και την Αμερική την περίοδο 1997 - 2003.

Η δομή της τραπεζικής αγοράς στην Ευρώπη διευκολύνει την παραγωγική επέκταση των τραπεζικών οργανισμών, καθώς δεν υπάρχουν περιορισμοί από τη νομοθεσία. Η έννοια της γενικής τραπεζικής, υπό την οποία τα πιστωτικά ιδρύματα μπορούσαν να έχουν διαφορετικούς τομείς δραστηριότητας, παρουσιάστηκε από το 1992 με τη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση και τη λειτουργία της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς. Στη μελέτη τους οι Lepetit et al. (2004) συμπέραναν ότι οι συναλλαγές που σχετίζονται με επέκταση σε διαφορετικούς κλάδους συνδέονται με θετικές υπεραποδόσεις, που ίσως οφείλονται στην προσδοκία που δημιουργείται στους επενδυτές για την επίτευξη οικονομιών φάσματος. Οι συγγραφείς έδωσαν σημασία στο συνδυασμό του τραπεζικού με τον ασφαλιστικό κλάδο που είναι χαρακτηριστικό φαινόμενο της Ευρώπης (bankassurance) και σύμφωνα με τον οποίο οι τράπεζες δικαιούνται να έχουν θυγατρικές ασφαλιστικές εταιρείες και να προσφέρουν ασφαλιστικές υπηρεσίες στους πελάτες τους. Αναφέρανε ότι, παρά τη θετική αξία που δημιουργείται στους μετόχους, οι συναλλαγές αυτές μπορεί να αυξήσουν το κίνδυνο για την τράπεζα, γιατί προκαλούνται συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

διοικητικών στελεχών και των μετόχων. Σε αντίθετα αποτελέσματα, οι Rime & Stiroh (2003) εξετάζοντας τις εξαγορές ελβετικών τραπεζών, που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1996 - 1999 με στόχο την παραγωγική διαφοροποίηση, δεν μπόρεσαν να ανακαλύψουν περιπτώσεις οικονομιών κλίμακας ή φάσματος μέσα από τις συναλλαγές. Σε μη κερδοφόρα αποτελέσματα από την επέκταση σε άλλους χρηματοοικονομικούς κλάδους κατέληξαν και οι Hayden et al. (2006) εξετάζοντας ένα δείγμα συγχωνεύσεων και εξαγορών στο γερμανικό τραπεζικό κλάδο.

- ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΓΕΘΟΥΣ

Η αύξηση του μεγέθους ως κίνητρο για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές ανταποκρίνεται στην ανάγκη για ενίσχυση της θέσης του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος στην αγορά και για πρόσβαση σε μεγαλύτερη πελατειακή βάση. Οι οικονομίες κλίμακας είναι η βασική πηγή αξίας που αξιοποιείται όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της εταιρείας που εξαγοράζεται. Σύμφωνα με τον Vennet (1996) οι συγχωνεύσεις και εξαγορές, που οδηγούν σε ενίσχυση της θέσης της αγοράς μέσω της αύξησης του μεγέθους, έχουν τη δυνατότητα να δημιουργήσουν αξία στους εμπλεκόμενους οργανισμούς. Το όφελος αυτό, υποστηρίζει ότι εμφανίζεται κυρίως σε συναλλαγές μεταξύ εταιρειών οι οποίες δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο. Μελετώντας συγχωνεύσεις και εξαγορές στον ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο, οι Asimakopoulos & Athanasoglou (2013) υποστήριξαν ότι οι συναλλαγές μπορεί να γίνουν πιο ελκυστικές όταν οι τράπεζες οι οποίες εξαγοράζονται είναι μικρότερες καθώς μπορούν να διοικηθούν πιο αποτελεσματικά.

2.4.2. ΜΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ

- ΒΕΛΤΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΜΠΥΛΗΣ ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑΣ

Οι συγγραφείς που έχουν ερευνήσει τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο έχουν παρατηρήσει ότι, εκτός από την αύξηση της αξίας των μετόχων, οι συναλλαγές αυτές υποκινούνται και από την επιθυμία των διοικητικών στελεχών να ικανοποιήσουν προσωπικά τους συμφέροντα. Η αύξηση του μεγέθους του οργανισμού που προκαλείται μετά την ολοκλήρωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών και η δημιουργία αυτοκρατοριών (empire building) αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για τις αποφάσεις των διοικητικών στελεχών, όταν το μέγεθος είναι θετικά συσχετισμένο με την αμοιβή τους. Οι Bliss & Rosen (2001), ως επακόλουθο της μελέτης τους, διαπιστώνουν ότι η αύξηση της

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αποζημίωσης των διοικητικών στελεχών συσχετίζεται έντονα με την αύξηση του μεγέθους του οργανισμού, το οποίο γίνεται εφικτό μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Παρατηρούν, επίσης, ότι η πιθανότητα πραγματοποίησης των συναλλαγών αυξάνεται όταν η αμοιβή των στελεχών αποτελείται κυρίως από μετρητά. Ωστόσο, σύμφωνα με τον Roll (1986), η υπερεκτίμηση των ικανοτήτων των διοικητικών στελεχών να διοικήσουν αποτελεσματικά τους εξαγοραζόμενους (διοικητική αλαζονεία) μπορεί να τους οδηγήσει να λάβουν λανθασμένες αποφάσεις για τη σύναψη συγχωνεύσεων και εξαγορών και να οδηγήσει σε πτώση της αξίας των μετοχών του οργανισμού. Οι έρευνες των τραπεζικών συγχωνεύσεων, οι οποίες επικεντρώνονται στην Ευρώπη, δεν παρέχουν στοιχεία για τα διοικητικά κίνητρα που συνδέονται με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, γεγονός που ίσως οφείλεται στη γενικότερη άποψη των συγγραφέων ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές παρέχουν κέρδη στους μετόχους και οπότε, δεν επικεντρώνονται σε μη οικονομικά κίνητρα. Εντούτοις, οι De Guevara & Maudos (2007) στην έρευνα τους συμπεραίνουν ότι, όταν ο μισθός των διοικητικών στελεχών εξαρτάται από την ενίσχυση της θέσης στην αγορά, τότε η αύξηση του μεγέθους μπορεί να αποτελέσει κίνητρο για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, ώστε η εταιρεία να έχει ηγετική θέση.

- <u>ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ ΜΕΣΩ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΩΝ ΠΛΑΙΣΙΩΝ ΚΑΙ ΣΥΣΤΗΜΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ</u>

Την τελευταία δεκαετία εντάθηκε το παγκόσμιο ενδιαφέρον γύρω από την έννοια της κερδοσκοπίας μέσω των κανονιστικών πλαισίων, του συστηματικού κινδύνου και των αρνητικών επιδράσεων στην οικονομική αγορά. Σύμφωνα με τον Levine (2012), το αδύναμο ρυθμιστικό πλαίσιο των τραπεζών ήταν ένας από τους παράγοντες που οδήγησε στην οικονομική κρίση του 2007. Η παρατηρούμενη ανάγκη για ένα πιο ισχυρό ρυθμιστικό πλαίσιο οφείλεται στην αύξηση των περιπτώσεων της κερδοσκοπίας μέσω των κανονιστικών πλαισίων (regulatory arbitrage). Γύρω από αυτό το φαινόμενο, οι Hagendorff et al. (2008) εξέτασαν την αντίδραση της τιμής της μετοχής στην ανακοίνωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών και κατέληξαν ότι οι εξαγοράζουσες τράπεζες απολαμβάνουν υπερκανονικές αποδόσεις όταν στοχεύουν σε χώρες όπου οι κανονισμοί παρέχουν μικρότερη προστασία στους επενδυτές. Μετά την οικονομική κρίση εντάθηκε το παγκόσμιο ενδιαφέρον για τις επιδοτήσεις των τραπεζών οι οποίες παρέμεναν «πολύ μεγάλες για να αποτύχουν (Too Big To Fail)», δηλαδή η κατάρρευση τους ήταν κρίσιμη για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, καθώς υπήρχε υψηλός συστημικός κίνδυνος.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 2.1:

Έρευνες για τα κίνητρα των τραπεζικών συγχωνεύσεων και εξαγορών

Συγγραφείς	Περίοδος έρευνας	Μέγεθος δείγματος	Κίνητρο	Αποτελέσματα έρευνας
Asimakopoulos & Athanasoglou (2013)	1990 - 2004	145 εξαγοράζουσες και 71 τράπεζες στόχοι	Μέγεθος	Το μικρότερο μέγεθος των τραπεζών, με βάση τους συγγραφείς, μπορεί να αποτελέσει κίνητρο για να γίνουν στόχοι εξαγοράς.
Beitel et al. (2004)	1985 - 2000	98	Γεωγραφική διαφοροποίηση	Τα αποτελέσματα της έρευνας καταλήγουν στη δημιουργία ωφελειών λόγω της γεωγραφικής επικέντρωσης των συναλλαγών.
Bliss & Rosen (2001)	1986 - 1995	32	Βελτιστοποίηση χρησιμότητας	Ισχυρίζονται ότι η πιθανότητα πραγματοποίησης των συγχωνεύσεων και εξαγορών αυξάνεται όταν σχετίζεται έντονα με την αμοιβή των διοικητικών στελεχών και ιδιαίτερα όταν ο τρόπος αμοιβής τους βασίζεται στην καταβολή μετρητών.
Campa & Hernando (2006)	1998 - 2002	244	Μεγιστοποίηση κέρδους	Μέσω της εξέτασης των ευρωπαϊκών συγχωνεύσεων και εξαγορών, διαπίστωσαν ότι οι συναλλαγές οδηγούν σε βελτίωση της αξίας και της αποτελεσματικότητας.
De Guevara & Maudos (2007)	1986 - 2002	698	Βελτιστοποίηση χρησιμότητας	Στις αποφάσεις τους για εμπλοκή σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, τα διοικητικά στελέχη υποκινούνται από την αύξηση του μεγέθους όταν είναι θετικά συσχετισμένη με το μισθό τους.
Ekkayokkaya et al. (2009)	1990 - 2004	963	Γεωγραφική διαφοροποίηση	Υποστηρίζουν ότι οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές συνεπάγονται θετικές αποδόσεις για τις μετοχές των αγοραστών.
Focarelli & Pozzolo (2005)	1994 - 1998	260	Γεωγραφική διαφοροποίηση	Οι συγγραφείς διαπιστώνουν ότι η αποκόμιση κερδών μέσω της διεθνούς δραστηριότητας είναι κύριος παράγοντας για την επέκταση των τραπεζών.
Hagendorff et al. (2008)	1996 - 2004	204	Κερδοσκοπία	Σύμφωνα με τα συμπεράσματα, οι εξαγοράζουσες τράπεζες λαμβάνουν υπεραποδόσεις όταν στοχεύουν σε χώρες που παρέχουν μικρότερη προστασία στους επενδυτές.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Hayden et al. (2006)	1996 - 2002	983	Παραγωγική διαφοροποίηση	Οι συγγραφείς κατέληξαν σε μη κερδοφόρα αποτελέσματα από την παραγωγική επέκταση των χρηματοοικονομικών οργανισμών.
Huizinga et al. (2001)	1994 - 1998	53	Μεγιστοποίηση κέρδους	Βασικό κίνητρο των συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτελεί η δυνατότητα βελτίωσης στην αποδοτικότητα των οργανισμών.
Lepetit et al. (2004)	1991 - 2001	180	Παραγωγική διαφοροποίηση	Η μελέτη τους επικεντρώθηκε στο συνδυασμό του τραπεζικού με τον ασφαλιστικό κλάδο. Συμπέραναν ότι οι συναλλαγές που συνδέονται με παραγωγική επέκταση προσφέρουν αξία στους μετόχους.
Molyneux et al. (2010)	1997 - 2008	172	Κερδοσκοπία	Η μελέτη τους στον ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό κλάδο ανέδειξε τα υψηλά τιμήματα που καταβάλλουν οι διοικήσεις των τραπεζών για την ολοκλήρωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, ώστε να καταστούν «πολύ μεγάλες για να αποτύχουν».
Resti & Siciliano (2001)	1992 - 1997	12	Μεγιστοποίηση κέρδους	Σύμφωνα με τους συγγραφείς οι συναλλαγές οδηγούν σε αύξηση της αξίας μέσω βελτίωσης των αποδόσεων και των λογιστικών δεικτών.
Rime & Stiroh (2003)	1996 - 1999	289	Παραγωγική διαφοροποίηση	Μελετώντας τον ελβετικό τραπεζικό κλάδο, δεν εντόπισαν περιπτώσεις αξιοποίησης συνεργειών μέσω οικονομιών κλίμακας ή φάσματος.
Vander Vennet (1996)	1988 - 1993	492	Μέγεθος	Ο ερευνητής υποστηρίζει ότι η δημιουργία αξίας, μέσω της ενίσχυσης της θέσης του οργανισμού, αποτελεί βασικό κίνητρο για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Ο συστημικός κίνδυνος απειλεί τη βιωσιμότητα της χρηματοοικονομικής αγοράς με την έννοια της συγχρονισμένης κατάρρευσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Οι Molyneux et al. (2010), μελετώντας τον ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό κλάδο, υποστηρίζουν ότι οι διοικήσεις των τραπεζών είναι διατεθειμένες να καταβάλουν υψηλό τίμημα ώστε να καταστούν «πολύ μεγάλες για να αποτύχουν», χωρίς όμως οι συναλλαγές αυτές να έχουν κάποια αρνητική επίδραση στη γενικότερη χρηματοοικονομική

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

σταθερότητα. Στην έρευνα του ο Dermine (2006) παραθέτει τις εξελίξεις που πραγματοποιήθηκαν στο κανονιστικό πλαίσιο του ευρωπαϊκού τραπεζικού τομέα και αναφέρει τα προβλήματα που δημιουργούνται από την ύπαρξη μεγάλων τραπεζικών ιδρυμάτων και την πιθανή διάσωση τους με δημόσια χρήματα σε περίπτωση αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων τους.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

2.5. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία οι μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ των τραπεζών είναι οι ακόλουθες:

- Ανάλυση επιχειρηματικών συμβάντων
- Ανάλυση αποτελεσματικότητας
- Ανάλυση επίδοσης (Beitel & Schiereck, 2001)

Η πιο ευρέως χρησιμοποιούμενη μέθοδος για την αξιολόγηση της επιτυχίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η ανάλυση των επιχειρηματικών συμβάντων. Η μέθοδος αυτή αποτελεί σημαντικό εργαλείο για τους οργανισμούς που στοχεύουν σε μια συγχώνευση ή εξαγορά, καθώς πρωταρχικό ενδιαφέρον των μετόχων είναι η επίδραση που θα έχει η συναλλαγή στο πλούτο τους. Στις μελέτες αποτελεσματικότητας χρησιμοποιείται η έννοια του αποτελεσματικού ορίου, έχοντας ως σημείο αναφοράς τη συνάρτηση κέρδους ή κόστους του πιο αποτελεσματικού οργανισμού. Όσο πιο κοντά στο όριο πλησιάζει η νομική οντότητα που δημιουργείται μετά τη συγχώνευση ή την εξαγορά, τόσο πιο επιτυχημένη θεωρείται η συναλλαγή. Για τους ερευνητές που μελετούν την αποδοτικότητα μέσω της ανάλυσης επίδοσης η συναλλαγή θεωρείται επιτυχής όταν, μετά την ολοκλήρωση της, βελτιώνονται οι υπό εξέταση λογιστικοί δείκτες των οργανισμών και οι βελτιώσεις αυτές συνδέονται με το γεγονός της συναλλαγής.

2.5.1. ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΒΑΝΤΩΝ

Η ανάλυση των επιχειρηματικών συμβάντων πρωτοεμφανίστηκε από τους Fama et al. (1969) και χρησιμοποιείται για να υπολογίσει την επίδραση που έχει στο πλούτο των μετόχων η ανακοίνωση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς. Η συναλλαγή θεωρείται επιτυχής αν προσθέτει αξία στους μετόχους των εμπλεκομένων εταιρειών μέσω της επίτευξης υπερκανονικών αποδόσεων. Με τον όρο υπερκανονική απόδοση εννοούμε την επιπλέον απόδοση που λαμβάνουν οι επενδυτές πέρα από την προβλεπόμενη.

Τις περισσότερες φορές οι μελέτες επιχειρηματικών συμβάντων στηρίζονται στο μοντέλο της αγοράς για τον υπολογισμό των υπεραποδόσεων αν και έχει ασκηθεί κριτική για την επεξηγηματική του ισχύ. Ωστόσο, σύμφωνα με τους Zollo & Leshchinkskii (2000), τα αποτελέσματα των μελετών που χρησιμοποιούν πολυμεταβλητούς παράγοντες

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

συγκλίνουν με τα αποτελέσματα των μελετών που χρησιμοποιούν το μοντέλο της αγοράς. Αξιοσημείωτη είναι η χρήση, από την πλειονότητα των ερευνητών, διάφορων χρονικών παραθύρων γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συναλλαγής (event windows) για την αποφυγή διαρροής πληροφοριών. Διαφορετική λύση για το παραπάνω πρόβλημα αποτελεί η χρήση δύο διαφορετικών ημερομηνιών γεγονότων για τους αγοραστές και τους εξαγοραζόμενους, όπως εφάρμοσαν οι Houston & Ryngaert (1994). Οι συγγραφείς υπολόγισαν τις υπεραποδόσεις για την ημερομηνία ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών και τις αντίστοιχες για την ημερομηνία κατά την οποία εντοπίστηκαν ειδήσεις στην αγορά για την επικείμενη συναλλαγή (leakage date).

Βασικό πλεονέκτημα της μεθόδου των επιχειρηματικών συμβάντων είναι ότι χρησιμοποιεί δεδομένα της αγοράς και οι μελετητές, παρατηρώντας τις τιμές των μετοχών, μπορούν να εκτιμήσουν τις διαθέσιμες πληροφορίες και τις αντιλήψεις των επενδυτών που αντιπροσωπεύονται από τις αγοραίες τιμές που επικρατούν εκείνη τη στιγμή. Ερευνητές, όπως ο Becher (2000), επισήμαναν ότι η ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς δίνει τη δυνατότητα να ελεγχθούν μέσω της αντίδρασης της τιμής της μετοχής δύο βασικές υποθέσεις για τα κίνητρα των συναλλαγών:

- Η υπόθεση της επίτευξης συνεργειών υπό την οποία παρατηρούνται θετικές υπεραποδόσεις για τους αγοραστές και τους εξαγοραζόμενους (synergy hypothesis).
- Η υπόθεση της διοικητικής αλαζονείας υπό την οποία παρατηρούνται θετικές υπεραποδόσεις για τους εξαγοραζόμενους και αρνητικές για τους αγοραστές (hybris hypothesis).

Οι έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί αναφορικά με την επίδραση που επέφεραν στο πλούτο των μετόχων οι συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι οποίες έλαβαν χώρα στον ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα, είναι αρκετά περιορισμένες σε σύγκριση με τις αντίστοιχες για τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Ωστόσο, τα συμπεράσματα των ερευνών καταλήγουν στην επικρατούσα άποψη ότι δημιουργείται αξία για τους μετόχους της εξαγοραζόμενης τράπεζας κατά το διάστημα που ακολουθεί τη συναλλαγή, ενώ για τους μετόχους της εξαγοράζουσας τράπεζας τα αποτελέσματα είναι αντιφατικά, αν και συνήθως παρατηρούνται αρνητικές υπερκανονικές αποδόσεις ή στατιστικά μη σημαντικές.

Στην έρευνα των Tourani-Rad & Van Beek (1999), οι συγγραφείς μελέτησαν ένα δείγμα συγχωνεύσεων και εξαγορών στον ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα για την περίοδο 1989 - 1996, το οποίο περιλάμβανε 56 εξαγοράζουσες και 17 εξαγοραζόμενες τράπεζες.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι εξαγοράζουσες τράπεζες απολαμβάνουν υπεραποδόσεις που δεν είναι στατιστικά σημαντικές ενώ η αντίδραση της τιμής των μετοχών στην ανακοίνωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών για τις εξαγοραζόμενες τράπεζες είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές.

Οι συγγραφείς Cybo-Ottone & Murgia (2000) εξετάζοντας στο γεωγραφικό χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης ένα δείγμα 54 τραπεζικών συγχωνεύσεων και 18 συναλλαγών, κατά τις οποίες υπήρχε επέκταση των τραπεζών στον ασφαλιστικό και επενδυτικό τομέα για την περίοδο 1988 - 1997, συμπέραναν ότι υπάρχουν θετικές υπεραποδόσεις στις συγχωνεύσεις ανάμεσα σε τράπεζες και ανάμεσα σε τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες μέσα στην ίδια χώρα. Χρησιμοποιώντας το Γενικό Δείκτη ως σημείο αναφοράς κατέληξαν σε θετικές υπεραποδόσεις για τους αγοραστές και τους εξαγοραζόμενους, ενώ αντίστοιχα με τη χρήση του τραπεζικού δείκτη οι υπεραποδόσεις των αγοραστών ήταν μικρές και στατιστικά μη σημαντικές.

Οι Beitel et al. (2004) εξέτασαν ποιοι παράγοντες οδηγούν στη δημιουργία υπεραποδόσεων έχοντας ως βάση ένα δείγμα 98 ευρωπαϊκών τραπεζικών συγχωνεύσεων που ολοκληρώθηκαν στην περίοδο που διανύεται από το 1985 ως το 2000. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης τους σημειώνονται θετικές υπερκανονικές αποδόσεις για τους μετόχους του συνδυασμένου οργανισμού. Οι θετικές απόρροιες των συγχωνεύσεων αυξάνονται υπό τις συνθήκες κατά τις οποίες η μετοχή της τράπεζας στόχου εμφάνιζε χαμηλή επίδοση πριν τη συγχώνευση, η εξαγοράζουσα τράπεζα είχε προχωρήσει σε λιγότερες συγχωνεύσεις και η συναλλαγή δεν παρακινούταν από κίνητρα συσχετισμένα με τη διαφοροποίηση.

Οι Lepetit et al. (2004) εξέτασαν με τη μέθοδο της ανάλυσης των επιχειρηματικών συμβάντων την αποδοτικότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ τραπεζών που ανήκουν σε 13 ευρωπαϊκές χώρες και ανακοινώθηκαν από το 1991 ως το 2001. Για να αντιμετωπίσουν το μειονέκτημα του μοντέλου της αγοράς, σχετικά με την υπόθεση ότι οι συντελεστές βήτα των μετοχών παραμένουν σταθεροί, στηρίχτηκαν για την μοντελοποίηση των υπεραποδόσεων στο διμεταβλητό μοντέλο ετεροσκεδαστικότητας (GARCH). Τα αποτελέσματα στα οποία καταλήγουν είναι η ύπαρξη θετικών και στατιστικά σημαντικών υπεραποδόσεων για τις τράπεζες στόχους και συγκεκριμένα για τις συναλλαγές που υποκινούνται από κίνητρα για παραγωγική διαφοροποίηση και γεωγραφική επικέντρωση.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Τα αποτελέσματα των Scholtens & de Wit (2004) δείχνουν ότι υπάρχουν διαφορές στις υπεραποδόσεις των τραπεζών στόχων και των αγοραστών ανάμεσα στην Ευρώπη και τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Εξετάζοντας ένα δείγμα από τραπεζικές συγχωνεύσεις, που πραγματοποιήθηκαν στην Ευρώπη και στις Η.Π.Α. για την περίοδο 1990 - 2000, οι συγγραφείς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι υπεραποδόσεις που δημιουργούνται μετά την ανακοίνωση των συγχωνεύσεων στην Ευρώπη είναι μικρότερες σε σύγκριση με αυτές που σημειώνονται στις αμερικάνικες τράπεζες. Επίσης, διαπίστωσαν ότι στην Ευρώπη παρατηρούνται μεγαλύτερες αποδόσεις για τους μετόχους της εξαγοραζόμενης τράπεζας σε σύγκριση με τους μετόχους της εξαγοράζουσας, αλλά η διαφορά αυτή δεν είναι μεγάλη σε αντίθεση με τη διαφορά που ισχύει για τις συγχωνεύσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων στις Η.Π.Α..

Η μελέτη των Ismail & Davidson (2005) εξέτασε την αντίδραση της αγοράς για ένα δείγμα 76 συγχωνεύσεων στον ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό κλάδο που έλαβαν χώρα την περίοδο 1987 - 1999. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι υπήρχαν θετικές υπεραποδόσεις για τους εξαγοραζόμενους, ενώ οι αποδόσεις για τους αγοραστές ήταν ανάμικτες. Σύμφωνα με τα συμπεράσματα των συγγραφέων, οι συναλλαγές μεταξύ τραπεζών ήταν περισσότερο προσοδοφόρες για τους μετόχους, σε αντιπαραβολή με τις συναλλαγές μεταξύ ιδρυμάτων με ετερογενείς τομείς δραστηριότητας.

Στη μελέτη των Campa & Hernando (2006) χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα 172 συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ ευρωπαϊκών τραπεζών από το 1998 μέχρι το 2002. Για την ανάλυση της αποτελεσματικότητας των συναλλαγών οι συγγραφείς αξιολόγησαν την αντίδραση της τιμής της μετοχής στην ανακοίνωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, την αποδοτικότητα των κερδών και την αποτελεσματικότητα των εμπλεκομένων τραπεζών πριν και μετά τη συγχώνευση. Τα αποτελέσματα της μελέτης κατέληξαν σε θετικές υπερκανονικές αποδόσεις και αυξημένη απόδοση για τις εξαγοραζόμενες τράπεζες, ενώ δεν υπήρχαν σημαντικές επιδράσεις για τους εξαγοράζουσες.

Το δείγμα που μελετήθηκε από τους Ismail & Davidson (2007) αποτελούταν από 67 συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τη Νορβηγία και την Ελβετία. Οι ημέρες ανακοίνωσης των συναλλαγών αφορούσαν την περίοδο 1987 - 2000. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα υπήρχαν θετικές και στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις για τους αγοραστές και τους εξαγοραζόμενους για το χρονικό παράθυρο (-20,0). Συμπέραναν επίσης, ότι οι συναλλαγές

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

που σχετίζονταν με γεωγραφική διαφοροποίηση οδηγούσαν σε υψηλότερες υπερκανονικές αποδόσεις για τις εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις.

Η έρευνα των Hagendorff et al. (2008) βασίστηκε σε ένα δείγμα 204 τραπεζικών συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ευρώπη και την Αμερική που ανακοινώθηκαν κατά την περίοδο 1996 - 2004. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, η ανακοίνωση της συναλλαγής είχε αρνητικές συνέπειες στις τιμές των μετοχών των αγοραστών. Οι ζημίες ήταν μεγαλύτερες όσο περισσότερη προστασία παρείχαν οι χώρες στους επενδυτές, όπως στην Αμερική και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Αντίθετα, οι εξαγοράζουσες τράπεζες στην Ευρώπη εμφάνιζαν υπεραποδόσεις, ένδειξη ότι υπήρχαν κέρδη από την επέκταση σε χώρες με χαμηλότερη προστασία.

Οι Lensink & Maslennikova (2008) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 75 συγχωνεύσεων και εξαγορών στον τραπεζικό κλάδο της Ευρώπης για την περίοδο 1996 - 2004. Σύμφωνα με την έρευνα, επακόλουθο της ανακοίνωσης της συναλλαγής ήταν η ύπαρξη θετικών και στατιστικά σημαντικών υπεραποδόσεων για τους αγοραστές. Οι συγγραφείς κατέληξαν στην άποψη ότι κερδοφόρες συναλλαγές ήταν κυρίως οι εγχώριες συγχωνεύσεις και εξαγορές, καθώς οι διασυνοριακές συναλλαγές δεν δημιουργούσαν αξία στο πλούτο των μετόχων στην εξεταζόμενη περίοδο.

Οι Ekkayokkaya et al. (2009) εξέτασαν, με ένα δείγμα 963 εξαγορών για την περίοδο 1990 - 2004, την επίδραση που έχει η εισαγωγή του ευρώ στις αποδόσεις των αγοραστών διακρίνοντας τρεις υποπεριόδους: την περίοδο πριν την εφαρμογή του ευρώ, την περίοδο που διανύει την εφαρμογή του ευρώ και την περίοδο μετά την εφαρμογή του ευρώ. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι σημειώθηκαν στατιστικά σημαντικά κέρδη για τους αγοραστές στην περίοδο πριν την εφαρμογή του ενιαίου νομίσματος αν και υπήρχαν διαφορές ανάμεσα στα αποτελέσματα των εγχώριων και διασυνοριακών εξαγορών. Αντίθετα, δεν υπήρχαν ενδείξεις για βελτίωση της αξίας των μετόχων την περίοδο κατά την εφαρμογή και μετά την υιοθέτηση του ευρώ.

Οι Asimakopoulos & Athanasoglou (2013) εξέτασαν την αντίδραση στην τιμή των μετοχών για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές που ανακοινώθηκαν και ολοκληρώθηκαν την περίοδο 1990 - 2004 και με τις προϋποθέσεις ότι η εξαγοράζουσα τράπεζα έχει έδρα σε μια ευρωπαϊκή χώρα των 15 κρατών μελών (EU-15) και η εξαγοραζόμενη τράπεζα έχει έδρα στις ευρωπαϊκές χώρες των 15 κρατών μελών ή στην ανατολική Ευρώπη.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 2.2:

Έρευνες με τη χρήση της μεθοδολογίας των επιχειρηματικών συμβάντων

Συγγραφείς	Περίοδος έρευνας	Μέγεθος δείγματος	Αποτελέσματα έρευνας
Asimakopoulos & Athanasoglou (2013)	1990 - 2004	145 εξαγοράζουσες και 71 τράπεζες στόχοι	Οι συγγραφείς κατέληξαν σε θετικές υπεραποδόσεις για τους μετόχους της εξαγοραζόμενης τράπεζας, ενώ υπήρχε έλλειψη στοιχείων για βελτίωση της αξίας των μετόχων της εξαγοράζουσας.
Beitel et al. (2004)	1985 - 2000	98	Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, παρατηρήθηκαν θετικές υπεραποδόσεις για τους μετόχους του συνδυασμένου οργανισμού που δημιουργείται μετά την ολοκλήρωση των συναλλαγών.
Beltratti & Paladino (2013)	2007 - 2010	139	Τα συμπεράσματα έδειξαν μηδενικές υπεραποδόσεις κατά την ανακοίνωση και θετικές μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς για τους αγοραστές.
Campa & Hernando (2006)	1998 - 2002	172	Συμπέραναν στατιστικά μη σημαντικά στοιχεία για τις εξαγοράζουσες και αντίστοιχα θετικές υπεραποδόσεις και αυξημένη απόδοση για τις εξαγοραζόμενες τράπεζες.
Cybo-Ottone & Murgia (2000)	1988 - 1997	54 εξαγοράζουσες και 18 τράπεζες στόχοι	Η έρευνα κατέληξε σε θετικά αποτελέσματα για τις συναλλαγές μεταξύ οργανισμών που δραστηριοποιούνται στην ίδια χώρα. Τα αποτελέσματα της μεθοδολογίας με τη χρήση του γενικού δείκτη διέφεραν από τα αντίστοιχα με σημείο αναφοράς τον τραπεζικό δείκτη.
Ekkayokkaya et al. (2009)	1990 - 2004	963	Μέσω της έρευνας βρήκαν θετικά και στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα για τους αγοραστές πριν την εφαρμογή του ευρώ. Ωστόσο, δεν βρήκαν στοιχεία σχετικά με την ύπαρξη κερδών μετά και κατά την εφαρμογή του ευρώ.
Hagendorff et al. (2008)	1996 - 2004	204	Η εμφάνιση υπεραποδόσεων για τις μετοχές των αγοραστών ήταν εμφανής στην Ευρώπη με την εκμετάλλευση ωφελειών να είναι πιο πιθανή μέσω της επέκτασης σε χώρες με μικρότερη προστασία επενδυτών.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ismail & Davidson (2005)	1987 - 1999	76	Τα αποτελέσματα έδειξαν θετικές υπεραποδόσεις για τις μετοχές των εξαγοραζομένων αλλά τα στοιχεία για τα εξαγοράζοντα ιδρύματα ήταν αντιφατικά.
Ismail & Davidson (2007)	1987 - 2000	67	Παρατηρήθηκαν στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις για τους εμπλεκόμενους οργανισμούς. Οι συναλλαγές που σχετίζονταν με γεωγραφική διαφοροποίηση οδηγούσαν σε υψηλότερες υπεραποδόσεις για τις τράπεζες στόχους.
Lensink & Maslennikova (2008)	1996 - 2004	75	Σύμφωνα με τα συμπεράσματα των ερευνητών υπήρχαν θετικές και στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις για τους αγοραστές. Συγκεκριμένα οι εγχώριες συναλλαγές συνδέονταν με μεγαλύτερη κερδοφορία για τους μετόχους των τραπεζών σε σύγκριση με τις διασυνοριακές.
Lepetit et al. (2004)	1991 - 2001	180	Σημειώθηκαν θετικά και στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα για τις εξαγοραζόμενες τράπεζες, κυρίως όταν η παραγωγική διαφοροποίηση αποτελούσε το κύριο κίνητρο για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές.
Scholtens & de Wit (2004)	1990 - 2000	20 εξαγοράζουσες και 17 τράπεζες στόχοι	Οι ερευνητές διαπίστωσαν ότι στην Ευρώπη παρατηρούνται μεγαλύτερες αποδόσεις για τους μετόχους της εξαγοραζόμενης σε σύγκριση με τους μετόχους της εξαγοράζουσας τράπεζας.
Tourani-Rad & Van Beek (1999)	1989 - 1996	56 εξαγοράζουσες και 17 τράπεζες στόχοι	Η έρευνα οδήγησε σε θετικές και στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις για τις εξαγοραζόμενες τράπεζες αλλά μη στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις για τις εξαγοράζουσες τράπεζες.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας υφίστανται θετικές υπεραποδόσεις για τους μετόχους της εξαγοραζόμενης τράπεζας στην ανακοίνωση της συναλλαγής είτε αφορά εγχώρια είτε διασυνοριακή συναλλαγή. Ενώ, αντίστοιχα, δεν υπάρχουν ενδείξεις ότι συνδέεται η ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς, ιδιαίτερα όταν πρόκειται για διασυνοριακή συναλλαγή, με βελτίωση της αξίας για τους μετόχους της εξαγοράζουσας τράπεζας.

Οι Beltratti & Paladino (2013) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 139 εξαγορών στον ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 2007 – 2010, για να ελέγξουν την αντίδραση της τιμής της μετοχής στην ανακοίνωση και την ολοκλήρωση

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

της εξαγοράς. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι υπεραποδόσεις των αγοραστών είναι κατά μέσο όρο μηδενικές κατά την ανακοίνωση και θετικές μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Οι συγγραφείς επισημαίνουν ότι τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών, που πραγματοποιούνται υπό φυσιολογικές συνθήκες, διαφέρουν από τις αντίστοιχες συναλλαγές που πραγματοποιούνται υπό τις συνθήκες οικονομικής κρίσης.

2.5.2. ΑΛΛΟΙ ΤΡΟΠΟΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Εκτός από τη μέθοδο των επιχειρηματικών συμβάντων που αναλύσαμε παραπάνω, συχνά στη βιβλιογραφία χρησιμοποιούνται και οι άλλες δύο μέθοδοι υπολογισμού της αποδοτικότητας: η ανάλυση αποτελεσματικότητας και η ανάλυση επίδοσης. Τα κοινά στοιχεία των δύο μεθόδων είναι ότι χρησιμοποιούν λογιστικά στοιχεία για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας και προσφέρουν τη δυνατότητα στους ερευνητές να υπολογίσουν τα κέρδη που θα μπορούσαν να προκύψουν από πιθανές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Στην ανάλυση αποτελεσματικότητας τα λογιστικά δεδομένα χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό των συναρτήσεων κόστους και κέρδους, που αποτελούν τα σημεία αναφοράς πριν και μετά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Ενώ, η ανάλυση επίδοσης αποτελεί μια πιο απλή τεχνική μελέτης στην οποία οι ερευνητές προσπαθούν να εντοπίσουν βελτιώσεις στους λογιστικούς δείκτες των επιχειρήσεων μετά τις συναλλαγές.

Οι μελέτες αποτελεσματικότητας χρησιμοποιούνται στη βιβλιογραφία από το 1990 για να υπολογιστούν οι επιδράσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στα πιστωτικά ιδρύματα. Με τη βοήθεια λογιστικών δεδομένων οι ερευνητές υπολογίζουν τις συναρτήσεις κόστους ή κέρδους του οργανισμού, που αποτελεί σημείο αναφοράς για τις άλλες επιχειρήσεις του δείγματος, χρησιμοποιώντας παραμετρικές ή μη παραμετρικές τεχνικές. Μελετώντας την οικονομική αποτελεσματικότητα, οι Berger & Mester (1997) διέκριναν τρεις έννοιες: την αποτελεσματικότητα κόστους, την κλασική αποτελεσματικότητα κέρδους και την εναλλακτική αποτελεσματικότητα κέρδους. Οι περισσότερες έρευνες που χρησιμοποιούν τη μέθοδο της αποτελεσματικότητας δίνουν έμφαση στη μείωση του κόστους μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Έχει παρατηρηθεί ότι η μείωση του κόστους επιτυγχάνεται όταν η εξαγοράζουσα επιχείρηση παρουσιάζει μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα από την εξαγοραζόμενη.

Μελέτες στον ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο έδειξαν ότι μπορούν να επιτευχθούν μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών οικονομίες κλίμακας και φάσματος. Οι Altunbas et al.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

(2001) χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο δείγμα ευρωπαϊκών τραπεζικών συγχωνεύσεων για την περίοδο 1989 - 1997, κατέληξαν ότι η επίτευξη οικονομιών κλίμακας είναι πιο πιθανή για μικρότερες τράπεζες, ενώ υπήρχαν ενδείξεις ότι όλες οι τράπεζες ανεξαρτήτου μεγέθους μπορούν να έχουν βελτιώσεις στην αποδοτικότητα κόστους. Μελετώντας ένα δείγμα 52 συναλλαγών, οι οποίες ανακοινώθηκαν την περίοδο 1994 - 1998 στην Ευρώπη, οι Huizinga et al. (2001) συμπέραναν ότι οι συναλλαγές επέφεραν βελτιώσεις στην αποτελεσματικότητα κόστους για τους συνδυασμένους οργανισμούς που δημιουργούνται, ενώ οι ενδείξεις για την αποτελεσματικότητα κέρδους ήταν θετικές κυρίως για το δείγμα που περιλάμβανε μικρές σε μέγεθος τράπεζες.

Τα αποτελέσματα των ερευνών που μελέτησαν συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν σε διάφορες ευρωπαϊκές χώρες, είναι αντικρουόμενα. Ο Koetter (2008) χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 1517 συγχωνεύσεων και εξαγορών, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν στη Γερμανία την περίοδο 1993 - 2005, διαπίστωσε ότι η πλειοψηφία των συναλλαγών οδηγούσε σε αποτελεσματικότητα κόστους και κέρδους. Τα αποτελέσματα των Bernad et al. (2010) ήταν αντιφατικά, εξετάζοντας 17 τραπεζικές συγχωνεύσεις και εξαγορές που ανακοινώθηκαν στην Ισπανία την περίοδο 1986 - 2004. Ενώ, ο Rezitis (2008) μετά την έρευνα του σε 14 τραπεζικές συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ελλάδα για την περίοδο 1993 - 2004, κατέληξε σε αρνητικά αποτελέσματα σχετικά με την αποδοτικότητα της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης τράπεζας.

Στη βιβλιογραφία των συγχωνεύσεων και εξαγορών του ευρωπαϊκού τραπεζικού κλάδου η ανάλυση της επίδοσης παρατηρείται από το 2000 και οι έρευνες διεξάγονται κυρίως για τις γερμανικές τράπεζες. Η ανάλυση της επίδοσης χρησιμοποιείται από τους ερευνητές είτε ως κύρια είτε ως συμπληρωματική μέθοδος, για να εντοπιστούν περαιτέρω πληροφορίες για την αποδοτικότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οι ερευνητές χρησιμοποιώντας λογιστικούς δείκτες, όπως ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού, εξετάζουν την ενδεχόμενη βελτίωση των δεικτών μετά τις συναλλαγές. Αν και είναι αναγνωρίσιμο ότι τα λογιστικά δεδομένα μπορεί να επηρεάζονται από τις αποφάσεις των διοικήσεων, οι ερευνητές παρατηρώντας τα στοιχεία σε μια μεγαλύτερη χρονική περίοδο μπορούν να διαπιστώσουν αν υπάρχουν βελτιώσεις στην επίδοση των επιχειρήσεων εξαιτίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Ο Vennet (1996) μελέτησε 492 συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ευρώπη από το 1988 έως το 1993 χρησιμοποιώντας μέσες τιμές των λογιστικών δεικτών σε μια περίοδο τριών ετών πριν και μετά τη συναλλαγή. Συμπέρανε ότι δεν υπάρχουν ενδείξεις ότι οι

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

συγχωνεύσεις και οι εξαγορές προκαλούν βελτίωση στις επιδόσεις των οργανισμών εκτός από τις επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται από παρόμοιο μέγεθος. Οι συγγραφείς Beccalli & Frantz (2009) χρησιμοποιώντας λογιστικούς δείκτες και δείκτες αποτελεσματικότητας κόστους και κέρδους εξέτασαν ένα δείγμα 714 τραπεζικών συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ευρώπη την περίοδο 1991 - 2005. Γενικά δεν υπήρχαν ενδείξεις για βελτίωση της επίδοσης των τραπεζών, ενώ τα οφέλη από την αποτελεσματικότητα κόστους, που φαίνεται να υπάρχουν μετά από 5 χρόνια από την πραγματοποίηση της συναλλαγής, συνδέονται με τους πελάτες των τραπεζών παρά με τους μετόχους. Μελετώντας την αποδοτικότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε ένα δείγμα 220 συναλλαγών, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν σε 58 διαφορετικές χώρες, η έρευνα του Correa (2009) κατέληξε σε αρνητική επίδραση, σε βραχυπρόθεσμο χρόνο, στους δείκτες επίδοσης των οργανισμών που εμπλέκονται σε διασυνοριακές εξαγορές.

Στο γεωγραφικό χώρο της Γερμανίας, οι Kondova Georgiev & Burghof (2007) χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 132 συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1993 - 2004 κατέληξαν σε ανάμικτα αποτελέσματα για ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο, αλλά διαπίστωσαν ότι οι συναλλαγές που ανακοινώθηκαν από το 1999 ως το 2004 συνδέθηκαν με σημαντικές βελτιώσεις στην επίδοση των οργανισμών. Σε αντιφατικά αποτελέσματα κατέληξαν και οι Behr & Heid (2011), εξετάζοντας ένα δείγμα 119 συγχωνεύσεων και εξαγορών στο γερμανικό τραπεζικό κλάδο, καταλήγοντας σε θετικές επιδράσεις των συναλλαγών στην αποτελεσματικότητα κόστους χωρίς, όμως, να βρίσκουν επιρροές στην αποτελεσματικότητα κέρδους.

Συγκρίνοντας τις τρείς μεθόδους μπορούμε να διακρίνουμε τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα που έχει η χρήση τους για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οι μελέτες επιχειρηματικών συμβάντων εκτιμούν αν οι συνέπειες των συγχωνεύσεων κα εξαγορών είναι κερδοφόρες ή επιβλαβείς για το πλούτο των μετόχων, αποτελώντας ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο για τον υπολογισμό της επίδρασης των συναλλαγών, καθώς βασική ανησυχία των διοικήσεων είναι η αξία του μετοχικού κεφαλαίου τους. Ωστόσο, είναι μια βραχυπρόθεσμη μέθοδος υπολογισμού της αποδοτικότητας και οι μελέτες που βασίζονται σε αυτή τη μεθοδολογία δεν μπορούν να εντοπίσουν από πού προέρχονται τα κέρδη. Οι μελέτες αποτελεσματικότητας χρησιμοποιούνται όταν το κίνητρο είναι η σύγκριση των κερδών που δημιουργούνται από την αποτελεσματικότητα κόστους και κέρδους πριν και μετά τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 2.3:

Έρευνες με τη χρήση των μεθόδων αποτελεσματικότητας και επίδοσης

Συγγραφείς	Περίοδος έρευνας	Μέγεθος δείγματος	Αποτελέσματα έρευνας
Altunbas et al. (2001)	1989 - 1997	7626	Η εμπειρική μελέτη των ερευνητών κατέληξε σε αντιφατικά αποτελέσματα για την αποτελεσματικότητα των οργανισμών. Η επίτευξη οικονομιών κλίμακας εκτιμήθηκε ως πιο πιθανή για τράπεζες με μικρότερο μέγεθος.
Beccalli & Frantz (2009)	1991 - 2005	714	Στα αποτελέσματα της έρευνας υπήρξε έλλειψη στοιχείων για βελτίωση στις επιδόσεις των εταιρειών. Τα πιθανά οφέλη των συναλλαγών συνδέονται κυρίως με τους πελάτες των τραπεζών.
Behr & Heid (2011)	2000	119	Τα αποτελέσματα, στα οποία κατέληξαν, ήταν ουδέτερα για τους δείκτες κερδοφορίας των εταιρειών, ενώ στην αποτελεσματικότητα κόστους παρατηρήθηκαν θετικές επιδράσεις.
Bernad et al. (2010)	1986 - 2004	17	Οι συγγραφείς κατέληξαν σε αντιφατικά συμπεράσματα, χωρίς ύπαρξη σημαντικών ενδείξεων για την αποτελεσματικότητα κόστους ή κέρδους.
Correa (2009)	1996 - 2003	220	Τα στοιχεία της έρευνας υπέδειξαν αρνητική επίδραση στους εξεταζόμενους δείκτες επίδοσης των οργανισμών για τη βραχυπρόθεσμη περίοδο που ακολουθεί την ανακοίνωση των συναλλαγών.
Huizinga et al. (2001)	1994 - 1998	52	Οι ερευνητές παρατήρησαν βελτιώσεις στην αποτελεσματικότητα κόστους για τις συγχωνευμένες τράπεζες. Τα κέρδη από την αποτελεσματικότητα κέρδους ήταν εμφανή κυρίως σε μικρότερες τράπεζες.
Koetter (2008)	1993 - 2005	1517	Σύμφωνα με τη μελέτη του, η πλειονότητα των συναλλαγών επιφέρει θετική επίδραση στην αποδοτικότητα κόστους και κέρδους.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Kondova Georgiev & Burghof (2007)	1993 - 2004	132	Οι συγγραφείς οδηγήθηκαν σε ανάμικτα αποτελέσματα για ολόκληρη την περίοδο. Σημαντικές βελτιώσεις στους δείκτες επίδοσης για την περίοδο 1999 – 2004.
Rezitis (2008)	1993 - 2004	14	Η έρευνα του κατέληξε σε αρνητικά στοιχεία για την αποδοτικότητα των εμπλεκομένων μερών.
Vander Vennet (1996)	1988 - 1993	492	Στη μελέτη του συμπεραίνει ότι υπάρχουν εμφανείς ενδείξεις για ύπαρξη κερδών επακόλουθα των συναλλαγών μεταξύ οργανισμών με παρόμοιο μέγεθος.

Βασικό πλεονέκτημά των μεθοδολογιών που χρησιμοποιούν την ανάλυση αποτελεσματικότητας είναι ότι δίνεται η δυνατότητα στους ερευνητές να εντοπίσουν την πηγή των κερδών, τα οποία προέρχονται από τη βελτίωση της αποδοτικότητας των εταιρειών και να αξιολογήσουν την απόδοση υποθετικών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Όμως, οι μελέτες αυτές δεν μπορούν να υπολογίσουν τις συνέπειες που επιφέρουν οι συναλλαγές στις μετοχικές αξίες, εφόσον χρησιμοποιούν μόνο λογιστικά δεδομένα. Ενώ, αντίστοιχα, οι μελέτες επίδοσης είναι αξιοποιήσιμες όταν οι ερευνητές επιθυμούν να υπολογίσουν τις μακροπρόθεσμες συνέπειες των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αντλώντας δεδομένα από τις οικονομικές καταστάσεις των τραπεζών, οι ερευνητές μπορούν να αξιολογήσουν την παρελθούσα επίδοση των τραπεζικών ιδρυμάτων και να συγκρίνουν την επίδοση που παρουσιάζουν σε διάφορα χρονικά διαστήματα μετά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Εντούτοις, εξαιτίας της ευχέρειας των διοικήσεων να επηρεάζουν τα λογιστικά στοιχεία που εμφανίζουν, η μέθοδος αυτή προτιμάται να λειτουργεί κυρίως συμπληρωματικά με την ανάλυση των επιχειρηματικών συμβάντων.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

3.1. ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Η συγκεκριμένη εργασία επικεντρώνεται στη μελέτη της αποδοτικότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών, που πραγματοποιήθηκαν από τον Ιανουάριο του 2000 έως το Δεκέμβριο του 2015, στο γεωγραφικό χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 15 κρατών μελών. Η κύρια πηγή άντλησης δεδομένων για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτέλεσε η βάση δεδομένων Thomson One Database. Τα στοιχεία για τις αποδόσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων και του γενικού δείκτη, καθώς και τα λογιστικά στοιχεία συλλέχτηκαν από τη βάση Datastream. Για τη συλλογή του δείγματος θέσαμε τα παρακάτω κριτήρια, τα οποία απεικονίζονται συνοπτικά σε πίνακα στο παράρτημα της εργασίας.

- Όλες οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που περιλαμβάνονται στο δείγμα είναι ολοκληρωμένες και έχουν ανακοινωθεί από την 1^{η} Ιανουαρίου 2000 έως τις 31 Δεκεμβρίου 2015.
- Οι εξαγοράζοντες και εξαγοραζόμενοι οργανισμοί δραστηριοποιούνται στο κλάδο των εμπορικών τραπεζών.
- Οι μετοχές των πιστωτικών οργανισμών που εξετάζονται διαπραγματεύονται δημόσια σε οργανωμένα χρηματιστήρια.
- Οι εξαγοράζουσες και οι τράπεζες στόχοι έχουν έδρα σε κάποιο από τα 15 κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Αυστρία, Βέλγιο, Δανία, Φινλανδία, Γαλλία, Ελλάδα, Ιρλανδία, Ολλανδία, Πορτογαλία, Ισπανία, Σουηδία, Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Ιταλία, Λουξεμβούργο).

Όσον αφορά τις τιμές των μετοχών, σύμφωνα με τη μεθοδολογία στην οποία βασιστήκαμε, χρησιμοποιήσαμε ημερήσια δεδομένα. Συγκεκριμένα, για κάθε συγχώνευση ή εξαγορά χρειαστήκαμε 121 διαπραγματεύσιμες ημέρες πριν την ανακοίνωση και 15 ημέρες μετά την ανακοίνωση της συναλλαγής. Με βάση τα κριτήρια που θέσαμε στη βάση δεδομένων το αρχικό δείγμα, το οποίο συλλέξαμε, περιλάμβανε 104 συγχωνεύσεις και εξαγορές. Εν συνεχεία, αφαιρέσαμε εταιρείες λόγω έλλειψης κωδικών στη βάση δεδομένων, στοιχείων για τις αποδόσεις των μετοχών και για λογιστικούς δείκτες. Αυτό είχε ως απόρροια να περιορίσουμε το αρχικό δείγμα σε 88 εξαγοράζουσες και 78 εξαγοραζόμενες τράπεζες, οι οποίες συναποτελούν το τελικό δείγμα που θα μελετήσουμε στη συνέχεια της εργασίας.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 3.1:

Παρουσίαση των συναλλαγών ανά χώρα στον ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο

Γεωγραφική έδρα	Εξαγοράζουσες τράπεζες		Εξαγοραζόμενες τράπεζες	
	Αριθμός συναλλαγών	Ποσοστό επί του συνόλου (%)	Αριθμός συναλλαγών	Ποσοστό επί του συνόλου (%)
Αυστρία	0	0.00%	2	2.56%
Βέλγιο	1	1.14%	1	1.28%
Δανία	12	13.64%	13	16.67%
Γαλλία	12	13.64%	6	7.69%
Γερμανία	5	5.68%	6	7.69%
Ελλάδα	6	6.82%	8	10.26%
Ιρλανδία	0	0.00%	1	1.28%
Ιταλία	27	30.68%	23	29.49%
Πορτογαλία	5	5.68%	3	3.85%
Ισπανία	14	15.90%	11	14.10%
Σουηδία	3	3.41%	0	0.00%
Ηνωμένο Βασίλειο	3	3.41%	4	5.13%
Σύνολο	88	100%	78	100%

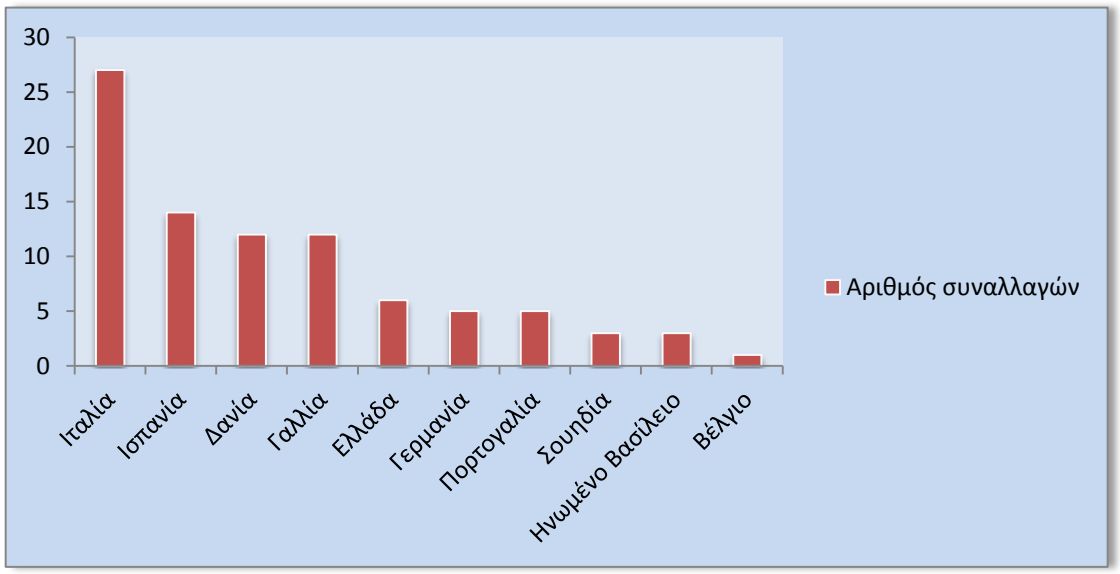
3.2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Όπως φαίνεται στον πίνακα 3.1, η πλειονότητα των συναλλαγών τόσο από τη μεριά των εξαγοραζουσών όσο και από τη μεριά των εξαγοραζομένων πραγματοποιήθηκαν μεταξύ τραπεζών οι οποίες είχαν έδρα στην Ιταλία με ποσοστό 30.68% και 29.49% αντίστοιχα. Σημαντικά ποσοστά συναλλαγών παρουσιάζουν, επίσης, οι τράπεζες που δραστηριοποιούνταν στις χώρες της Ισπανίας, της Δανίας και της Γαλλίας.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

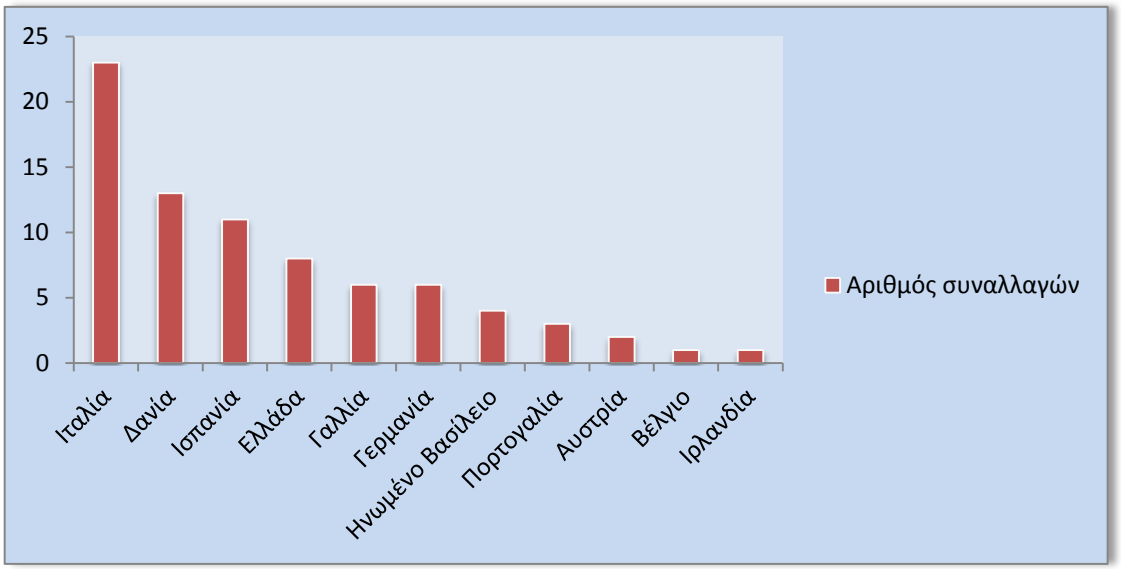
Διάγραμμα 3.1:

Συγχωνεύσεις και εξαγορές ανά χώρα για τις εξαγοράζουσες τράπεζες



Διάγραμμα 3.2:

Συγχωνεύσεις και εξαγορές ανά χώρα για τις εξαγοραζόμενες τράπεζες



Αντίθετα, στο εξεταζόμενο δείγμα, τα πιστωτικά ιδρύματα που υπάγονταν στις χώρες της Ιρλανδίας, του Βελγίου και της Αυστρίας συμμετείχαν σε μικρό αριθμό συναλλαγών. Στα γραφήματα 3.1 και 3.2 γίνονται περισσότερο εμφανείς οι διαφορές ανάμεσα στις χώρες, με την Ιταλία να βρίσκεται στη πρώτη θέση, σε όρους συναλλαγών, για τις δύο κατηγορίες του δείγματος. Επίσης, φαίνεται και σχηματικά ότι το Βέλγιο έχει εμπλακεί σε μικρό αριθμό συναλλαγών συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 3.2:

Τραπεζικές συγχωνεύσεις και εξαγορές ανά έτος ανακοίνωσης

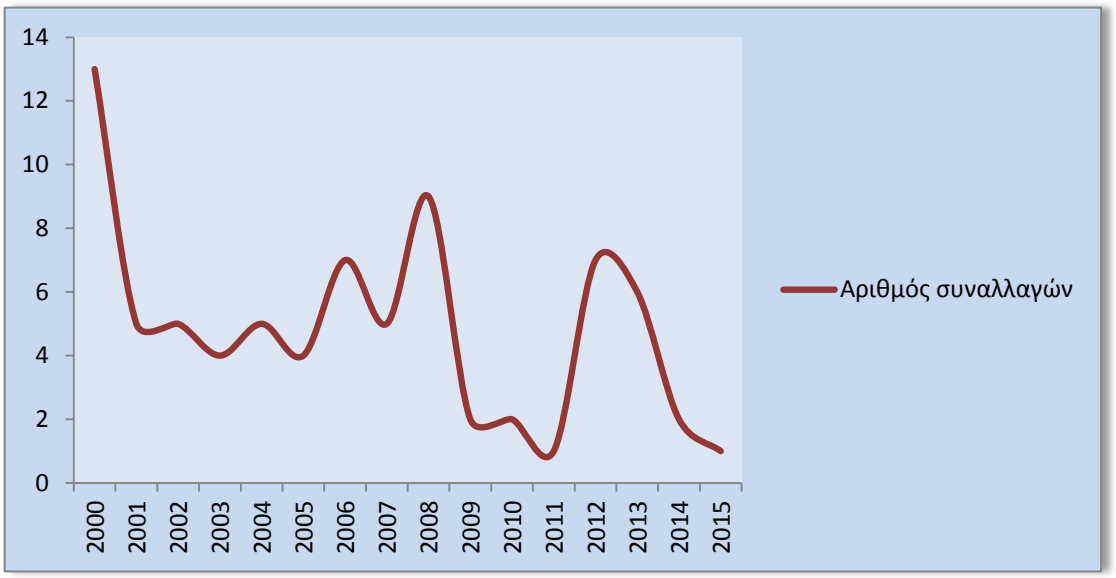
Έτος ανακοίνωσης συγχωνεύσεων & εξαγορών	Εξαγοράζουσες τράπεζες		Εξαγοραζόμενες τράπεζες	
	Αριθμός συναλλαγών	Ποσοστό επί του συνόλου (%)	Αριθμός συναλλαγών	Ποσοστό επί του συνόλου (%)
2000	16	18.18%	13	16.68%
2001	7	7.95%	5	6.41%
2002	6	6.82%	5	6.41%
2003	5	5.68%	4	5.13%
2004	6	6.82%	5	6.41%
2005	4	4.55%	4	5.13%
2006	7	7.95%	7	8.97%
2007	5	5.68%	5	6.41%
2008	10	11.37%	9	11.55%
2009	3	3.41%	2	2.56%
2010	2	2.27%	2	2.56%
2011	1	1.14%	1	1.28%
2012	7	7.95%	7	8.97%
2013	6	6.82%	6	7.69%
2014	2	2.27%	2	2.56%
2015	1	1.14%	1	1.28%
Σύνολο	88	100%	78	100%

Έπειτα, στον πίνακα 3.2, παρουσιάζονται ανά έτος οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που ανακοινώθηκαν στον τραπεζικό κλάδο των 15 κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ο μεγαλύτερος αριθμός συναλλαγών ανακοινώθηκε το έτος 2000, κατά το οποίο, σύμφωνα με το δείγμα που μελετήσαμε, 16 τράπεζες υπέβαλαν προσφορά εξαγοράς και 13 πιστωτικά ιδρύματα εξαγοράστηκαν. Σημαντική χρονιά, επίσης, αναφορικά με τον αριθμό των συγχωνεύσεων και εξαγορών, αποτέλεσε το 2008.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Διάγραμμα 3.3:

Πορεία συγχωνεύσεων και εξαγορών ανά έτος



Απεναντίας, από το 2009 και μετά αντιλαμβανόμαστε μια κάμψη στις συναλλαγές, με μια μικρή αύξηση το 2012 και το 2013 και στη συνέχεια πάλι πτώση του αριθμού των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Τα αποτελέσματα αυτά δίνουν μια εικόνα για τις συνέπειες της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης, οι οποίες έγιναν εμφανείς στις συναλλαγές των ευρωπαϊκών εταιρειών από το 2009 και μετέπειτα.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

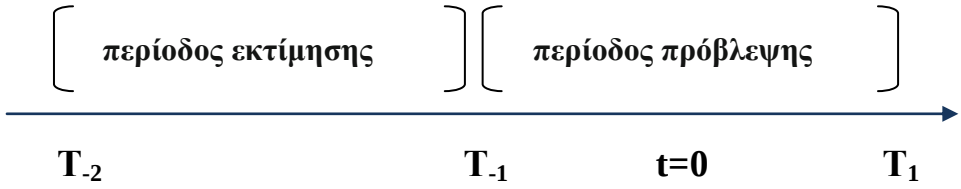
3.3. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Σκοπός της ανάλυσης των επιχειρηματικών συμβάντων είναι η εκτίμηση του οικονομικού αποτελέσματος, που επιφέρει στις αποδόσεις ενός δείγματος εταιρειών, η ανακοίνωση ενός κοινού γεγονότος, όπως μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Το εξεταζόμενο αποτέλεσμα προσδιορίζεται σε όρους υπεραπόδοσης της μετοχής, η οποία θεωρείται ως η διαφορά ανάμεσα στην απόδοση που υφίσταται δεδομένου του γεγονότος και στην προσδοκώμενη απόδοση που είναι ανεξάρτητη από το γεγονός. Βασική υπόθεση της ανάλυσης των επιχειρηματικών συμβάντων αποτελεί ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές και αντιδρούν άμεσα στις διαθέσιμες πληροφορίες. Τα τελευταία 30 χρόνια έχουν σημειωθεί δύο κύριες αλλαγές στη μεθοδολογία επιχειρηματικών συμβάντων. Πρώτον, έχει επικρατήσει η χρήση ημερήσιων δεδομένων αντί μηνιαίων, προσθέτοντας ακρίβεια στον υπολογισμό των υπεραποδόσεων και δεύτερον, έχουν γίνει περισσότερο περίπλοκες οι μέθοδοι για τον υπολογισμό των αποδόσεων και των ελέγχων σημαντικότητας.

3.3.1. Υποδείγματα εκτίμησης αποδόσεων

Σημαντική απόφαση για τους ερευνητές που μελετούν τη συγκεκριμένη μεθοδολογία είναι η επιλογή του κατάλληλου υποδείγματος για τον υπολογισμό της κανονικής απόδοσης, η οποία είναι ανεξάρτητη από το γεγονός που εξετάζεται. Για κάθε ανακοίνωση των γεγονότος που μελετάται, οι αποδόσεις των μετοχών ελέγχονται για δύο ξεχωριστές περιόδους γύρω από την ημερομηνία του γεγονότος, η οποία αντιστοιχεί στο t_o. Την περίοδο εκτίμησης όπου υπολογίζονται οι συγκεκριμένοι παράμετροι, οι οποίοι αποτελούν τα σημεία αναφοράς και την περίοδο της πρόβλεψης κατά την οποία υπολογίζονται τα σφάλματα πρόβλεψης, τα οποία στηρίζονται στους παράγοντες που έχουν εκτιμηθεί και αποτελούν τις μη κανονικές αποδόσεις ή υπεραποδόσεις. Για να αποφευχθεί ο επηρεασμός των παραμέτρων από την ανακοίνωση του γεγονότος είναι απαραίτητο η περίοδος εκτίμησης να μην υπερκαλύπτει την περίοδο πρόβλεψης. Στην παρούσα εργασία, προκειμένου να εκτιμηθούν οι παράμετροι που καθορίζουν τις αποδόσεις, έχει χρησιμοποιηθεί ως περίοδος εκτίμησης το διάστημα μεταξύ των 120 και 21 διαπραγματεύσιμων ημερών πριν την ανακοίνωση της συναλλαγής, ενώ κατά την περίοδο πρόβλεψης έχουν προσδιοριστεί διάφορα χρονικά παράθυρα τα οποία κυμαίνονται από 10 ημέρες πριν την ανακοίνωση ως 10 ημέρες μετά την ανακοίνωση της συναλλαγής.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ



Στη συνέχεια, παρουσιάζονται το προσαρμοσμένο υπόδειγμα απόδοσης της αγοράς που χρησιμοποιήθηκε στην εργασία και άλλα υποδείγματα που εμφανίζονται ευρέως στη βιβλιογραφία.

- **<u>Το προσαρμοσμένο υπόδειγμα απόδοσης της αγοράς (Market adjusted returns model)</u>**

Η υπερκανονική απόδοση της μετοχής της εταιρείας j τη χρονική στιγμή t που πραγματοποιήθηκε το εξεταζόμενο γεγονός, προσδιορίζεται ως η απόκλιση της πραγματοποιηθείσας απόδοσης από την αναμενόμενη, η οποία είναι ανεξάρτητη από την ύπαρξη του γεγονότος. Στο προσαρμοσμένο υπόδειγμα της απόδοσης της αγοράς η απόδοση του δείκτη αντιστοιχεί στην αναμενόμενη απόδοση, υποθέτοντας ότι οι μετοχές που συναποτελούν το δείκτη παράγουν κατά μέσο όρο τις ίδιες αποδόσεις. Οπότε, οι υπερκανονικές αποδόσεις υπολογίζονται αφαιρώντας από τις παρατηρούμενες αποδόσεις των εταιρικών μετοχών τη χρονική στιγμή t, τις αποδόσεις του γενικού δείκτη την ίδια χρονική στιγμή ως εξής:

$$A_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

όπου,

R_{jt} είναι η απόδοση της μετοχής της εταιρείας j τη χρονική στιγμή t.

R_{mt} είναι η απόδοση του δείκτη τη χρονική στιγμή t.

Στη συγκεκριμένη εργασία, αφαιρέσαμε από τις ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών του δείγματος τις αντίστοιχες αποδόσεις του δείκτη Europe – DS για το διάστημα που καλύπτει 120 ημέρες πριν και 15 ημέρες μετά την ανακοίνωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η μέση τιμή των υπεραποδόσεων των μετοχών που συνθέτουν το δείγμα, σε μία χρονική στιγμή t, αποτελεί τη μέση μη κανονική απόδοση (average abnormal return) και υπολογίζεται ως εξής:

$$AAR_t = \frac{\sum_{j=1}^{N} A_{jt}}{N}$$

όπου,
t αντιστοιχεί σε ημέρες συναλλαγών, οι οποίες είναι συσχετισμένες με την ημερομηνία του γεγονότος.
N είναι ο αριθμός των εταιρειών που περιλαμβάνονται στο δείγμα.

Η σωρευτική μέση μη κανονική απόδοση (cumulative average abnormal return), σύμφωνα με τον τύπο που ακολουθεί, ορίζεται ως το άθροισμα των μέσων υπεραποδόσεων σε ένα χρονικό διάστημα δύο ή περισσοτέρων ημερών, οι οποίες ξεκινάνε από το T1 και τελειώνουν στο T2.

$$CAAR_{T1,T2} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^{N} \sum_{t=T1}^{T2} A_{jt}$$

όπου,
Ajt είναι η υπεραπόδοση της εταιρείας j τη χρονική στιγμή t.
N είναι ο αριθμός των εταιρειών που περιλαμβάνονται στο δείγμα.

- **Το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης απόδοσης ανά συγκρίσιμη περίοδο**

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα υποθέτει ότι οι αναμενόμενες αποδόσεις διαφέρουν μεταξύ των εταιρειών αλλά είναι σταθερές στο χρόνο. Η αναμενόμενη απόδοση, $\overline{R_j}$, των μετοχών υπολογίζεται με τον αριθμητικό μέσο των αποδόσεων που σημειώνονται κατά την περίοδο εκτίμησης. Προκειμένου να εκτιμηθεί η υπεραπόδοση, αφαιρείται από την απόδοση της μετοχής της εταιρείας j τη χρονική στιγμή t ο αριθμητικός μέσος των αποδόσεων της μετοχής ως εξής:

$$A_{jt} = R_{jt} - \overline{R}_j$$

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

- **<u>Το υπόδειγμα της αγοράς (Market model)</u>**

Οι αναλύσεις επιχειρηματικών συμβάντων που βασίζονται στο μοντέλο της αγοράς υποθέτουν ότι οι αποδόσεις των μετοχών ακολουθούν το υπόδειγμα τους ενός δείκτη που αντιπροσωπεύεται από την παρακάτω εξίσωση:

$$R_{jt} = a_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

όπου,

R_{jt} είναι η απόδοση της μετοχής της εταιρείας j τη χρονική στιγμή t

R_{mt} είναι η απόδοση του δείκτη τη χρονική στιγμή t

β_j είναι η παράμετρος που αξιολογεί την ευαισθησία της μετοχής στις κινήσεις του δείκτη

ε_{jt} είναι ο διαταρακτικός όρος της παλινδρόμησης, ο οποίος είναι μια τυχαία μεταβλητή που χαρακτηρίζεται από μέση τιμή μηδέν, δεν έχει αυτοσυσχέτιση και ετεροσκεδαστικότητα και είναι ανεξάρτητη με τις μεταβλητές R_{mt} και R_{kt}, όπου k διαφορετικό του j.

Για την εκτίμηση της υπεραπόδοσης εφαρμόζεται η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων και υπολογίζεται η εξίσωση που ακολουθεί, στην οποία οι συντελεστές $\hat{a}_j$ και $\hat{\beta}_j$ είναι εκτιμητές των παραμέτρων.

$$A_{jt} = R_{jt} - (\hat{a}_j + \hat{\beta}_j R_{mt})$$

- **<u>Μοντέλο της αγοράς με συντελεστές βήτα της μεθόδου των Scholes & Williams</u>**

Εκτός από τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων στη βιβλιογραφία συναντάται και το υπόδειγμα των Scholes & Williams (1977) για την εκτίμηση των παραμέτρων του μοντέλου της αγοράς. Ο υπολογισμός των συντελεστών βήτα πραγματοποιείται με τον εξής τρόπο:

$$\hat{\beta}_j^* = \frac{\hat{\beta}_j^- + \hat{\beta}_j + \hat{\beta}_j^+}{1 + 2\hat{\rho}_m}$$

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

όπου,

$\hat{\beta}_j^-$ είναι ο εκτιμητής του συντελεστή κλίσης της απλής γραμμικής παλινδρόμησης του R_{jt} επί της μεταβλητής R_{mt-1}.

$\hat{\beta}_j^+$ είναι αντίστοιχα ο εκτιμητής της παλινδρόμησης του R_{jt} επί της μεταβλητής R_{mt+1}.

$\hat{\rho}_m$ είναι ο συντελεστής αυτοσυσχέτισης πρώτου βαθμού της ανεξάρτητης μεταβλητής R_m.

Αντίστοιχα η εκτίμηση του σταθερού όρου α γίνεται ως εξής:

$$\hat{a}_j^* = \overline{R_{jEST}} - \hat{\beta}_j^* \overline{R_{mEST}}$$

όπου,

$\overline{R_{jEST}}$ είναι η μέση τιμή των αποδόσεων της μετοχής j κατά την περίοδο εκτίμησης.

$\overline{R_{mEST}}$ είναι η μέση τιμή των αποδόσεων του γενικού δείκτη κατά την ίδια περίοδο.

- **<u>Μοντέλο της αγοράς με τη χρήση των μοντέλων GARCH και EGARCH</u>**

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω η σχέση που σχετίζεται με το υπόδειγμα του ενός δείκτη είναι η εξής:

$$R_{jt} = a_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

Η συγκεκριμένη εξίσωση μπορεί να εφαρμοστεί και με τη χρήση των μοντέλων ετεροσκεδαστικότητας, τα οποία θεωρούν ότι η διακύμανση του τρέχοντος διαταρακτικού όρου της παλινδρόμησης εξαρτάται από τη διακύμανση του διαταρακτικού όρου της προηγούμενης χρονικής περιόδου. Σύμφωνα με το μοντέλο GARCH η δεσμευμένη διακύμανση του σφάλματος χαρακτηρίζεται από τη σχέση:

$$h_{jt} = \omega_j + \delta_j h_{jt-1} + \gamma_j \varepsilon_{jt-1}^2$$

$\omega_j > 0$, $\gamma_j > 0$, $\delta_j > 0$ και $\gamma_j + \delta_j < 1$

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Αντίστοιχα με το μοντέλο EGARCH εφαρμόζεται η εξίσωση:

$$\log h_{jt} = \omega_j + \delta_j \log h_{jt-1} + \gamma_j \left| z_{jt-1} \right| + \phi_j z_{jt-1} \qquad \text{στην οποία ισχύει } z_{jt} = \varepsilon_{jt} / \sqrt{h_{jt}}$$

- **<u>Το τριπαραγοντικό μοντέλο των Fama & French</u>**

Το μοντέλο των Fama & French (1993) χρησιμοποιεί τρεις μεταβλητές για να περιγράψει τις αποδόσεις των μετοχών, εισάγοντας τους παράγοντες που επηρεάζονται από το μέγεθος και την αξία. Η εξίσωση η οποία αντιπροσωπεύει το μοντέλο είναι:

$$R_{jt} = a + \beta_j R_{mt} + s_j SMB_t + h_j HML_t + \varepsilon_{jt}$$

όπου,

R_{jt} είναι η απόδοση της κοινής μετοχής της εταιρείας j τη χρονική στιγμή t.

R_{mt} είναι η απόδοση του δείκτη της αγοράς τη χρονική στιγμή t.

SMB_t (small minus big) είναι η διαφορά που παρατηρείται στις αποδόσεις των μετοχών των μικρών έναντι των μεγάλων εταιρειών, που βασίζεται στην κεφαλαιοποίηση των επιχειρήσεων.

HML_t (high minus low) είναι η διαφορά των αποδόσεων των μετοχών που αντιστοιχούν σε εταιρείες με υψηλό δείκτη λογιστικής προς αγοραίας αξίας (book to market), έναντι αυτών που παρουσιάζουν χαμηλό δείκτη.

Στο συγκεκριμένο μοντέλο οι υπεραποδόσεις υπολογίζονται με την παρακάτω σχέση στην οποία με τη χρήση της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων εκτιμούνται οι συντελεστές $\hat{a}_j, \hat{\beta}_j, \hat{s}_j \kappa\alpha\iota\, \hat{h}_j$.

$$A_{jt} = R_{jt} - (\hat{a}_j + \hat{\beta}_j R_{mt} + \hat{s}_j SMB_t + \hat{h}_j HML_t)$$

- **<u>Το μοντέλο των τεσσάρων παραγόντων του Carhart</u>**

Το μοντέλο του Carhart (1997) συνιστά μια επέκταση του υποδείγματος των Fama & French, προσθέτοντας τον παράγοντα της ορμής (momentum).

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η εξίσωση με την οποία εκφράζεται το μοντέλο είναι η εξής:

$$R_{jt} = a + \beta_j R_{mt} + s_j SMB_t + h_j HML_t + u_j UMD_t + \varepsilon_{jt}$$

Στην εξίσωση η επιπρόσθετη μεταβλητή UMD_t (up minus down) ορίζεται ως η μέση διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών που κινούνται ανοδικά και εκείνων οι οποίες κινούνται καθοδικά.

Η εξίσωση με βάση την οποία υπολογίζεται η υπεραπόδοση με τη χρήση του μοντέλου των τεσσάρων παραγόντων είναι η ακόλουθη:

$$A_{jt} = R_{jt} - (\hat{a}_j + \hat{\beta}_j R_{mt} + \hat{s}_j SMB_t + \hat{h}_j HML_t + \hat{u}_j UMD_t)$$

3.3.2. Έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας

Στα διάφορα εργαλεία που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση και ανάλυση των αποδόσεων των μετοχών, όπως το AAR και το CAAR που αναφέραμε προηγουμένως, εφαρμόζονται στατιστικοί έλεγχοι. Οι έλεγχοι αυτοί εξετάζουν την υπόθεση ότι η μέση υπεραπόδοση τη χρονική στιγμή t ισούται με μηδέν, η οποία απορρίπτεται όταν οι στατιστικοί έλεγχοι ξεπεράσουν μια κριτική τιμή σε επίπεδο σημαντικότητας που είναι, συνήθως, 1%, 5% ή 10%. Στη συνέχεια παρουσιάζονται δύο στατιστικοί έλεγχοι, ο έλεγχος τυπικής απόκλισης χρονολογικών σειρών και ο έλεγχος τυπικής απόκλισης διαστρωματικών δεδομένων, οι οποίοι χρησιμοποιήθηκαν και στη συγκεκριμένη εργασία.

- **Έλεγχος τυπικής απόκλισης χρονολογικών σειρών (Time series standard deviation)**

Ο έλεγχος τυπικής απόκλισης χρονολογικών σειρών χρησιμοποιεί ολόκληρο το δείγμα που εξετάζεται, προκειμένου να υπολογιστεί μία συγκεκριμένη διακύμανση για όλες τις μετοχές. Βασικό πλεονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι ότι αποφεύγει το πρόβλημα της συσχέτισης που προκαλείται από τη χρήση διαστρωματικής ανάλυσης των αποδόσεων των μετοχών. Ωστόσο, αγνοεί τις άνισες διακυμάνσεις που μπορεί να υπάρχουν μεταξύ των παρατηρήσεων του δείγματος.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η διακύμανση της μέσης υπεραπόδοσης (AAR) υπολογίζεται με τον παρακάτω τύπο:

$$\hat{\sigma}^2_{AAR} = \frac{\sum_{t=E_1}^{E_2} (AAR_t - \overline{AAR})^2}{M-2}$$

όπου, για τις ημέρες της περιόδου εκτίμησης, κατά την οποία υπολογίζονται οι παράμετροι του υποδείγματος της αγοράς, ισχύει η σχέση M = E2 – E1 + 1 και η μεταβλητή $\overline{AAR}$ προσδιορίζεται με τον τύπο $\overline{AAR} = \frac{\sum_{t=E1}^{E2} AAR_t}{M}$

Ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας των μέσων υπεραποδόσεων για τη χρονική στιγμή του γεγονότος t πραγματοποιείται με τον ακόλουθο τύπο:

$$t = \frac{AAR_t}{\hat{\sigma}_{AAR}}$$

Δεδομένου της υπόθεσης, ότι οι αποδόσεις των χρονολογικών σειρών είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους, ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας για τις αθροιστικές μέσες υπεραποδόσεις προσδιορίζεται με τον εξής τύπο:

$$t = \frac{CAAR_t}{(T_2 - T_1 + 1)^{\frac{1}{2}} \hat{\sigma}_{AAR}}$$

- **<u>Έλεγχος τυπικής απόκλισης διαστρωματικών δεδομένων (cross sectional standard deviation)</u>**

Ο τύπος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της διακύμανσης των υπεραποδόσεων μεταξύ των εταιρειών του δείγματος τη χρονική στιγμή t είναι:

$$\hat{\sigma}^2_{AAR_t} = \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^{N} (A_{it} - \frac{1}{N} \sum_{j=1}^{N} A_{jt})^2$$

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας των μέσων υπεραποδόσεων για τη χρονική στιγμή του γεγονότος t συνδέεται με τον παρακάτω τύπο:

$$t = \frac{AAR_t}{\hat{\sigma}_{AAR} / \sqrt{N}}$$

Αντίστοιχα ο υπολογισμός της διακύμανσης και ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας των αθροιστικών μέσων υπεραποδόσεων για το χρονικό παράθυρο $[T_1,T_2]$ πραγματοποιούνται αντίστοιχα με τους τύπους:

$$\hat{\sigma}^2_{CAAR_{T_1,T_2},} = \frac{1}{N-1}\sum_{i=1}^{N}(CAAR_{i,T_1,T_2} - \frac{1}{N}\sum_{j=1}^{N}CAAR_{j,T_1,T_2})^2$$

και

$$t_{CAAR} = \frac{CAAR_{T_1,T_2}}{\hat{\sigma}_{CAAR_{T_1,T_2}} / \sqrt{N}}$$

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

3.4. Διαστρωματική ανάλυση παραγόντων

3.4.1. Καθορισμός ερμηνευτικών μεταβλητών

Η πλειονότητα των ερευνών που μελετούν την αποδοτικότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο επικεντρώνονται κυρίως στη συμπεριφορά των αποδόσεων των μετοχών στις περιόδους γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης και παρέχουν λιγότερες πληροφορίες για τους παράγοντες που επηρεάζουν αυτή τη συμπεριφορά. Για να αποκτήσουμε μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα, στη συνέχεια της εργασίας θα εξετάσουμε, μέσω της παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS), τη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στις αντιδράσεις των τιμών των μετοχών και σε συγκεκριμένα χαρακτηριστικά των εταιρειών.

Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα διαστρωματικών δεδομένων θα οριστούν ως εξαρτημένες μεταβλητές οι αθροιστικές υπεραποδόσεις, ενώ ως ανεξάρτητες ένα πλήθος ερμηνευτικών μεταβλητών οι οποίες σχετίζονται τόσο με στοιχεία των συναλλαγών όσο και με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά των πιστωτικών ιδρυμάτων. Ένας από τους λόγους στον οποίο οφείλεται η ύπαρξη αποκλίσεων στις υπεραποδόσεις ενός διαστρωματικού δείγματος είναι ότι το αντίκτυπο ενός οικονομικού γεγονότος διαφέρει ανάλογα με την εταιρεία που εμπλέκεται σε αυτό. Οι περιγραφές των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν στην εργασία, συμπεριλαμβανομένων των προσδιορισμών και των μεθόδων υπολογισμού, ακολουθούν παρακάτω.

Return on assets (ROA) - Δείκτης απόδοσης περιουσιακών στοιχείων

Αντιπροσωπευτική μεταβλητή για την κερδοφορία της εταιρείας
(Συνεχής μεταβλητή)

- Προσδιορισμός της μεταβλητής:

Ο δείκτης απόδοσης περιουσιακών στοιχείων αντιπροσωπεύει τα κέρδη που παράγονται από τα επενδυθέντα περιουσιακά στοιχεία της τράπεζας. Στα περιουσιακά στοιχεία συνυπολογίζονται και το μετοχικό κεφάλαιο και το χρέος της εταιρείας. Η ύπαρξη ενός υψηλού δείκτη απόδοσης περιουσιακών στοιχείων αποτελεί ένδειξη ότι η τράπεζα μπορεί να παράγει κέρδη με τη μικρότερη εκμετάλλευση περιουσιακών στοιχείων.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

- Τρόπος υπολογισμού:

Ο συγκεκριμένος δείκτης προκύπτει διαιρώντας το σύνολο των λειτουργικών κερδών της χρήσης με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού.

$$\text{ΑΠΟΔΟΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ} = \frac{\text{ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΗΣ}}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}}$$

Return on equity (ROE) - Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων

Αντιπροσωπευτική μεταβλητή για την κερδοφορία της εταιρείας
(Συνεχής μεταβλητή)

- Προσδιορισμός της μεταβλητής:

Μαζί με το δείκτη απόδοσης περιουσιακών στοιχείων, ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων αποτελεί έναν από τους βασικότερους δείκτες κερδοφορίας για τις τράπεζες. Αποτελεί ένδειξη για τον τρόπο διαχείρισης, εκ μέρους των διοίκησης, των κεφαλαίων που επενδύουν οι μέτοχοι. Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων χρησιμοποιείται από τους επενδυτές για να αντιλαμβάνονται τον τρόπο που η εταιρεία αξιοποιεί τα κεφάλαιά τους.

- Τρόπος υπολογισμού:

Ο υπολογισμός του γίνεται μέσω της διαίρεσης των καθαρών κερδών, πριν τη διανομή έκτακτων στοιχείων και μερισμάτων προνομιούχων μετοχών, προς τα ίδια κεφάλαια.

$$\text{ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ} = \frac{\text{ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ}}{\text{ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}}$$

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Earnings per share (EPS) - Κέρδη ανά μετοχή

Αντιπροσωπευτική μεταβλητή για την απόδοση της μετοχής

(Συνεχής μεταβλητή)

- Προσδιορισμός της μεταβλητής:

Ο δείκτης κέρδη ανά μετοχή θεωρείται από την πλειοψηφία των επενδυτών και των οικονομικών αναλυτών ως ένα σημαντικό μέτρο της απόδοσης της επιχείρησης. Υπολογίζει την αναλογία των κερδών, τα οποία κατανέμονται ανά μετοχή της εταιρείας που βρίσκεται σε κυκλοφορία. Επιπλέον, στη βιβλιογραφία ο δείκτης κέρδη ανά μετοχή συναντάται ως ένδειξη για την ποιότητα της διοίκησης των εταιρειών που εξετάζονται.

- Τρόπος υπολογισμού:

Υπολογίζεται διαιρώντας τα καθαρά κέρδη της εταιρείας προς τον αριθμό των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία.

$$\text{ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ} = \frac{\text{ΚΑΘΑΡΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ} - \text{ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ}}{\text{ΜΕΣΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ}}$$

Book to Market ratio (B/M) - Δείκτης λογιστικής προς αγοραίας αξίας

Αντιπροσωπευτική μεταβλητή για την απόδοση της μετοχής

(Συνεχής μεταβλητή)

- Προσδιορισμός της μεταβλητής:

Ο δείκτης λογιστικής προς αγοραίας αξίας χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της αξίας της εταιρείας, συγκρίνοντας την αξία που παρουσιάζει στις οικονομικές καταστάσεις με την κεφαλαιοποίησή της. Οι εταιρείες που διαθέτουν υψηλό δείκτη λογιστικής προς αγοραίας αξίας χαρακτηρίζονται ως εταιρείες αξίας, ενώ αντίστοιχα εκείνες που εμφανίζουν χαμηλό δείκτη θεωρούνται εταιρείες ανάπτυξης. Επίσης, οι οικονομικοί αναλυτές και οι επενδυτές χρησιμοποιούν το δείκτη για την εκτίμηση των μετοχών ως υποτιμημένες ή υπερτιμημένες. Όταν ο δείκτης είναι κατώτερος της μονάδας η μετοχή

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

θεωρείται υποτιμημένη και αντίστοιχα όταν είναι ανώτερος της μονάδας η μετοχή θεωρείται υπερτιμημένη.

- Τρόπος υπολογισμού:

Για τον υπολογισμό της μεταβλητής χρησιμοποιείται το αποτέλεσμα της διαίρεσης της λογιστικής αξίας προς τη χρηματιστηριακή αξία (κεφαλαιοποίηση) της εταιρείας. Η κεφαλαιοποίηση της εταιρείας υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας τον αριθμό των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία με την τρέχουσα τιμή ανά μετοχή.

$$\text{ΔΕΙΚΤΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΠΡΟΣ ΑΓΟΡΑΙΑΣ ΑΞΙΑΣ} = \frac{\text{ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ}}{\text{ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ}}$$

Firm Size - Μέγεθος

Αντιπροσωπευτική μεταβλητή για το μέγεθος της εταιρείας
(Συνεχής μεταβλητή)

- Προσδιορισμός της μεταβλητής:

Ο παράγοντας του μεγέθους αποτελεί βασική μεταβλητή, σύμφωνα με τους ερευνητές, για την αποδοτικότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Το μέγεθος των εταιρειών ως κίνητρο για τις συναλλαγές συνδέεται είτε με εκμετάλλευση πιθανών συνεργειών λόγω οικονομιών κλίμακας είτε ως αμυντικός μηχανισμός στις πιέσεις του ανταγωνισμού από άλλες εταιρείες της αγοράς στην οποία απευθύνονται.

- Τρόπος υπολογισμού:

Το μέγεθος της τράπεζας προσδιορίζεται με το λογάριθμο του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού.

$$\text{ΜΕΓΕΘΟΣ} = \ln(\text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ})$$

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Premium - Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής

Αντιπροσωπευτική μεταβλητή για τα χαρακτηριστικά των συναλλαγών

(Συνεχής μεταβλητή)

- Προσδιορισμός της μεταβλητής:

Η συγκεκριμένη μεταβλητή καθορίζεται ως η διαφορά ανάμεσα στην πραγματική αξία της εταιρείας και της αξίας που προσφέρεται από την εξαγοράζουσα τράπεζα για να ολοκληρωθεί η επικείμενη συγχώνευση ή εξαγορά. Η διαφορά αυτή αντιστοιχεί στο επιπρόσθετο κόστος που επωμίζεται ο αγοραστής.

- Τρόπος υπολογισμού:

Για την εκτίμηση της μεταβλητής χρησιμοποιήθηκε ο λόγος της τιμής της προσφοράς προς τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της εξαγοραζόμενης εταιρείας πέντε μέρες πριν την ανακοίνωση της συναλλαγής.

$$\text{ΠΡΟΣΑΥΞΗΣΗ ΕΠΙ ΤΗΣ ΤΡΕΧΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ} = \frac{\text{ΤΙΜΗ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ}}{\text{ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΤΙΜΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ}}$$

Dummy Stock – Δίτιμη ψευδομεταβλητή σχετικά με τη μέθοδο πληρωμής

Αντιπροσωπευτική μεταβλητή για τα χαρακτηριστικά των συναλλαγών

(Διακριτή μεταβλητή)

- Προσδιορισμός της μεταβλητής:

Η μέθοδος πληρωμής για τη χρηματοδότηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει χρησιμοποιηθεί από ερευνητές για να εξεταστεί η επίδραση της στις υπεραποδόσεις των μετοχών. Έχει παρατηρηθεί ότι οι εταιρείες που ολοκληρώνουν τις συναλλαγές με πληρωμή μέσω μετοχών αντιλαμβάνονται από τους επενδυτές ως υπερτιμημένες, ενώ όταν χρησιμοποιούνται μετρητά θεωρούνται υποτιμημένες καθώς η μέθοδος που επιλέγεται

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

συνδέεται με πληροφορίες της διοίκησης της εταιρείας σχετικά με την αξία των μετοχών τους.

- Τρόπος υπολογισμού:

Αποτελεί δίτιμη ψευδομεταβλητή που παίρνει την τιμή 1 όταν η μέθοδος πληρωμής εμπεριέχει μετοχές και 0 όταν η πληρωμή γίνεται με οποιοδήποτε άλλο τρόπο, συμπεριλαμβάνοντας τα μετρητά ή συνδυασμό δύο ή περισσοτέρων τρόπων πληρωμής.

$$\text{DUMMY STOCK} = \begin{cases} 1, & \text{για μετοχές} \\ 0, & \text{για μετρητά ή συνδυασμό τρόπων πληρωμής} \end{cases}$$

Dummy Nation - Δίτιμη ψευδομεταβλητή σχετικά με το γεωγραφικό χώρο

Αντιπροσωπευτική μεταβλητή για τα χαρακτηριστικά των συναλλαγών
(Διακριτή μεταβλητή)

- Προσδιορισμός της μεταβλητής:

Άλλος παράγοντας που μπορεί να επεξηγήσει τις διακυμάνσεις των υπεραποδόσεων, στο δείγμα των εταιρειών που μελετάμε, είναι η γεωγραφική τοποθεσία των τραπεζών που εμπλέκονται στις συμφωνίες των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις δίνουν τη δυνατότητα στα πιστωτικά ιδρύματα να εισέλθουν σε νέες αγορές, ενώ αντίστοιχα οι εγχώριες συναλλαγές συνδέονται με ευκαιρίες για πιο ισχυρή θέση της εταιρείας στην αγορά.

- Τρόπος υπολογισμού:

Η συγκεκριμένη δίτιμη ψευδομεταβλητή αντιστοιχεί στην τιμή 1 όταν η εξαγοράζουσα και εξαγοραζόμενη τράπεζα έχουν έδρα στην ίδια χώρα και 0 όταν δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές χώρες.

$$\text{DUMMY NATION} = \begin{cases} 1, & \text{όταν έχουν έδρα στην ίδια χώρα} \\ 0, & \text{όταν έχουν έρδα σε διαφορετική χώρα} \end{cases}$$

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

3.4.2. Εκτίμηση εξίσωσης γραμμικής παλινδρόμησης

Το μοντέλο της παλινδρόμησης για τις αθροιστικές υπεραποδόσεις με ερμηνευτικές μεταβλητές τους παράγοντες, που αναλύσαμε παραπάνω, ορίζεται με τις υποθέσεις της γραμμικότητας, της ανεξαρτησίας, της κανονικότητας και της ομοσκεδαστικότητας. Συνοπτικά, η σχέση που συνδέει τις υπεραποδόσεις, οι οποίες αντιστοιχούν στις εξαρτημένες μεταβλητές της εξίσωσης της παλινδρόμησης, με τις ανεξάρτητες είναι κατά μέσο όρο γραμμική. Οι παρατηρήσεις της εξαρτημένης μεταβλητής είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους και για κάθε συνδυασμό τιμών των ανεξάρτητων μεταβλητών ο διαταρακτικός όρος ακολουθεί κανονική κατανομή με μηδενική μέση τιμή και σταθερή διασπορά.

Σκοπός της παλινδρόμησης είναι να προσδιοριστεί ένα μαθηματικό μοντέλο ή αλλιώς μια εξίσωση ευθείας όπου θα προσαρμόζονται τα δεδομένα για να περιγράψουν τη σχέση που παρατηρείται. Η πιο ευρέως διαδεδομένη μέθοδος εκτίμησης της ευθείας, την οποία θα εφαρμόσουμε και στην εργασία, είναι η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων. Η μέθοδος αυτή καθορίζει ως κριτήριο καλής προσαρμογής των δεδομένων στην εξίσωση ευθείας την ελαχιστοποίηση του αθροίσματος των τετραγωνικών σφαλμάτων. Εφόσον ισχύει η υπόθεση της γραμμικότητας, οι εκτιμητές των ελαχίστων τετραγώνων έχουν μέση τιμή τις πραγματικές τιμές των παραμέτρων, είναι δηλαδή αμερόληπτοι εκτιμητές. Δεδομένου, επίσης, των υποθέσεων της ομοσκεδαστικότητας και της ανεξαρτησίας οι εκτιμητές των ελαχίστων τετραγώνων είναι άριστοι, δηλαδή έχουν τη μικρότερη διακύμανση. Με βάση τις ιδιότητες αυτές αναφέρονται ως BLUE (Άριστοι, Γραμμικοί, Αμερόληπτοι εκτιμητές).

Όλες οι παλινδρομήσεις, τις οποίες θα παρουσιάσουμε στη συνέχεια, εκτιμήθηκαν με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και το λογισμικό πακέτο που χρησιμοποιήθηκε για να τις εφαρμόσουμε είναι το EViews 9.5. Η ενδεικτική εξίσωση που περιγράφει τη σχέση των μεταβλητών που χρησιμοποιήσαμε με τις αθροιστικές υπεραποδόσεις είναι η εξής:

$$CAR = c + \beta_1 ROA_i + \beta_2 ROE_i + \beta_3 EPS_i + \beta_4\, B/M_{\,i} + \beta_5 SIZE_i + \\ + \beta_6 PREMIUM_{\,i} + \beta_7 DSTOCK_i + \beta_8 DNATIONAL_{\,i} + \varepsilon$$

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

4.1. Αντίδραση της τιμής των μετοχών στην ανακοίνωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών

Οι ερευνητές που μελέτησαν τον ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο, επιδιώκοντας να αξιολογήσουν την επιτυχία των συγχωνεύσεων και εξαγορών, εξέτασαν την αποδοτικότητα των συναλλαγών στην αξία των μετόχων της εξαγοράζουσας, και της εξαγοραζόμενης τράπεζας καθώς και την ενοποιημένη αξία των εμπλεκομένων μερών. Η εμπειρική βιβλιογραφία καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δημιουργούν αξία κυρίως για τους μετόχους των εξαγοραζομένων τραπεζών και για τους μετόχους του συνδυασμένου οργανισμού που δημιουργείται μετά τη συναλλαγή. Σχετικά με τις αποδόσεις των εξαγοραζουσών ιδρυμάτων, τα αποτελέσματα των ερευνών είτε καταλήγουν σε οριακά θετικές υπεραποδόσεις είτε σε αρνητικές.

Στην παρούσα εργασία, προκειμένου να εκτιμηθεί η αντίδραση της τιμής των μετοχών στην ανακοίνωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, χρησιμοποιήθηκε το προσαρμοσμένο υπόδειγμα απόδοσης της αγοράς. Ως περίοδος εκτίμησης προσδιορίστηκε το διάστημα που κυμαίνεται μεταξύ των 120 και 21 ημερών πριν την ανακοίνωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, ενώ, αντίστοιχα, ως περίοδος πρόβλεψης το διάστημα μεταξύ των 10 ημερών πριν και 10 ημερών μετά την ανακοίνωση των συναλλαγών, με την εκτίμηση διαφόρων χρονικών παραθύρων μέσα σε αυτή την περίοδο. Με σκοπό τον έλεγχο της υπόθεσης ότι οι αθροιστικές και μέσες υπεραποδόσεις ισούνται με το μηδέν, εφαρμόστηκαν οι στατιστικές ελέγχου χρονολογικών σειρών και διαστρωματικών δεδομένων. Οι υποθέσεις απορρίφθηκαν σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, 5% και 10%. Στον πίνακα 4.1, που ακολουθεί, συμπεριλαμβάνονται, για το διάστημα [-10,+10], οι μέσες υπεραποδόσεις για τους αγοραστές, τις εταιρείες στόχους και τους συνδυασμένους οργανισμούς και, επιπλέον οι τιμές των στατιστικών ελέγχου χρονολογικών σειρών και διαστρωματικών δεδομένων.

Μελετώντας τον πίνακα, σχετικά με τις εξαγοράζουσες τράπεζες, αναμένουμε σύμφωνα με τη βιβλιογραφία αρνητικές ή στατιστικά μη σημαντικές αποδόσεις. Πραγματικά, παρατηρούμε ότι οι μέσες υπεραποδόσεις είναι κυρίως αρνητικές μέχρι την πρώτη μέρα που ακολουθεί την ανακοίνωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 4.1:

Παρουσίαση μέσων υπεραποδόσεων και στατιστικών ελέγχων

Ημέρα	Εξαγοράζουσες τράπεζες			Εξαγοραζόμενες τράπεζες			Ενοποιημένοι οργανισμοί		
	AAR (%)	Έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας		AAR (%)	Έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας		AAR (%)	Έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας	
		Χρονολογικών σειρών	Διαστρωματικών δεδομένων		Χρονολογικών σειρών	Διαστρωματικών δεδομένων		Χρονολογικών σειρών	Διαστρωματικών δεδομένων
-10	0.57%	2.21**	2.04**	0.24%	0.62	0.94	0.42%	1.64	2.18**
-9	-0.46%	-1.76*	-1.15	0.10%	0.26	0.31	-0.20%	-0.77	-0.76
-8	0.31%	1.21	1.18	0.44%	1.13	1.36	0.37%	1.46	1.81*
-7	0.62%	2.41**	2.05**	0.76%	1.98**	1.81*	0.69%	2.72***	2.71***
-6	-0.26%	-0.99	-1.07	-0.17%	-0.44	-0.47	-0.22%	-0.85	-1.02
-5	-0.04%	-0.17	-0.22	-0.38%	-0.98	-1.04	-0.20%	-0.79	-1.00
-4	-0.34%	-1.30	-1.11	-0.38%	-0.98	-0.71	-0.36%	-1.40	-1.20
-3	-0.14%	-0.55	-0.33	0.40%	1.05	1.29	0.11%	0.45	0.42
-2	0.35%	1.35	0.65	0.44%	1.13	0.81	0.39%	1.54	1.03
-1	-0.17%	-0.64	-0.37	0.61%	1.58	0.76	0.20%	0.78	0.45
0	-0.04%	-0.15	-0.05	10.64%	27.61***	3.30***	4.98%	19.62***	3.07***
1	-1.38%	-5.34***	-1.43	1.76%	4.56***	1.60	0.09%	0.36	0.13
2	0.79%	3.05***	3.04***	0.32%	0.83	0.89	0.57%	2.25**	2.60***
3	-0.13%	-0.49	-0.44	-0.46%	-1.21	-1.88*	-0.29%	-1.13	-1.47
4	0.12%	0.46	0.61	-0.52%	-1.34	-1.47	-0.18%	-0.71	-0.92
5	-0.03%	-0.11	-0.13	0.42%	1.08	1.49	0.18%	0.71	1.03
6	0.37%	1.44	1.60	-1.05%	-2.73***	-0.86	-0.30%	-1.17	-0.51
7	0.45%	1.74*	1.69*	1.89%	4.92***	1.23	1.13%	4.45***	1.53
8	0.43%	1.66*	2.22**	1.73%	4.48***	1.32	1.04%	4.10***	1.66*
9	0.11%	0.41	0.50	0.31%	0.81	0.57	0.20%	0.80	0.72
10	-0.01%	-0.04	-0.04	1.05%	2.73***	2.41**	0.49%	1.93*	1.97**

Τα σύμβολα *,**,*** αντιστοιχούν στην απόρριψη της υπόθεσης σε διάστημα εμπιστοσύνης 10%, 5% και 1% αντίστοιχα.

Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνει τη θεωρία, που αναφέραμε, για μεταφορά αξίας από τους αγοραστές στις εταιρείες στόχους. Την πρώτη μέρα μετά την ανακοίνωση η μέση υπεραπόδοση είναι ίση με -1.38%, το οποίο είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1% με τη μέθοδο των χρονολογικών σειρών. Στο χρονικό διάστημα, ωστόσο, που κυμαίνεται μεταξύ των δύο έως δέκα ημερών μετά την ανακοίνωση γίνεται αντιληπτή μια βελτίωση της απόδοσης των μετοχών. Συγκεκριμένα, την έβδομη μέρα η τιμή της μέσης υπεραπόδοσης φτάνει το 0.45% και την όγδοη μέρα το 0.43% με την τιμή της στατιστικής t, με τη μέθοδο των διαστρωματικών δεδομένων, να είναι 1.69 και 2.22 αντίστοιχα. Εξετάζοντας γενικότερα τους ελέγχους, αντιλαμβανόμαστε ότι οι υπεραποδόσεις που λαμβάνουν οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών πιστωτικών ιδρυμάτων, στην πλειονότητα τους, είναι στατιστικά μη διαφοροποιήσιμες από το μηδέν.

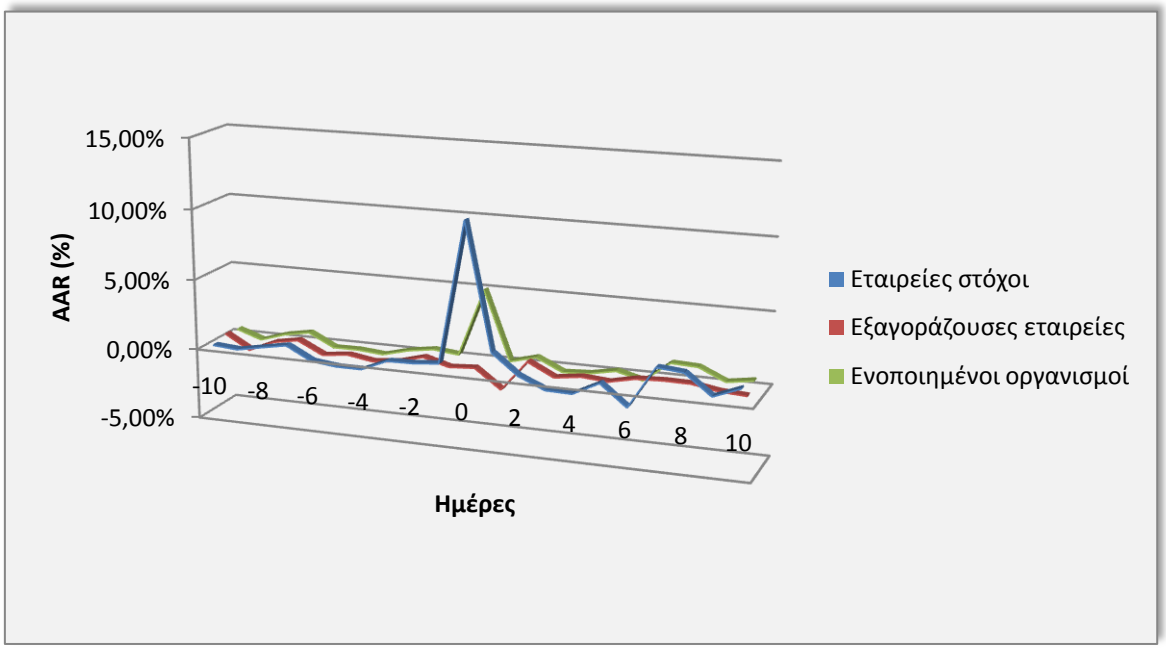
Όσον αφορά τις εξαγοραζόμενες τράπεζες, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι σημειώνονται θετικές υπεραποδόσεις στην πλειοψηφία των ημερών που καλύπτουν την περίοδο πρόβλεψης. Αξιοσημείωτο είναι ότι την ημέρα της ανακοίνωσης, η οποία αντιστοιχεί στη χρονική στιγμή t=0, οι μέτοχοι των εξαγοραζομένων εταιρειών του δείγματος απολαμβάνουν υπεραποδόσεις της τάξεως του 10.64%, σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1% και με τις δύο μεθόδους στατιστικών ελέγχων. Πραγματοποιείται, δηλαδή, μια υπεραντίδραση των επενδυτών όταν ενσωματώνονται στην αγορά οι πληροφορίες των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ωστόσο, όπως είναι επακόλουθο, από την πρώτη ως την έκτη ημέρα που ακολουθούν την ανακοίνωση υπάρχει μια μείωση στις υπεραποδόσεις με τη μεγαλύτερη να πραγματοποιείται την έκτη μέρα όπου η μέση υπεραπόδοση πέφτει στο -1.05% σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%. Παρατηρούμε, όμως, ξανά άνοδο των τιμών στο διάστημα [+7,+10] με τις υψηλότερες τιμές να γίνονται αντιληπτές την έβδομη και την όγδοη ημέρα με 1.89% και 1.73% και οι τιμές της στατιστικής t, με τη μέθοδο των χρονολογικών σειρών, να είναι 4.92 και 4.48.

Οι υπολογισμοί για τις υπερκανονικές αποδόσεις των ενοποιημένων οργανισμών οδήγησαν σε συναφή αποτελέσματα με εκείνα για τις εξαγοραζόμενες τράπεζες. Εμφανίζονται κυρίως θετικές μέσες υπεραποδόσεις με τη μεγαλύτερη τιμή να παρουσιάζεται την ημέρα της ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών, η οποία προσεγγίζει το 5%, σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και με τις δύο μεθόδους στατιστικού ελέγχου. Οι υπόλοιπες αποδόσεις είναι οριακά θετικές με τις μεγαλύτερες να συμβαίνουν την έβδομη και όγδοη μέρα μετά την ανακοίνωση των συναλλαγών. Αναλυτικά, την έβδομη μέρα βλέπουμε την τιμή της υπεραπόδοσης στο 1.13%, σημαντική στο 1% όριο.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Διάγραμμα 4.1:

Απεικόνιση των μέσων υπεραποδόσεων



Αντίστοιχα, την όγδοη μέρα παρατηρούμε τη μέση υπερκανονική απόδοση στο 1.04%, με την τιμή της στατιστικής t να είναι 4.10, δηλαδή στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1%. Από τα θετικά και στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα, διαπιστώνουμε ότι η ενοποιημένη αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών αντιπροσωπεύει τη μεταφορά αξίας που υπάρχει μεταξύ των εμπλεκομένων μερών.

Στο γράφημα 4.1 αποτυπώνονται διαγραμματικά οι μέσες υπεραποδόσεις των τριών κατηγοριών του δείγματος για την εξεταζόμενη περίοδο [-10,+10], όπου είναι εμφανείς οι μεταβολές στις αξίες των μετόχων ανά ημέρα. Επίσης, συγκρίνοντας την πορεία των υπεραποδόσεων αντιλαμβανόμαστε την υπεροχή των εταιρειών στόχων την ημέρα της ανακοίνωσης των γεγονότων.

Στη συνέχεια, στον πίνακα 4.2 παρατίθενται οι αθροιστικές μέσες υπεραποδόσεις και οι τιμές των στατιστικών ελέγχων για τις εξαγοράζουσες, τις εξαγοραζόμενες τράπεζες και τους συνδυασμένους οργανισμούς. Όπως φαίνεται στον πίνακα, οι αθροιστικές μέσες υπεραποδόσεις των αγοραστών είναι αρνητικές για όλα τα χρονικά παράθυρα εκτός από το διάστημα που καλύπτει 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά την ανακοίνωση, στο οποίο η τιμή της αθροιστικής μέσης υπεραπόδοσης είναι 1.14%. Παρατηρώντας τους ελέγχους στατιστικής σημαντικότητας είναι αξιοσημείωτο ότι όλα τα αποτελέσματα με τη μέθοδο των διαστρωματικών δεδομένων δεν είναι στατιστικά διαφοροποιήσιμα από το μηδέν.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 4.2:

Αθροιστικές μέσες υπεραποδόσεις των εξαγοραζουσών, των τραπεζών στόχων και των ενοποιημένων οργανισμών

Χρονικά παράθυρα	Εξαγοράζουσες τράπεζες			Εξαγοραζόμενες τράπεζες			Ενοποιημένοι οργανισμοί		
	CAAR (%)	Έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας		CAAR (%)	Έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας		CAAR (%)	Έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας	
		Χρονολογικών σειρών	Διαστρωματικών δεδομένων		Χρονολογικών σειρών	Διαστρωματικών δεδομένων		Χρονολογικών σειρών	Διαστρωματικών δεδομένων
[-1,0]	-0.21%	-0.56	-0.20	11.25%	20.64***	3.38***	5.18%	14.43***	3.03***
[0,+1]	-1.42%	-3.88***	-1.27	12.39%	22.75***	3.82***	5.07%	14.13***	2.95***
[-1,+1]	-1.59%	-3.54***	-1.25	13.00%	19.48***	3.89***	5.27%	11.99***	2.94***
[-2,+2]	-0.45%	-0.77	-0.30	13.76%	15.97***	4.00***	6.23%	10.98***	3.32***
[-5,+5]	-1.01%	-1.17	-0.59	12.84%	10.05***	3.89***	5.50%	6.54***	2.94***
[-10,+10]	1.14%	0.96	0.56	18.14%	10.28***	4.77***	9.13%	7.85***	4.17***

Τα σύμβολα *,**,*** αντιστοιχούν στην απόρριψη της υπόθεσης σε διάστημα εμπιστοσύνης 10%, 5% και 1% αντίστοιχα.

Με τη μέθοδο των χρονολογικών σειρών παρατηρούμε στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις για τα διαστήματα [0,+1] και [-1,+1] στα οποία οι τιμές είναι -1.42% και -1.59% αντίστοιχα. Σε συναφή αποτελέσματα με τα στοιχεία που εξάγαμε από τη μεθοδολογία των επιχειρηματικών συμβάντων, καταλήγουν οι έρευνες των Tourani-Rad & Van Beek (1999), Cybo-Ottone & Murgia (2000), Lepetit et al. (2004), Beitel et al. (2004), Scholtens & de Wit (2004) και Ekkayokkaya et al. (2009), οι οποίες επικεντρώθηκαν στον ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο. Όλες οι παραπάνω έρευνες καταλήγουν σε στατιστικά μη σημαντικά στοιχεία για τους μετόχους των εξαγοραζουσών εταιρειών, ενώ οι συγγραφείς ανακαλύπτουν είτε οριακά θετικές υπεραποδόσεις είτε ζημίες για τους μετόχους. Εξετάζοντας τη συμπεριφορά των επενδυτών στις ανακοινώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών, οι Campa & Hernando (2006) και οι Hagendorff et al. (2008) παρουσίασαν αρνητικά και στατιστικά σημαντικά στοιχεία για τις εταιρείες που προβαίνουν στις εξαγορές.

Σχετικά με τις μετοχές των εξαγοραζομένων πιστωτικών ιδρυμάτων, παρατηρώντας τον πίνακα, είναι φανερό ότι οι αντιδράσεις των επενδυτών στις ανακοινώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών δημιουργούν αξία για τους μετόχους των τραπεζών που αποτελούν στόχους εξαγοράς. Τα αποτελέσματα είναι θετικά και στατιστικά σημαντικά για όλα τα χρονικά παράθυρα που χρησιμοποιήθηκαν στην έρευνα. Οι αθροιστικές μέσες

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

μη κανονικές αποδόσεις των μετόχων εμφανίζουν τιμές από 11.25% έως 18.14%, με τις τιμές των ελέγχων να είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1% για όλα τα χρονικά παράθυρα. Παρομοίως, η επικρατούσα άποψη στις έρευνες των Tourani-Rad & Van Beek (1999), Ismail & Davidson (2005), Cybo-Ottone & Murgia (2000), Lepetit et al. (2004), Beitel et al. (2004), Scholtens & de Wit (2004), Campa & Hernando(2006) και Ismail & Davidson (2007) είναι ότι τα οφέλη των συγχωνεύσεων και κερδών επικεντρώνονται στην αποκόμιση κερδών από τους μετόχους των εταιρειών στόχων.

Όσον αφορά το συνδυασμένο οργανισμό, οι υπολογισμοί καταλήγουν σε θετικά αποτελέσματα για όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Οι τιμές των υπεραποδόσεων κυμαίνονται από 5.07% έως 9.13% με τη μεγαλύτερη να πραγματοποιείται το διάστημα [-10,+10]. Επιπλέον, σε αντιστοιχία με τις υπεραποδόσεις των εξαγοραζομένων τραπεζών, όλα τα χρονικά παράθυρα εμφανίζουν αποδόσεις στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1% και με τις δύο μεθόδους ελέγχου στατιστικής σημαντικότητας. Ομοίως, οι μελέτες των Cybo-Ottone & Murgia (2000), Lepetit et al. (2004), Beitel et al. (2004) και Ismail & Davidson (2005) έδειξαν ότι οι ανακοινώσεις των συναλλαγών συνδέονται με θετική και στατιστικά σημαντική ενοποιημένη αξία για τους μετόχους των εταιρειών.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 4.3:

Περιγραφικές στατιστικές μεταβλητών

	ROA	ROE	Book to Market	Firm size	Premium	EPS
Μέσος	0.03	-13.03	0.093	16.31	1.50	-0.01
Διάμεσος	0.92	8.48	0.78	16.47	1.12	0.48
Διακύμανση	17.33	8630.90	64.14	4.87	3.61	397.36
Ελάχιστο	-21.21	-637.77	-68.97	11.12	0.01	-132.90
Μέγιστο	3.9	66.36	5.14	20.63	15.90	46.70

4.2. Στατιστική ανάλυση των ερμηνευτικών μεταβλητών

Έχοντας αναλύσει τα οικονομικά αποτελέσματα που προκύπτουν στις αποδόσεις των μετοχών λόγω της ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών, αποκτήσαμε μια εικόνα για τα οφέλη των συναλλαγών. Εξαιτίας της έλλειψης στατιστικά σημαντικών στοιχείων για τις υπεραποδόσεις των εξαγοραζουσών πιστωτικών ιδρυμάτων θα επικεντρωθούμε στις αθροιστικές υπεραποδόσεις των τραπεζών στόχων προκειμένου να μελετήσουμε περαιτέρω τους παράγοντες που προκαλούν τις μεταβολές στις αξίες. Στη συγκεκριμένη ενότητα, θα προσεγγίσουμε στατιστικά τις μεταβλητές που χρησιμοποιήσαμε, έτσι ώστε να προχωρήσουμε μετά στην ανάλυση των αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης.

Από τον πίνακα 4.3 με τις περιγραφικές στατιστικές γίνεται αντιληπτό ότι οι εξαγοραζόμενες εταιρείες παρουσιάζουν μειωμένες ενδείξεις κερδοφορίας, καθώς ο μέσος όρος του δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων είναι αρνητικός και ο δείκτης απόδοσης περιουσιακών στοιχείων είναι κατά μέσο όρο οριακά θετικός. Επιπλέον, οι επενδυτικοί δείκτες κέρδη ανά μετοχή και λογιστικής προς αγοραίας αξίας αποδεικνύουν χαμηλές αποδόσεις των μετοχών. Μια σημαντική πληροφορία που εξάγουμε από τον πίνακα είναι η ύπαρξη ακραίων τιμών που επικρατεί στις μεταβλητές και συγχρόνως οι σημαντικές τιμές της διακύμανσης, γεγονός που μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης. Επιθυμώντας να έχουμε μια πιο ομοιόμορφη κατανομή των τιμών εξάγαμε τις ακραίες τιμές σε επίπεδο 2% και 98% (winsorize).

Εν συνεχεία, λαμβάνοντας υπόψη τη μήτρα συσχετίσεων των ανεξάρτητων μεταβλητών, εξετάζουμε τις περιπτώσεις που παρουσιάζουν μεγάλα επίπεδα συσχέτισης.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 4.4:

Μήτρα συσχετίσεων ανεξάρτητων μεταβλητών

	ROA	ROE	EPS	Firm Size	Book to Market	Premium	Dummy Nation	Dummy Stock
ROA	1	0.80	0.26	0.23	0.09	0.09	-0.10	0.04
ROE	0.80	1	0.14	0.08	0.05	0.11	-0.11	0.02
EPS	0.26	0.14	1	0.23	-0.02	0.02	-0.15	-0.12
Firm Size	0.23	0.08	0.23	1	-0.03	-0.26	-0.19	0.07
Book to Market	0.09	0.05	-0.02	-0.03	1	-0.06	-0.06	-0.10
Premium	0.09	0.11	0.02	-0.26	-0.06	1	-0.07	0.09
Dummy Nation	-0.10	-0.11	-0.15	-0.19	-0.06	-0.07	1	0.22
Dummy Stock	0.04	0.02	-0.12	0.07	-0.10	0.09	0.22	1

Διαπιστώνουμε ότι, σύμφωνα με τον πίνακα υπάρχει υψηλή συσχέτιση των δεικτών απόδοσης περιουσιακών στοιχείων και αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων. Οι υπόλοιποι παράγοντες εμφανίζουν μέτρια επίπεδα συσχετίσεων με τις μεγαλύτερες τιμές να βρίσκονται μεταξύ των δεικτών απόδοσης ενεργητικού και κερδών ανά μετοχή και μεταξύ των δεικτών αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων και λογιστικής προς αγοραίας αξίας.

Αντιπαραθέτοντας τον πίνακα 4.5, όπου παρουσιάζονται οι συσχετίσεις των μεταβλητών μετά την απομάκρυνση των ακραίων τιμών που εφαρμόσαμε, εξάγουμε κάποια επιπλέον στοιχεία. Παρατηρούμε ότι οι δείκτες απόδοσης περιουσιακών στοιχείων, αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων και κέρδη ανά μετοχή παρουσιάζουν υψηλή συσχέτιση με τιμές 0.77, 0.33 και 0.24, το οποίο είναι εύλογο καθώς και οι τρεις μεταβλητές προσεγγίζουν την κερδοφορία των εταιρειών. Επίσης, αντιλαμβανόμαστε μια σημαντική μεταβολή της συσχέτισης των δεικτών λογιστικής προς αγοραίας αξίας και αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, η οποία από 0.05 ανέβηκε στην τιμή 0.33. Για να αντιμετωπίσουμε το πρόβλημα της πολυσυγγραμικότητας στην εξαγωγή των αποτελεσμάτων, θα αποφύγουμε να χρησιμοποιήσουμε μαζί τις συγκεκριμένες μεταβλητές στις εξισώσεις παλινδρόμησης.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 4.5:

Μήτρα συσχετίσεων ανεξάρτητων μεταβλητών μετά την απομάκρυνση ακραίων τιμών

	ROA	ROE	EPS	Firm Size	Book to Market	Premium	Dummy Nation	Dummy Stock
ROA	1	0.77	0.33	0.23	0.15	0.1	-0.10	0.03
ROE	0.77	1	0.24	0.07	0.33	0.12	-0.12	-0.03
EPS	0.33	0.24	1	0.19	-0.15	0.03	-0.19	-0.11
Firm Size	0.23	0.07	0.19	1	-0.19	-0.27	-0.19	0.07
Book to Market	0.15	0.33	-0.15	-0.19	1	0.09	-0.08	-0.08
Premium	0.1	0.12	0.03	-0.27	0.09	1	-0.15	0.07
Dummy Nation	-0.1	-0.12	-0.19	-0.19	-0.08	-0.15	1	0.22
Dummy Stock	0.03	-0.03	-0.11	0.07	-0.08	0.07	0.22	1

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 4.6:

Αποτελέσματα διαστρωματικής παλινδρόμησης για το χρονικό παράθυρο (0,+1)

(0,+1)	Εξίσωση (1)	t statistic	Εξίσωση (2)	t statistic	Εξίσωση (3)	t statistic	Εξίσωση (4)	t statistic	Εξίσωση (5)	t statistic
c	1.1467	2.8575***	1.1714	2.8472***	1.1261	2.4341**	1.1594	2.8893***	1.2303	3.1129***
ROA			0.0013	0.2156					0.0027	0.4600
ROE	-0.0001	-0.2735			0.0002	0.5454				
Book to Market	0.0206	0.8071	0.0169	0.6512	0.0051	0.1996	0.0178	0.6921		
EPS	0.0060	1.3209	0.0057	1.2255			0.0059	1.3208	0.0054	1.1074
Firm Size	-0.0527	-2.9942***	-0.0537	-2.9719***	-0.0483	-2.4831**	-0.0532	-3.0222***	-0.0559	-3.1821***
Premium	-0.0021	-0.0656	-0.0034	-0.1106	0.0005	0.0149	-0.0029	-0.0939	-0.0034	-0.1169
Dummy Nation	-0.2258	-1.9152*	-0.2263	-1.9151*	-0.2533	-1.7651*	-0.2258	-1.9247*	-0.2335	-2.0228**
Dummy Stock	0.0041	0.0741	0.0034	0.0609	-0.0118	-0.2333	0.0039	0.0711	0.0004	0.0075
R^2	**0.2813**		**0.2808**		**0.2150**		**0.2805**		**0.2759**	

Τα σύμβολα *,**,*** αντιστοιχούν στην απόρριψη της υπόθεσης σε διάστημα εμπιστοσύνης 10%, 5% και 1% αντίστοιχα.

4.3. Αποτελέσματα διαστρωματικής παλινδρόμησης

Έχοντας αποκτήσει μια ολοκληρωμένη αντίληψη για τις αθροιστικές υπεραποδόσεις και τις περιγραφικές στατιστικές των μεταβλητών, σε αυτή την ενότητα, θα προχωρήσουμε στην οικονομετρική ανάλυση των δεδομένων για να αξιολογήσουμε τις πιθανές υφιστάμενες σχέσεις. Χρησιμοποιώντας την παλινδρόμηση με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων ορίσαμε ως εξαρτημένη μεταβλητή την αθροιστική υπεραπόδοση για το χρονικό παράθυρο (0,+1), η οποία έχει τη μεγαλύτερη στατιστική σημαντικότητα σύμφωνα με τους ελέγχους που εφαρμόσαμε.

Στον πίνακα 4.6 παρατηρούμε τα αποτελέσματα από πέντε διαφορετικά μοντέλα γραμμικής παλινδρόμησης, στα οποία με τη χρήση των στατιστικών ελέγχων t προσπαθούμε να εντοπίσουμε ποιες μεταβλητές έχουν σημαντική επίδραση στον καθορισμό των αθροιστικών υπεραποδόσεων.

Έχοντας μελετήσει στην προηγούμενη ενότητα τη μήτρα συσχετίσεων των ερμηνευτικών μεταβλητών, παρουσιάζονται στον πίνακα πέντε εξισώσεις παλινδρόμησης στις οποίες εφαρμόζονται συνδυασμοί των μεταβλητών, εξαιρώντας εκείνες που διαθέτουν υψηλή συσχέτιση. Η διαδικασία αυτή πραγματοποιείται για να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα της πολυσυγγραμικότητας στην εξαγωγή των αποτελεσμάτων. Παρακάτω περιγράφονται τα αποτελέσματα των διαφορετικών εξισώσεων.

- Στο μοντέλο (1), όπου έχει απομακρυνθεί ο δείκτης απόδοσης περιουσιακών στοιχείων η τιμή του R^2 είναι 0.2813. Η μεταβλητή που αντιπροσωπεύει το μέγεθος της εταιρείας είναι στατιστικά σημαντική για επίπεδο σημαντικότητας 1% και μια μοναδιαία αύξηση της συνδέεται με μείωση της εξαρτημένης μεταβλητής κατά 0.0527. Η μεταβλητή η οποία σχετίζεται με τη γεωγραφική έδρα των πιστωτικών ιδρυμάτων είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 10% και βλέπουμε ότι οι εγχώριες συναλλαγές σχετίζονται με πτώση της αθροιστικής υπεραπόδοσης κατά 0.2258.
- Στο μοντέλο (2), στο οποίο εξαιρέθηκε ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, το R^2 έχει τιμή 0.2808. Στατιστικά σημαντικές εξακολουθούν να είναι το μέγεθος και η ψευδομεταβλητή που αντιπροσωπεύει τη γεωγραφική έδρα των εταιρειών σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και 10% αντίστοιχα. Η μοναδιαία μεταβολή του μεγέθους συνδέεται με μείωση της αθροιστικής υπεραπόδοσης κατά 0.0537 και οι συναλλαγές μεταξύ τραπεζών στην ίδια χώρα κατά 0.2263.
- Στο μοντέλο (3), απομακρύνοντας τους δείκτες απόδοσης περιουσιακών στοιχείων και κέρδη ανά μετοχή, το R^2 παρουσιάζει τιμή 0.2150. Στη συγκεκριμένη περίπτωση η

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ερμηνευτική μεταβλητή του μεγέθους των εταιρειών είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5% και οδηγεί σε μείωση των αθροιστικών υπεραποδόσεων κατά 0.0483. Ο συντελεστής της μεταβλητής που προσδιορίζει τις εγχώριες συναλλαγές είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10% και δείχνει μείωση των αθροιστικών υπεραποδόσεων κατά 0.2533.

- Στο μοντέλο (4), παρουσιάζοντας υψηλή συσχέτιση μεταξύ τους, έχουν αφαιρεθεί οι δείκτες απόδοσης περιουσιακών στοιχείων και αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων. Η τιμή του R^2 είναι 0.2805 και η ανεξάρτητη μεταβλητή του μεγέθους είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1% και οδηγεί σε μείωση των αθροιστικών υπεραποδόσεων κατά 0.0532. Η ερμηνευτική μεταβλητή του γεωγραφικού χώρου υποδεικνύει ότι οι εγχώριες συναλλαγές οδηγούν σε μείωση των αθροιστικών υπεραποδόσεων κατά 0.2258 σε επίπεδο σημαντικότητας 10%.
- Στο μοντέλο (5), στο οποίο έχουμε αφαιρέσει τους δείκτες αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων και λογιστικής προς αγοραίας αξίας, η τιμή του R^2 είναι 0.2759. Παρατηρούμε ότι η μεταβλητή που προσδιορίζει το μέγεθος των εταιρειών είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1% και η μοναδιαία μεταβολή της συνεπάγεται μείωση των αθροιστικών υπεραποδόσεων κατά 0.0559. Επίσης, η ψευδομεταβλητή που εφαρμόσαμε για τη γεωγραφική έδρα είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%, δείχνοντας ότι οι αθροιστικές υπεραποδόσεις ελαττώνονται κατά 0.2335 ως αποτέλεσμα των εγχώριων συναλλαγών.

Στη συνέχεια, επιδιώκοντας να ελέγξουμε την ισχύ των αποτελεσμάτων, που εξάγαμε από τις παραπάνω παλινδρομήσεις, εφαρμόσαμε τις ίδιες εξισώσεις χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή την αθροιστική υπεραπόδοση για το χρονικό παράθυρο (-1,0). Το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, όπως αναλύσαμε σε προηγούμενη ενότητα, παρουσιάζει τη δεύτερη μεγαλύτερη τιμή στατιστικού ελέγχου.

Όπως αναμέναμε, τα αποτελέσματα, τα οποία παρατηρούμε στον πίνακα 4.7, για το δεύτερο χρονικό παράθυρο συμφωνούν με τα στοιχεία που παρουσιάσαμε προηγουμένως. Τα αποτελέσματα των μοντέλων παρατίθενται συνοπτικά στη συνέχεια.

- Στο μοντέλο (1) η στατιστική R^2 παρουσιάζει την τιμή 0.2629. Η αντιπροσωπευτική μεταβλητή για το μέγεθος των εταιρειών επιδρά αρνητικά στην εμφάνιση των αθροιστικών υπεραποδόσεων κατά 0.0498, σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 4.7:

Αποτελέσματα διαστρωματικής παλινδρόμησης για το χρονικό παράθυρο (-1,0)

(-1,0)	Εξίσωση (1)	t statistic	Εξίσωση (2)	t statistic	Εξίσωση (3)	t statistic	Εξίσωση (4)	t statistic	Εξίσωση (5)	t statistic
c	1.1084	2.4718**	1.1017	2.4071**	1.0939	2.3456**	1.1475	2.5499**	1.1988	2.7042***
ROA			-0.0049	-0.8839					-0.0025	-0.5009
ROE	-0.0004	-0.9288			-0.0002	-0.4565				
Book to Market	0.0323	1.2400	0.0278	1.0900	0.0216	0.8546	0.0241	0.9618		
EPS	0.0042	0.8898	0.0041	0.8602			0.0036	0.7949	0.0035	0.7098
Firm Size	-0.0498	-2.4558**	-0.0491	-2.3706**	-0.0468	-2.3955**	-0.0512	-2.5159**	-0.0527	-2.6028***
Premium	-0.0039	-0.1123	-0.0042	-0.1212	-0.0022	-0.0625	-0.0064	-0.1901	-0.0043	-0.1264
Dummy Nation	-0.2171	-1.7138*	-0.2148	-1.6922*	-0.2361	-1.6141*	-0.2168	-1.7122*	-0.2266	-1.8202*
Dummy Stock	-0.0599	-1.0586	-0.0586	-1.0291	-0.0709	-1.3940	-0.0606	-1.0831	-0.0635	-1.0963
R^2	**0.2629**		**0.2595**		**0.2326**		**0.2559**		**0.2468**	

Τα σύμβολα *,**,*** αντιστοιχούν στην απόρριψη της υπόθεσης σε διάστημα εμπιστοσύνης 10%, 5% και 1% αντίστοιχα.

Επίσης, η ανεξάρτητη μεταβλητή της γεωγραφικής έδρας υποδεικνύει ότι οι εγχώριες συναλλαγές οδηγούν σε μείωση των αθροιστικών υπεραποδόσεων κατά 0.2171 σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10%.

- Στο μοντέλο (2) η τιμή της επεξηγηματικής στατιστικής R^2 είναι 0.2595 και η μοναδιαία μεταβολή της ανεξάρτητης μεταβλητής που προσδιορίζει το μέγεθος οδηγεί σε μείωση της εξαρτημένης κατά 0.0491, σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%. Αντίστοιχα, η ανεξάρτητη μεταβλητή που καθορίζει το γεωγραφικό χώρο των τραπεζών είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10% και δείχνει ότι οι εγχώριες συναλλαγές συνδέονται με μείωση της εξαρτημένης μεταβλητής κατά 0.2148.
- Στο μοντέλο (3) παρατηρούμε ότι το R^2 έχει τιμή 0.2326 και η ερμηνευτική μεταβλητή του μεγέθους των εταιρειών είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5% και οδηγεί σε μείωση των αθροιστικών υπεραποδόσεων κατά 0.0468. Ο συντελεστής της μεταβλητής που προσδιορίζει τις εγχώριες συναλλαγές είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10% και δείχνει μείωση των αθροιστικών υπεραποδόσεων κατά 0.2361.
- Στο μοντέλο (4) η τιμή του R^2 είναι 0.2559 και η μεταβολή κατά μία μονάδα για τον προσδιοριστικό παράγοντα του μεγέθους συνδέεται με μείωση της εξαρτημένης μεταβλητής κατά 0.0512, σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%. Επίσης, παρατηρούμε, μέσω της ψευδομεταβλητής για το γεωγραφικό χώρο, ότι οι εγχώριες συναλλαγές συνεπάγονται μείωση των αθροιστικών υπεραποδόσεων κατά 0.2168 σε επίπεδο σημαντικότητας 10%.
- Στο μοντέλο (5) η στατιστική R^2 παρουσιάζει τιμή 0.2468 και η ανεξάρτητη μεταβλητή του μεγέθους είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1% και οδηγεί σε μείωση των αθροιστικών υπεραποδόσεων κατά 0.0527. Η ερμηνευτική μεταβλητή του γεωγραφικού χώρου υποδεικνύει ότι οι εγχώριες συναλλαγές οδηγούν σε μείωση των αθροιστικών υπεραποδόσεων κατά 0.2266 σε επίπεδο σημαντικότητας 10%.

Αξίζει να σημειωθεί ότι, αφού ελέγξαμε την υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας για όλα τα μοντέλα και απορρίφθηκε σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, προσαρμόσαμε τους διαταρακτικούς όρους σφαλμάτων ώστε να διορθώσουν την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας. Επιπλέον, επειδή τα διαστρωματικά δεδομένα έχουν μεγαλύτερη διακύμανση από τα δεδομένα χρονολογικών σειρών αναμέναμε ότι η ακρίβεια της εκτίμησης θα είναι μικρότερη, το οποίο επιβεβαιώνεται από τις χαμηλές τιμές της στατιστικής R^2.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

4.3.1. Ανάλυση αποτελεσμάτων παλινδρόμησης

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης δείχνουν ότι στην περίπτωση των τραπεζικών συγχωνεύσεων και εξαγορών στα 15 κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την περίοδο 2000 - 2015, καθοριστικοί παράγοντες για τη δημιουργία αξίας είναι το μέγεθος των εταιρειών και η γεωγραφική έδρα που δραστηριοποιούνται. Όπως έχουμε αναλύσει στο προηγούμενο κεφάλαιο, η μεταβλητή που σχετίζεται με το μέγεθος των εταιρειών προσδιορίζεται με το λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού, ενώ η μεταβλητή που αντιστοιχεί στη γεωγραφική έδρα παίρνει την τιμή 1 όταν η εξαγοράζουσα και η εξαγοραζόμενη τράπεζα δραστηριοποιούνται στην ίδια χώρα και 0 όταν δραστηριοποιούνται σε διαφορετική. Στη συνέχεια, συγκρίνουμε τα αποτελέσματα που εξάγαμε από την έρευνα μας με τα συμπεράσματα διεθνών συγγραφέων οι οποίοι μελέτησαν την επίδραση των ερμηνευτικών μεταβλητών που έχουμε χρησιμοποιήσει στην εμφάνιση των υπεραποδόσεων.

Στα διαφορετικά μοντέλα που εφαρμόσαμε για τα χρονικά παράθυρα (0,+1) και (-1,0) η μεταβλητή του μεγέθους είναι στατιστικά σημαντική για τη διαμόρφωση των αθροιστικών υπεραποδόσεων. Δεδομένου ότι το πρόσημο του συντελεστή είναι αρνητικό σε όλες τις εξισώσεις, διαπιστώνουμε ότι όσο αυξάνεται το μέγεθος μειώνονται οι υπεραποδόσεις που λαμβάνουν οι μέτοχοι. Σε συμφωνία με τα αποτελέσματα μας βρίσκονται οι έρευνες των Asimakopoulos & Athanasoglou (2013) και Beitel et al. (2004), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι οι εξαγορές μικρών σε μέγεθος εταιρειών είναι περισσότερο προσοδοφόρες για τους μετόχους των εξαγοραζομένων εταιρειών. Επίσης, μέσω των ερευνών τους, οι Campa & Hernando (2006) και Zhang (1995) συμπεραίνουν ότι η πιθανότητα εμφάνισης υπεραποδόσεων αυξάνεται όταν το μέγεθος της εταιρείας στόχου είναι συγκριτικά μικρότερο από την εξαγοράζουσα. Σε αντίθεση, τα αποτελέσματα της έρευνας των Al-Sharkas & Hassan (2010) υποδεικνύουν ότι οι αθροιστικές υπεραποδόσεις συσχετίζονται θετικά με το μέγεθος της εταιρείας στόχου καθοδηγούμενες από ωφέλειες των οικονομιών κλίμακας.

Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων δείχνουν ότι η ψευδομεταβλητή η οποία προσδιορίζει τη γεωγραφική έδρα των πιστωτικών ιδρυμάτων αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την πορεία της απόδοσης των μετοχών. Σε όλα τα μοντέλα που εφαρμόσαμε η συγκεκριμένη μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική, σε επίπεδο εμπιστοσύνης κυρίως 10%. Το αρνητικό πρόσημο του συντελεστή μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές συνδέονται με μεγαλύτερη

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αξία για τους μετόχους των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Σε αντιστοιχία με την έρευνα μας, οι Ismail & Davidson (2007), Hagendorff et al. (2008) και Beitel et al. (2004) υποστηρίζουν ότι η αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι θετική και υψηλότερη όταν τα πιστωτικά ιδρύματα που γίνονται στόχοι εξαγοράς εμπλέκονται σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι έρευνες αυτές, όμως, έρχονται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα των Campa & Hernando (2006), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι οι εθνικές συγχωνεύσεις και εξαγορές συνδέονται με υψηλότερες και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις. Ομοίως, οι έρευνες των Houston & Ryngaert (1994) και DeLong (2001), οι οποίοι επικεντρώθηκαν στον αμερικανικό κλάδο, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εταιρειών που δραστηριοποιούνται στην ίδια πολιτεία προσφέρουν υψηλότερες υπεραποδόσεις για τους μετόχους.

Μελετώντας τα αποτελέσματα για τις ερμηνευτικές μεταβλητές που σχετίζονται με την κερδοφορία των εταιρειών, παρατηρούμε ότι οι έρευνες των Ismail & Davidson (2007), Beatty et al. (1987), Fraser & Kolary (1987) και Palia (1993) αναφέρουν την ύπαρξη θετικής και στατιστικά σημαντικής σχέσης μεταξύ του δείκτη απόδοσης περιουσιακών στοιχείων και της υπεραπόδοσης που πραγματοποιείται ως αντίδραση στην ανακοίνωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Σχετικά με το δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, οι Hagendorff et al. (08) και Shawky, Kilb & Staas (1996) υποστηρίζουν ότι η δημιουργία αξίας ως επακόλουθο των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι εφικτή όταν τα πιστωτικά ιδρύματα που εξαγοράζονται παρουσιάζουν υψηλό δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων. Αντίθετα, τα αποτελέσματα της έρευνας των Asimakopoulos & Athanasoglou (2013) παρουσιάζουν αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων και των αθροιστικών υπεραποδόσεων. Τα στοιχεία αυτά έρχονται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα που εξάγαμε από τις παλινδρομήσεις για τα δύο χρονικά παράθυρα, στα οποία οι δείκτες απόδοσης περιουσιακών στοιχείων και αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων είναι στατιστικά μη διαφοροποιήσιμοι από το μηδέν. Ομοίως, οι Beitel et al. (2004) εξετάζοντας τη συσχέτιση της κερδοφορίας των εταιρειών με τις υπεραποδόσεις των μετοχών δεν βρήκαν ενδείξεις στατιστικά σημαντικής επίδρασης.

Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων μας οδήγησαν, επίσης, σε έλλειψη στοιχείων σχετικά με τις αντιπροσωπευτικές μεταβλητές για την απόδοση των μετοχών. Οι δείκτες κέρδη ανά μετοχή και λογιστικής προς αγοραίας αξίας ήταν στατιστικά μη σημαντικοί για

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

τις διάφορες εξισώσεις που πραγματοποιήσαμε. Αντίστοιχα, σύμφωνα με την έρευνα τους, οι Al-Sharkas & Hassan (2010) κατέληξαν στην ύπαρξη στατιστικά μη σημαντικών στοιχείων για τον προσδιορισμό του δείκτη λογιστικής προς αγοραίας αξίας ως καθοριστικό παράγοντα για τη δημιουργία θετικών αποδόσεων. Επίσης, οι Beitel et al. (2004), ελέγχοντας την απόδοση των εταιρικών μετοχών με το δείκτη κέρδη ανά μετοχή, δεν μπόρεσαν να εντοπίσουν στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα.

Τέλος, όσον αφορά τα χαρακτηριστικά των συναλλαγών θα επικεντρωθούμε στις μεταβλητές που σχετίζονται με τη μέθοδο πληρωμής και της προσαύξησης επί της τιμής της μετοχής που προσφέρουν οι αγοραστές για να ολοκληρώσουν την εξαγορά, για τις οποίες δεν εντοπίσαμε στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα. Παρομοίως, οι Hagendorff et al. (2008) δεν μπόρεσαν να προσδιορίσουν κάποια σχέση μεταξύ της αξίας που προσφέρεται για την πραγματοποίηση των συναλλαγών και των υπεραποδόσεων. Σε αντίθεση, οι Gupta & Misra (2007) ανακάλυψαν ισχυρή θετική επίδραση της προσαύξησης στις υπεραποδόσεις των εξαγοραζομένων εταιρειών, θεωρώντας ότι η συγκεκριμένη μεταβλητή λειτουργεί ως ένδειξη για την ποιότητα των συναλλαγών. Εξετάζοντας τη μέθοδο πληρωμής που χρησιμοποιείται στις συγχωνεύσεις και εξαγορές οι Ismail & Davidson (2007), Beitel et al. (2004), Houston & Ryngaert (1997), Amihud et al. (1990) και Hagendorff et al. (2008) αναφέρουν ότι οι συναλλαγές που χρηματοδοτούνται με μετρητά έχουν ως απόρροια την προσκόμιση μεγαλύτερων κερδών για τους μετόχους των εταιρειών από εκείνες που χρηματοδοτούνται με μετοχές. Παρουσιάζοντας ομοιότητα με τα αποτελέσματά μας, οι Becher (2000) και Delong (2001), σύμφωνα με τα συμπεράσματα των ερευνών τους, υποστηρίζουν ότι η μέθοδος πληρωμής δεν επηρεάζει την παρουσίαση των υπεραποδόσεων.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Με τη συγκεκριμένη έρευνα μελετήσαμε τις αντιδράσεις των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις των τραπεζικών συγχωνεύσεων και εξαγορών, στο γεωγραφικό χώρο της Ευρώπης για την περίοδο 2000 - 2015, καθώς και τους παράγοντες που επιδρούν στην υπεραντίδραση των επενδυτών. Χρησιμοποιώντας το προσαρμοσμένο υπόδειγμα απόδοσης της αγοράς, υπολογίσαμε ότι την ημέρα που προηγείται και την ημέρα που έπεται των ανακοινώσεων οι μέσες υπεραποδόσεις των εξαγοραζουσών τραπεζών ήταν αρνητικές και κατά μέσο όρο στατιστικά μη σημαντικές. Αντίθετα, οι μέσες υπεραποδόσεις που απολάμβαναν οι μέτοχοι των εξαγοραζομένων εταιρειών καθώς και των ενοποιημένων οργανισμών ήταν σημαντικά θετικές.

Παρόμοιες ενδείξεις παρείχαν οι εκτιμήσεις των αθροιστικών μέσων υπεραποδόσεων, οι οποίες προσδιορίστηκαν για τα χρονικά παράθυρα [-1,0], [0,+1], [-1,+1], [-2,+2], [-5,+5], [-10,+10], όπου τα αποτελέσματα για τις τράπεζες στόχους ήταν θετικά και στατιστικά σημαντικά, αντιπαραβάλλοντας τα αρνητικά και μη διαφοροποιήσιμα από το μηδέν στοιχεία των εξαγοραζουσών ιδρυμάτων.

Προκειμένου να προσδιορίσουμε τους καθοριστικούς παράγοντες για την επιτυχία των συγχωνεύσεων και εξαγορών στο μετοχικό πλούτο, εξετάσαμε, μέσω της παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, την επίδραση συγκεκριμένων χαρακτηριστικών των εταιρειών και των συναλλαγών στις αθροιστικές υπεραποδόσεις των τραπεζών στόχων. Συγκεκριμένα, καθορίσαμε ως ανεξάρτητες μεταβλητές το δείκτη απόδοσης περιουσιακών στοιχείων, το δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, τα κέρδη ανά μετοχή, το δείκτη λογιστικής προς αγοραίας αξίας, την προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας, το μέγεθος των εταιρειών, και τις ψευδομεταβλητές σχετικά με το γεωγραφικό χώρο και τη μέθοδο πληρωμής.

Επιπλέον, παρουσιάστηκε η εμπειρική βιβλιογραφία σχετικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν τη δημιουργία υπεραποδόσεων, συγκρίνοντας τα ευρήματα με τα δικά μας αποτελέσματα. Οι μεταβλητές του μεγέθους και της γεωγραφικής έδρας ήταν στατιστικά σημαντικές σε όλα τα μοντέλα παλινδρόμησης που εφαρμόσαμε, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι οι ανακοινώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι προσοδοφόρες για τους μετόχους των εξαγοραζομένων τραπεζών όταν είναι μικρές σε μέγεθος και οι συναλλαγές υποκινούνται από κίνητρα γεωγραφικής διαφοροποίησης.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας 1:

Κριτήρια συλλογής του δείγματος από τη βάση Thomson One Database

Αίτημα	Διαχείριση	Περιγραφή
Βάση δείγματος	Περιλαμβάνει	Συγχωνεύσεις και εξαγορές
Ημερομηνία ανακοίνωσης	Μεταξύ	01/01/2000 έως 31/12/2015
Δραστηριότητα εξαγοράζουσας εταιρείας	Περιλαμβάνει	Εμπορικές τράπεζες
Γεωγραφική έδρα εξαγοράζουσας εταιρείας	Περιλαμβάνει	Χώρες οι οποίες ανήκουν στα 15 κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης
Διαπραγμάτευση μετοχών της εξαγοράζουσας εταιρείας	Περιλαμβάνει	Δημόσια διαπραγμάτευση
Δραστηριότητα εξαγοραζόμενης εταιρείας	Περιλαμβάνει	Εμπορικές τράπεζες
Γεωγραφική έδρα εξαγοράζουσας εταιρείας	Περιλαμβάνει	Χώρες οι οποίες ανήκουν στα 15 κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης
Διαπραγμάτευση μετοχών της εξαγοράζουσας εταιρείας	Περιλαμβάνει	Δημόσια διαπραγμάτευση
Είδος συναλλαγής	Περιλαμβάνει	Συμπεριλαμβάνονται οι αξίες των συναλλαγών και οι δημόσιες προσφορές
Κατάσταση συναλλαγής	Περιλαμβάνει	Ολοκληρωμένες

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Al-Sharkas A.A., and Hassan M.K., (2010), "New evidence on shareholder wealth effects in bank mergers during 1980–2000", Journal of Economics and Finance, 34, 326–348.

Altunbas Y., Gardener E.P.M., Molyneux P., and Moore B., (2001), "Efficiency in European banking", European Economic Review, 45, 1931–1955.

Amihud Y., Lev B., and Travlos N.G., (1990), "Corporate control and the choice of investment financing: the case of corporate acquisitions", Journal of Finance, 45, 603–616.

Andrade G., Mitchell M., and Stafford E., (2001), "New Evidence and Perspectives on Mergers", Journal of Economic Perspectives, 51, 103 – 120.

Asimakopoulos I., and Athanasoglou P.P., (2013), "Revisiting the merger and acquisition performance of European banks", International Review of Financial Analysis, 29, 237-249.

Avgouleas E., (2015), "Large Systemic Banks and Fractional Reserve Banking, Intractable Dilemmas in Search of Effective Solutions", Chapter in E. Avgouleas, D. Arner and R. Buckley (editors) Reconceptualizing Global Finance and its Regulation, Cambridge University Press.

Beatty R., Santomero A., and Smirlock M., (1987), "Bank Merger Premiums: Analysis and Implications", Solomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, Monograph Series in Finance and Economics.

Beccalli E., and Frantz P., (2009), "M&A Operations and Performance in Banking", Journal of Financial Services Research, 36, 203–226.

Becher D.A., (2000), "The valuation effects of bank mergers", Journal of Corporate Finance, 6, 189–214.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Behr A., and Heid F., (2011), "The success of bank mergers revisited. An assessment based on a matching strategy", Journal of Empirical Finance, 18, 117–135.

Beitel P., and Schiereck D., (2001), "Value creation at the ongoing consolidation of the European banking market", Working Paper 05/01, Presented at the X international conference on banking and finance, Tor Vergata University Rome.

Beitel P., Schiereck D., and Wahrenburg M., (2004), "Explaining M&A success in European banks", European Financial Management, 10, 109–139.

Beltratti A., and Paladino G., (2013), "Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector", Journal of Banking and Finance, 37, 5394-5405.

Berger A.N., and Mester L.J., (1997), "Inside the black box: what explains differences in the efficiencies of financial institutions?", Journal of Banking and Finance, 21, 895-947.

Bernad C., Fuentelsaz L., and Gómez J., (2010), "The effect of mergers and acquisitions on productivity: an empirical application to Spanish banking", Omega, 38, 283–293.

Bliss R., and Rosen R., (2001), "CEO compensation and bank mergers", Journal of Financial Economics, 61, 107–138.

Brealey R.A., Myers S.C., and Allen F., (2013), "Principles of Corporate Finance", McGraw-Hill International Edition, 11th Edition.

Cable J., and Holland K., (1999), "Modelling normal returns in event studies: a model selection approach and pilot study", The European Journal of Finance, 5, 331-341.

Campa J.M., and Hernando I., (2006), "M&As performance in the European financial industry", Journal of Banking and Finance, 30, 3367–3392.

Carhart M.M., (1997), "On Persistence in Mutual Fund Performance", Journal of Finance, 52, 57-82.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Correa R., (2009), “Cross-border bank acquisitions: is there a performance effect?”, Journal of Financial Services Research, 36, 169–197.

Cybo - Ottone A., and Murgia M., (2000), “Mergers and shareholder wealth in European banking”, Journal of Banking and Finance, 24, 831 – 59.

De Guevara J.F., and Maudos J., (2007), “Explanatory factors of market power in the banking system”, The Manchester School, 75, 275 – 296.

DeLong G.L., (2001), “Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers”, Journal of Financial Economics, 59, 221–252.

Dermine J., (2006), “European banking integration: Don’t put the cart before the horse”, Financial Markets, Institutions and Instruments, 15, 57–106.

DeYoung R., Evanoff D.D., and Molyneux P., (2009), “Mergers and Acquisitions of Financial Institutions: A Review of the Post-2000 Literature”, Journal of Financial Services Research, 36, 87-110.

Ekkayokkaya M., Holmes P., and Paudyal, K., (2009), “The Euro and the changing face of European banking: evidence from mergers and acquisitions”, European Financial Management, 15, 451 – 476.

European Central Bank, (2000), “Mergers and Acquisitions involving the EU banking industry - facts and implications”, ECB, Frankfurt.

European Central Bank, (2014), “Banking Structures Report”, ECB, Frankfurt.

Fama E., and French K., (1993), “Common risk factors in the returns on stocks and bonds”, Journal of Financial Economics, 33, 3-56.

Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C., and Roll R., (1969), “The adjustment of stock prices to new information”, International Economic Review, 10, 1–21.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Focarelli D., and Pozzolo A.F., (2005), "Where do banks expand abroad? An Empirical Analysis", The Journal of Business, 78, 2435-2464.

Fraser D., and Kolari J., (1987), "Determinants of small bank acquisition premiums", Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago, 393–405.

Goddard J., Molyneux P., Wilson J.O.S., and Travakoli M., (2007), "European banking: An overview", Journal of Banking and Finance, 31, 1911-1935.

Gupta A., and Misra L., (2007), "Deal size, bid premium, and gains in bank mergers: the impact of managerial motivations", Financial Review, 42, 373–400.

Hagendorff J., Collins M., and Keasey K., (2008), "Investor protection and the value effects of bank merger announcements in Europe and the US", Journal of Banking and Finance, 32, 1333–1348.

Hayden E., Porath D., and von Westernhagen N., (2006), "Does diversification improve the performance of German banks? Evidence from individual bank portfolios", Working Paper Number 110, Oesterreichische Nationalbank.

Houston J.F., and Ryngaert M.D., (1994), "The overall gains from large bank mergers", Journal of Banking and Finance, 18, 1155–1176.

Houston J.F., and Ryngaert M.D., (1997), "Equity issuance and adverse selection: a direct test using conditional stock offers", Journal of Finance, 52, 197–219.

Huizinga H.P., Nelissen J.H.M., and Vander – Vennet R., (2001), "Efficiency effects of bank mergers and acquisitions in Europe", Working Paper Number 106, Ghent University.

Ismail A., and Davidson I., (2005), "Further analysis of mergers and shareholder wealth effects in European banking", Applied Financial Economics, 15, 13–30.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ismail A., and Davidson I., (2007), "The determinants of target returns in European bank mergers", The Service Industries Journal, 27, 617–634.

Kapopoulos P., and Siokis F., (2005), "Market Structure, Efficiency and Rising Consolidation of the Banking Industry in the Euro Area", Bulletin of Economic Research, 57, 67-91.

Koetter M., (2008), "An assessment of bank merger success in Germany", German Economic Review, 9, 232–264.

Kolaric S., and Schiereck D., (2014), "Performance of bank mergers and acquisitions: a review of the recent empirical evidence", Management Review Quarterly, 64, 39-71.

Kondova G.G., and Burghof H.P., (2007), "The impact of bank mergers on efficiency: empirical evidence from the German banking industry", Conference paper presented at the EFMA annual meeting, Vienna.

Lensink R., and Maslennikova I., (2008), "Value performance of European bank acquisitions", Applied Financial Economics, 18, 185–198.

Lepetit L., Patry S., and Rous P., (2004), "Diversification versus specialization: an event study of M&As in the European banking industry", Applied Financial Economics, 14, 663–669.

Levine R., (2012), "The Governance of Financial Regulation: Reform Lessons from the Recent Crisis", International Review of Finance, 12, 39-56.

Lipton M., (2006), "Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries", The Davies Lecture, Osgoode Hall Law School , York University.

Martynova M., and Renneboog L., (2008), "A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?", Journal of Banking and Finance, 32, 2148–2177.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Mitchell M.L., and Mulherin J.H., (1996), "The impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity", Journal of Financial Economics, 41, 193 – 229.

Molyneux P., and Wilson J.O.S., (2007), "Developments in European banking", Journal of Banking and Finance, 31, 1907–1910.

Molyneux P., Schaek K., and Zhou T., (2010), "Too-Big-to-Fail" and its impact on safety net subsidies and systematic risk", Working paper number 09/10, Central Applied Research in Finance.

Palia D., (1993) "The managerial, regulatory, and financial determinants of bank merger premiums", Journal of Industrial Economics, 41, 91–103.

Resti A., and Siciliano G., (2001), "Do bank acquisitions increase shareholders wealth? A comparison between market – based and accounting - based performance indicators for some Italian banks", Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=223523.

Rezitis A.N., (2008), "Efficiency and productivity effects of bank mergers: evidence from the Greek banking industry", Economic Modelling, 25, 236–254.

Rime B., and Stiroh K.J., (2003), "The performance of universal banks: evidence from Switzerland", Journal of Banking and Finance, 27, 2121–2150.

Roll R., (1986), "The hubris hypothesis of corporate takeovers", The Journal of Business, 59, 197–216.

Scholes M., and Williams J., (1977), "Estimating betas from nonsynchronous data", Journal of Financial Economics, 5, 309-327.

Scholtens B., and de Wit R., (2004), "Announcement effects of bank mergers in Europe and the US", Research in International Business and Finance, 18, 217–228.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Shawky H.A., Kilb T., and Staas C.F.W., (1996), "Determinants of bank merger premiums", Journal of Economics and Finance, 20, 117-131.

Tourani – Rad A., and Van Beek L., (1999), "Market valuation of European bank mergers", European Management Journal, 17, 532–40.

Valkanov E., and Kleimeier S., (2007), "The role of regulatory capital in international bank mergers and acquisitions", Research in International Business and Finance, 21, 50–68.

Vander - Vennet R., (1996), "The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions", Journal of Banking and Finance, 20, 1531–1558.

Wooldridge J.M., (2009), "Introductory Econometrics: A Modern Approach", South-Western Cengage Learning, 4th Edition.

Zhang H., (1995), "Wealth effects of US bank takeovers", Applied Financial Economics, 5, 329–336.

Zollo M., and Leshchinkskii D., (2000), "Can firms learn to acquire? Do markets notice?", Working Paper Series Number 00-01, Financial Institutions Center, The Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ