

**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
ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ ΤΩΝ ΗΝΩΜΕΝΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΩΝ ΑΜΕΡΙΚΗΣ**

ΓΙΩΤΗ ΜΑΡΙΑ

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

Οκτώβριος, 2016

Εγκρίνουμε την εργασία της

ΓΙΩΤΗ ΜΑΡΙΑ

[ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ]

ΛΕΛΕΔΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

.....

[ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ]

ΣΠΥΡΟΥ ΣΠΥΡΟΣ

.....

[ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ]

ΕΠΙΣΚΟΠΟΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ

.....

[ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2016]

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».

ΓΙΩΤΗ ΜΑΡΙΑ

.....

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ	15
2.2 Κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ.....	18
2.3 Λόγοι πραγματοποίησης συγχωνεύσεων και εξαγορών	21
2.3.1 Κίνητρα συγχωνεύσεων και εξαγορών των τραπεζών.....	21
2.3.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες επιτυχίας συγχωνεύσεων και εξαγορών	28
2.3.3 Οι επιδοτήσεις και ο συστηματικός κίνδυνος των «Too Big to Fail».....	34
2.4 Μελέτες για τη μέτρηση της επιτυχίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών.	36
2.4.1 Μελέτη Αποτελεσματικότητας	37
2.4.2 Μελέτη Επίδοσης.....	38
2.4.3 Μελέτη Επιχειρηματικών Συμβάντων	40
2.5 Σύγκριση των ερευνητικών μεθοδολογιών.....	41
2.6 Αποτελέσματα μελέτης Επιχειρηματικών Συμβάντων	42
2.6.1 Αποτελέσματα των συγχωνεύσεων – εξαγορών στον τραπεζικό κλάδο.	42
2.6.2 Αξιολόγηση των εμπειρικών ευρημάτων.....	47
2.7 Οι Εξωτερικές επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και των εξαγορών	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	
ΣΥΛΛΟΓΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	51
3.1 Δείγμα δεδομένων.....	51
3.2 Χαρακτηριστικά του δείγματος	53
3.3 Μεθοδολογία.....	56
3.3.1 Υποδείγματα υπεραποδόσεων.....	57
3.3.2 Μέθοδοι ελέγχου στατιστικής σημαντικότητας.....	63
3.4 Διαστρωματική παλινδρόμηση	65
3.4.1 Μεταβλητές παλινδρόμησης	65
3.4.2 Ανάλυση Διαστρωματικής Παλινδρόμησης	71

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	73
4.1 Αντίδραση της τιμής της μετοχής κατά την ημερομηνία της ανακοίνωσης των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών.....	73
4.2 Παλινδρόμηση	82
4.2.1 Περιγραφική στατιστική και πίνακες συσχέτισης των μεταβλητών	82
4.2.2 Αποτελέσματα Διαστρωματικής Παλινδρόμησης για CAR (0,+1)	86
4.2.3 Αποτελέσματα Διαστρωματικής Παλινδρόμησης για CAR (-1,+1).....	91
4.3 Ανάλυση Αποτελεσμάτων	95

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	99
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	101
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	105

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ	15
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1: Έρευνες όσον αφορά τη Γεωγραφική Επέκταση	23
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2: Έρευνες όσον αφορά την Παραγωγική Διαφοροποίηση.....	25
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3: Έρευνες όσον αφορά τα μη Οικονομικά Κίνητρα	27
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.4: Η Επίδραση των Συγχωνεύσεων-Εξαγορών της Εταιρίας Απορρόφησης και της Εταιρίας Στόχου με βάση τα Χαρακτηριστικά τους.....	30
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.5: Η Επίδραση των Συγχωνεύσεων-Εξαγορών της Εταιρίας Απορρόφησης και της Εταιρίας Στόχου με βάση με βάση Ειδικούς Παράγοντες.....	32
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.6: Η Επίδραση των Συγχωνεύσεων-Εξαγορών της Εταιρίας Απορρόφησης και της Εταιρίας Στόχου με βάση με βάση τους Περιβαλλοντικούς Παράγοντες.....	34
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.7: Έρευνες όσον αφορά τα Αποτελέσματα της Μελέτης Επιχειρηματικών Συμβάντων Περιόδου 1980 – 1999	43
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.8: Έρευνες όσον αφορά τα Αποτελέσματα της Μελέτης Επιχειρηματικών Συμβάντων Περιόδου 2000 – 2010	46

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΣΥΛΛΟΓΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	51
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1: Εντολές Συλλογής Δεδομένων από την “THOMSON ONE”	52

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ.....	73
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1: Μέσες Υπεραποδόσεις Συγχωνεύσεων & Εξαγορών	75
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2: Αθροιστικές Μέσες Υπεραποδόσεις	79
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3: Περιγραφική Στατιστική Ανεξάρτητων Μεταβλητών της Εταιρίας Στόχου	83
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4: Περιγραφική Στατιστική Ανεξάρτητων Μεταβλητών της Εταιρίας Στόχου με την εφαρμογή «WINSORIZE»	83

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.5: Μήτρα Συσχετίσεων Ανεξάρτητων Μεταβλητών της Εταιρίας Στόχου	84
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.6 Μήτρα Συσχετίσεων Ανεξάρτητων Μεταβλητών της Εταιρίας Στόχου με την εφαρμογή «WINSORIZE».....	85
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.7: Αποτελέσματα Διαστρωματικής Παλινδρόμησης για την Εταιρία Στόχος μετά την εφαρμογή της μεθόδου “WINSORIZE” OLS WHITE - HETEROSKEDASTICITY TEST [CAR (0, +1)]	86
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.8: Αποτελέσματα Διαστρωματικής Παλινδρόμησης για την Εταιρία Στόχος μετά την εφαρμογή της μεθόδου “WINSORIZE” OLS WHITE - HETEROSKEDASTICITY TEST [CAR(-1,+1)]	91

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΣΥΛΛΟΓΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	51
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1: Εξαγοράζουσες Τράπεζες – Συχνότητα Εξαγορών & Συγχωνεύσεων ανά Έτος	53
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2: Εξαγοραζόμενες Τράπεζες – Συχνότητα Εξαγορών & Συγχωνεύσεων ανά Έτος	53
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.3 Εξαγοράζουσες Τράπεζες – Συχνότητα Εξαγορών & Συγχωνεύσεων ανά Πολιτεία.....	55
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.4 Εξαγοραζόμενες Τράπεζες – Συχνότητα Εξαγορών & Συγχωνεύσεων ανά Πολιτεία	55

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	73
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1: Μέσες Υπεραποδόσεις με βάση την Ημέρα του Γεγονότος	78

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα μελέτη εξετάζει την αντίδραση των τιμών των μετοχών κατά την ανακοίνωση μιας συγχώνευσης-εξαγοράς και την αποδοτικότητα αυτών, στον τραπεζικό τομέα στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Ουσιαστικά μελετάμε την αντίδραση των επενδυτών, η οποία απεικονίζεται στις αποδόσεις που επιτυγχάνουν οι μετοχές, μέσα σε ένα χρονικό παράθυρο από την ανακοίνωση μιας συγχώνευσης-εξαγοράς, τόσο για την εξαγοράζουσα τράπεζα όσο και για την τράπεζα στόχο.

Η μελέτη κυρίως αναφέρεται στη χρονική περίοδο Ιανουάριος 2005 έως Δεκέμβριος 2015 και εξετάζουμε την στατιστική σημαντικότητα των υπεραποδόσεων τόσο για την τράπεζα στόχο, για την εξαγοράζουσα αλλά και την συνδυασμένη οντότητα. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία σε μία συναλλαγή εξαγοράς-συγχώνευσης πραγματοποιείται μεταφορά πλούτου από τους μετόχους της εξαγοράζουσας οντότητας προς την εξαγοραζόμενη. Τόσο οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης τράπεζας όσο και της συνδυασμένης οντότητας ευνοούνται από την ύπαρξη θετικών και στατιστικά σημαντικών υπεραποδόσεων σε αντίθεση με τους μετόχους της εξαγοράζουσας τράπεζας.

Το ύψος των υπεραποδόσεων για την τράπεζα στόχο προϋποθέτει μια περαιτέρω διερεύνηση πραγματοποιώντας κάποιες παλινδρομήσεις ώστε να προσδιοριστούν οι παράγοντες που ενέχουν σημαντικό ρόλο στη δημιουργία υπεραποδόσεων. Οι μεταβλητές τις οποίες χρησιμοποιήσαμε είναι η αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων, η αποδοτικότητα των Περιουσιακών στοιχείων, τα Κέρδη ανά μετοχή, η Λογιστική αξία προς την Αγοραία αξία, το Μέγεθος του Ιδρύματος, η Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής, η Διωνυμική μεταβλητή μετοχής και η Διωνυμική μεταβλητή Πολιτείας. Όλες οι μεταβλητές ακολουθούν την υπάρχουσα βιβλιογραφία.

Οι μεταβλητές οι οποίες βρέθηκαν να είναι στατιστικά σημαντικές στις αθροιστικές υπεραποδόσεις μέσω της εφαρμογής της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων, σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1% και 5% είναι η Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής και το Μέγεθος αντίστοιχα. Αυτό το αποτέλεσμα μας οδηγεί στο συμπέρασμα πως οι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές συνδέονται άμεσα με τα χαρακτηριστικά της συναλλαγής και οι συναλλαγές των συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιούνται μεταξύ οργανισμών όπου η εξαγοραζόμενη οντότητα είναι μικρότερου μεγέθους και η προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας είναι υψηλότερη οδηγούν σε μεγαλύτερη κερδοφορία για τους μετόχους της εξαγοραζόμενης οντότητας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στη σημερινή εποχή οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές είναι αναπόφευκτες μπροστά στο διεθνείς ανταγωνισμό. Στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης και της απορρύθμισης έχει παρατηρηθεί η κατάργηση πολλών περιορισμών που αφορούν το χρηματοπιστωτικό σύστημα προκαλώντας τη δημιουργία σύνθετων χρηματοοικονομικών ομίλων. Όλο αυτό το κλίμα και οι νέες συνθήκες έχουν δημιουργήσει την ανάγκη για περισσότερα κεφάλαια κάτι το οποίο γίνεται πιο έντονο μέσα από τις πιέσεις των μετόχων για υψηλότερα κέρδη. Για να μπορέσουν τα ιδρύματα να ανταποκριθούν στον αυξημένο ανταγωνισμό δημιουργείται η ανάγκη ύπαρξης οικονομικών κλίμακας που επιτυγχάνεται μέσα από την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Μέσω των συγχωνεύσεων και των εξαγορών επιτυγχάνεται η δημιουργία μεγάλων τραπεζικών ομίλων μειώνοντας τον ανταγωνισμό και βελτιώνοντας την αποδοτικότητα αυτών των οργανισμών. Τα φορολογικά οφέλη, η μείωση του κινδύνου, η μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετοχών και η δημιουργία ενός δυνατού εμπορικού σήματος με ανταγωνιστικό κόστος και υψηλή προστιθέμενη αξία αποτελούν ορισμένα από τα πλεονεκτήματα αυτής της συναλλαγής.

Η τάση της αγοράς να δημιουργηθούν ισχυροί τραπεζικοί όμιλοι εντείνεται στην προσπάθεια των τραπεζών να βελτιώσουν την αξιοποίηση του συνολικού επιχειρησιακού και ανθρώπινου δυναμικού, την αξιοποίηση των νέων τεχνολογιών συγκέντρωσης, διαχείρισης και διάχυσης των πληροφοριών καθώς επίσης και την αξιοποίηση συνεργειών που αναπτύσσονται στα πλαίσια των σύγχρονων οργανισμών.

Πέρα όμως από τα κίνητρα θα πρέπει να αναφερθούν και οι λόγοι αποτυχίας μια τέτοιας συναλλαγής. Η πιθανότητα μιας τέτοιας συναλλαγής να αποβεί ανεπιτυχής εξαρτάται από προσωπικούς λόγους των διευθυντικών στελεχών, η έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού και ορθής επενδυτικής λογικής, οι μη ρεαλιστικές προσδοκίες όπως είναι το υπερβολικό κόστος εξαγοράς και τέλος οι συγκρουόμενες επιχειρηματικές κουλτούρες.

Όμως το βασικό ζήτημα αποτελεί το κατά πόσο μία τέτοια συναλλαγή προσθέτει ή αφαιρεί αξία από τον πλούτο των μετόχων των εταιρειών που συμμετέχουν σε αυτή. Μέσα από την χρηματοοικονομική οπτική του ζητήματος, μια συγχώνευση-εξαγορά θα πρέπει να πραγματοποιηθεί εφόσον η παρούσα αξία των ταμειακών ροών της συνδυασμένης οντότητας είναι μεγαλύτερη από την παρούσα αξία των ταμειακών ροών της κάθε επιχείρησης ξεχωριστά.

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι μέσω της εφαρμογής της ανάλυσης των επιχειρηματικών συμβάντων να εξετάσει την αντίδραση των επενδυτών στην ανακοίνωση μιας συγχώνευσης-εξαγοράς στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής τόσο για την εξαγοράζουσα τράπεζα, την εξαγοραζόμενη τράπεζα και την συνδυασμένη οντότητα. Επιπλέον προσδιορίζουμε ποιοι είναι οι στατιστικά σημαντικοί παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν άμεσα τη δημιουργία υπεραποδόσεων για τις τράπεζες στόχους. Η έρευνα αυτή θα πραγματοποιηθεί με την ανάλυση 141 εξαγοράζουσων τραπεζών και 122 εξαγοραζόμενων τραπεζών στις ΗΠΑ από τον Ιανουάριο 2005 έως το Δεκέμβριο του 2015. Τα αποτελέσματα στα οποία καταλήξαμε συμπίπτουν με βάση τις έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί κατά καιρούς καθώς πραγματοποιείται μεταφορά πλούτου από τους μετόχους της εξαγοράζουσας οντότητας προς την εξαγοραζόμενη. Τόσο οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης τράπεζας όσο και της συνδυασμένης οντότητας ευνοούνται από την ύπαρξη θετικών και στατιστικά σημαντικών υπεραποδόσεων σε αντίθεση με τους μετόχους της εξαγοράζουσας τράπεζας.

Η μελέτη αποτελείται από τις τέσσερις ακόλουθες ενότητες. Η δεύτερη ενότητα περιλαμβάνει την βιβλιογραφική επισκόπηση η οποία μας δίνει μια εικόνα σχετικά με τις έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί στην διεθνή βιβλιογραφία, κάποιους βασικούς ορισμούς που σχετίζονται άμεσα με τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, τα κίνητρα, οι προσδιοριστικοί παράγοντες και οι εξωτερικές επιπτώσεις αυτών των συναλλαγών και μέθοδοι προσδιορισμού της αποτελεσματικότητας αυτών. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι πηγές από τις οποίες αντλήσαμε τα δεδομένα μας και η μεθοδολογία την οποία ακολουθήσαμε για να εξάγουμε τα συμπεράσματα μας. Στο κεφάλαιο τέσσερα παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης και στο κεφάλαιο πέντε τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγουμε.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΉ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

2.1 Βασικές έννοιες και ορισμοί

Η ανάπτυξη της τεχνολογίας, η παγκοσμιοποίηση και οι αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο έχουν οδηγήσει στην αύξηση του ανταγωνισμού. Για να μπορέσουν οι τράπεζες να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητα των υπηρεσιών που προσφέρουν αλλά και την οργανωτική τους δομή, προβαίνουν στην πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Όταν αναφερόμαστε στον όρο εξαγορά αντικατοπτρίζουμε μια συναλλαγή κατά την οποία μια επιχείρηση μεταβιβάζει το σύνολο ή το πλειοψηφικό μέρος της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης σε μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος. Η μεταβίβαση της ιδιοκτησίας γίνεται συνήθως με καταβολή μετρητών ή με ανταλλαγή μετοχών, μέσω του Χρηματιστηρίου. Η απόκτηση μειοψηφικού πακέτου μετοχών μπορεί να εξασφαλίσει στην εξαγοράζουσα επιχείρηση ουσιαστικό έλεγχο εάν μπορεί μέσω της μεταβίβασης να επηρεάσει τις κρίσιμες επιλογές της Διοίκησης και της στρατηγικής της.

Οι εξαγορές διακρίνονται με βάση τα ακόλουθα κριτήρια:

Απλή εξαγορά: Η εξαγοραζόμενη επιχείρηση συνεχίζει να υπάρχει ως υποκείμενο του δικαίου μετά την πραγματοποίηση της εξαγοράς.

Συγχωνευτική εξαγορά: Η επιχείρηση που μεταβιβάζει την περιουσία της σε μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος παύει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου μετά την πραγματοποίηση της εξαγοράς.

Όταν σε μια συγχωνευτική εξαγορά καταβάλλονται μερίδια συμμετοχής τότε η εξαγορά αυτή αποτελεί τη συγχώνευση των συγκεκριμένων επιχειρήσεων.

Ως συγχώνευση ορίζεται η ενοποίηση δυο ή περισσότερων επιχειρήσεων, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία της απορροφώμενης εταιρίας μεταβιβάζονται στην απορροφώσα επιχείρηση έναντι μετοχών.

Η απορροφώμενη επιχείρηση λύεται χωρίς να εκκαθαρίζεται, ενώ η απορροφώσα την διαδέχεται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της, διατηρώντας δηλαδή την αρχική εταιρική ταυτότητα της εξαγοράζουσας επιχείρησης.

Η συγχώνευση διακρίνεται σε :

1. Συγχώνευση με απορρόφηση (merger by absorption),
2. Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας (merger by consolidation),
3. Συγχώνευση με εξαγορά (merger by acquisition).

Συγχώνευση με απορρόφηση είναι όταν η αποκτούσα εταιρία διατηρεί το όνομα της, την οντότητά της και αποκτά όλα τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Μετά τη συγχώνευση η εξαγοραζόμενη εταιρία παύει να υπάρχει ως ξεχωριστή επιχειρησιακή οντότητα.

Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας έχουμε όταν μία εξ ολοκλήρου νέα εταιρία δημιουργείται. Η εξαγοράζουσα εταιρία και η εξαγοραζόμενη διακόπτουν την προηγούμενη νομική ύπαρξή τους και γίνονται μέρος της νέας εταιρείας.

Συγχώνευση με εξαγορά είναι όταν μία εταιρεία αποκτά μία άλλη εταιρία με μετρητά ή μετοχές. Σε αυτή την κατηγορία έχουμε δύο περιπτώσεις: 1) Εξαγορά με απόκτηση του μετοχικού κεφαλαίου μίας επιχείρησης, 2) Εξαγορά με απόκτηση των στοιχείων του ενεργητικού μίας επιχείρησης.

Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων

Υπάρχουν τρεις τύποι συγχωνεύσεων:

1. Η οριζόντια συγχώνευση
2. Η κάθετη συγχώνευση
3. Η συγχώνευση ετερογενών δραστηριοτήτων

Οριζόντια συγχώνευση είναι ο συνδυασμός εταιρειών στην ίδια γραμμή επιχειρήσεων. Ουσιαστικά αναφέρεται σε δύο επιχειρήσεις οι οποίες παράγουν τα ίδια προϊόντα ή προσφέρουν τις ίδιες υπηρεσίες.

Κάθετη συγχώνευση είναι ένας συνδυασμός των επιχειρήσεων που λειτουργούν σε διαφορετικά στάδια του κύκλου παραγωγής.

Ουσιαστικά αναφέρεται στο συνδυασμό μιας εταιρείας που παράγει ή εμπορεύεται ορισμένα προϊόντα είτε με τους προμηθευτές πρώτων υλών είτε με τους διανομείς της.

Συγχώνευση ετερογενών δραστηριοτήτων είναι ένας συνδυασμός εταιριών που δεν ανήκουν στην ίδια γραμμή επιχειρήσεων. Διακρίνονται σε συμπληρωματικές και ασυσχέτιστες. Συμπληρωματικές είναι όταν οι δραστηριότητες τους είναι αλληλοσυμπληρούμενες και ασυσχέτιστες όταν δεν υφίσταται σχέση μεταξύ της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης.

Ανάλογα με τη διαδικασία πραγματοποίησης τους οι εξαγορές και συγχωνεύσεις διακρίνονται σε:

1. Φιλικές (amicable),
2. Επιθετικές/ Εχθρικές (hostile).

Φιλικές είναι όταν οι δύο εταιρείες επιθυμούν τη συγχώνευση η εξαγορά και καθορίζουν από κοινού το αντίτιμο της.

Επιθετικές/εχθρικές είναι όταν η διοίκηση της εταιρείας-στόχου δεν εγκρίνει την προταθείσα εξαγορά. Ουσιαστικά αποτελεί μια διαδικασία συγκέντρωσης μετοχών μιας εισηγμένης εταιρείας από μια ανταγωνιστική επιχείρηση, με σκοπό η δεύτερη να αποκτήσει σταδιακά και παρά τις όποιες αντιδράσεις τον έλεγχο της πρώτης.

Ειδικές κατηγορίες εξαγορών και συγχωνεύσεων

1. Μοχλευμένη εξαγορά (leveraged buy-out)
2. Εξαγορά επιχειρήσεων από τη διοίκηση τους (management buy-out)

Μοχλευμένη εξαγορά είναι η εξαγορά όπου η χρηματοδότηση της προέρχεται κατά ένα μεγάλο ποσοστό (τουλάχιστον 75%) από τραπεζικό δανεισμό κι όχι από τα ίδια κεφάλαια της εξαγοράζουσας εταιρείας. Αυτή η στρατηγική λόγω του κινδύνου της πρέπει να εφαρμόζεται σε ώριμες επιχειρήσεις και όχι σε καινούργιες όπου οι ταμειακές ροές τους δεν είναι προβλέψιμες.

Η εξαγορά επιχειρήσεων από τη διοίκηση πραγματοποιείται όταν μια επιχείρηση εξαγοράζεται από τα διευθυντικά της στελέχη. Όταν αναφερόμαστε σε μεγάλες επιχειρήσεις οι οποίες έχουν υψηλή κεφαλαιοποίηση η εξαγορά αναφέρεται σε μια μονάδα της επιχείρησης καθώς η εξαγορά ολόκληρης της επιχείρησης είναι πολύ δύσκολα να χρηματοδοτηθεί από τη διοίκηση.

2.2 Κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ

Όπως είναι ευρέως γνωστό οι συγχωνεύσεις – εξαγορές προκύπτουν κατά κύματα. Στις ΗΠΑ παρατηρήθηκε έξαρση των συγχωνεύσεων από το 1967 μέχρι το 1969 και μετά τα τέλη της δεκαετίας του 1980 και του 1990. Μια ακόμα έξαρση συγχωνεύσεων παρατηρήθηκε το 2003 με σκοπό να μειώσει την έλευση της πιστωτικής κρίσης.

Αξιοσημείωτο είναι πως η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων παρουσιάζει μια αστάθεια. Η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων συνήθως επικεντρώνεται σε έναν σχετικά μικρό αριθμό κλάδων και συχνά είναι αποτέλεσμα της απορρύθμισης και των αλλαγών στην τεχνολογία. Σύμφωνα με τους Andrade, Mitchell και Stafford (2001) σχεδόν η μισή αξία όλων των συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ στο διάστημα 1988-1998 προέκυψε σε κλάδους που είχαν απορρυθμιστεί.

Η αντιμονοπωλιακή νομοθεσία οδήγησε στη δημιουργία δυσκολίας σχετικά με την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων μέχρι το 1940. Μετέπειτα η ακμή των συγχωνεύσεων ξεκίνησε το 1960 οι οποίες όμως ήταν ανεπιτυχείς. Οι συγχωνεύσεις σαν εργαλείο επιβολής πειθαρχίας της αγοράς εμφανίστηκαν το 1980. Βέβαια αν και είναι σύνηθες να ονομάζουμε τη δεκαετία του 1980 ως την εποχή των εχθρικών εξαγορών, μόνο το 14% των συναλλαγών στη συγκεκριμένη δεκαετία περιλαμβάνει εχθρικές εξαγορές.

Μετά τα τέλη του 1980 η απορρύθμιση είναι ο βασικός παράγοντας που οδήγησε στη δημιουργία συγχωνεύσεων και εξαγορών. Το 1980 ήταν μια περίοδος μαζικής ανακατανομής των περιουσιακών στοιχείων. Η δεκαετία του 1990 χαρακτηρίστηκε ως ‘δεκαετία της απορρύθμισης’. Αυτή τη δεκαετία ο αριθμός των συγχωνεύσεων αυξήθηκε σημαντικά καθώς επίσης πρόκειται για συγχωνεύσεις οι οποίες χαρακτηρίζονται από φιλική ανταλλαγή μετοχών.

Σύμφωνα με τους Mitchell και Mulherin (1996) οι συγχωνεύσεις συμβαίνουν σε κύματα και κατά τη διάρκεια του κύματος ομαδοποιούνται ανά βιομηχανία.

Αυτά τα στοιχεία υποδηλώνουν ότι οι συγχωνεύσεις αποτελούν μια αντίδραση της αγοράς σε αναπάντεχα σοκ στη δομή της βιομηχανίας. Οι βιομηχανίες αναδιαρθρώνονται και ενοποιούνται σε συγκεκριμένες χρονικές περιόδους οι οποίες είναι δύσκολο να προβλεφθούν. Τα σοκ που μπορεί να προκαλέσουν αυτές τις αναδιαρθρώσεις είναι οι τεχνολογικές καινοτομίες, τα σοκ στην προσφορά και τέλος η απορρύθμιση. Μέσω της απορρύθμισης επιτυγχάνονται νέες επενδυτικές ευκαιρίες για τη βιομηχανία και εξαλείφονται τα μακροχρόνια εμπόδια στη δημιουργία συγχωνεύσεων και εξαγορών που διατηρούσαν τη βιομηχανία τεχνικά διασκορπισμένη. Αξιοσημείωτο είναι πως οι συγχωνεύσεις – εξαγορές αποτελούν τρόπο στρατηγικής ανάπτυξης για τις επιχειρήσεις.

Κατά την έρευνα του DeLong and DeYoung 2007 οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που συμβαίνουν κατά τη διάρκεια ενός κύματος μπορεί να έχουν είτε θετική επίδραση στην εξαγοράζουσα τράπεζα δεδομένου ότι οι τράπεζες έχουν την δυνατότητα να μαθαίνουν μέσω της παρατήρησης είτε σύμφωνα με τον Muβhoff 2007 να έχουν αρνητικές συνέπειες καθώς οι εξαγοράζουσες φαίνεται να είναι υπερτιμημένες.

Οι Moore και Siems, υποστηρίζουν ότι το 1998 πραγματοποιήθηκαν 9 από τις 10 μεγαλύτερες συγχωνεύσεις και εξαγορές στην ιστορία της Αμερικής, εκ των οποίων οι 4 ήταν στον τραπεζικό τομέα. Συγκεκριμένα αναφέρεται στις συγχωνεύσεις των Citicorp-Travelers, Bank America-NationsBank, Bank One-First Chicago και Norwest-Wells Fargo.

Σύμφωνα με τους Dean Amel, Colleen Barnes, Fabio Panetta, Carmelo Salleo (2004) το 53% των συγχωνεύσεων - εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στον χρηματοοικονομικό τομέα την περίοδο 1990 -2001 έγιναν μεταξύ τραπεζών.

- Κατά την περίοδο 1990-1995 στις ΗΠΑ πραγματοποιήθηκαν 1691 συγχωνεύσεις και εξαγορές με συνολική αξία 157 δις δολάρια.
- Την περίοδο 1996-2001 πραγματοποιήθηκαν 1746 συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών με συνολική αξία 755 δις δολάρια.

Στις ΗΠΑ, η οικονομική ιστορία αναφέρει ότι μπορούμε να διακρίνουμε έξι κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Τα κύματα αυτά, στις ΗΠΑ συνδέονται με σημαντικές εξελίξεις στις αγορές, με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με σημαντικές τεχνολογικές ανακαλύψεις, με ευκαιρίες επενδύσεων ή διεθνείς ανακατατάξεις, με κρατικά κίνητρα ή και με συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στα διευθυντικά στελέχη και στους μετόχους των εταιρειών.

Τα κύματα χωρίζονται όπως παρουσιάζεται ακολούθως:

- Περίοδος (1890-1905). Σε αυτή την περίοδο οι επιχειρήσεις είχαν ως στόχο τη δημιουργία μονοπωλίων. (Eastman Kodak, American Tobacco)
- Περίοδος (1920-1929). Σε αυτό το χρονικό διάστημα έχουμε εξαγορές συσχετιζόμενων εταιριών. Παρατηρούμε τη δημιουργία ολιγοπωλίων και την κάθετη ολοκλήρωση. Χαρακτηριστικό στοιχείο αυτής της περιόδου είναι η αυστηρή αντιμονοπωλιακή νομοθεσία της Πράξης Clayton και η διάσπαση της Standard Oil.
- Περίοδος (1950-1960). Η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται από την ενοποίηση ετερογενών επιχειρήσεων που είχαν ως σκοπό να αντιμετωπίσουν την παγκόσμια αγορά. Λόγω της αυστηρής αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας υπήρχε η τάση για επέκταση των επιχειρήσεων σε ασυσχέτιστες δραστηριότητες.
- Περίοδος (1980-1987). Σε αυτή την περίοδο υπάρχει έξαρση των εχθρικών εξαγορών και αποσχίσεων τμημάτων ή κλάδων που απαρτίζουν το 30% της δραστηριότητας των εξαγορών.
- Περίοδος (1993-2000). Σε αυτό το χρονικό διάστημα έχουμε αλματώδη αύξηση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Κύρια χαρακτηριστικά αυτού του κύματος είναι οι εξαγορές που είχαν ως σκοπό την επίτευξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, την αναδιάρθρωση των τραπεζικών κλάδων που ήταν στο στάδιο της ωριμότητας, την ανάπτυξη των κλάδων νέων τεχνολογιών και την επικράτηση της αρχής της μεγιστοποίησης του πλούτου.
- Περίοδος (2003-2007). Τέλος, σε αυτή την περίοδο έχουμε μεγάλη προσφορά χρηματικών αμοιβών.

2.3 Λόγοι πραγματοποίησης συγχωνεύσεων και εξαγορών

2.3.1 Κίνητρα συγχωνεύσεων και εξαγορών των τραπεζών

Τα κυριότερα κίνητρα που ωθούν τις τραπεζικές επιχειρήσεις σε εξαγορά ή συγχώνευση είναι τα ακόλουθα:

- i. Το κίνητρο οργάνωσης και επέκτασης των τραπεζών: Οι συγχωνευμένες τράπεζες αναμένουν την επέκταση των δραστηριοτήτων τους με την είσοδο σε νέες αγορές, νέες πηγές εφοδιασμού των πρώτων υλών και σε νέα κανάλια διανομής των προϊόντων τους. Η επέκταση σε νέες αγορές αποσκοπεί στη μείωση του κόστους παραγωγής και στην κατανομή των εξόδων σε μεγαλύτερο όγκο παραγωγής. Επιπλέον οι συγχωνευμένες τράπεζες επιδιώκουν τη διαφοροποίησή, δηλαδή την επέκταση των δραστηριοτήτων τους σε κερδοφόρες κατηγορίες προϊόντων, ή την καθετοποίηση τους.
- ii. Το κερδοσκοπικό κίνητρο: Μία τράπεζα εξαγοράζει μία άλλη τράπεζα με σκοπό να ανεβάσει την αξία της, ώστε μετά το πέρας ενός χρονικού διαστήματος να την πωλήσει σε τρίτους.
- iii. Το επιθετικό κίνητρο: Η τράπεζα προβαίνει σε εξαγορά μιας άλλης τράπεζας πριν αυτή καταστεί ανταγωνίστριά της και έτσι αποφεύγει την ισχυροποίηση της ανταγωνίστριας στην αγορά.
- iv. Το αμυντικό κίνητρο: Η εξαγοράζουσα τράπεζα επιδιώκει να ισχυροποιήσει τη θέση της στην αγορά, έτσι ώστε να αποθαρρύνει την πιθανή εξαγορά της από κάποια άλλη ανταγωνίστριά τράπεζα.

2.3.1.1 Οικονομικά κίνητρα

1. Μειστοποίηση του πλούτου των μετόχων

Σύμφωνα με τον Berger (1999) οι λόγοι πραγματοποίησης συγχωνεύσεων χωρίζονται σε δύο κατηγορίες.

- i. Η μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων και
- ii. Η μεγιστοποίηση της αξίας της διοικητικής ομάδας της τράπεζας ή τις δημόσιες και κρατικές αρχές.

Η αξία των μετόχων μπορεί να μεγιστοποιηθεί με δύο τρόπους:

- (α) αυξάνοντας την αποδοτικότητα και
- (β) αυξάνοντας τη μονοπωλιακή δύναμη στην αγορά.

(α) Μια τράπεζα θεωρείται αποδοτική ως προς το κόστος εάν ελαχιστοποιεί το κόστος για δεδομένο επίπεδο παρεχόμενων υπηρεσιών. Επιπλέον θεωρείται αποδοτική ως προς τα κέρδη, εάν μεγιστοποιεί τα κέρδη της για δεδομένο συνδυασμό συντελεστών παρεχόμενων υπηρεσιών. Η τεχνολογική αποδοτικότητα αναφέρεται στις οικονομίες κλίμακας και φάσματος των παρεχόμενων υπηρεσιών. Μέσω των συγχωνεύσεων – εξαγορών οι τράπεζες εξασφαλίζουν πρόσβαση σε τεχνολογία η οποία θα οδηγήσει σε μείωση του κόστους ανακατανέμοντας το σε μία ευρύτερη βάση, μειώνοντας έτσι το μέσο κόστος των παρεχόμενων υπηρεσιών και αυξάνοντας την κερδοφορία τους.

(β) Η αύξηση της μονοπωλιακής δύναμής είναι βασικό κίνητρο για την πραγματοποίηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών καθώς οδηγεί στην επίτευξη κερδών. Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές έχουν ως στόχο την αύξηση του μεριδίου αγοράς και της ανταγωνιστικότητάς τους. Οι Berger, Demsetz και Strahan (1999) καταλήγουν πως η αύξηση της μονοπωλιακής τους δύναμης έχει θετικές απόρροιες στα κέρδη, εξαιτίας της ικανότητας της τράπεζας για υψηλή τιμολόγηση των προϊόντων και των υπηρεσιών της. Αυτό έχει ως συνέπεια την αύξηση της τιμής της μετοχής που συνεπάγεται και αύξηση του πλούτου των μετόχων.

2. Διαφοροποίηση κινδύνου

Ένα σημαντικό κίνητρο των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι η πραγματοποίηση κερδών μέσω της διαφοροποίησης του κινδύνου. Οι Pilloff & Santomero (1998) υποστηρίζουν πως η διαφοροποίηση στο χρηματοπιστωτικό τομέα επιτυγχάνεται είτε με γεωγραφική επέκταση είτε με παραγωγική διαφοροποίηση.

Πίνακας 2.1

Έρευνες όσον αφορά τη Γεωγραφική Επέκταση

Authors	Sample	Period	Results
Toyne & Tripp (1998)	Δραστηριότητες διακρατικών συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο της Αμερικής	1991-1995	Οι συγχωνεύσεις που πραγματοποιούνται διαπολιτειακά οδηγούν σε αρνητικές αποδόσεις της χρηματιστηριακής αγοράς για την εξαγοράζουσα εταιρεία όπως συμβαίνει και στις συγχωνεύσεις με ξένες πολιτείες.
Benston, Hunter & Wall (1995)	302 συγχωνεύσεις στον τραπεζικό κλάδο της Αμερικής	1960-1989	Οι εξαγοράζουσες τράπεζες αναζητούν τη διαφοροποίηση των κερδών τους αυξάνοντας τις ταμειακές τους ροές και διατηρώντας το ίδιο επίπεδο κινδύνου.
Vennet (2002)	62 διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές που εκτελέστηκαν από τις τράπεζες με έδρα στην Ευρωπαϊκή Ένωση, τη Νορβηγία και την Ελβετία	1990-2001	Μέσω της γεωγραφικής διαφοροποίησης υπάρχουν βελτιώσεις στην αποτελεσματικότητα των κερδών και των λογιστικών αποδόσεων.
Elsas et al. (2006)	2.072 τραπεζικές εταιρείες συμμετοχών από τις ΗΠΑ, τον Καναδά, την Αυστραλία, το Ηνωμένο Βασίλειο, τη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ισπανία, την Ιταλία, και την Ελβετία.	1996-2003	Μέσω της γεωγραφικής διαφοροποίησης υπάρχουν βελτιώσεις στην αποτελεσματικότητα των κερδών και των λογιστικών αποδόσεων.
Berger et al. (2001)	Διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ευρώπη	1985-1997	Όσον αφορά τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις δεν υπάρχει καμία ένδειξη σχετικά με τη βελτίωση της αποδοτικότητας του κόστους.
Francis et al. (2008)	394 Labor Market Areas (LMAs) στην Αμερική	1990-2000	Οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις εταιρειών (όχι τραπεζικών ιδρυμάτων) κατά το χρονικό διάστημα από το 1990 έως το 2000 δημιουργούν θετικές επιπτώσεις στον πλούτο.
Emmons et al. (2004)	Υποθετικές συγχωνεύσεις μεταξύ πραγματικών εμπορικών τραπεζών στις ΗΠΑ	1989-1993	Διαπίστωσαν πως συγχωνεύσεις μεταξύ μικρών τραπεζών που βρίσκονται σε διαφορετικές γεωγραφικές αγορές μειώνουν τον κίνδυνο όχι όμως περισσότερο από τις συγχωνεύσεις ίδιου μεγέθους τραπεζών που βρίσκονται στην ίδια αγορά.
Berger (2001)	Όλες οι εμπορικές τράπεζες της Αμερικής	1993-1998	Διαπίστωσε πως αν αυξηθεί πολύ η γεωγραφική έκταση των συμμετοχικών τραπεζών μέσω των συγχωνεύσεων τότε δημιουργούνται διοικητικά προβλήματα που μειώνουν τη λειτουργική αποδοτικότητα. Επιπλέον βρήκαν πως η τεχνολογική πρόοδος έχει μειώσει την σημαντικότητα αυτών των ανεπαρκειών.

Berger et al. (2000)	2.123 τράπεζες στην Αμερική, 215 εμπορικές τράπεζες στην Γαλλία, 206 στην Γερμανία, 76 στην Ισπανία, 124 στην Αγγλία	1992-1997	Οι μεγάλες αποτελεσματικές τράπεζες είναι πιο πιθανό να ασχολούνται με την επέκταση στο εξωτερικό.
Focarelli & Pozzolo (2001)	2.500 τράπεζες από 29 OECD χώρες	1994-1997	Οι μεγάλες αποτελεσματικές τράπεζες είναι πιο πιθανό να ασχολούνται με την επέκταση στο εξωτερικό.
Correa (2009)	220 διασυνοριακές εξαγορές	1996-2003	Οι μεγάλες αποτελεσματικές τράπεζες είναι πιο πιθανό να ασχολούνται με την επέκταση στο εξωτερικό.
Wheelock & Wilson (2004)	890 συγχωνεύσεις τραπεζών των ΗΠΑ	1984-1993	Διαπίστωσαν ότι οι αποδοτικές τράπεζες είναι λιγότερο πιθανό να αποκτηθούν.

i. Γεωγραφική επέκταση

Η γεωγραφική επέκταση των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων αφορά την επέκταση σε νέες περιοχές εντός και εκτός των συνόρων. Επιπλέον, εξασφαλίζει τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου, ώστε να επιτευχθεί η αποτελεσματική εξάλειψη των χρηματοοικονομικών κινδύνων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος τόσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση που αναμένει η τράπεζα. Η ανάληψη όμως, επιπλέον κινδύνου μπορεί να απαγορεύεται από τις ρυθμιστικές διατάξεις της χώρας στην οποία δραστηριοποιείται μία τράπεζα ή να δημιουργήσει σημαντικά κόστη.

Σε αυτή την περίπτωση η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων επιτυγχάνεται από τα διαφοροποιημένα κέρδη. Επιπλέον όταν οι τράπεζες επιλέγουν να επεκταθούν σε άλλες αγορές μέσω των εξαγορών επιλέγουν την καλύτερη τράπεζα στόχο καθώς αυτό αποτελεί πολύ σημαντικό παράγοντα στην αύξηση των κερδών τους. Σχετικές έρευνες παρατίθενται στον **Πίνακα 2.1**.

ii. Παραγωγική διαφοροποίηση

Η παραγωγική διαφοροποίηση πραγματοποιείται όταν οι τράπεζες προβαίνουν σε ενέργειες διεύρυνσης των παραγωγικών τους δυνατοτήτων με την παροχή νέων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Μέσω της διαφοροποίησης των χρηματοοικονομικών προϊόντων των τραπεζών επιτυγχάνεται η σταθερότητα των εσόδων τους, τα οποία δε μεταβάλλονται έντονα σε περιόδους κρίσης. Στα ανωτέρω συμπεράσματα καταλήγουμε όπως βλέπουμε και στον **Πίνακα 2.2**.

Πίνακας 2.2

Έρευνες όσον αφορά την Παραγωγική Διαφοροποίηση

Authors	Sample	Period	Results
Pilloff & Santomero (1998)	1.500 συγχωνεύσεις στην Αμερικανική αγορά	1995-1998	Υποστηρίζουν ότι η δανειοληπτική ικανότητα του νέου οργανισμού βελτιώνεται επιτυγχάνοντας χαμηλότερα επιτόκια δανεισμού.
Cornett et al. (2003)	423 ανακοινώσεις εξαγορών από 177 εξαγοράζουσες τράπεζες	1988-1995	Κατέληξαν στη βελτιωμένη απόδοση των ταμειακών ροών των Αμερικάνικων τραπεζικών συμμετοχικών εταιρειών
Meon & Weill (2005)	62 αναπτυσσόμενες και ανεπτυγμένες χώρες	1990	Η συγχώνευση και η εξαγορά μεταξύ οργανισμών που δραστηριοποιούνται στην παροχή διαφορετικών προϊόντων και υπηρεσιών μπορεί να μειώσει το κόστος παραγωγής χρησιμοποιώντας τις γνώσεις και τις ικανότητες του ήδη εξειδικευμένου προσωπικού, καθώς επίσης και την υπάρχουσα πελατεία του εξαγοραζόμενου φορέα.
Slijkerman et al. (2005)	10 μεγαλύτερες Ευρωπαϊκές τράπεζες και 10 ασφαλιστικές εταιρίες	1992-2003	Διαπίστωσαν μείωση του κινδύνου λόγω της διαφοροποίησης, όταν δηλαδή υπάρχει συγχώνευση τράπεζας με ασφαλιστική εταιρεία.
Fecht & Grüner (2006)	Υποθετικό δείγμα	-	Τα σοκ ρευστότητας μπορούν να μειώσουν τα οφέλη της διαφοροποίησης.
Cornett et al. (2006)	134 συγχωνεύσεις τραπεζών	1990-2000	Ο συνδυασμός της εστίασης στο προϊόν με την γεωγραφική εστίαση μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερα αποτελέσματα για την εξαγοράζουσα τράπεζα.
Muβhoff (2007)	235 Ευρωπαϊκές τράπεζες	1994-2004	Ο συνδυασμός της εστίασης στο προϊόν με την γεωγραφική εστίαση μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερα αποτελέσματα για την εξαγοράζουσα τράπεζα.
Baele et al. (2007)	255 τράπεζες από 17 Ευρωπαϊκές χώρες	1989-2004	Η διαφοροποίηση των συγχωνεύσεων οδηγεί σε καλύτερα αποτελέσματα από τις μη διαφοροποιημένες συγχωνεύσεις.
Elsas et al. (2010)	380 τράπεζες από 9 χώρες	1996-2003	Η διαφοροποίηση των συγχωνεύσεων οδηγεί σε καλύτερα αποτελέσματα από τις μη διαφοροποιημένες συγχωνεύσεις.

3. Αύξηση μεγέθους

Ένα άλλο κίνητρο για τη δημιουργία συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η αύξηση του μεγέθους και η δημιουργία αυτοκρατοριών. Η δημιουργία ενός μεγάλου χρηματοπιστωτικού οργανισμού μπορεί να οδηγήσει στη μείωση του κόστους δανεισμού αφού μπορεί να επιτύχει ανταγωνιστικότερα επιτόκια.

Αυτό αιτιολογείται καθώς όσο λιγότερο επικίνδυνη είναι μια επένδυση τόσο πιο χαμηλό είναι το επιτόκιο που δίνεται.

- Σύμφωνα με τους Boyd και Graham (1991), οι μεγάλες τράπεζες ακριβώς λόγω του μεγέθους τους μπορούν να προβούν στην ανάληψη επενδυτικών σχεδίων με υψηλό κίνδυνο, που συνεπάγεται υψηλές αποδόσεις, εφόσον με το σύνολο των κεφαλαίων που διαθέτουν είναι εύκολη η εξεύρεση εγγυητών.

4. Φορολογικά κίνητρα

Όταν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί πραγματοποιούν συγχωνεύσεις και εξαγορές τότε απολαμβάνουν κάποιες φορολογικές απαλλαγές. Ειδικότερα όταν πρόκειται για μια συγχώνευση μεταξύ μιας μεγάλης και μιας ελλειμματικής χρηματοπιστωτικής μονάδας τα φορολογικά οφέλη μεγεθύνονται διότι το θεσμικό πλαίσιο δίνει ιδιαίτερα φορολογικά κίνητρα για να παροτρύνει την επικερδή μονάδα να απορροφήσει την ελλειμματική.

- Σύμφωνα με τους Houston, James και Ryngaert (2001) αυτή η τακτική παραβλέπει την αρνητική επίπτωση στα κέρδη της νέας οικονομικής οντότητας που θα προκύψει από τη συγχώνευση των περιουσιακών στοιχείων της μιας και της άλλης.

2.3.1.2 Μη οικονομικά κίνητρα

Το Διοικητικό συμβούλιο καθώς και τα υπόλοιπα μέρη της ομάδας διαχείρισης ασκούν σημαντική επιρροή στην απόφαση της πραγματοποίησης μιας συγχώνευσης-εξαγοράς. Αξιοσημείωτο είναι ότι δεν αυξάνουν όλες οι συγχωνεύσεις την αξία των μετόχων ή δεν οδηγούν όλες οι συγχωνεύσεις στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας. Η απόφαση ενός μέλους του Διοικητικού συμβουλίου για την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης μπορεί να ενισχύεται από προσωπικά κίνητρα όπως είναι η θέληση για δημιουργία μια αυτοκρατορίας.

Ο Dymski (1999) και ο Hadlock et al. (1999) υποστηρίζουν πως οι διαχειριστές των τραπεζών μπορεί να συμμετέχουν σε μια συγχώνευση-εξαγορά ώστε να μεγιστοποιήσουν τη δική τους χρησιμότητα σε βάρος των μετόχων. Αυτό αναφέρεται κυρίως στη μεγιστοποίηση της αμοιβής τους και στην οικοδόμηση μιας προσωπικής αυτοκρατορίας.

Πίνακας 2.3

Έρευνες όσον αφορά τα μη οικονομικά κίνητρα

Authors	Sample	Period	Results
Palia (1993)	137 τραπεζικές συγχωνεύσεις	1984-1987	Ερευνά το ποσό υπερ το άρτιον που οι εξαγοράζοντες διαχειριστές είναι πρόθυμοι να πληρώσουν. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι διαχειριστές πληρώνουν μειωμένα ασφάλιστρα αν έχουν στην κατοχή τους έως και 5,9% της τράπεζας τους. Επίσης δείχνει ότι η ιδιοκτησία άνω του 5,9% αυξάνει την θέληση ενός διευθυντή να πληρώσει υψηλότερα ασφάλιστρα. Υποστηρίζει ότι η υψηλή κυριότητα δημιουργεί το κίνητρο στους διαχειριστές να διαφοροποιήσουν το προηγούμενο μη διαφοροποιημένο οικονομικό χαρτοφυλακίου τους με τη συμμετοχή σε μια συγχώνευση-εξαγορά.
Hadlock et al. (1999)	80 τραπεζικές Σ&E στην ΗΠΑ 33 τραπεζικές Σ&E στην Ευρώπη	1996-2004	Αν οι διαχειριστές έχουν μεγάλη κατοχή σε μία τράπεζα αυτό μπορεί να οδηγήσει σε περιχαράκωση και η διαχείριση να αποθαρρύνει τις προσπάθειες εξαγοράς της από άλλες τράπεζες, ακόμη και αν η εξαγορά δημιουργεί αξία για τους μετόχους της τράπεζας. Θεωρούν ότι σε ένα δείγμα που υπάρχουν οι εξαγοράζουσες και οι μη εξαγοράζουσες τράπεζες οι τράπεζες με τον υψηλότερο δείκτη διοικητικής ιδιοκτησίας είναι λιγότερο πιθανόν να εξαγοραστούν.
Bliss & Rosen (2001)	32 μεγάλες τράπεζες των ΗΠΑ	1986-1995	Βρήκαν αυξημένες αποζημιώσεις των Διευθυντικών Στελεχών μετά από συγχωνεύσεις. Υποστηρίζουν πως αυτό συμβαίνει λόγω της δημιουργίας αυτοκρατορίας και πως είναι ανεξάρτητο από τη δημιουργία αξίας και τη βελτίωση της παραγωγικότητας.
Cornett et al. (2003)	423 ανακοινώσεις Σ&E	1988-1995	Υποστηρίζουν ότι η διαφοροποίηση στις συγχωνεύσεις είναι πιο επιτυχής αν ο Διευθύνων Σύμβουλος της εξαγοράζουσας τράπεζας έχει μεγαλύτερο μερίδιο σε αυτή, είτε μέσω της άμεσης συμμετοχής των ιδίων κεφαλαίων είτε μέσω των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς επί των μετοχών.
Hughes et al. (2003)	169 τράπεζες	1992-1994	Αν οι διαχειριστές έχουν μεγάλη κατοχή σε μία τράπεζα αυτό μπορεί να οδηγήσει σε περιχαράκωση και η διαχείριση να αποθαρρύνει τις προσπάθειες εξαγοράς της από άλλες τράπεζες, ακόμη και αν η εξαγορά δημιουργεί αξία για τους μετόχους της τράπεζας.
Anderson et al. (2004)	332 Τραπεζικές συγχωνεύσεις	1990-1997	Ασχολήθηκαν με τις συγχωνεύσεις μεγάλων τραπεζών και βρήκαν ότι η αποζημίωση των Διευθυντικών Στελεχών μετά τη συγχώνευση, συνδέεται θετικά με τα αναμενόμενα κέρδη από τη συγχώνευση.
Rosen (2004)	2222 εταιρείες	1993-2001	Τα Διευθυντικά Στελέχη μπορούν να αναμένουν την αύξηση της αποζημίωσης τους όταν συμμετέχουν διαρκώς σε συγχωνεύσεις.
Gupta & Misra (2007)	503 εξαγοράζουσες εταιρείες	1981-2004	Κατέληξαν πως οι εξαγορές που γίνονται από τους Διευθυντές των τραπεζών έχουν διαφορετικά κίνητρα από αυτά των μετόχων με αποτέλεσμα να δημιουργείται πρόβλημα εκπροσώπησης μεταξύ των μελών της τράπεζας

Έτσι οι διαχειριστές των μεγάλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μπορεί να επιδιώξουν την ανάπτυξη μέσω της εξαγοράς ώστε να εισαχθούν στο καθεστώς του «too big to fail».

Το καθεστώς αυτό αποτελεί μια σιωπηρή εγγύηση της κυβέρνησης που μειώνει τον κίνδυνο των επενδυτών και των πιστωτών παρέχοντας ένα πλεονέκτημα κόστους έναντι των μικρότερων ανταγωνιστών.

Κατά τους Milbourn et al. (1999) υπάρχουν δύο λόγοι για τους οποίους ένας διευθύνων σύμβουλος μπορεί να αποφασίσει την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης.

A. Ένα κίνητρο μπορεί να εξηγηθεί από τα αναμενόμενα κέρδη, την φήμη, μια μεγαλύτερη αποζημίωση, ή να θέλει να ενεργήσει σε βάρος του πλούτου των μετόχων.

B. Η απόφαση ενός διευθύνων συμβούλου να συμμετάσχει σε μια συγχώνευση μπορεί να είναι επωφελής για τους μετόχους. Εάν υπάρχει σημαντική στρατηγική αβεβαιότητα για τις μελλοντικές ευκαιρίες και το επίπεδο του ανταγωνισμού είναι μέτριο, η απόφαση ενός Διευθύνων Σύμβουλου να επεκταθεί μέσω συγχωνεύσεων μπορεί να δημιουργήσει τη δυνατότητα να εκμεταλλευτεί τις μελλοντικές ευκαιρίες ωρίτερα. Έτσι, η τράπεζα θα αποκτήσει ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, το οποίο με τη σειρά του θα δημιουργήσει αξία για τους μετόχους.

Σχετικές έρευνες για τα μη οικονομικά κίνητρα παρουσιάζονται στον **Πίνακα 2.3**.

2.3.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες επιτυχίας συγχωνεύσεων και εξαγορών

Οι καθοριστικοί παράγοντες μιας επιτυχημένης συγχώνευσης-εξαγοράς στον τραπεζικό κλάδο είναι πολλαπλοί. Οι περισσότερες μελέτες χρησιμοποιούν την ανάλυση μέσω παλινδρόμησης για να προσδιορίσουν τους κύριους παράγοντες που οδηγούν σε μια επιτυχημένη συναλλαγή συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Σύμφωνα με τον Beitel (2002) οι παράγοντες επιτυχίας μπορούν να ταξινομηθούν σε τρεις ομάδες:

- i. Χαρακτηριστικά της εταιρείας απορρόφησης και της εταιρείας στόχου.
- ii. Συναλλαγή ειδικών παραγόντων.
- iii. Περιβαλλοντικοί παράγοντες.

i. Χαρακτηριστικά της εταιρείας απορρόφησης και της εταιρείας στόχου.

Όπως παρουσιάζεται και από τις ακόλουθες έρευνες οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης της εταιρείας στόχου και οι μεγάλες διαφορές αποδοτικότητας μεταξύ των εταιρειών οδηγούν σε μια καλύτερη απόδοση της συγχώνευσης. Βέβαια τα ευρήματα σχετικά με το απόλυτο μέγεθος της εταιρείας στόχου ή το μέγεθος των συναλλαγών δεν είναι σαφή. Σημαντικό ρόλο φαίνεται να παίζει η συχνότητα πραγματοποίησης των συναλλαγών όπως επίσης και η ομοιότητα της στρατηγικής μεταξύ των δύο διαφορετικών οντοτήτων. Αξιοσημείωτο είναι ότι οι Αμερικάνικες τράπεζες επιζητούν μια στρατηγική ενίσχυσης των εσόδων τους. Στον **Πίνακα 2.4** απεικονίζεται η επίδραση των συγχωνεύσεων-εξαγορών της εταιρείας απορρόφησης και της εταιρείας στόχου με βάση τα χαρακτηριστικά τους.

- Σύμφωνα με τους Beitel et al. (2004), Lorenz et al. (2006) και Ismail and Davidson (2007) οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης της εταιρείας στόχου, όπως μετρήθηκε από την αύξηση του ενεργητικού και της απόδοσης της αγοράς, οδηγούν σε μια καλύτερη απόδοση της συγχώνευσης.
- Οι Akhavein et al. (1997), Beitel et al. (2004), και οι Beccalli and Frantz (2009) υποστηρίζουν πως οι μεγάλες διαφορές αποδοτικότητας μεταξύ της εξαγοράζουσας και της εταιρείας στόχου οδηγούν σε υψηλότερη αποδοτικότητα της νεοσύστατης οντότητας.
- Κατά τους Beitel et al. (2004) και Hernando et al. (2009) η διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας θα μεταφέρει τις ανώτερες ικανότητες της στην εταιρεία στόχο. Με αυτό τον τρόπο θα αυξήσει τα επίπεδα της αποτελεσματικότητας και των αποδόσεων της. Αυτά τα αποτελέσματα δείχνουν την αναποτελεσματική διαχείριση των υποθέσεων.
- Δεν είναι σαφές από τα ευρήματα αν το μέγεθος της εταιρείας στόχου ή το μέγεθος της συναλλαγής καθορίζει μια επιτυχημένη συγχώνευση ή εξαγορά. Σύμφωνα με τους Kane (2000), DeLong (2001), Campa και Hernando (2006) και τους Gupta και Misra (2007) το απόλυτο μέγεθος της εταιρείας στόχου και το μέγεθος της συναλλαγής συμβάλουν σε μια επιτυχημένη συγχώνευση – εξαγορά. Σε αντίθεση οι Cybo-Ottone και Murgia (2000), Mußhoff (2007), και οι Mititelu και Hunger (2009) θεωρούν πως δεν συμβάλει ο παραπάνω παράγοντας.

Πίνακας 2.4

Η επίδραση των συγχωνεύσεων-εξαγορών της εταιρείας απορρόφησης και της εταιρείας στόχου με βάση τα χαρακτηριστικά τους

Χαρακτηριστικά της εταιρείας	Επίδραση
Υψηλή ανάπτυξη της εξαγοράζουσας	Αρνητική
Υψηλή ανάπτυξη της εταιρείας στόχου	Θετική
Υψηλή αποδοτικότητα της εξαγοράζουσας	Θετική
Χαμηλή αποδοτικότητα της εταιρείας στόχου	Θετική
Απόλυτο μέγεθος της εταιρείας στόχου	Θετική / Αρνητική
Υψηλή συνολικά συναλλαγή	Θετική / Αρνητική
Προγενέστερη εμπειρία εξαγοράς	Θετική
Συμμετοχή σε υψηλό αριθμό Σ&Ε	Θετική / Αρνητική
Υψηλός βαθμός στρατηγικών ομοιοτήτων	Θετική
Υψηλή διαχειριστική Ιδιοκτησία	Θετική
Υψηλή επικάλυψη εργασιών	Θετική

- Σύμφωνα με τους DeYoung (1997), Zollo και Singh (2004), Haleblian et al. (2006), και τους Kolaric και Schiereck (2013) οι τράπεζες που εξαγοράζουν συχνά άλλες τείνουν να παρουσιάζουν καλύτερα αποτελέσματα από αυτές που δεν πραγματοποιούν συχνά συγχωνεύσεις.
Κατά τους Wheelock και Wilson (2004) και τους Haleblian et al. (2006) οι τράπεζες με την μεγαλύτερη εμπειρία σε αυτό το είδος των συναλλαγών φαίνεται να προβαίνουν σε περαιτέρω εξαγορές. Αυτό ενισχύεται ακόμα περισσότερο αν οι προηγούμενες εξαγορές ήταν επιτυχείς.
- Οι Altunbas και Marqués (2008) και οι Kim and Finkelstein (2009) υποστηρίζουν πως ο υψηλός βαθμός ομοιότητας όσον αφορά τη στρατηγική που ακολουθούν τα ιδρύματα που συγχωνεύονται αυξάνει την πιθανότητα μιας επιτυχούς συναλλαγής συγχώνευσης.

ii. Συναλλαγή ειδικών παραγόντων

Ο τρόπος χρηματοδότησης μιας συγχώνευσης-εξαγοράς είναι επίσης σημαντικός παράγοντας. Ο τρόπος πληρωμής σε μια συγχώνευση-εξαγορά καθορίζεται με βάση πολλούς παράγοντες όπως είναι τα κέρδη της εταιρείας και οι χρηματοροές της. Πιο συγκεκριμένα όταν οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο είναι αυξημένες η μορφή χρηματοδότησης που εφαρμόζεται είναι με ανταλλαγές μετοχών ενώ όταν η τιμή της μετοχής είναι χαμηλή τότε η μορφή χρηματοδότησης πραγματοποιείται με μετρητά. Οπότε ανάλογα με τον τρόπο χρηματοδότησης υπάρχει και διαφορετική επίδραση στη συγχώνευση-εξαγορά.

- Οι Baradwaj et al. (1991), Becher (2000), Ismail και Davidson (2007) και οι Al-Sharkas και Hassan (2010) υποστηρίζουν πως από την πλευρά των μετόχων ο συνδυασμός μετρητών και μετοχών ή μετρητών μόνο μπορεί να οδηγήσουν σε καλύτερα αποτελέσματα από ότι μια πληρωμή με μετοχές μόνο.
- Σύμφωνα με την μελέτη των Houston et al. (2001), Cornett et al. (2003) και Gupta και Misra (2007) οι πληρωμές με μετοχές φαίνεται να οδηγούν σε αρνητικές υπεραποδόσεις για τους μετόχους της εξαγοράζουσας τράπεζας.
- Ωστόσο, σύμφωνα με τους Choi et al. (2010) οι αγορές των ομολόγων αντιδρούν αρνητικά σε εξαγορές που έχουν πραγματοποιηθεί με μετρητά. Παρατηρούν αύξηση στην απόδοση των επιτοκίων για την εξαγοράζουσα τράπεζα από τη στιγμή που οι πληρωμές με μετρητά μειώνουν τη ρευστότητα της τράπεζας και συνεπώς είναι καταστάσεις που αυξάνουν τον κίνδυνο για τους κατόχους ομολόγων.
- Οι James και Wier (1987) υποστηρίζουν πως ένα μεγαλύτερο σύνολο εταιριών στόχου μπορεί να οδηγήσει σε υψηλές αποδόσεις για την εξαγοράζουσα εταιρεία.
- Ο Becher (2000) παρατηρεί ότι αν πολλές εξαγοράζουσες εταιρείες ανταγωνίζονται για ένα συγκεκριμένο σύνολο εταιριών στόχου οι εξαγοράζουσες εταιρείες μπορεί να επιτύχουν καλύτερες αποδόσεις.

Επιπλέον ένας άλλος παράγοντας είναι ο χαρακτηρισμός της εξαγοράς ως φιλική ή εχθρική. Στον **Πίνακα 2.5** παρουσιάζεται η επίδραση των συγχωνεύσεων-εξαγορών της εταιρείας απορρόφησης και της εταιρείας στόχου με βάση ειδικούς παράγοντες.

Πίνακας 2.5

Η επίδραση των συγχωνεύσεων-εξαγορών της εταιρείας απορρόφησης και της εταιρείας στόχου με βάση ειδικούς παράγοντες

Συναλλαγή ειδικών παραγόντων	Επίδραση
Γεωγραφική εστίαση	Θετική / Αρνητική
Γεωγραφική διαφοροποίηση	Θετική / Αρνητική
Εστίαση προϊόντος	Θετική / Αρνητική
Παραγωγική Διαφοροποίηση	Θετική / Αρνητική
Πληρωμή με Μετοχές	Αρνητική
Πληρωμή με συνδυασμό ή μόνο με μετρητά	Θετική
Μεγάλος αριθμός πιθανών υποψηφίων	Θετική / Αρνητική
Μεγάλος αριθμός πιθανών εταιρειών στόχου	Θετική
Ασφαλιστική εταιρία	Θετική
Επιθετική εξαγορά	Θετική

Σύμφωνα με τους Baradwaj et al. (1990) υπάρχει διαφορά ανάμεσα σε μια εχθρική και φιλική εξαγορά. Η εταιρεία στόχος σε μια επιτυχημένη επιθετική εξαγορά κερδίζει στατιστικά σημαντικά υψηλότερες σωρευτικές υπεραποδόσεις από ότι σε μια φιλική εξαγορά. Αντίστοιχα, σε σύγκριση με τις φιλικές εξαγορές σε μία επιτυχημένη επιθετική εξαγορά η εξαγοράζουσα εταιρεία αποκτά πιο αρνητικές αποδόσεις.

iii. Περιβαλλοντικοί παράγοντες

Οι περιβαλλοντικοί παράγοντες οι οποίοι είναι σημαντικοί στη επιτυχία μιας συγχώνευσης-εξαγοράς είναι η έγκριση μιας συγχώνευσης, η απορρύθμιση, η Πράξη Riegle-Neal, το επίπεδο προστασίας των επενδυτών, η υψηλή κυβερνητική αποτελεσματικότητα και οι περιοριστικές ρυθμίσεις διακλάδωσης.

Η τελική ρυθμιστική έγκριση μιας συγχώνευσης.

- Σύμφωνα με τους Sushka και Bendeck (1988) η τελική ρυθμιστική έγκριση μιας συγχώνευσης-εξαγοράς έχει σημαντική θετική επίδραση στις χρηματιστηριακές αποδόσεις των εξαγοράζουσων εταιρειών.

- Σύμφωνα με τους Hudgins και Seifert (1996) έχει επίδραση και στις αποδόσεις των εταιρειών στόχου καθώς αφαιρεί τυχόν αβεβαιότητες σε σχέση με τη συναλλαγή.

Η Απορρύθμιση.

- Οι έρευνες των Dubofsky και Fraser (1989) και των Becher και Campbell (2005) επισημαίνουν ότι η απορρύθμιση είναι ένας παράγοντας που παρουσιάζει αρνητικά αποτελέσματα για τις εξαγοράζουσες τράπεζες.

Η Πράξη Riegle-Neal.

- Κατά τους Kwan και Wilcox (1999) μετά την πλήρη εφαρμογή του νόμου Riegle-Neal οι συνολικές βελτιώσεις στο κόστος και την απόδοση των κερδών για τη συγχώνευση των ιδρυμάτων είναι υψηλότερα.
- Οι Cornett et al. (2006) επισημαίνουν ότι η απόδοση των εμπορικών τραπεζών στις ΗΠΑ βελτιώθηκε μετά την ψήφιση του νόμου Riegle-Neal ακόμη και αν οι αντιδράσεις της κεφαλαιαγοράς είναι αρνητικές.

Οι περιοριστικές ρυθμίσεις διακλάδωσης.

- Οι Jeon και Miller (2007) καταλήγουν πως οι πολιτείες των ΗΠΑ που έχουν λιγότερο περιοριστικές ρυθμίσεις διακλάδωσής αντιμετωπίζουν υψηλότερη δραστηριότητα συγχωνεύσεων.

Το επίπεδο προστασίας των επενδυτών.

- Σύμφωνα με τη μελέτη των Hagendorff et al. (2008) οι Αμερικάνικες εξαγοράζουσες τράπεζες που συμμετέχουν σε διεθνείς συγχωνεύσεις και εξαγορές επιτυγχάνουν καλύτερα αποτελέσματα όταν επιλέγουν εταιρείες στόχους από χώρες όπου τα επίπεδα προστασίας των επενδυτών είναι χαμηλότερα από ό,τι στις ΗΠΑ.

Η υψηλή κυβερνητική αποτελεσματικότητα.

- Κατά τον Kıymaz (2004), στη χώρα της εταιρείας στόχου η υψηλή κυβερνητική αποτελεσματικότητα συνδέεται θετικά με τις αποδόσεις της εξαγοράζουσας τράπεζας.
- Οι Beccalli και Frantz (2009) βρήκαν ότι οι εξαγορές στις αγορές με υψηλή ρυθμιστική ποιότητα οδηγούν σε καλύτερα αποτελέσματα .

Πίνακας 2.6

Η επίδραση των συγχωνεύσεων-εξαγορών της εταιρείας απορρόφησης και της εταιρείας στόχου με βάση τους περιβαλλοντικούς παράγοντες

Περιβαλλοντικοί παράγοντες	Επίδραση
Απορρύθμιση	Αρνητική
Υψηλή ρυθμιστική αποτελεσματικότητα	Θετική
Έγκριση από τη ρυθμιστική αρχή μιας Σ&Ε	Θετική
Χαμηλό επίπεδο προστασίας των επενδυτών	Θετική
Υψηλή δραστηριότητα Σ&Ε	Θετική / Αρνητική

Οι Buch και DeLong (2004), δείχνουν ότι οι τράπεζες στόχος που υπάγονται σε αυστηρότερο ρυθμιστικό περιβάλλον είναι πιο ελκυστικές σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι αυστηρότερες απαιτήσεις γνωστοποίησης αυξάνουν την εμπιστοσύνη της εξαγοράζουσας τράπεζας στις νέες επενδύσεις τους. Παρόλα αυτά, υπάρχουν αυστηρότερα ρυθμιστικά καθεστώτα και χαμηλότερο ασφάλιστρα.

Στον Πίνακα 2.6 παρουσιάζεται Η επίδραση των συγχωνεύσεων-εξαγορών της εταιρείας απορρόφησης και της εταιρείας στόχου με βάση τους περιβαλλοντικούς παράγοντες.

2.3.3 Οι επιδοτήσεις και ο συστηματικός κίνδυνος των «Too Big to Fail»

Ο όρος “Too-Big-to-Fail” που σημαίνει πολύ μεγάλη για να αποτύχει αναφέρεται σε τράπεζες και έχει προέλευση από το 1984. Ο όρος αυτός μπορεί να οδηγήσει σε προβλήματα ηθικού κινδύνου και ανεπαρκή κίνητρα συγχωνεύσεων για τις τράπεζες, όπως το ρυθμιστικό αρμπιτράζ. Το αυξημένο μέγεθος των τραπεζικών επιχειρήσεων δημιουργεί πολιτικές ανησυχίες σχετικά με τον τραπεζικό κίνδυνο και τις επιπτώσεις στη μακροχρόνια χρηματοπιστωτική σταθερότητα της αγοράς.

Δεδομένου ότι δεν υπάρχει σαφής ορισμός του TBTF, η αγορά αντιλαμβάνεται αν μια τράπεζα είναι υπό το καθεστώς TBTF εάν ισχύουν ένα από τα ακόλουθα:

- i. το σύνολο του ενεργητικού της τράπεζας πρέπει να είναι τουλάχιστον 100 δισεκατομμύρια \$,
- ii. η τράπεζα πρέπει να είναι μεταξύ των 11 μεγαλύτερων τραπεζών σε οποιοδήποτε έτος ανάλογα με το μέγεθος του ενεργητικού, και
- iii. η κεφαλαιοποίηση της τράπεζας πρέπει να υπερβαίνει τα 20 δισεκατομμύρια \$.

I. Επιδότησεις

- Οι Shull και Hanweck (2001) βρήκαν ότι οι 10 μεγαλύτερες τράπεζες των ΗΠΑ απολαμβάνουν τα πλεονεκτήματα του «too big to fail» καθώς λειτουργούν με χαμηλότερο ποσοστό κεφαλαιοποίησης και πληρώνουν λιγότερα για τα κεφάλαια τους σε σύγκριση με τις μικρές τράπεζες.
- Οι Penas και Unal (2004) βρήκαν ότι οι συγχωνεύσεις που σχετίζονται με τα κέρδη των ομολογιούχων μπορούν να ερμηνευτούν από το καθεστώς των «too big to fail».
- Σύμφωνα με τους Morgan και Stiroh (2005) μετά τον καθορισμό των έντεκα τραπεζών των ΗΠΑ οι αξιολογήσεις των τραπεζών για τις νέες εκδόσεις ομολόγων αυξήθηκαν σε σχέση με τις άλλες τράπεζες. Επιπλέον πιστεύουν ότι τα ομόλογα των «too big to fail» τραπεζών είναι πιο σταθερά στις μεταβολές των αξιολογήσεων των ομολόγων γεγονός που υποδηλώνει ότι οι επενδυτές είναι αισιόδοξοι σχετικά με τις βαθμολογήσεις των τραπεζών.
- Ο Mishkin (2006) πιστεύει ότι η Ομοσπονδιακή Επιχείρηση Ασφάλισης των Καταθέσεων μπορεί να μειώσει την επιδότηση των «too big to fail» τραπεζών.
- Οι Brewer και Jagtiani (2007) βρήκαν πως σημαντικά ποσά ασφαλιστρών καταβάλλονται σε τράπεζες πάνω από ένα συγκεκριμένο μέγεθος.
- Οι Schmid και Walter (2009) ασχολήθηκαν με τις μεγάλες προσφορές των ομίλων μεταξύ του 1985 και του 2004 και διαπίστωσαν ότι σημαντικά ποσά ασφαλιστρών πληρώνονται σε μεγάλους ομίλους.
- Οι Hagendorff et al. (2012) συμπεραίνουν ότι δεν υπάρχει κανένα αποδεικτικό στοιχείο για τις τράπεζες ότι πληρώνουν ένα ασφαλιστρο για να εξασφαλίσουν τα καθαρά οφέλη για ασφάλεια.

Δεν υπάρχει καμιά απόδειξη ότι οι τράπεζες πληρώνουν ένα σημαντικό ασφάλιστρο στις εταιρείες στόχους σε λιγότερα ρυθμιζόμενα περιβάλλοντα.

II. Συστηματικός Κίνδυνος

Συστηματικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος μη φερεγγυότητας ενός σημαντικού χρηματοπιστωτικού ιδρύματος που θα μπορούσε να προκαλέσει οικονομικές απώλειες σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με αποτέλεσμα να προκληθεί μακροοικονομική αναστάτωση.

- Σύμφωνα με τους DeNicolò και Kwast (2002) οι συσχετίσεις των αποδόσεων των μετόχων μεγάλων τραπεζικών οργανισμών των ΗΠΑ είχαν αυξηθεί κατά την περίοδο 1988 έως 1999. Μέσω όμως των ενοποιήσεων φαίνεται να έχει μειωθεί η συγκεκριμένη επίδραση κατά το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 1990.
- Οι De Nicolò et al. (2003) υποστηρίζουν πως η τάση για διεθνή εξυγίανση και ενοποιήσεις μπορεί να αυξήσει τον κίνδυνο των μεγάλων χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων.
- Οι D'Souza και Lai (2006) απέδειξαν πως η ρευστότητα των αγορών χρήματος μπορεί να επηρεαστεί από τις ενοποιήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα.

2.4 Μελέτες για τη μέτρηση της επιτυχίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Στην εμπειρική έρευνα οι μεθοδολογίες οι οποίες είναι ευρέως χρησιμοποιούμενες για τη μέτρηση της επιτυχίας των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στον τραπεζικό κλάδο είναι οι ακόλουθες :

- I. Μελέτη αποτελεσματικότητας (efficiency studies)
- II. Μελέτη επίδοσης (performance studies)
- III. Μελέτη Επιχειρηματικών Συμβάντων (event studies)

2.4.1 Μελέτη Αποτελεσματικότητας

Η Μελέτη Αποτελεσματικότητας θεωρεί μια συναλλαγή συγχώνευσης και εξαγοράς αποτελεσματική εάν μετά τη συγχώνευση η απόδοση του συνδυασμένου φορέα κινείται πιο κοντά στο αποτελεσματικό σύνορο. Συνήθως είναι ο πιο αποτελεσματικός φορέας στο δείγμα.

Η μελέτη αυτή χρησιμοποιείται από την αρχή της δεκαετίας του 1990 για να διερευνηθούν οι επιπτώσεις των εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο. Παράδειγμα εφαρμογής αυτής αποτελούν ο Shaffer (1993) και ο Rhoades (1993). Σύμφωνα με τους Berger και Humphrey (1997) η μελέτη της αποτελεσματικότητας περιγράφεται ως μια εξελιγμένη μέθοδο αναφοράς και ο τρόπος προσέγγισης διαφέρει από την Μελέτη Επιχειρηματικών Συμβάντων καθώς βασίζεται σε λογιστικά δεδομένα. Όσο πιο μακριά από το αποτελεσματικό σύνορο είναι μια εταιρεία τόσο μεγαλύτερη είναι η δυνατότητα βελτίωσης της αποτελεσματικότητας.

Στατικές μελέτες αποτελεσματικότητας δείχνουν ότι μέσω των συγχωνεύσεων και των εξαγορών θα πρέπει να πραγματοποιούνται μεγάλα κέρδη. Ωστόσο, σύμφωνα με τους Berger και Humphrey (1994) και Berger (2000) τα πραγματικά κέρδη που παρατηρούνται σε συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι πολύ μικρότερα από τα δυνητικά.

Η αποτελεσματικότητα μπορεί να εκτιμηθεί με τη χρήση παραμετρικών ή μη παραμετρικών τεχνικών.

Οι Berger και Mester (1997) επισημαίνουν πως οι παραμετρικές πρέπει να προτιμώνται καθώς επικεντρώνονται όχι μόνο στην Τεχνολογική Βελτιστοποίηση αλλά και στην Οικονομική Βελτιστοποίηση παρέχοντας μια καλύτερη προσαρμογή στις έννοιες του κόστους και των κερδών.

Οι τρεις πιο σημαντικές προσεγγίσεις της οικονομικής αποδοτικότητας είναι :

- i. Η Αποτελεσματικότητα Κόστους,
- ii. Το Πρότυπο Απόδοσης Κέρδους,
- iii. Η Εναλλακτική Απόδοση Κέρδους

Και οι τρεις ανωτέρω προσεγγίσεις επιφέρουν πολύ όμοια αποτελέσματα.

Η μελέτη αποτελεσματικότητας δεν ασχολείται με την απόδοση της αγοράς. Όλες οι εκτιμήσεις βασίζονται σε λογιστικά στοιχεία.

Σύμφωνα με τον Beitel (2002) η προαναφερθείσα μεθοδολογία απαιτεί ένα μεγάλο πλήθος λογιστικών μεταβλητών με αποτέλεσμα να χαρακτηρίζεται ως πολύπλοκη και επιρρεπής σε λάθη.

Επιπλέον αποτελεί αμφιλεγόμενο ζήτημα για το αν θα πρέπει οι καταθέσεις να αποτελούν είσοδο ή έξοδο της συνάρτησης παραγωγής μιας τράπεζας. Σύμφωνα με τους Berger και Humphrey (1997) τα αποτελέσματα που επιτεύχθηκαν από τις μελέτες αυτές θα πρέπει να εξεταστούν προσεκτικά, παρόλο που τα συνολικά αποτελέσματα φαίνεται να εξαρτώνται μόνο εν μέρει από τον τρόπο που οι καταθέσεις αντιμετωπίζονται.

Σύμφωνα με τους Berger et al. (1999), σου δίνεται η δυνατότητα να ερευνήσεις την προέλευση των αλλαγών της αποδοτικότητας και να καταστήσεις δυνατή την προσομοίωση των πιθανών συγχωνεύσεων. Με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνεται η σύγκριση των προσομοιωμένων συγχωνεύσεων με τις πραγματικές.

Τέλος, ο Rhoades (1994) υποστηρίζει ότι οι μελέτες αποτελεσματικότητας μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως σημείο αναφοράς για την αξιολόγηση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών από την οπτική γωνία της δημόσιας πολιτικής και μακροπρόθεσμης απόδοσης της βιομηχανίας.

2.4.2 Μελέτη Επίδοσης

Η Μελέτη Επίδοσης ασχολείται με τους λογιστικούς δείκτες. Θεωρεί πως αν μετά τη συγχώνευση – εξαγορά υπάρχει βελτίωση στους προαναφερθέντες δείκτες τότε η συναλλαγή χαρακτηρίζεται ως επιτυχής.

Η Μελέτη αυτή χρησιμοποιεί λογιστικούς δείκτες για να εκτιμηθεί αν υπάρχει μια σημαντική αλλαγή στην απόδοση των συγχωνευόμενων τραπεζών μετά από μια συναλλαγή συγχώνευσης - εξαγοράς. Μια συναλλαγή θεωρείται επιτυχής εάν οι δείκτες μετά τη συγχώνευση έχουν βελτιωθεί σημαντικά και εάν η βελτίωση αυτή αποδίδεται στη συγχώνευση.

Ο Boyd και Graham (1988) και οι Boyd et al. (1993) εφαρμόζουν τη Μελέτη των Επιδόσεων η οποία επιτρέπει την πραγματοποίηση προσομοιώσεων υποθετικών συγχωνεύσεων.

Οι Drees et al. (2006), χρησιμοποιούν τις μελέτες επιδόσεων όντας το μόνο μέσο για την ανάλυση σε αντίθεση με τους Muβhoff et al. (2007) που το χρησιμοποιούν ως πρόσθετο μέτρο για να παρέχει περισσότερες πληροφορίες.

Οι Kwan και Wilcox (1999) προσαρμόζουν τα δεδομένα τους ώστε να παρουσιάσουν τις διάφορες λογιστικές μεθόδους που η εξαγοράζουσα εταιρεία χρησιμοποιεί όταν εμπλέκεται σε μια συγχώνευση. Καταλήγουν στον καθορισμό λογιστικών δεδομένων έχοντας λάβει υπόψη τα έξοδα που έχουν σχηματιστεί μέσω της πράξης της συγχώνευσης που δεν αντικατοπτρίζουν την πραγματική απόδοση της τράπεζας. Η λογιστική μέθοδος μπορεί να αλλάξει την απόδοση του κόστους ανάκτησης μιας τράπεζας όχι μόνο κατά το έτος της συγχώνευσης αλλά και για τα επόμενα έτη.

Οι Cornett et al. (2006) τονίζουν ότι η επιλογή της χρηματοδότησης από την εξαγοράζουσα εταιρεία (μετρητά, χρέος ή ίδια κεφάλαια) μπορεί να έχουν σημαντική επίδραση στις επιδόσεις της τράπεζας μετά τη συγχώνευση. Οπότε θα πρέπει να εξεταστούν προσεκτικά πριν τη συγχώνευση οι δείκτες απόδοσης στους οποίους θα βασιστεί η ανάλυση.

Οι DeLong και DeYoung (2007) προτιμούν τη χρήση των μελετών επίδοσης. Με την χρήση των λογιστικών στοιχείων λαμβάνουν υπόψιν τις πραγματικές παρελθούσες αποδόσεις σε αντίθεση με τις τεκμαρτές μελλοντικές αποδόσεις όπως φαίνεται από τα στοιχεία του χρηματιστηρίου.

Οι Pilloff και Santomero (1998) υποστηρίζουν πως τα λογιστικά στοιχεία μπορεί να είναι λανθασμένα και ως εκ τούτου να προκληθεί η αλλοίωση των αποτελεσμάτων.

Επιπλέον, τα λογιστικά στοιχεία προσφέρουν κάποιες επιλογές για τον τρόπο αναγνώρισης των δαπανών που συνδέονται με τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές με αποτέλεσμα να αφήνει περιθώριο στους διευθυντές να τα επηρεάσουν. Οπότε η χρήση των λογιστικών δεδομένων κατά την αξιολόγηση των τραπεζικών συγχωνεύσεων και εξαγορών πρέπει να γίνει με μεγάλη προσοχή.

2.4.3 Μελέτη Επιχειρηματικών Συμβάντων

Η Μελέτη Επιχειρηματικών Συμβάντων ασχολείται με τη μέτρηση της επίπτωσης μιας συγχώνευσης-εξαγοράς πάνω στον πλούτο των μετόχων.

Μια επιτυχημένη συγχώνευση είναι αυτή στην οποία οι μέτοχοι λαμβάνουν σημαντικές θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, και υπάρχει αύξηση της τιμής της μετοχής τόσο για την εταιρεία στόχο αλλά και την εξαγοράζουσα.

Οι πρώτοι που χρησιμοποίησαν τη μεθοδολογία της μελέτης επιχειρηματικών συμβάντων σε μια εμπειρική μελέτη ήταν οι Fama et al. (1969) και από τότε είναι η πιο σημαντική μεθοδολογία σχετικά με την αξιολόγηση μιας επιτυχούς συναλλαγής συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Με αυτή τη μεθοδολογία ερευνούμε την απόδοση της μετοχής κατά την ημερομηνία της ανακοίνωσης της συγχώνευσης, τόσο για την εταιρεία στόχο αλλά και για την εξαγοράζουσα. Οι μέτοχοι λαμβάνουν σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις όταν η απόδοση της μετοχής είναι υψηλότερη σε σχέση με την αναμενόμενη απόδοση.

Για την ανάλυση των επιπτώσεων στον πλούτο των μετόχων η μελέτη των επιχειρηματικών συμβάντων χρησιμοποιεί το Μοντέλο της Αγοράς. Το μοντέλο χαρακτηρίζεται από έλλειψη επεξηγηματικής δύναμης, όμως σε σύγκριση με τα αποτελέσματα των πολυπαραγοντικών μοντέλων δεν διαφέρει σημαντικά. (Zollo και Leshchinski (2000), Cyree και DeGennaro (2002)).

Επιπλέον, μερικές μελέτες χρησιμοποιούν GARCH (Frame and Lastrapes 1998) και τα μοντέλα EGARCH (Al-Sharkas και Hassan 2010), αλλά εξακολουθούν να καταλήγουν σε αποτελέσματα παρόμοια με τις προηγούμενες μελέτες χρησιμοποιώντας το μοντέλο της αγοράς. Ως εκ τούτου, τα αποτελέσματα χρησιμοποιώντας το μοντέλο ενός παράγοντα δεν πρέπει να απορριφθούν.

Οι Pilloff και Santomero (1998) υποστηρίζουν τη μελέτη των επιχειρηματικών συμβάντων, καθώς χρησιμοποιεί δεδομένα της χρηματιστηριακής αγοράς η οποία αναφέρεται στο μέλλον και ως εκ τούτου παρέχει μια αξιοπρεπή εκτίμηση της αναμενόμενης μελλοντικής απόδοσης των εμπλεκόμενων ιδρυμάτων.

2.5 Σύγκριση των ερευνητικών μεθοδολογιών

- Μια σημαντική διαφορά μεταξύ των τριών μεθοδολογιών είναι ο ορισμός της επιτυχίας τους.
- Και οι τρεις μεθοδολογίες εστιάζουν στους μετόχους της απορροφούσας εταιρείας ώστε να επιτευχθεί η αξιολόγηση της συγχώνευσης-εξαγοράς.
- Δεν είναι σαφές εάν η δημιουργία πλούτου στους μετόχους ή η αυξημένη αποτελεσματικότητα ή η βελτίωση των λογιστικών δεικτών είναι το καλύτερο μέτρο αξιολόγησης της επιτυχίας μιας συγχώνευσης-εξαγοράς.
- Δεν έχει διερευνηθεί κατά πόσο μια επιτυχής συγχώνευση μεταφράζεται σε όρους χαμηλότερου κόστους για τους καταναλωτές και σε πιο σταθερές χρηματοπιστωτικές αγορές.
- Οι μελέτες επίδοσης θα πρέπει να ερμηνεύονται με προσοχή.
- Σημαντικό μειονέκτημα των εμπειρικών μελετών που διερευνούν ένα συμβάν όπως μια πράξη συγχωνεύσεων και εξαγορών, είναι πως αναφέρονται σε γεγονότα που χαρακτηρίζονται από περιπλοκότητα. Αυτά μπορεί να οδηγήσουν σε διαστρεβλωμένα αποτελέσματα.

Και οι τρεις προσεγγίσεις έχουν πλεονεκτήματα και τα οφέλη τους εξαρτώνται από το στόχο της ερευνητικής μελέτης.

Οι μελέτες αποτελεσματικότητας είναι το κατάλληλο εργαλείο όταν μας ενδιαφέρουν τα κέρδη πριν και μετά τη συγχώνευση καθώς επίσης και η βελτίωση της αποτελεσματικότητας του κόστους. Σύμφωνα με τον Rhoades (1994) επισημαίνεται ότι αυτές είναι οι πιο σχετικές πληροφορίες όταν εξετάζονται οι δημόσιες πολιτικές και οι ρυθμιστικές αλλαγές.

Οι μελέτες Επίδοσης αποτελούν μια προσέγγιση για να διερευνηθούν οι μακροπρόθεσμες επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Ωστόσο, λόγω της μεταβλητότητας που χαρακτηρίζει τις λογιστικές μεθόδους, θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί μόνο ως συμπληρωματικό μέτρο για την αξιολόγηση της επιτυχίας της συναλλαγής μακροπρόθεσμα και να δείξει αν οι αντιδράσεις της αγοράς ήταν δικαιολογημένες.

Η μελέτη Επιχειρηματικών Συμβάντων είναι ο καλύτερος τρόπος για την αξιολόγηση της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους.

Ως εκ τούτου, διαθέτει χρήσιμες πληροφορίες για τα ιδρύματα, τα οποία σχεδιάζουν μια συγχώνευση ή εξαγορά, δεδομένου ότι οι μέτοχοι των δύο εταιρειών στηρίζουν την απόφασή τους για το αν πρέπει ή όχι να δεχθούν μια πρόταση συγχώνευσης σχετικά με την επίδραση που θα έχει η συγχώνευση-εξαγορά στον προσωπικό τους πλούτο. Παρόλα αυτά η εκτίμηση της αγοράς μπορεί να είναι ανακριβής κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης και κατά συνέπεια γίνεται αμφισβητήσιμη η ερμηνεία της βραχυπρόθεσμης επιτυχίας και ακολούθως της μακροπρόθεσμης επιτυχίας.

2.6 Αποτελέσματα μελέτης Επιχειρηματικών Συμβάντων

2.6.1 Αποτελέσματα των συγχωνεύσεων – εξαγορών στον τραπεζικό κλάδο.

Οι συγχωνεύσεις-εξαγορές οδηγούν στη βελτίωση της επιχειρησιακής αποτελεσματικότητας και στην αύξηση της ισχύος στην αγορά. Οι περισσότερες έρευνες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι από τις εξαγορές πιθανόν να μην προκύπτουν κέρδη για τους μετόχους της εξαγοράζουσας τράπεζας.

Οι μελέτες συνιστούν πως πλούτος μεταφέρεται από τις εξαγοράζουσες εταιρείες στις εταιρείες στόχου. Ωστόσο, ο ρυθμός των εξαγορών στον τραπεζικό κλάδο αυξάνεται συνεχώς.

Κατά τις δεκαετίες 1980 και 1990 οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου κερδίζουν κατά μέσο όρο μεγάλες θετικές υπεραποδόσεις και οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρείας απολαμβάνουν οριακά αρνητικές αποδόσεις. Η συνδυασμένη οντότητα απολαμβάνει μη στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις.

Οι μελέτες αναφέρουν πως σχετικά με τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές στην Αμερική, η αποκτηθείσα εταιρεία τις περισσότερες φορές καταστρέφει παρά δημιουργεί αξία στους μετόχους της όταν πραγματοποιεί μια τέτοια συναλλαγή όπως παρουσιάζεται στον **Πίνακα 2.7**.

Πίνακας 2.7

Έρευνες όσον αφορά τα αποτελέσματα της μελέτης επιχειρηματικών συμβάντων Περίοδο 1980 – 1999

Authors	Sample	Period	Results
Lobue (1981)	37 εταιρείες	Not noted	Μελέτησε αυτές τις εταιρίες από τις οποίες έξι εταιρίες δεν ανήκαν στον τραπεζικό κλάδο. Ουσιαστικά εξέτασε αν υπάρχουν υπεραποδόσεις στις εξαγοράζουσες εταιρίες 24 μήνες πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς και 18 μήνες μετά από αυτή καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι οι εξαγοράζουσες τράπεζες παρουσιάζουν κατά μέσο όρο θετικές υπεραποδόσεις.
Pettaway & Trifts (1985)	11 συγχωνεύσεις και εξαγορές	1972 έως 1981	Η περίοδος ύπαρξης υπεραποδόσεων ήταν 10 ημέρες πριν την ανακοίνωση και 50 ημέρες μετά. Οι εξαγοράζουσες εταιρίες είχαν θετικές υπεραποδόσεις, 10 ημέρες πριν την ανακοίνωση και 3 ημέρες μετά.
Desai & Stover (1985)	18 εξαγοράζουσες	1976 έως 1982	Δύο ημέρες πριν την ανακοίνωση και μια μέρα μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς υπάρχουν θετικές υπεραποδόσεις την ημέρα μετά την ανακοίνωση. Παράλληλα διαπίστωσε ότι η απόδοση των εξαγοράζουσων εταιριών δεν επηρεάζεται από το μέγεθος της τράπεζας που γίνεται στόχος εξαγοράς.
Neely (1987)	26 ανακοινώσεις τραπεζών	1979 έως 1985	Παρατήρησε πως 10 εβδομάδες πριν την ανακοίνωση και 30 εβδομάδες μετά υπάρχουν υπεραποδόσεις. Συγκεκριμένα υπήρχαν θετικές υπεραποδόσεις για τη τράπεζα στόχο ενώ οι αποδόσεις των εξαγοράζουσων τραπεζών παρέμεναν σε σταθερά επίπεδα.
James & Wier (1987)	79 συγχωνεύσεις και εξαγορές	1973 έως 1983	Υπάρχουν θετικές υπεραποδόσεις για τις εξαγοράζουσες τράπεζες μια μέρα πριν την ανακοίνωση, αλλά και την ημέρα της ανακοίνωσης ιδιαίτερα αν η εξαγοράζουσα τράπεζα στόχευε σε μια χρεοκοπημένη τράπεζα μέσω μιας ομοσπονδιακής δημοπρασίας.
Trifts & Scanlon (1987)	14 εξαγοράζουσες 17 εξαγοραζόμενες	1982 έως 1985	Σε διάστημα 40 εβδομάδες πριν και 20 εβδομάδες μετά την ανακοίνωση οι εταιρίες στόχοι εμφανίζουν θετικές υπεραποδόσεις και οι εξαγοραζόμενες αρνητικές.
De & Duplican (1987)	22 Εταιρ. στόχους 24 εξαγοραζόμενες	1982 έως 1985	Με την έρευνα αυτή κατέληξαν πως δεν υπάρχουν στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις σε χρονικό διάστημα 30 ημερών πριν και μετά την ανακοίνωση.
Hannan & Wolken (1989)	43 εξαγοράζουσων 69 εταιρ.στόχου	1982 έως 1987	Παρατήρησαν υπεραποδόσεις 15 ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση.

Bertin (1989)	33 τραπεζικές ενοποιήσεις	1982 έως 1987	Κατέληξε πως παρατηρούνται θετικές υπεραποδόσεις για την εταιρεία στόχο.
Wall & Gup (1989)	23 εταιρείες	1981 έως 1983	Βρήκαν πως σε ένα χρονικό διάστημα 2 εβδομάδων πριν και 4 εβδομάδων μετά την ανακοίνωση υπάρχουν για τις εξαγοράζουσες τράπεζες αρνητικές αθροιστικές υπεραποδόσεις.
Baradwaj et al. (1990)	23 εξαγοράζουσες & 24 εταιρ. στόχους	1980 έως 1987	Διαπίστωσε πως υπάρχουν θετικές υπεραποδόσεις για την εταιρεία στόχο και αρνητικές αποδόσεις για την εξαγοράζουσα εταιρεία.
Baradwaj, Fraser & Furtado (1990)	30 φιλικές & 23 εχθρικές	1980–1987	Διαπίστωσαν πως 5 ημέρες πριν και 5 ημέρες μετά την ανακοίνωση ότι υπάρχουν υπεραποδόσεις.
Cornett & Tehranian (1992)	30 μεγάλες τραπεζικές συγχωνεύσεις	1982 έως 1987	Κατέληξαν πως δημιουργούνται αυξημένες υπεραποδόσεις για τις εταιρείες στόχο και σημαντικές αρνητικές αποδόσεις για την εξαγοράζουσα εταιρεία.
Houston & Ryngaert (1994)	153 συγχωνεύσεις και εξαγορές	1985 έως 1991	Διαπίστωσαν πως δεν δημιουργείται αξία για τους μετόχους της συνδυασμένης οντότητας
Seidel (1995)	105 εξαγοράζουσες	1989 έως 1991	Καταλήγει στην ύπαρξη θετικών υπεραποδόσεων για αυτές τις εταιρείες οι οποίες οδηγούνται κυρίως από τη βοήθεια της κυβέρνησης για την πραγματοποίηση των συγχωνεύσεων.
Zhang (1995)	107 συγχωνεύσεις	1980 έως 1990	Κατέληξε στο συμπέρασμα πως η συνδυασμένη οντότητα παρουσιάζει σημαντικές θετικές αποδόσεις. Επιπλέον κατέληξε πως η εξαγοράζουσα τράπεζα είχε οριακά θετικές - κοντά στο μηδέν αποδόσεις και η εξαγοραζόμενη παρουσιάζει θετικές αποδόσεις. Παράλληλα διαπίστωσε πως όσο πιο μικρό είναι το μέγεθος της τράπεζας στόχου σε σχέση με την εξαγοράζουσα τράπεζα τόσο πιο σημαντικές θετικές υπεραποδόσεις παρουσιάζονται. Ακόμη όσο πιο μικρή είναι η γεωγραφική διασπορά τόσο πιο στατιστικά σημαντικές είναι οι θετικές υπεραποδόσεις.
Hudgins & Seifert (1996)	160 συγχωνεύσεις και εξαγορές	1970 έως 1980	Βρήκαν στατιστικά σημαντικές αρνητικές αποδόσεις για την εξαγοράζουσα εταιρεία και θετικές υπεραποδόσεις για την εταιρεία στόχο.
Subrahmanyam et al. (1997)	225 εξαγοράζουσες	1982 έως 1989	Απέδειξαν ότι οι εταιρείες αυτές είχαν αρνητικές αποδόσεις.
Frame & Lastrapes (1998)	54 εξαγοράζουσες & 19 εταιρ.στόχους	1990 έως 1993	Τα αποτελέσματα για την τράπεζα στόχος είναι στατιστικά σημαντικά και θετικά. Συνολικά, τα στοιχεία δείχνουν ότι οι μέσες αποδόσεις των μετόχων της εταιρείας στόχου αναμένεται να είναι μεταξύ του 10% με 15%. Αντίθετα για την εξαγοράζουσα είναι αρνητικά τα αποτελέσματα.

Toyne & Tripp (1998)	68 συγχωνεύσεις	1991 έως 1995	Αναφέρουν σημαντική μείωση της αξίας των μετόχων για την συνδυασμένη οντότητα των εταιρειών στόχου και των εξαγοράζουσων εταιρειών.
Kwan & Eisenbeis (1999)	94 συγχωνεύσεις και εξαγορές	1989 έως 1996	Υποστηρίζουν ότι μια συγχώνευση- εξαγορά δημιουργεί αξία στους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρείας.
Desai & Stover (1985)	18 εξαγοράζουσες	1976 έως 1982	Δύο ημέρες πριν την ανακοίνωση και μια μέρα μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς υπάρχουν θετικές υπεραποδόσεις την ημέρα μετά την ανακοίνωση. Παράλληλα διαπίστωσε ότι η απόδοση των εξαγοράζουσων εταιριών δεν επηρεάζεται από το μέγεθος της τράπεζας που γίνεται στόχος εξαγοράς.

Οι μελέτες επιχειρηματικών συμβάντων καταλήγουν πως όταν υπάρχουν συγχωνεύσεις που καταλήγουν να δημιουργούν «too big to fail» τράπεζες δημιουργούν σημαντικές θετικές αποδόσεις για την τράπεζα στόχο και μη στατιστικά σημαντικές αποδόσεις για την εξαγοράζουσα τράπεζα. Η συνδυασμένη οντότητα επιτυγχάνει σημαντικές θετικές αποδόσεις.

Από το 2000 και μετά, οι μελέτες αποδεικνύουν ότι οι συναλλαγές των συγχωνεύσεων και των εξαγορών που διενεργήθηκαν στη δεκαετία του 1990 οδήγησαν σε καλύτερα αποτελέσματα για την αποδέκτρια τράπεζα σε σύγκριση με τη δεκαετία του 1980. Για τα συγκεκριμένα αποτελέσματα υποστηρίζεται πως σημαντικό ρόλο σε αυτή την κατάληξη έχει το γεγονός ότι υπήρχε καλύτερη πληροφόρηση ή καλύτερη εκτίμηση της αξίας αυτών των συναλλαγών για τις εξαγοράζουσες τράπεζες σε σχέση με τις προηγούμενες δεκαετίες όπως βλέπουμε και στον **Πίνακα 2.8**.

Πίνακας 2.8

Έρευνες όσον αφορά τα αποτελέσματα της μελέτης επιχειρηματικών συμβάντων Περίοδο 2000 – 2010

Authors	Sample	Period	Results
Kane (2000)	110 συγχωνεύσεις	1991 έως 1998	Κατέληξε πως αποκτηθείσα εταιρεία καταστρέφει δεν δημιουργία αξία στους μετόχους της όταν πραγματοποιεί μια τέτοια συναλλαγή. Επιπλέον κατέληξε πως οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρείας, όταν πραγματοποιούν μια συγχώνευση που οδηγεί στη δημιουργία ενός ισχυρού ιδρύματος τότε αποκτούν θετικές υπεραποδόσεις. Θεωρεί πως αυτό είναι αποτέλεσμα του γεγονότος ότι θα αποκτήσει πρόσβαση σε μια μεγαλύτερη ισχυρή αγορά και θα επωφεληθεί από τις κανονιστικές επιδοτήσεις που σχετίζονται με τις επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται «too big to fail».
Becher (2000)	558 συγχωνεύσεις και εξαγορές	1980 έως 1997	Παρουσίασε στατιστικά σημαντικές θετικές αποδόσεις για την εταιρεία στόχος και την συνδυασμένη οντότητα
DeLong (2001)	250 συγχωνευμένες τράπεζες	1988 έως 1995	Εστίασε σε συγχωνευμένες τράπεζες που ασκούν παρόμοιες στρατηγικές όσον αφορά τα προσφερόμενα προϊόντα ή τη γεωγραφική περιοχή. Με τη μελέτη αυτή ανακάλυψε πως ενισχύεται η αξία των μετόχων κατά περίπου 3,0% ενώ η μη εστιασμένη συγχώνευση των τραπεζών δεν δημιουργεί αξία.
Houston et al. (2001)	64 συγχωνεύσεις	1985 έως 1996	Δεν βρήκαν αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με το αν οι συγχωνεύσεις δημιουργούν αξία σε μια μεγάλη τράπεζα.
Cornett, Gayane, Palia & Tehranian (2003)	423 ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών	1988 έως 1995	Βρήκαν πως οι συγχωνεύσεις-εξαγορές που πραγματοποιούνται από τράπεζες που βρίσκονται στην ίδια πολιτεία αφορούν τράπεζες με παρόμοιες δραστηριότητες σε αντίθεση με τις διαπολιτειακές συγχωνεύσεις που έχουν ανόμοιες δραστηριότητες. Κατά την ημερομηνία της ανακοίνωσης η εξαγοράζουσα τράπεζα έχει κατά μέσο όρο μικρή αρνητική απόδοση η οποία όμως είναι στατιστικά σημαντική. Επιπλέον όταν η εξαγορά πραγματοποιείται με μετρητά η απόδοση είναι υψηλότερη. Το αντίθετο παρατηρείται όταν υπάρχει μεγάλη γεωγραφική και παραγωγική διασπορά καθώς η απόδοση της μετοχής είναι αρνητική ή έχει μικρότερη στατιστική σημαντικότητα.. Τέλος, όσο μεγαλύτερη είναι η συμμετοχή του διοικητικού συμβουλίου τόσο μεγαλύτερη θετική απόδοση παρατηρείται.
Anderson et al. (2004)	97 συγχωνεύσεις και εξαγορές	1990 έως 1997	Κατέληξαν σε στατιστικά σημαντικές θετικές αποδόσεις για τη συνδυασμένη οντότητα.
Becher & Campbell (2005)	443 συγχωνεύσεις και εξαγορές	1990 έως 1999	Παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικές θετικές αποδόσεις για τη συνδυασμένη οντότητα και την εταιρεία στόχο.
Gupta & Misra (2007)	503 συγχωνεύσεις και εξαγορές	1981 έως 2004	Διαπίστωσαν πως η αποκτηθείσα εταιρεία δεν δημιουργία αξία στους μετόχους της όταν πραγματοποιεί μια τέτοια συναλλαγή.

DeLong & DeYoung (2007)	216 τραπεζικές συγχωνεύσεις	1987 έως 1999	Κατέληξαν στη δημιουργία θετικών υπεραποδόσεων στις ανακοινώσεις των συγχωνεύσεων των τραπεζών. Επιπλέον θεωρούν ότι αυτές οι βραχυπρόθεσμες αντιδράσεις της αγοράς, καθώς και οι μακροπρόθεσμες οικονομικές επιδόσεις των συγχωνευόμενων τραπεζών, σχετίζονται θετικά με τον αριθμό των συγχωνεύσεων που έλαβαν χώρα κατά τα έτη που προηγήθηκαν οι ανακοινώσεις των συμφωνιών.
Brewer & Jagtiani (2009)	8 εξαγοράζουσες	1991 έως 2000	Αυτές οι εξαγοράζουσες τράπεζες οδήγησαν στη δημιουργία «too big to fail» ιδρυμάτων και πλήρωσαν από 14 δισεκατομμύρια \$ έως \$ 17.1 δισεκατομμύρια σε ασφάλιστρα για την επίτευξη ενός τέτοιου ιδρύματος.
Al-Sharkas και Hassan (2010)	785 συγχωνεύσεις	1980 έως 2000	Παρουσίασαν πως δημιουργούνται θετικές υπεραποδόσεις στις ανακοινώσεις των συγχωνεύσεων για την εταιρεία στόχο και δημιουργούν αξία στην συνδυασμένη οντότητα.

2.6.2 Αξιολόγηση των εμπειρικών ευρημάτων

Με την πρώτη ματιά τα εμπειρικά αποτελέσματα φαίνονται ετερογενή. Το πρόβλημα με την Κοινή Υπόθεση, ότι είναι ενδογενείς οι μελέτες Επιχειρηματικών Συμβάντων, φαίνεται ότι έχει ένα δευτερεύοντα ρόλο, καθώς τα παράθυρα είναι μικρής διάρκειας και τα αποτελέσματα θα πρέπει να είναι ισχυρά κατά τις λάθος προδιαγραφές του μοντέλου της αγοράς.

Ο μεγαλύτερος ίσως παράγοντας που προκαλεί την ετερογένεια στις μελέτες Επιχειρηματικών Συμβάντων είναι η επιλογή του δείγματος των διαφόρων ερευνητικών μελετών.

Σύμφωνα με τους Becher (2000) και τους Al-Sharkas και Hassan (2010) οι συγχωνευμένες αμερικάνικες τράπεζες ορίζονται λεπτομερώς και περιλαμβάνουν μόνο εταιρείες από τους SIC κωδικούς 602 που είναι οι τράπεζες και 671 που είναι οι εταιρείες συμμετοχών. Οι εταιρείες συμμετοχών υπόκεινται σε πιο ενδελεχή έρευνα για τον αποκλεισμό των μη τραπεζικών εταιρειών συμμετοχών.

Στις μελέτες επιχειρηματικών συμβάντων το βασικό θέμα είναι η μείωση των υπεραποδόσεων όταν ο τραπεζικός κλάδος ωριμάζει.

Οι πιο επιτυχείς συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ των τραπεζών στην Αμερική ήταν στη δεκαετία του 1970 και στις αρχές της δεκαετίας του 1980 σε αντίθεση με τις έρευνες των μετέπειτα χρονικών περιόδων οι οποίες δείχνουν στατιστικά σημαντικές αρνητικές υπεραποδόσεις.

Ο αυξημένος ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών για την εταιρεία στόχο μπορεί να οδηγήσει στην υπερτίμηση της εταιρείας αυτής, το οποίο με τη σειρά του θα οδηγήσει τις κεφαλαιαγορές να βλέπουν τις συναλλαγές αυτές πιο κριτικά. Παράλληλα το υψηλότερο κόστος απόκτησης θα μειώσει την οικονομική επίδοση της απορροφήσας τράπεζας.

2.7 Οι Εξωτερικές επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και των εξαγορών

I. Επιτόκια καταθέσεων

Οι ενοποιήσεις που πραγματοποιήθηκαν τη δεκαετία του 1980 οδήγησαν στην επικράτηση χαμηλότερων επιτοκίων καταθέσεων και υψηλότερων επιτοκίων δανεισμού. Κατά τη δεκαετία του 1990 η μελέτη των Shull και Hanweck (2001) οδήγησε στο συμπέρασμα ότι υπήρχε ασθενέστερη σχέση μεταξύ της συγκέντρωσης της αγοράς και των επιτοκίων των καταθέσεων.

Οι Berger et al. (1999) υποστηρίζουν πως οι μεγάλες αλλά και οι συγχωνευμένες τράπεζες διαθέτουν ένα μικρότερο ποσοστό του ενεργητικού τους σε επιχειρηματικά δάνεια σε σχέση με άλλες μικρές τράπεζες. Παρόλο βέβαια που το ποσοστό αυτό αντισταθμίζεται από την αυξημένη ροή των πιστώσεων προς τις μικρές επιχειρήσεις.

II. Επιχειρησιακές Πιστώσεις

a) Τρόπος ανάκτησης πληροφοριών

- Σύμφωνα με τους DeYoung et al. (2004) οι μικρές τράπεζες βασίζονται σε ευαίσθητες πληροφορίες για τη δημιουργία σταθερών σχέσεων μεταξύ τράπεζας-δανειολήπτη ενώ οι μεγάλες τράπεζες τείνουν να βασίζονται σε εξακριβωμένες πληροφορίες για να χορηγήσουν δάνεια.

- Οι Cole et al. (2004) διαπίστωσαν ότι οι μεγάλες τράπεζες βασίζουν τις μικρές επιχειρηματικές αποφάσεις τους για δανεισμό περισσότερο σε οικονομικούς δείκτες του δανειστή-οφειλέτη, ενώ οι μικρές τράπεζες βασίζονται περισσότερο στο χαρακτήρα του δανειολήπτη σχετικά με τη λήψη της αντίστοιχης απόφασης.
- Οι Berger και Black (2008) και οι Uchida et al. (2006) επισημαίνουν ότι οι μικρές τράπεζες χρησιμοποιούν επίσης αξιόπιστα μέσα πριν χορηγήσουν ένα δάνειο σε επιχειρήσεις, όπως είναι οι εγγυήσεις και τα υπολογιστικά φύλλα για τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων.

b) Διαθεσιμότητα των πιστώσεων

Τα αποτελέσματα σχετικά με την επίπτωση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στην διαθεσιμότητα των πιστώσεων είναι ανάμικτα. Παρατηρούμε όμως ότι μετά από μια τραπεζική συγχώνευση η διαθεσιμότητα των πιστώσεων γίνεται όλο και πιο ακριβή.

- Σύμφωνα με τους Craig και Hardee (2007) οι συγχωνεύσεις έχουν μειώσει τη διαθεσιμότητα των πιστώσεων προς τους μικρούς δανειολήπτες.
- Οι Park και Pennachi (2007) υποστηρίζουν πως οι επιπτώσεις αυτές στην ισχύ της αγοράς μπορεί να ποικίλουν ανάλογα με το συγκεκριμένο προϊόν.
- Οι Francisetal (2008) διαπίστωσαν ότι οι συγχωνεύσεις μεταξύ μεγάλων τραπεζών μπορεί για τα επόμενα δύο χρόνια να μειώσει το σχηματισμό μικρών επιχειρήσεων στις τοπικές αγορές των ΗΠΑ, ενώ οι μικρές και μεσαίου μεγέθους τράπεζες στοχεύουν στη δημιουργία επιχειρήσεων.
- Οι Avery και Samolyk (2004) διαπίστωσαν πως μετά τη συγχώνευση η μείωση στη χορήγηση δανείων σε μικρές επιχειρήσεις στις ΗΠΑ συνδυάζεται με την αύξηση των πιστώσεων των τοπικών τραπεζών.
- Οι Berger et al. (2004) ανακάλυψαν πως μετά τη συγχώνευση υπάρχει αύξηση των πιστώσεων που προέρχονται από διαφορετικές πηγές.
- Οι Hauswald και Marquez (2006) ανέπτυξαν ένα θεωρητικό μοντέλο για να δείξουν ότι οι συγχωνεύσεις επιτρέπουν στις τράπεζες να αποκτούν πληροφορίες οι οποίες τους δίνουν τη δυνατότητα να μειώνουν τον ανταγωνισμό και να αυξάνουν το μερίδιο τους στην αγορά.

III. Επιπτώσεις στους καταθέτες

Οι συγχωνεύσεις των τραπεζών και η ενοποίηση της τραπεζικής αγοράς επηρεάζουν τα επιτόκια κάποιων καταθέσεων περισσότερο από κάποιες άλλες.

- Σύμφωνα με τους Corvoisier και Gropp (2002) η αύξηση της συγκέντρωσης στον τραπεζικό τομέα κατά τα έτη 1993 και 1999, δημιούργησε μια λιγότερο ανταγωνιστική μορφή τιμολόγησης σε κάποια ήδη καταθέσεων όψεως, αλλά όχι σε όλα.
- Οι Craig και Dinger (2009) ασχολήθηκαν με τα αποτελέσματα προγενέστερων μελετών και χρησιμοποιώντας βελτιωμένες οικονομετρικές τεχνικές έδειξαν ότι τα επιτόκια των καταθέσεων στην πραγματικότητα μειώθηκαν για τα επόμενα δύο έτη μετά τη συγχώνευση.
- Οι Focarelli και Panetta (2003) διαπίστωσαν ότι μετά τη συγχώνευση τα επιτόκια των καταθέσεων μειώνονται αρχικά, αλλά μετά αυξάνονται μακροπρόθεσμα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΣΥΛΛΟΓΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

3.1 Δείγμα δεδομένων

Με αυτή τη μελέτη εξετάζουμε τις ιστορικές αποδόσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στον τραπεζικό κλάδο στις ΗΠΑ από τον Ιανουάριο του 2005 έως το Δεκέμβριο του 2015. Σκοπός μας είναι να ελέγξουμε την αντίδραση της αγοράς και πιο συγκεκριμένα των τιμών των μετοχών των τραπεζών κατά την ημερομηνία της ανακοίνωσης μιας συγχώνευσης–εξαγοράς. Οι πηγές μέσα από τις οποίες αντλήσαμε τα δεδομένα είναι η βάση δεδομένων “Thomson one” και η “DataStream”.

Από την “Thomson one” αντλήσαμε χρηματοοικονομικά στοιχεία και πληροφορίες σχετικά με την ανακοίνωση της συγχώνευσης της κάθε τράπεζας. Για να επιτευχθεί η συλλογή των δεδομένων χρησιμοποιήσαμε τα ακόλουθα κριτήρια:

- Οι εταιρείες στόχος και οι εξαγοράζουσες εταιρείες είναι εμπορικές τράπεζες, ταμειυτήρια και τραπεζικές συμμετοχικές εταιρείες.
- Τα ιδρύματα που εξετάσαμε είναι εισηγμένα στα χρηματιστήρια NYSE, Nasdag ή Amex.
- Εξετάσαμε τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές για χρονικό διάστημα 11 ετών.
- Όλες οι συμφωνίες έχουν ολοκληρωθεί.

Με βάση τα ανωτέρω κριτήρια στον **Πίνακα 3.1** καθορίζουμε τις εντολές που χρησιμοποιήσαμε ώστε να επιτευχθεί η συλλογή των δεδομένων από την “Thomson one”.

Από την “DataStream” συλλέξαμε τις αποδόσεις των δεικτών της αγοράς και των μετοχών για τα ιδρύματα που συλλέξαμε από την προαναφερθείσα βάση δεδομένων. Το αρχικό δείγμα μας αποτελούνταν από 149 συμφωνίες συγχωνεύσεων–εξαγορών αλλά μετά την επιβολή κριτηρίων και των διαθέσιμων στοιχείων καταλήξαμε σε ένα δείγμα από 141 εξαγοράζουσες εταιρείες και 122 εταιρείες στόχους.

Πίνακας 3.1

Εντολές συλλογής δεδομένων από την “Thomson one”

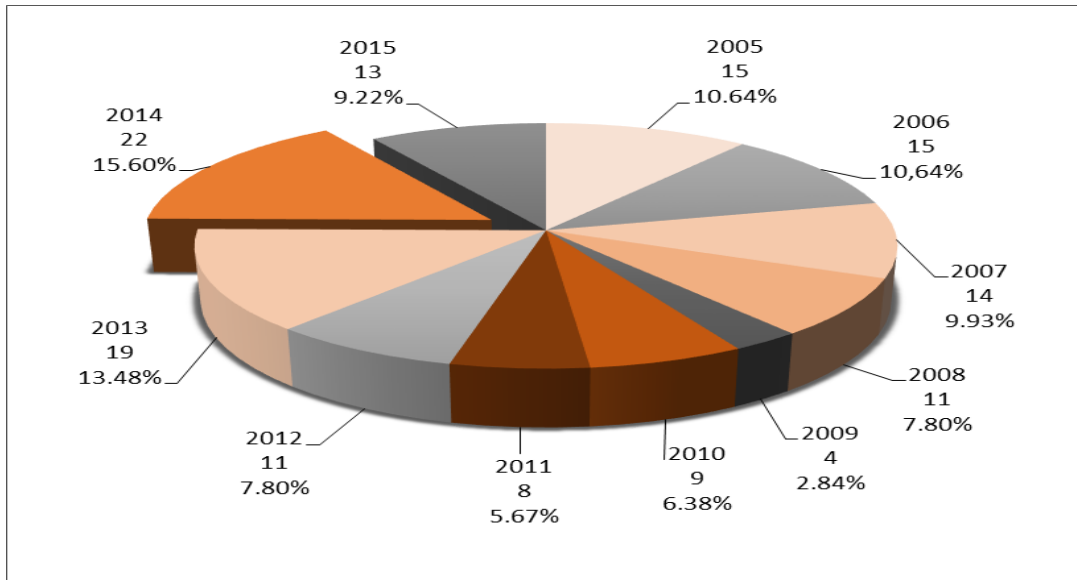
Αίτημα	Διαχείριση	Περιγραφή
Βάση Δεδομένων	Περιέχει	Συγχωνεύσεις & Εξαγορές
Ημερομηνία Ανακοίνωσης	Μεταξύ	01/01/2005 έως 31/12/2015
Κωδικός Πρότυπης βιομηχανικής ονοματολογίας της εξαγοράζουσας εταιρείας	Περιέχει	Εθνικές Εμπορικές Τράπεζες, Εμπορικές Τράπεζες Κρατικές τράπεζες Μέλη της Ομοσπονδιακής Τράπεζας Ταμειυτήρια Συμμετοχικές Εταιρείες Τραπεζών Κωδικοί: 602, 603, 6712
Εθνικότητα Εξαγοράζουσας εταιρείας	Περιέχει	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
Κατάσταση εξαγοράζουσας εταιρείας	Περιέχει	Δημόσια
Χρηματιστήριο Εξαγοράζουσας εταιρείας	Περιέχει	NASDAG, NYSE και AMEX
Κωδικός Πρότυπης βιομηχανικής ονοματολογίας της Εταιρείας Στόχου	Περιέχει	Εθνικές Εμπορικές Τράπεζες, Εμπορικές Τράπεζες Κρατικές τράπεζες Μέλη της Ομοσπονδιακής Τράπεζας Ταμειυτήρια Συμμετοχικές Εταιρείες Τραπεζών Κωδικοί: 602, 603, 6712
Εθνικότητα εταιρείας Στόχου	Περιέχει	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
Κατάσταση εταιρείας Στόχου	Περιέχει	Δημόσια
Χρηματιστήριο εταιρείας Στόχου	Περιέχει	NASDAG, NYSE και AMEX
Τύπος Διαπραγμάτευσης	Περιέχει	Αποκαλυπτόμενη Αξία συγχώνευσης – Προσφορά εξαγοράς
Κατάσταση Διαπραγμάτευσης	Περιέχει	Ολοκληρωμένη

Το κάθε ίδρυμα έχει έναν ξεχωριστό αριθμό CUSIP (Committee on Uniform Securities Identification Procedures) που αποδίδεται σε όλες τις μετοχές και τα ομόλογα στις ΗΠΑ και χρησιμοποιείται για να υπάρχει μια διάκριση μεταξύ των τίτλων που διαπραγματεύονται στις δημόσιες αγορές.

3.2 Χαρακτηριστικά του δείγματος

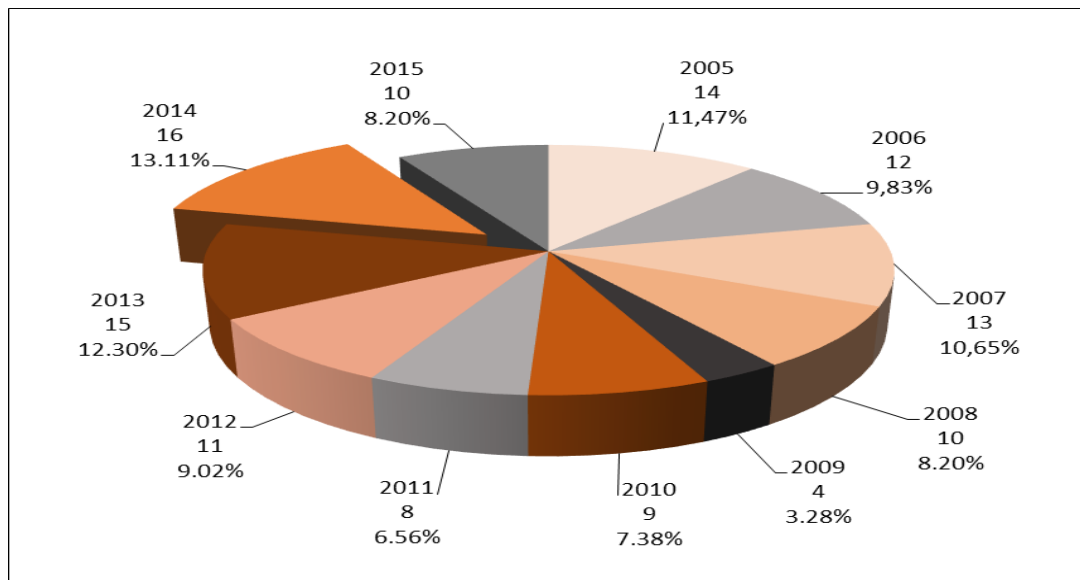
Διάγραμμα 3.1

Εξαγοράζουσες Τράπεζες – Συχνότητα Εξαγορών & Συγχωνεύσεων ανά έτος



Διάγραμμα 3.2

Εξαγοραζόμενες Τράπεζες – Συχνότητα Εξαγορών & Συγχωνεύσεων ανά έτος



- **Συγχωνεύσεις & Εξαγορές ανά Έτος**

Όπως παρατηρούμε στο ανωτέρω **Διάγραμμα 3.1** και **Διάγραμμα 3.2** το 2014 πραγματοποιήθηκε η πλειοψηφία των συγχωνεύσεων για τις εξαγοράζουσες τράπεζες και τις τράπεζες στόχους, ενώ το 2009 παρατηρούμε το χαμηλότερο ποσοστό σε σχέση με τα υπόλοιπα έτη. Πιο συγκεκριμένα βλέπουμε ότι το ποσοστό για τις εξαγοράζουσες τράπεζες το 2014 το ποσοστό αγγίζει το 15,60% ενώ το 2009 φτάνει μόλις το 2,84%. Αντίστοιχα για τις εξαγοραζόμενες τράπεζες το 2014 το ποσοστό αγγίζει το 13,11% ενώ το 2009 φτάνει μόλις το 3,28%.

(Ο αντίστοιχος πίνακας παρουσιάζεται στο Παράρτημα).

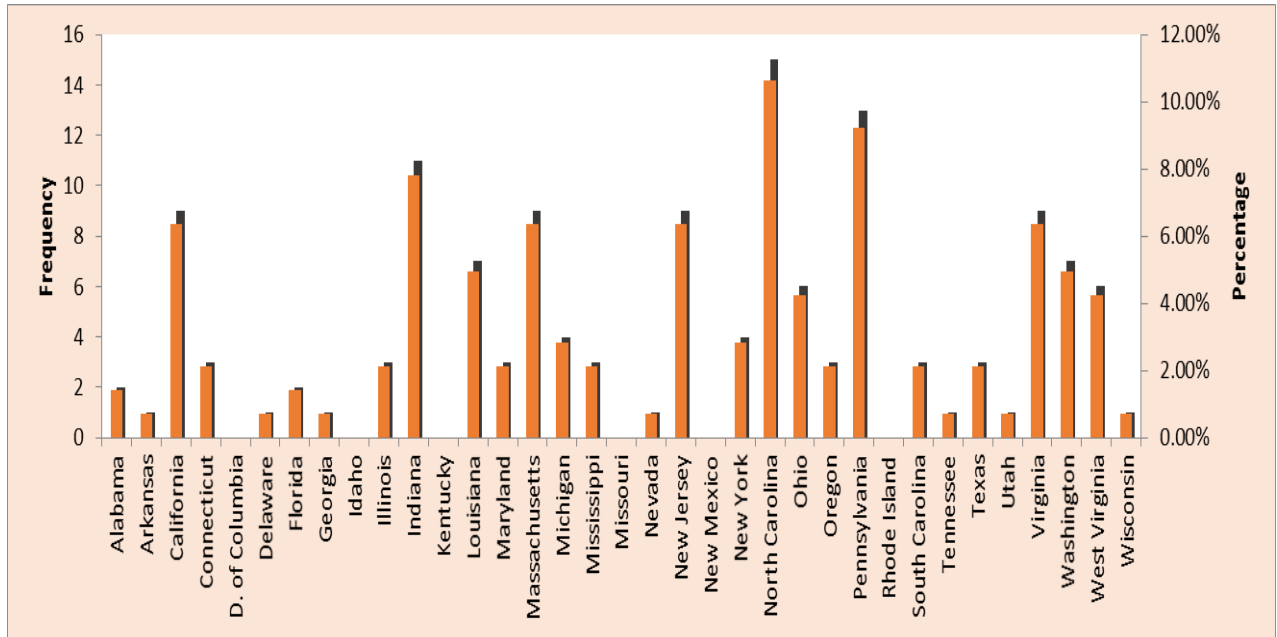
- **Συγχωνεύσεις & Εξαγορές ανά Πολιτεία**

Αξιοσημείωτο είναι, πως μέσα στη χρονική περίοδο 2005 έως 2015, στις ΗΠΑ στην πολιτεία North Carolina, παρατηρούμε το μεγαλύτερο ποσοστό εξαγοράζουσων τραπεζών που συμμετέχουν σε συγχωνεύσεις – εξαγορές το οποίο ανέρχεται στο 10,65% και αντιστοιχεί σε 15 συγχωνεύσεις-εξαγορές. Σε αντίθεση, το μεγαλύτερο ποσοστό των τραπεζών στόχου παρατηρείται στις πολιτείες Pennsylvania και Virginia. Στην πολιτεία Pennsylvania το ποσοστό ανέρχεται στο 10,66% και αντιστοιχεί σε 13 συγχωνεύσεις-εξαγορές. Αντίστοιχα στην πολιτεία Virginia το ποσοστό ανέρχεται στο 10,66% και αντιστοιχεί σε 13 συγχωνεύσεις-εξαγορές. Οι παραπάνω πληροφορίες και σε μεγαλύτερη ανάλυση παρουσιάζονται στο **Διάγραμμα 3.3** και **Διάγραμμα 3.4** αντίστοιχα.

(Ο αντίστοιχος πίνακας παρουσιάζεται στο Παράρτημα).

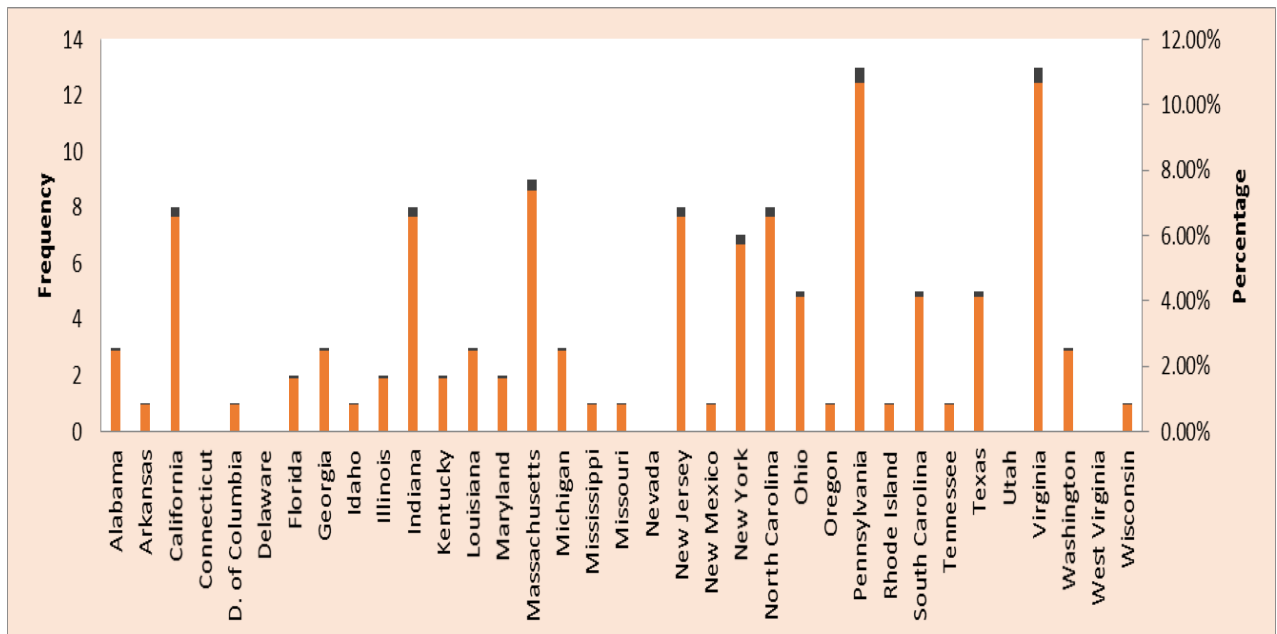
Διάγραμμα 3.3

Εξαγοράζουσες Τράπεζες – Συχνότητα Εξαγορών & Συγχωνεύσεων ανά Πολιτεία



Διάγραμμα 3.4

Εξαγοραζόμενες Τράπεζες – Συχνότητα Εξαγορών & Συγχωνεύσεων ανά Πολιτεία



3.3 Μεθοδολογία

Η μεθοδολογία Μελέτης Επιχειρηματικών Συμβάντων είναι μια στατιστική μέθοδο που έχει σχεδιαστεί για να διερευνήσει την επίδραση ενός γεγονότος πάνω σε μια εξαρτημένη μεταβλητή. Μια συχνά χρησιμοποιούμενη εξαρτημένη μεταβλητή που χρησιμοποιείται συνήθως είναι η τιμή της μετοχής της εταιρείας. Ουσιαστικά πρόκειται για μια μεθοδολογία στην οποία μελετάμε τις μεταβολές στις τιμές της μετοχής που είναι πέρα από το προσδοκώμενο κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου λόγω ενός συγκεκριμένου γεγονότος.

Η ανακοίνωση μιας συγχώνευσης-εξαγοράς μεταξύ δύο επιχειρηματικών οντοτήτων μπορούν να αναλυθούν με βάση τη συγκεκριμένη μέθοδο έτσι ώστε να προσδιοριστεί κατά πόσο μια συγχώνευση καταστρέφει ή δημιουργεί αξία. Η βασική παραδοχή αυτής της μεθοδολογίας είναι ότι η αγορά είναι αποτελεσματική δηλαδή η τιμή της μετοχής αντικατοπτρίζει τις προεξοφλημένες μελλοντικές χρηματικές ροές, υπάρχει αποτελεσματική πληροφόρηση των επενδυτών και έχουν ορθολογική συμπεριφορά. Αυτό θα μας επιτρέψει να παρατηρήσουμε τα οικονομικά αποτελέσματα αυτού του γεγονότος στο βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

Κατά την ημέρα της ανακοίνωσης και έχοντας ένα παράθυρο γύρω από αυτή, η μέθοδος των Επιχειρηματικών Συμβάντων μας βοηθάει στο να εκτιμήσουμε τις κανονικές αποδόσεις και αφαιρώντας αυτές από τις πραγματοποιηθείσες λαμβάνουμε τις υπεραποδόσεις λόγω της πραγματοποίησης αυτού του γεγονότος.

Για τον υπολογισμό των υπεραποδόσεων ακολουθούμε τα ακόλουθα βήματα :

- 1) Ανακτούμε τις αποδόσεις τόσο των μετοχών των εταιρειών αλλά και του δείκτη αναφοράς.
- 2) Για κάθε γεγονός προσδιορίζουμε την ακολουθία των αποδόσεων της αγοράς και των επιχειρήσεων που πρέπει να συμπεριληφθούν στο παράθυρο.
- 3) Εφαρμόζουμε την παλινδρόμηση για να προσδιοριστούν οι συντελεστές που εξηγούν τη σχέση μεταξύ της μετοχής και του δείκτη της αγοράς.
- 4) Προβλέπουμε τις κανονικές αποδόσεις για τις αντίστοιχες ημέρες του παραθύρου.
- 5) Από τις πραγματικές αποδόσεις αφαιρούμε τις κανονικές και καταλήγουμε στις υπεραποδόσεις.
- 6) Για να καθορίσουμε αν οι έκτακτες αποδόσεις διαφέρουν από το μηδέν εφαρμόζουμε διάφορα στατιστικά τεστ.(T–statistic).

3.3.1 Υποδείγματα υπεραποδόσεων

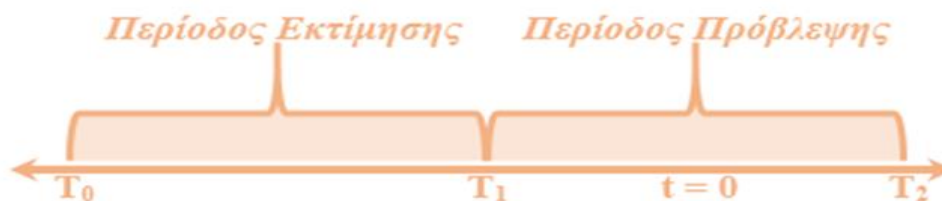
Τα υποδείγματα που είναι ευρέως χρησιμοποιούμενα για τη μέτρηση των υπεραποδόσεων είναι τα ακόλουθα:

1. Το Υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων ως προς το δείκτη της Αγοράς (Market adjusted returns model).
2. Το Υπόδειγμα της αγοράς (Market model).
3. Το Υπόδειγμα με προσαρμοσμένη ως προς το μέσο σύγκρισης των αποδόσεων (Comparison period mean adjusted returns).

Η εφαρμογή των παραπάνω υποδειγμάτων προϋποθέτει τον προσδιορισμό της περιόδου εκτίμησης και της περιόδου των γεγονότων.

- Η περίοδος εκτίμησης προσδιορίζεται για να προβλεφθούν οι παράμετροι.
- Η περίοδος των γεγονότων προσδιορίζεται για να υπολογιστούν τα σφάλματα πρόβλεψης δηλαδή οι υπεραποδόσεις, που βασίζονται στις εκτιμημένες παραμέτρους.

Αξιοσημείωτο είναι πως η περίοδος εκτίμησης δεν υπερκαλύπτει την περίοδο πρόβλεψης ώστε να διασφαλιστεί η σωστή εκτίμηση των παραμέτρων.



Το Υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων ως προς το δείκτη της Αγοράς

Σύμφωνα με το υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων ως προς το δείκτη η **υπεραπόδοση** υπολογίζεται αφαιρώντας από την απόδοση της μετοχής της εταιρείας j την απόδοση του δείκτη της αγοράς R_{mt} .

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

Η **μέση υπεραπόδοση** ARR_t υπολογίζεται με τον ακόλουθο τύπο:

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

Όπου:

t	Οι ημέρες συναλλαγής που σχετίζονται με την ημερομηνία του γεγονότος.
N	Ο αριθμός των εταιρειών του δείγματος.

Για ένα διάστημα ημερών που ξεκινάει την ημέρα T_1 και ολοκληρώνεται την ημέρα T_2 η **μέση σωρευτική υπεραπόδοση** είναι:

$$CAAR_{T_1, T_2} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \sum_{t=T_1}^{T_2} A_{jt}$$

Όπου:

$CAAR_{T_1, T_2}$	Η αθροιστική μέση υπεραπόδοση του δείγματος για το χρονικό παράθυρο (T_1 , T_2).
A_{jt}	Η υπεραπόδοση της μετοχής της εταιρείας j την ημέρα t .
N	Ο αριθμός των εταιρειών του δείγματος.

Υπόδειγμα της αγοράς

Το υπόδειγμα της αγοράς χρησιμοποιεί το μοντέλο της αγοράς ενός παράγοντα.

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

Όπου:

R_{jt}	Η εκτιμώμενη απόδοση της μετοχής της εταιρείας j τη χρονική στιγμή t .
R_{mt}	Η απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου της αγοράς τη χρονική στιγμή t .
β_j	Ο συντελεστής βήτα που μετράει την ευαισθησία της εκτιμώμενης απόδοσης της μετοχής j στον δείκτη της αγοράς.
ε_{jt}	Μια τυχαία μεταβλητή με μέση τιμή μηδέν η οποία είναι ασυσχέτιστη με την ανεξάρτητη μεταβλητή R_{mt} και την R_{kt} για $k \neq j$. Η τυχαία αυτή μεταβλητή δεν θα πρέπει να είναι αυτό-συ σχετιζόμενη και ομοσκεδαστική.

Η υπεραπόδοση της μετοχής της εταιρείας j την χρονική στιγμή t υπολογίζεται με τον ακόλουθο τύπο:

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

Όπου:

$\hat{\alpha}_j$	Η εκτίμηση του όρου α_j με τη μέθοδο των ελάχιστων τετραγώνων.
$\hat{\beta}_j$	Η εκτίμηση του όρου β_j με τη μέθοδο των ελάχιστων τετραγώνων.

Μοντέλο της αγοράς με την εκτίμηση του βήτα με βάση τους Scholes-Williams

Σε αυτό το μοντέλο η εκτίμηση του συντελεστή βήτα γίνεται με τον ακόλουθο τύπο:

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

Όπου:

$\hat{\beta}_j^-$	Η εκτίμηση από την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων από την απλή γραμμική παλινδρόμηση των R_{jt} στο $R_{m,t-1}$.
$\hat{\beta}_j^+$	Η εκτίμηση από την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων από την απλή γραμμική παλινδρόμηση των R_{jt} στο $R_{m,t+1}$.
$\hat{\rho}_m$	Η εκτιμώμενη πρώτη τάξη αυτοσυσχέτιση της R_M .

Η εκτίμηση του σταθερού όρου 'α' γίνεται με τον ακόλουθο τρόπο:

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

Όπου:

$\overline{R_{jEST}}$	Η μέση τιμή των αποδόσεων μιας μετοχής j στην περίοδο της εκτίμησης.
$\overline{R_{mEST}}$	Η μέση τιμή των αποδόσεων του γενικού δείκτη κατά την περίοδο της εκτίμησης.

Μοντέλο της αγοράς με βάσει των μοντέλων GARCH και EGARCH

Με τη βοήθεια των μοντέλων ετεροσκεδαστικότητας, όπως είναι το μοντέλο GARCH και EGARCH, στα οποία η διακύμανση του τρέχοντος διαταρακτικού όρου εξαρτάται από τη διακύμανση του αντίστοιχου όρου κατά την προηγούμενη χρονική περίοδο, η εξίσωση $R_{jt} = a_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$ έχει υπό συνθήκη διακύμανση η οποία δίνεται από τους ακόλουθους τύπους:

- Σύμφωνα με το μοντέλο **GARCH**:

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

Όπου:

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

- Σύμφωνα με το μοντέλο **EGARCH** :

$$\log h_{jt} = \omega_j + \delta_j \log h_{jt-1} + \gamma_j |z_{jt-1}| + \phi_j z_{jt-1}$$

Όπου:

$$z_{jt} = \varepsilon_{jt} / \sqrt{h_{jt}}$$

Μοντέλο τριών παραγόντων των Fama και French

Το **μοντέλο Fama και French** (1993), για την περιγραφή των αποδόσεων των μετοχών εισάγει τρεις παράγοντες που σχετίζονται άμεσα με το μέγεθος και την αξία.

Το μοντέλο έχει την ακόλουθη μορφή:

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

Όπου:

R_{jt}	Η απόδοση της κοινής μετοχής της εταιρείας j τη χρονική στιγμή t.
R_{mt}	Η απόδοση του δείκτη της αγοράς τη χρονική στιγμή t.
SMB_t	Η διαφορά που παρατηρείται στις αποδόσεις των μετοχών των μικρών έναντι των μεγάλων εταιρειών, που βασίζεται στην κεφαλαιοποίηση των επιχειρήσεων. (small minus big).
HML_t	Η διαφορά των αποδόσεων των μετοχών εταιρειών με υψηλό δείκτη λογιστικής προς αγοραίας αξίας (book to market) έναντι εταιρειών με χαμηλό δείκτη. (high minus low).

Ο **υπολογισμός των υπεραποδόσεων** γίνεται με τον ακόλουθο τύπο:

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

Όπου για την εκτίμηση των συντελεστών των \hat{a}_j , $\hat{\beta}_j$, \hat{s}_j και \hat{h}_j εφαρμόζεται η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων.

Μοντέλο τεσσάρων παραγόντων του Carhart

Σύμφωνα με το **μοντέλο του Carhart** (1997) εκτός από τους παράγοντες που συναντούμε στο μοντέλο των Fama και French υπάρχει και ο παράγοντας ορμή.

Το μοντέλο έχει την ακόλουθη εξίσωση:

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

Όπου:

UMD _t	Η μέση διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών που κινούνται ανοδικά και εκείνων οι οποίες κινούνται καθοδικά. (upminusdown).
------------------	--

Η **εξίσωση της Υπεραπόδοσης** με βάση το υπόδειγμα των τεσσάρων παραγόντων είναι η ακόλουθη:

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

Υπόδειγμα με προσαρμοσμένη ως προς το μέσο σύγκρισης των αποδόσεων

Σύμφωνα με το υπόδειγμα αυτό, για την **προσαρμογή των αποδόσεων** των μετοχών στη μέση απόδοση, πρέπει από την απόδοση της μετοχής τη χρονική στιγμή t να αφαιρεθεί η μέση απόδοση της μετοχής της εταιρείας j (\bar{R}_j).

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

3.3.2 Μέθοδοι ελέγχου στατιστικής σημαντικότητας

Οι έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας έχουν σαν υπόθεση πως η μέση υπεραπόδοση των μετοχών τη χρονική στιγμή t ισούται με μηδέν. Η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται όταν τα αποτελέσματα των στατιστικών ελέγχων ξεπεράσουν μια κριτική τιμή. Η κριτική τιμή καθορίζεται με βάση το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας το οποίο είναι 1%, 5% ή 10%.

Τα τεστ που θα χρησιμοποιήσουμε στην εργασία μας και αναλύονται ακολούθως είναι τα εξής:

1. Τεστ τυπικής απόκλισης χρονολογικών σειρών
2. Τεστ τυπικής απόκλισης των διαστρωματικών σειρών

Τεστ τυπικής απόκλισης χρονολογικών σειρών (Time series standard deviation test)

Το τεστ της τυπικής απόκλισης των χρονολογικών σειρών χρησιμοποιεί την εκτίμηση ενός παράγοντα για όλο το χαρτοφυλάκιο των εξεταζόμενων μετοχών μη λαμβάνοντας υπ' όψη τις άνισες διακυμάνσεις των αποδόσεων μεταξύ των μετόχων. Αξιοσημείωτο είναι όμως ότι αποφεύγεται το πρόβλημα της διαστρωματικής συσχέτισης των αποδόσεων των χρεογράφων.

Η εκτιμώμενη διακύμανση της μεταβλητής AAR_t υπολογίζεται με τον ακόλουθο τύπο:

$$\hat{\sigma}_{AAR}^2 = \frac{\sum_{t=E1}^{E2} (AAR_t - \overline{AAR})^2}{M - 2}$$

Όπου:

$M = E_2 - E_1 + 1.$	Το M αναφέρεται στην περίοδο ημερών όπου υπολογίζονται οι παράμετροι του υποδείγματος.
$\overline{AAR} = \frac{\sum_{t=E1}^{E2} AAR_t}{M}$	Η εκτίμηση της AAR .

Ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας για το χαρτοφυλάκιο την ημέρα του γεγονότος t πραγματοποιείται με τον ακόλουθο τύπο:

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

Υπό την προϋπόθεση της ανεξαρτησίας των χρονολογικών σειρών ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας για τις μέσες αθροιστικές υπεραποδόσεις ($CAAR_{T_1T_2}$) πραγματοποιείται εφαρμόζοντας τον ακόλουθο τύπο.

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

Τεστ τυπικής απόκλισης των διαστρωματικών σειρών (Cross-sectional Standard deviation test).

Με αυτή τη μέθοδο ελέγχεται η στατιστική σημαντικότητα της Μέσης Υπεραπόδοσης (AAR) και της αθροιστικής Μέσης Υπεραπόδοσης (CAAR).

Η εκτιμώμενη διακύμανση της μεταβλητής AAR_t υπολογίζεται με τον ακόλουθο τύπο:

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

Ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας για το χαρτοφυλάκιο την ημέρα του γεγονότος t υπολογίζεται εφαρμόζοντας τον ακόλουθο τύπο:

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

Η εκτιμώμενη διακύμανση της μέσης αθροιστικής Υπεραπόδοσης ($CAAR_{T1T2}$) υπολογίζεται με τον ακόλουθο τρόπο:

$$\hat{\sigma}^2_{CAAR_{T1,T2}} = \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (CAR_{i,T1,T2} - \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N CAR_{j,T1,T2})^2$$

Ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας για την μέση αθροιστική υπεραπόδοση ($CAAR_{T1T2}$) είναι:

$$t_{CAAR} = \frac{CAAR_{T1T2}}{\hat{\sigma}_{CAAR_{T1T2}} / \sqrt{N}}$$

3.4 Διαστρωματική παλινδρόμηση

3.4.1 Μεταβλητές παλινδρόμησης

Σύμφωνα με πολλές εμπειρικές μελέτες η πιθανότητα μιας τράπεζας να εξαγοραστεί από μια άλλη τράπεζα εξαρτάται από ένα πλήθος μεταβλητών. Στην προσπάθεια μας να αναλύσουμε τη δημιουργία των υπεραποδόσεων των τιμών των μετοχών κατά την ανακοίνωση μιας συγχώνευσης θα δημιουργήσουμε μια γραμμική σχέση η οποία είναι γνωστή ως μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων. Με αυτό τον τρόπο θα καθορίσουμε μια εξαρτημένη μεταβλητή και ένα πλήθος εξηγηματικών παραγόντων. Η εξαρτημένη μεταβλητή αυτής της σχέσης θα είναι η Αθροιστική Υπεραπόδοση και οι εξηγηματικές μεταβλητές καθώς και ο τρόπος υπολογισμού τους παρουσιάζεται ακολούθως.

Firm size– Μέγεθος τράπεζας

Ορισμός :

Μια συγχώνευση-εξαγορά έχει σημαντική επίδραση στις προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας. Πολλές εταιρείες θεωρούν τις ανωτέρω συναλλαγές ως μέσο γρήγορης ανάπτυξης του μεγέθους τους καθώς επίσης και δημιουργίας συνεργειών και οικονομιών κλίμακας.

Τρόπος υπολογισμού:

Το μέγεθος είναι ο λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού της τράπεζας, στο τέλος του προηγούμενου έτους από το έτος πραγματοποίησης της συγχώνευσης.

$$\text{Μέγεθος} = \ln(\text{Σύνολο Ενεργητικού})$$

Book to Market – Λογιστική Αξία προς Αγοραία Αξία

Ορισμός :

Αυτός ο δείκτης προσδιορίζει τις **επενδυτικές ευκαιρίες**. Πιο συγκεκριμένα όταν η τιμή του δείκτη είναι μικρότερη του ένα τότε η μετοχή θεωρείται υπερτιμημένη και αναμένεται η υποτιμολόγηση της καθώς οι επενδυτές δεν επιθυμούν να αγοράζουν υπερτιμημένες μετοχές. Αντίθετα, όταν η τιμή του δείκτη είναι κάτω από ένα τότε η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη και οι περισσότεροι επενδυτές επιθυμούν να την αποκτήσουν δημιουργώντας έτσι υψηλές αποδόσεις.

Τρόπος υπολογισμού:

Ο δείκτης “Λογιστική Αξία προς Αγοραία Αξία” είναι η διαίρεση της Λογιστικής Αξίας των Ιδίων Κεφαλαίων προς την Αγοραία Αξία των Ιδίων Κεφαλαίων. Η Λογιστική Αξία των Ιδίων Κεφαλαίων ισούται με την διαφορά της Συνολικής Αξίας και των Συνολικών Υποχρεώσεων. Η Αγοραία Αξία υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας τον αριθμό των εκδιδόμενων μετοχών με την τιμή της μετοχής.

$$\text{Λογιστική αξία προς Αγοραία Αξία} = \frac{\text{ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΩΝ Ι.Κ.}}{\text{ΑΓΟΡΑΙΑ ΑΞΙΑ ΤΩΝ Ι.Κ.}}$$

Συνεχής μεταβλητή – Μεταβλητή με βάση την κερδοφορία της εταιρείας

Return on Assets – Απόδοση των Περιουσιακών Στοιχείων

Ορισμός :

Αυτός ο δείκτης προσδιορίζει την κερδοφορία της εταιρείας σε σχέση με το σύνολο του ενεργητικού. Μας δείχνει την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης των στοιχείων του ενεργητικού στην πραγματοποίηση κερδών.

Τρόπος υπολογισμού:

Η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA) εμφανίζεται ως ποσοστό και υπολογίζεται διαιρώντας τα ετήσια κέρδη της εταιρείας από το σύνολο του ενεργητικού.

$$\text{Απόδοση περιουσιακών Στοιχείων} = \frac{\text{ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΣΟΔΑ}}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}}$$

Return on Equity – Απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων

Ορισμός :

Η απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων είναι το ποσό του καθαρού εισοδήματος το οποίο προκύπτει ως ποσοστό επί των Ιδίων Κεφαλαίων. Αυτός ο δείκτης μετράει την **κερδοφορία** της εταιρείας προσδιορίζοντας πόσο κέρδος η εταιρεία παράγει σε σχέση με το κεφάλαιο που έχει επενδυθεί από τους μετόχους.

Τρόπος υπολογισμού:

Η απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) υπολογίζεται διαιρώντας τα ετήσια κέρδη της εταιρείας από το σύνολο του ενεργητικού.

Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων =

$$\frac{\text{ΚΑΘΑΡΑ ΚΡΔΗ ΠΡΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ}}{\text{ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}}$$

Earnings Per Share - Κέρδη ανά μετοχή

Ορισμός :

Τα κέρδη ανά μετοχή αποτελούν μέρος των συνολικών κερδών της εταιρείας και αντιστοιχούν σε κάθε κοινή μετοχή που έχει εκδοθεί. Αυτός ο δείκτης αποτελεί μια ένδειξη της **κερδοφορίας** της εταιρείας.

Τρόπος υπολογισμού:

Τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) υπολογίζονται διαιρώντας το καθαρό εισόδημα μειωμένο με τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών, με το μέσο όρο των διαπραγματεύσιμων μετοχών.

$$\text{Κέρδη ανά μετοχή} = \frac{\text{ΚΑΘΑΡΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ – ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ}}{\text{ΜΕΣΟ ΟΡΟ ΤΩΝ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ}}$$

Premium – Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής

Ορισμός:

Η προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής αντιπροσωπεύει το αυξημένο κόστος αγοράς μιας εταιρείας στόχου κατά τη διάρκεια μιας συγχώνευσης-εξαγοράς. Η προσαύξηση αυτή δεν είναι υποχρεωτική, κατά την απόκτηση μιας άλλης εταιρείας, καθώς σημαντικό ρόλο παίζουν οι συνθήκες κάτω από τις οποίες πραγματοποιείται η συναλλαγή αυτή.

Τρόπος υπολογισμού:

Το “Premium” είναι η διαφορά μεταξύ της εκτιμώμενης πραγματικής αξίας μιας εταιρείας και της πραγματικής τιμής που καταβάλλεται ώστε να επιτευχθεί η εξαγορά.

$$\text{Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας} = \frac{\text{ΤΙΜΗ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ}}{\text{ΤΙΜΗ ΑΓΟΡΑΣ}}$$

Dummy stock – Διωνυμική Μεταβλητή Μετοχής

Ορισμός:

Πρόκειται για έναν δείκτη που παίρνει δύο τιμές ανάλογα με τον τρόπο διεξαγωγής της συγχώνευσης - εξαγοράς. Ο τρόπος χρηματοδότησης μιας τέτοιας συναλλαγής είναι σημαντικός καθώς προσδίδει μια σημαντική πληροφορία σχετικά με τις πεποιθήσεις της Διοίκησης για την συγκεκριμένη συναλλαγή.

Τρόπος υπολογισμού:

Ο δείκτης αυτός παίρνει την τιμή “ένα” όταν η συναλλαγή της συγχώνευσης – εξαγοράς γίνεται εξολοκλήρου με μετοχές και την τιμή “μηδέν” όταν η συναλλαγή πραγματοποιείται είτε με μετρητά είτε με συνδυασμό μετρητών και μετοχών.

Τρόπος Συναλλαγής	Τιμή
Μετοχές	1
Μετρητά	0
Συνδυασμός Μετρητών & Μετοχών	0

Διακριτή μεταβλητή – Μεταβλητή με βάση τα χαρακτηριστικά της συναλλαγής

Dummy State - Διωνυμική Μεταβλητή Πολιτείας

Ορισμός:

Πρόκειται για έναν δείκτη που παίρνει δύο τιμές ανάλογα με την πολιτεία στην οποία ανήκει η εξαγοράζουσα εταιρεία και η εταιρεία στόχος.

Τρόπος υπολογισμού:

Αν η εξαγοράζουσα εταιρεία και η εταιρεία στόχος ανήκουν στην ίδια πολιτεία τότε ο δείκτης παίρνει την τιμή “ένα”. Αν ανήκουν σε διαφορετική πολιτεία τότε παίρνει την τιμή μηδέν.

Πολιτεία Συναλλαγής	Τιμή
Ίδια Πολιτεία	1
Διαφορετική Πολιτεία	0

3.4.2 Ανάλυση Διαστρωματικής Παλινδρόμησης

Για να μπορέσουμε να αναλύσουμε το φαινόμενο των υπεραποδόσεων των τιμών των μετοχών σε σχέση με την ανακοίνωση μια συγχώνευσης–εξαγοράς εφαρμόζουμε διαστρωματική παλινδρόμηση. Η παλινδρόμηση θα μας δείξει ποια εκτίμηση εξηγεί καλύτερα την εξαρτημένη μεταβλητή που στην εργασία μας είναι η Σωρευτική Υπεραπόδοση. Η μέθοδος που θα εφαρμόσουμε, όπως έχουμε προαναφέρει, είναι η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων. Η μέθοδος αυτή εφαρμόζεται όταν οι παράγοντες είναι εξωγενείς και δεν υπάρχει πολυσυγγραμμικότητα. Θεωρείται πως η μέθοδος αυτή είναι βέλτιστη όταν δεν υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα και αυτοσυσχέτιση. Με την εφαρμογή της παλινδρόμησης καταλήγουμε στο ποια εκτίμηση εξηγεί καλύτερα την ανεξάρτητη μεταβλητή εντοπίζοντας τον Καλύτερο Γραμμικό Αμερόληπτο Εκτιμητή (BLUE).

Για να μπορέσουμε να εφαρμόσουμε τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων θα πρέπει να γίνουν κάποιες υποθέσεις.

1. Οι επεξηγηματικές μεταβλητές είναι ανεξάρτητες από τον όρο του σφάλματος. Αυτό μπορεί στη μελέτη μας να μην υφίσταται στην περίπτωση όπου υπάρχει μια μεταβλητή η οποία έχει παραληφθεί και η οποία έχει συσχέτιση με τις μεταβλητές της παλινδρόμησης και υπάρχει μέσα στον όρο του σφάλματος.
2. Η υπόθεση της ετεροσκεδαστικότητας.
Για να αποφύγουμε αυτό το πρόβλημα εφαρμόζουμε ένα τεστ ετεροσκεδαστικότητας. Στη δική μας εργασία μέσω του προγράμματος E-VIEWS εφαρμόζουμε το White test.
3. Η υπόθεση ότι ο όρος του σφάλματος έχει υπο συνθήκη μηδενικό μέσο.
4. Η υπόθεση ότι ο αριθμός των δεδομένων που χρησιμοποιείται στην παλινδρόμηση είναι μεγαλύτερος από τον αριθμό των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται. Στην εργασία μας τα δεδομένα είναι διαστρωματικά οπότε η αυτοσυσχέτιση δεν θα αποτελεί πρόβλημα.

Το μοντέλο της παλινδρόμησης που θα χρησιμοποιήσουμε είναι το ακόλουθο:

$$\text{CAR} = a_0 + b_1 \cdot \text{ROA}_i + b_2 \cdot \text{ROE}_i + b_3 \cdot \text{SIZE}_i + b_4 \cdot \text{BM}_i + b_5 \cdot \text{EPS}_i + b_6 \cdot \text{PREMIUM}_i + b_7 \cdot \text{DSTOCK}_i + b_8 \cdot \text{DSTATE}_i + \varepsilon$$

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

4.1 Αντίδραση της τιμής της μετοχής κατά την ημερομηνία της ανακοίνωσης των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Στην προσπάθεια τους οι ερευνητές να απαντήσουν το ερώτημα αν οι συγχωνεύσεις-εξαγορές δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία στους μετόχους των εμπλεκόμενων εταιρειών, πραγματοποίησαν μια σειρά από έρευνες τα τελευταία χρόνια. Η βασική υπόθεση πίσω από κάθε συγχώνευση είναι ότι δύο ή περισσότερες εταιρείες ενωμένες είναι καλύτερα από ότι μόνες τους. Η βιβλιογραφία αναφέρει ότι οι συγχωνεύσεις-εξαγορές δημιουργούν αξία στις εξαγοράζουσες τράπεζες αλλά και στην συνδυασμένη οντότητα.

Οι εμπειρικές μελέτες που βασίζονται σε στοιχεία των ΗΠΑ αλλά και διεθνώς δείχνουν πως οι μέτοχοι των εταιρειών στόχου επιτυγχάνουν μη κανονικές αποδόσεις που κυμαίνονται από 12% έως 38%. Σε αντίθεση οι μέτοχοι των εξαγοράζουσων εταιρειών σημειώνουν αρνητικές υπεραποδόσεις ή πραγματοποιούν οριακά θετικές αλλά στατιστικά μη σημαντικές. Ουσιαστικά αυτό μπορεί να θεωρηθεί ως μια μεταφορά πλούτου από τους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρείας προς την εταιρεία στόχο.

Για να μπορέσουμε εμείς να εκτιμήσουμε την αντίδραση της τιμής της μετοχής την ημερομηνία της ανακοίνωσης της συγχώνευσης-εξαγοράς υπολογίσαμε τις μέσες υπεραποδόσεις (AAR) και τις αθροιστικές μέσες υπεραποδόσεις (CAAR) χρησιμοποιώντας το Υπόδειγμα με Προσαρμοσμένες ως προς την Αγορά Αποδόσεις.

Οι τιμές που χρησιμοποιήσαμε ήταν ημερήσιες και σε κάθε συμφωνία θέσαμε τουλάχιστον 120 διαπραγματεύσιμες ημέρες πριν την ανακοίνωση και τουλάχιστον 15 διαπραγματεύσιμες ημέρες μετά την ανακοίνωση. Ως περίοδος πρόβλεψης πήραμε ένα διάστημα 10 ημερών πριν και μετά την ανακοίνωση καθορίζοντας διάφορα χρονικά παράθυρα μέσα σε αυτό το διάστημα.

Ακολούθως ελέγξαμε την στατιστική σημαντικότητα των υπεραποδόσεων εφαρμόζοντας το κριτήριο του t statistic θέτοντας ως μηδενική υπόθεση ότι η ανακοίνωση της συγχώνευσης–εξαγοράς δεν δημιουργεί υπεραποδόσεις. Ο έλεγχος πραγματοποιείται μέσω του υπολογισμού της τυπικής απόκλισης των χρονολογικών και διαστρωματικών σειρών.

Πίνακας 4.1

Μέσες Υπεραποδόσεις Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Ημέρα Γεγονότος	Εξαγοράζουσα Εταιρεία			Εταιρεία Στόχος			Συνδυασμένη Οντότητα		
	Μέσες υπεραποδόσεις AARt %	Έλεγχοι Στατιστικής Σημαντικότητας		Μέσες υπεραποδόσεις AARt %	Έλεγχοι Στατιστικής Σημαντικότητας		Μέσες υπεραποδόσεις AARt %	Έλεγχοι Στατιστικής Σημαντικότητας	
		Διαστρωματικά Δεδομένα	Χρονολογικές Σειρές		Διαστρωματικά Δεδομένα	Χρονολογικές Σειρές		Διαστρωματικά Δεδομένα	Χρονολογικές Σειρές
-10	0.13%	0.88	0.78	0.29%	1.35	1.11	0.20%	1.61	1.37
-9	-0.17%	-1.32	-1.05	0.17%	0.37	0.67	-0.01%	-0.05	-0.07
-8	-0.03%	-0.20	-0.19	0.14%	0.67	0.55	0.05%	0.38	0.33
-7	0.07%	0.44	0.44	0.14%	0.60	0.53	0.10%	0.75	0.70
-6	0.17%	1.35	1.04	0.45%	1.54	1.76*	0.30%	1.97**	2.05**
-5	0.09%	0.58	0.54	0.21%	0.59	0.82	0.14%	0.78	0.99
-4	-0.01%	-0.07	-0.08	0.58%	2.18**	2.25**	0.26%	1.60	1.79*
-3	0.09%	0.64	0.55	0.25%	0.91	0.98	0.16%	1.11	1.13
-2	0.01%	0.11	0.09	-0.22%	-0.93	-0.84	-0.09%	-0.73	-0.64
-1	-0.07%	-0.45	-0.47	-0.34%	-0.75	-1.32	-0.20%	-0.87	-1.35
0	-0.60%	-1.08	-3.72***	14.03%	7.13***	54.55***	6.19%	5.84***	42.41***
1	-0.43%	-1.50	-2.69***	11.24%	6.54***	43.69***	4.98%	5.62***	34.14***
2	0.52%	2.78***	3.27***	0.36%	1.41	1.39	0.45%	2.88***	3.06***
3	0.27%	1.10	1.66*	0.18%	0.80	0.71	0.23%	1.37	1.56
4	0.05%	0.26	0.32	-0.11%	-0.61	-0.43	-0.02%	-0.18	-0.16
5	0.17%	1.13	1.08	0.01%	0.05	0.03	0.10%	0.84	0.66
6	0.11%	0.57	0.71	-0.01%	-0.06	-0.05	0.05%	0.38	0.38
7	-0.05%	-0.33	-0.33	0.09%	0.68	0.33	0.01%	0.11	0.08
8	0.20%	0.95	1.25	-0.13%	-0.99	-0.52	0.05%	0.36	0.31
9	0.14%	0.75	0.86	-0.09%	-0.40	-0.33	0.03%	0.25	0.24
10	-0.06%	-0.45	-0.39	0.26%	2.13**	1.03	0.09%	0.94	0.61

Τα σύμβολα *, **, *** αφορούν τον έλεγχο στατιστικής σημαντικότητας που έγινε με βάση το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%, 5% και 1% αντίστοιχα.

Ο παραπάνω Πίνακας 4.1 παρουσιάζει τις υπεραποδόσεις των εξαγοράζουσων και των εξαγοραζόμενων τραπεζών και της συνδυασμένης οντότητας για το χρονικό παράθυρο από (-10 , +10).

- Όσον αφορά τις **εξαγοράζουσες τράπεζες**, σύμφωνα με τη βιβλιογραφία αναμένουμε πως δεν θα υπάρχουν υψηλές υπεραποδόσεις αντιθέτως ουδέτερες και αρνητικές για το αντίστοιχο διάστημα. Όπως παρατηρούμε από τον Πίνακα 4.1 την ημερομηνία μηδέν η Μέση Υπεραπόδοση ισούται με -0.60% και ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας με βάση τη χρονολογική σειρά είναι -3.72, δηλαδή στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Τα αποτελέσματα μία ημέρα μετά την ανακοίνωση είναι αρνητικά και ίσα με -0.43% και στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Δύο ημέρες μετά την ανακοίνωση η μέση Υπεραπόδοση είναι θετική και ισούται με 0.52% και ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας με βάση τη χρονολογική σειρά και τα διαστρωματικά δεδομένα ισούται αντίστοιχα με 3.27 και 2.78 δηλαδή είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1%. Αντίστοιχα, τρεις ημέρες μετά την ανακοίνωση η μέση Υπεραπόδοση είναι θετική και ίση με 0.27% και ο στατιστικός έλεγχος με βάση τις χρονολογικές σειρές ισούται με 1.66 δηλαδή είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 10%.
- Σχετικά με τις **τράπεζες στόχους** παρατηρούμε ότι έξι ημέρες πριν την ανακοίνωση υπάρχουν στατιστικά σημαντικές μέσες Υπεραποδόσεις που ισούται με 0.45% σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας των χρονολογικών σειρών 10% ίσο με 1.76. Τέσσερις ημέρες πριν την ανακοίνωση σύμφωνα με το στατιστικό έλεγχο για τα διαστρωματικά δεδομένα και τις χρονολογικές σειρές (2.18 και 2.25 αντίστοιχα) σε επίπεδο 5% είναι στατιστικά σημαντική η μέση Υπεραπόδοση ύψους 0.58%. Τη χρονική στιγμή μηδέν η μέση Υπεραπόδοση ισούται με 14.03% και είναι στατιστικά σημαντική και στα διαστρωματικά δεδομένα και στις χρονολογικές σειρές (7.13 και 54.55 αντίστοιχα) σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Μία ημέρα μετά την ανακοίνωση η μέση Υπεραπόδοση ισούται με 11.24% και ο στατιστικός έλεγχος με βάση τις χρονολογικές σειρές ισούται με 43.69 και με τα διαστρωματικά δεδομένα ισούται με 6.54 δηλαδή είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Τέλος, αξιοσημείωτο είναι ότι δέκα ημέρες μετά την ανακοίνωση παρουσιάζεται μια στατιστική μέση Υπεραπόδοση ύψους 0.26% σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% με βάση το διαστρωματικό έλεγχο (2.13).

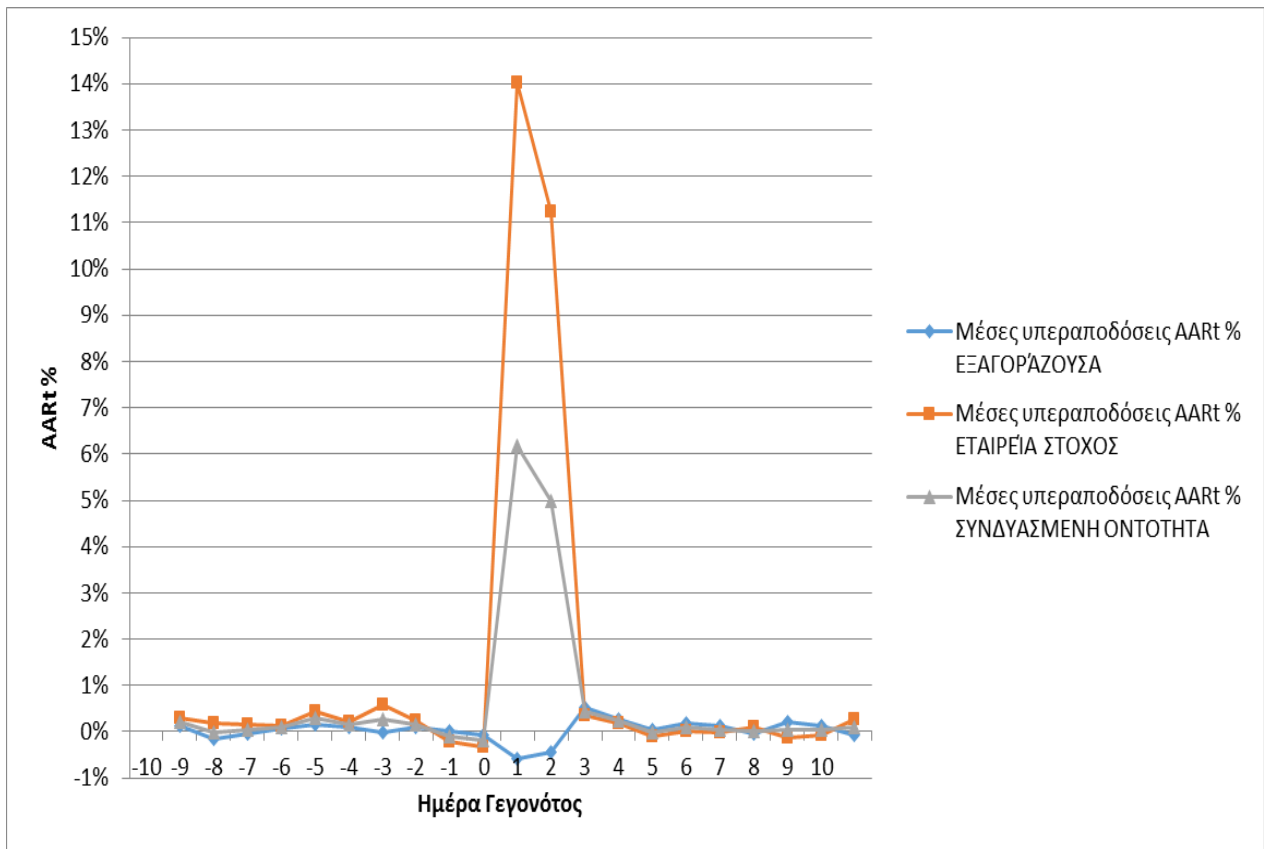
Από τα παραπάνω αποτελέσματα παρατηρούμε την υπεραντίδραση των επενδυτών στο γεγονός και όσο απομακρυνόμαστε από την ημέρα της ανακοίνωσης παρατηρούμε μικρότερες αποδόσεις κάτι το οποίο είναι αναμενόμενο. Μέσω της εφαρμογής των δύο ελέγχων στατιστικής σημαντικότητας βλέπουμε ότι οι εταιρείες στόχοι επιτυγχάνουν θετικές υπεραποδόσεις καθώς οι επενδυτές αντιδρούν στην ανακοίνωση της συγχώνευσης-εξαγοράς.

- Η **συνδυασμένη οντότητα** παρατηρούμε πως εμφανίζει στατιστικά σημαντικές μέσες Υπεραποδόσεις τις χρονικές στιγμές -6, 0, 1, 2 ίσες με 0.30% , 6.19% , 4.98% και 0.45% αντίστοιχα. Έξι ημέρες πριν την ανακοίνωση είναι στατιστικά σημαντική η μέση υπεραπόδοση σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και παίρνει τιμές στα διαστρωματικά δεδομένα 1.97 και 2.05 στις χρονολογικές σειρές. Την ημέρα της ανακοίνωσης είναι στατιστικά σημαντική η μέση υπεραπόδοση σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και παίρνει τιμές στα διαστρωματικά δεδομένα 5.84 και 42.41 στις χρονολογικές σειρές. Μία ημέρα μετά την ανακοίνωση είναι στατιστικά σημαντική η μέση υπεραπόδοση σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και παίρνει τιμές στα διαστρωματικά δεδομένα 5.62 και 34.14 στις χρονολογικές σειρές. Δύο ημέρες μετά την ανακοίνωση είναι στατιστικά σημαντική η μέση υπεραπόδοση σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και παίρνει τιμές στα διαστρωματικά δεδομένα 2.88 και 3.06 στις χρονολογικές σειρές.

Στο **Διάγραμμα 4.1** ακολούθως απεικονίζονται τα αποτελέσματα των μέσων υπεραποδόσεων των εξαγοράζουσων εταιρειών, των εταιρειών στόχου και της συνδυασμένης οντότητας. Παρατηρούμε τις μεταβολές που συμβαίνουν στη χρονική περίοδο των 10 ημερών πριν την ανακοίνωση και 10 ημερών μετά την ανακοίνωση. Επιπλέον βλέπουμε ότι υπάρχει μεγάλη απόκλιση από την απόδοση την ημέρα της ανακοίνωσης σε σχέση με την πληροφορία της συγχώνευσης-εξαγοράς.

Διάγραμμα 4.1

Μέσες Υπεραποδόσεις με βάση την ημέρα του Γεγονότος



Αθροιστικές Μέσες Υπεραποδόσεις

Στον Πίνακα 4.2 που ακολουθεί βλέπουμε τα αποτελέσματα των αθροιστικών μέσων υπεραποδόσεων και τους ελέγχους στατιστικής σημαντικότητας τόσο των χρονολογικών σειρών όσο και των διαστρωματικών δεδομένων για 122 εξαγοραζόμενες τράπεζες, 141 εξαγοράζουσες τράπεζες και για τη συνδυασμένη οντότητα. Ο πίνακας περιλαμβάνει τις χρονικές περιόδους (-1,0), (0,+1), (-1,+1), (-2,+2), (-5,+5) και (-10,+10).

Πίνακας 4.2
Αθροιστικές Μέσες Υπεραποδόσεις

Χρονικά Παράθυρα	Εξαγοράζουσα Εταιρεία			Εταιρεία Στόχος			Συνδυασμένη Οντότητα		
	Αθροιστικές μέσες υπεραποδόσεις (%)	Έλεγχοι Στατιστικής Σημαντικότητας		Αθροιστικές μέσες υπεραποδόσεις (%)	Έλεγχοι Στατιστικής Σημαντικότητας		Αθροιστικές μέσες υπεραποδόσεις (%)	Έλεγχοι Στατιστικής Σημαντικότητας	
		Διαστρωματικά Δεδομένα	Χρονολογικές Σειρές		Διαστρωματικά Δεδομένα	Χρονολογικές Σειρές		Διαστρωματικά Δεδομένα	Χρονολογικές Σειρές
(-1,0)	-0.67%	-1.18	-2.96***	13.69%	6.91***	37.64***	5.99%	5.63***	29.03***
(0,+1)	-1.03%	-1.46	-4.53***	25.26%	12.24***	69.47***	11.17%	8.54***	54.12***
(-1,+1)	-1.10%	-1.58	-3.97***	24.92%	11.84***	55.96***	10.97%	8.34***	43.41***
(-2,+2)	-0.56%	-0.78	-1.58	25.07%	11.98***	43.59***	11.32%	8.66***	34.71***
(-5,+5)	0.09%	0.09	0.16	26.19%	11.57***	30.71***	12.20%	8.62***	25.20***
(-10,+10)	0.59%	0.52	0.80	27.50%	13.14***	23.34***	13.07%	9.28***	19.55***

Τα σύμβολα *, **, *** αφορούν τον έλεγχο στατιστικής σημαντικότητας που έγινε με βάση το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%, 5% και 1% αντίστοιχα.

- Οι εξαγοράζουσες τράπεζες παρατηρούμε πως με βάση τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας σε χρονολογικές σειρές, έχουν στατιστικά σημαντικές αθροιστικές μέσες υπεραποδόσεις στα χρονικά διαστήματα (-1,0), (0,+1) και (-1,+1) σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Στο χρονικό διάστημα (-1,0) η μέση αθροιστική υπεραπόδοση είναι αρνητική ίση με -0.67% ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας στις χρονολογικές σειρές παίρνει την τιμή -2.96. Στο χρονικό διάστημα (0,+1) η μέση αθροιστική υπεραπόδοση είναι αρνητική ίση με -1.03% ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας στις χρονολογικές σειρές παίρνει την τιμή -4.53. Στο χρονικό διάστημα (-1,+1) η μέση αθροιστική υπεραπόδοση είναι αρνητική ίση με -1.10% ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας στις χρονολογικές σειρές παίρνει την τιμή -3.97. Παρατηρώντας συνολικά τα χρονικά παράθυρα διαπιστώνουμε πως οι αθροιστικές μέσες υπεραποδόσεις είναι αρνητικές σε όλα εκτός από τα χρονικά παράθυρα (-5,+5) και (-10,+10).

Παρατηρούμε πως οι αθροιστικές μέσες υπεραποδόσεις είναι αρνητικές και κοντά στο μηδέν κατά τη διάρκεια των περιόδων που εξετάζουμε, δηλαδή στο διάστημα πριν και μετά την ανακοίνωση του γεγονότος που εξηγείται από το ότι όταν οι εταιρείες θέτουν μια προσφορά εξαγοράς δεν παρουσιάζουν κέρδη.

Αξιοσημείωτο είναι πως με την μέθοδο που χρησιμοποιούμε τα διαστρωματικά δεδομένα οι τιμές του ελέγχου δεν είναι στατιστικά σημαντικές.

Τα αποτελέσματα στα οποία καταλήξαμε έρχονται σε συμφωνία με τις έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί στις ΗΠΑ. Ειδικότερα, οι Hannan και Wolken (1989), οι Cornett και Tehranian (1992), οι Dubofsky και Fraser (1989), οι Kaen και Tehranian (1989) και οι Gleason και Mathur (1989) αποφάνθηκαν ότι στο χρονικό παράθυρο (-1,0) υπάρχουν αρνητικές και στατιστικά σημαντικές Αθροιστικές Μέσες Υπεραποδόσεις για τις εξαγοράζουσες τράπεζες. Παράλληλα, οι Subrahmanyam et al.. (1997), οι Cornett et al.. (2003) και οι Gupta και Misra (2007) αποφάνθηκαν ότι στο χρονικό παράθυρο (-1, +1) υπάρχουν αρνητικές στατιστικά σημαντικές Αθροιστικές Μέσες Υπεραποδόσεις για τις εξαγοράζουσες τράπεζες. Σχετικά με το χρονικό παράθυρο (-2,+2) οι Baradwajet et al. (1990) και οι Houston και Ryngaert (1994) κατέληξαν σε αρνητικές Αθροιστικές Μέσες Υπεραποδόσεις ενώ για το χρονικό διάστημα (-5,+5) ο Zhang (1995) και οι Cyrre και DeGennaro (2002) βρήκαν θετικές και στατιστικά ασήμαντες Αθροιστικές Μέσες Υπεραποδόσεις.

- Οι **εξαγοραζόμενες τράπεζες** όπως παρατηρούμε από τον πίνακα έχουν αρκετά υψηλές μέσες αθροιστικές υπεραποδόσεις οι οποίες μάλιστα είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο στατιστική σημαντικότητας 1% με κάθε μέθοδο πραγματοποίησης του ελέγχου. Αξιοσημείωτο είναι πως η μεγαλύτερη μέση αθροιστική υπεραπόδοση παρατηρείται στο χρονικό διάστημα (-10,10) και ισούται με 27.50% . Όπως ήταν αναμενόμενο οι μεγαλύτερες τιμές εμφανίζονται από την ημερομηνία μηδέν και μετά, αν και βέβαια και πριν από αυτή την ημερομηνία παραμένουν σε υψηλό επίπεδο. Σε αντίθεση με τον έλεγχο των διαστρωματικών δεδομένων στον έλεγχο με βάση τις χρονολογικές σειρές οι τιμές των t στατιστικών είναι αρκετά υψηλότερες.

Τα αποτελέσματα στα οποία καταλήξαμε έρχονται σε συμφωνία με τις έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί στις ΗΠΑ. Ειδικότερα, στο χρονικό παράθυρο (-1,0) οι Hannan και Wolken (1989), οι Cornett και De (1991) και οι Cornett και Tehranian (1992) κατέληξαν σε θετικές στατιστικά σημαντικές Αθροιστικές Μέσες Υπεραποδόσεις.

Παράλληλα στο χρονικό διάστημα (-1,+1) οι Hudgins και Seifert (1996), οι Gupta και Misra (2007) και οι Brewer και Jagtiani (2009) αποφάνθηκαν την ύπαρξη θετικών και στατιστικά σημαντικών Αθροιστικών Μέσων Υπεραποδόσεων των τραπεζών στόχους. Επιπλέον στο χρονικό παράθυρο (-2,+2) οι Baradwaj et al. (1990) και οι Houston και Ryngaert (1994) κατέληξαν σε θετικές και στατιστικά σημαντικές Μέσες Αθροιστικές Υπεραποδόσεις. Στο χρονικό παράθυρο (-5,+5) οι Zhang (1995), οι Becher (2000), οι Frame και Lastrapes (1998) και οι Al-Sharkas και Hassan (2010) διαπίστωσαν θετικές στατιστικά σημαντικές Αθροιστικές Μέσες Υπεραποδόσεις. Τέλος Στο χρονικό παράθυρο (-10,+10) οι DeLong και DeYoung (2007) κατέληξαν σε στατιστικά σημαντικές και θετικές Μέσες Αθροιστικές Υπεραποδόσεις.

- Η **συνδυασμένη οντότητα** έχει και αυτή αρκετά υψηλές μέσες αθροιστικές υπεραποδόσεις οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Η μεγαλύτερη μέση αθροιστική υπεραπόδοση παρατηρείται στο χρονικό διάστημα (-10,10) και ισούται με 13.07%. Σε αντίθεση με τον έλεγχο των διαστρωματικών δεδομένων στον έλεγχο με βάση τις χρονολογικές σειρές οι τιμές των t στατιστικών είναι αρκετά υψηλότερες.

Τα αποτελέσματα στα οποία καταλήξαμε έρχονται σε συμφωνία με τις έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί στις ΗΠΑ. Ειδικότερα, στο χρονικό παράθυρο (-1,0) οι Kwan και Eisenbeis (1999) κατέληξαν σε θετικές και στατιστικά σημαντικές Μέσες Αθροιστικές Υπεραποδόσεις. Στο χρονικό παράθυρο (-1,+1) οι Gupta και Misra (2007) και οι Brewer και Jagtiani (2009) αποφάνθηκαν θετικές στατιστικά σημαντικές Μέσες Αθροιστικές Υπεραποδόσεις για την συνδυασμένη οντότητα. Τέλος για το χρονικό παράθυρο (-5,+5) οι Becher (2000), οι Al-Sharks και Hassan (2010) και ο Zhang (1995) αποφάνθηκαν θετικές στατιστικές σημαντικές Μέσες αθροιστικές Υπεραποδόσεις.

4.2 Παλινδρόμηση

Όπως παρατηρούμε, σε γενικές γραμμές τα αποτελέσματα των ερευνών δείχνουν ότι οι συγχωνεύσεις-εξαγορές ωφελούν περισσότερο τους μετόχους της εξαγοραζόμενης τράπεζας. Έτσι, οι Εξαγοραζόμενες Τράπεζες παρουσιάζουν γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης της συγχώνευσης-εξαγοράς θετικές και στατιστικά σημαντικές Υπεραποδόσεις. Για να μπορέσουμε να αναλύσουμε την ύπαρξη αυτών των Υπεραποδόσεων παρουσιάζουμε ακολούθως την περιγραφική στατιστική των μεταβλητών του μοντέλου που έχει παρουσιαστεί παραπάνω και πραγματοποιούμε τις ανάλογες παλινδρομήσεις.

4.2.1 Περιγραφική στατιστική και πίνακες συσχέτισης των μεταβλητών

Στο μοντέλο που εξετάζουμε για να μπορέσουμε να περιορίσουμε την επίδραση των ακραίων τιμών εφαρμόζουμε τη μέθοδο «Winsorize». Ουσιαστικά επειδή οι ακραίες τιμές μπορεί να επηρεάσουν την κατανομή των στατιστικών εφαρμόζουμε αυτή τη στρατηγική και θέτουμε όλες τις ακραίες τιμές ίσες με ένα συγκεκριμένο εκατοστημόριο των δεδομένων μας. Στο μοντέλο μας εφαρμόζουμε αυτή την τακτική στο 2% των δεδομένων μας.

Περιγραφική Στατιστική

Ακολούθως στον **Πίνακα 4.3** και **Πίνακα 4.4** παρουσιάζεται η περιγραφική στατιστική των δεικτών του μοντέλου μας, πριν και μετά την εφαρμογή της μεθόδου «Winsorize». Μέσω της εφαρμογής της μεθόδου αυτής παρατηρούμε όπως είναι και αναμενόμενο, αύξηση των ελάχιστων τιμών των μεταβλητών και μείωση των μέγιστων τιμών τους. Η διάμεσος δεν επιδέχεται κάποια μεταβολή ενώ η τυπική απόκλιση και η μέση τιμή παρουσιάζουν μια μικρή μείωση.

Πίνακας 4.3

Περιγραφική Στατιστική Ανεξάρτητων Μεταβλητών της εταιρείας Στόχου

Μεταβλητές	Παρατηρήσεις	Μέση τιμή	Διάμεσος	Ελάχιστη τιμή	Μέγιστη τιμή	Τυπική Απόκλιση
ROA	122	0.72	0.91	-4.25	4.54	1.05
ROE	122	3.58	6.53	-66.22	36.80	14.39
EPS	122	0.63	0.72	-5.80	6.05	1.39
B/M	122	1.20	0.91	0.31	13.45	1.36
SIZE	122	13.75	13.68	11.77	16.57	0.91
PREMIUM	122	1.41	1.33	0.38	8.68	0.74

Πίνακας 4.4

Περιγραφική Στατιστική Ανεξάρτητων Μεταβλητών της εταιρείας Στόχου με την εφαρμογή «Winsorize»

Μεταβλητές	Παρατηρήσεις	Μέση τιμή	Διάμεσος	Ελάχιστη τιμή	Μέγιστη τιμή	Τυπική Απόκλιση
ROA	122	0.71	0.91	-2.58	1.92	0.94
ROE	122	3.50	6.53	-57.16	17.49	13.78
EPS	122	0.64	0.72	-3.44	4.90	1.27
B/M	122	1.17	0.91	0.61	6.61	0.89
SIZE	122	13.75	13.68	12.12	16.28	0.90
PREMIUM	122	1.37	1.33	0.81	3.02	0.35

Μήτρα Συσχετίσεων

Επιπρόσθετα στον Πίνακα 4.5 και Πίνακα 4.6 παραθέτουμε την Μήτρα Συσχετίσεων των δεικτών του μοντέλου μας πριν και μετά της μεθόδου «Winsorize». Οι μεταβλητές οι οποίες έχουν υψηλή συσχέτιση δεν πρέπει να παρουσιάζονται μαζί στην παλινδρόμηση για να αποφευχθεί το πρόβλημα της πολυσυγγραμμικότητας. Αντιθέτως, οι μεταβλητές οι οποίες έχουν χαμηλή με μέτρια αυτοσυσχέτιση μπορούν να παρουσιάζονται μαζί.

Πίνακας 4.5

Μήτρα Συσχετίσεων Ανεξάρτητων Μεταβλητών της εταιρείας Στόχου

Μεταβλητές	ROA	ROE	EPS	B/M	SIZE	PREMIUM	D STATE	D STOCK
ROA	1	0.92	0.84	-0.32	0.17	-0.08	-0.09	-0.04
ROE	0.92	1.00	0.80	-0.36	0.13	-0.07	0.09	-0.03
EPS	0.84	0.80	1.00	-0.04	0.18	-0.07	0.01	0.00
B/M	-0.32	-0.36	-0.04	1.00	-0.08	0.06	0.09	-0.07
SIZE	0.17	0.13	0.18	-0.08	1.00	0.09	-0.09	0.17
PREMIUM	-0.08	-0.07	-0.07	0.06	0.09	1.00	-0.04	-0.12
D STATE	-0.09	0.09	0.01	0.09	-0.09	-0.04	1.00	0.09
D STOCK	-0.04	-0.03	0.00	-0.07	0.17	-0.12	0.09	1.00

Όπως παρατηρούμε στον **Πίνακα 4.5** υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών που εξετάζουν την κερδοφορία της τράπεζας. Οι δείκτες που εξετάζουν την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA), την απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) και τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) παρουσιάζουν υψηλή συσχέτιση. Συγκεκριμένα παρατηρούμε πως ο δείκτης ROA έχει υψηλή συσχέτιση με τον δείκτη ROE ίση με 0.92 και με τον δείκτη EPS ίση με 0,84. Αντίστοιχα ο δείκτης ROE έχει υψηλή συσχέτιση με τον δείκτη ROA και με τον δείκτη EPS ίση με 0,80. Ο δείκτης EPS έχει υψηλή συσχέτιση με τον δείκτη ROA και με τον δείκτη ROE. Αντιθέτως οι μεταβλητές Λογιστικής αξίας προς Αγοραία αξία (B/M), Μέγεθος (size), προσάυξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής (Premium), διωνυμική μεταβλητή μετοχής (D_Stock) και η διωνυμική μεταβλητή Πολιτείας (D_state) παρουσιάζουν πολύ χαμηλή συσχέτιση, κάτι το οποίο μας επιτρέπει να εισαχθούν στο μοντέλο ταυτόχρονα.

Πίνακας 4.6

Μήτρα Συσχετίσεων Ανεξάρτητων Μεταβλητών της εταιρείας Στόχου με την εφαρμογή «Winsorize»

Μεταβλητές	ROA	ROE	EPS	B/M	SIZE	PREMIUM	D STATE	D STOCK
ROA	1.00	0.93	0.82	-0.52	0.12	-0.05	-0.05	-0.04
ROE	0.93	1.00	0.78	-0.55	0.10	-0.08	-0.07	-0.01
EPS	0.82	0.78	1.00	-0.25	0.16	-0.08	0.03	0.00
B/M	-0.52	-0.55	-0.25	1.00	-0.11	0.13	0.07	-0.05
SIZE	0.12	0.10	0.16	-0.11	1.00	0.04	-0.10	0.17
PREMIUM	-0.05	-0.08	-0.08	0.13	0.04	1.00	0.06	-0.14
D STATE	-0.05	-0.07	0.03	0.07	-0.10	0.06	1.00	0.09
D STOCK	-0.04	-0.01	0.00	-0.05	0.17	-0.14	0.09	1.00

Όπως παρατηρούμε στον **Πίνακα 4.6** μετά την ολοκλήρωση της μεθόδου “Winsorize” υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των δεικτών που εξετάζουν την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA), την απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE), τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) αλλά και με τον δείκτη Λογιστικής αξίας προς Αγοραία αξία (B/M) ο οποίος προσδιορίζει τις επενδυτικές ευκαιρίες σε αντίθεση με τους υπόλοιπους που προσδιορίζουν την κερδοφορία της τράπεζας. Συγκεκριμένα παρατηρούμε πως ο δείκτης ROA έχει υψηλή συσχέτιση με τον δείκτη ROE ίση με 0.93, με τον δείκτη EPS ίση με 0,82 και τέλος με τον δείκτη B/M ίση με -0,52. Αντίστοιχα ο δείκτης ROE έχει υψηλή συσχέτιση με τον δείκτη ROA, με τον δείκτη EPS ίση με 0,78, και με το δείκτη B/M ίση με -0,55. Ο δείκτης EPS έχει υψηλή συσχέτιση με τον δείκτη ROA και με τον δείκτη ROE. Τέλος ο δείκτης B/M έχει υψηλή συσχέτιση με τον δείκτη ROA και ROE. Αντιθέτως οι μεταβλητές όπως το Μέγεθος (size), η προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής (Premium), η διωνυμική μεταβλητή μετοχής(D_Stock) και η διωνυμική μεταβλητή Πολιτείας (D_state) συνεχίζουν να παρουσιάζουν πολύ χαμηλή συσχέτιση όπως ακριβώς συνέβαινε και πριν την εφαρμογή της μεθόδου “Winsorize”.

4.2.2 Αποτελέσματα Διαστρωματικής Παλινδρόμησης για CAR (0,+1)

Πίνακας 4.7

Αποτελέσματα Διαστρωματικής Παλινδρόμησης για την εταιρεία στόχος μετά την εφαρμογή της μεθόδου “Winsorize”

OLS white - heteroskedasticity test [CAR (0, +1)]

Μεταβλητές	Μοντέλο 1 Χωρίς Συσχετίσεις (Χωρίς ROA, EPS, BTM)		Μοντέλο 2 Χωρίς Συσχετίσεις (Χωρίς ROA, ROE)		Μοντέλο 3 Χωρίς Συσχετίσεις (Χωρίς ROA, ROE, BTM)		Μοντέλο 4 Χωρίς Συσχετίσεις (Χωρίς ROA, ROE, EPS)		Μοντέλο 5 Χωρίς Συσχετίσεις (Χωρίς ROE, EPS, BTM)	
	Συντελεστές	t - test	Συντελεστές	t - test	Συντελεστές	t - test	Συντελεστές	t - test	Συντελεστές	t - test
C	0.3401	0.8835	0.3202	0.8321	0.3521	0.8837	0.3288	0.8717	0.3401	0.8874
BOOK_TO_MARKET			0.0177	1.1096			0.0193	1.172		
EARNINGS_PER_SHR			-0.0048	-0.2822	-0.0078	-0.4813				
FIRM_SIZE	-0.0473	-2.5399**	-0.0479	-2.5265**	-0.0491	-2.5266**	-0.0491	-2.6354**	-0.0462	-2.5019**
PREMIUM	0.4091	3.0786***	0.4095	3.0716***	0.4143	3.1269***	0.4109	3.0637***	0.4106	3.0945***
ROA									-0.0356	-1.3905
ROE	-0.0023	-1.3261								
D_STATE	0.0102	0.2929	0.0127	0.3649	0.0152	0.4405	0.0117	0.3376	0.0118	0.3388
D_STOCK	0.0108	0.4099	0.0135	0.5028	0.0123	0.4583	0.0144	0.5547	0.0085	0.3211
R-squared	0.4511		0.4368		0.4324		0.4362		0.4514	

Τα σύμβολα *, **, *** αφορούν τον έλεγχο στατιστικής σημαντικότητας που έγινε με βάση το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%, 5% και 1% αντίστοιχα.

Στον παραπάνω **Πίνακα 4.7** γίνεται η παρουσίαση των αποτελεσμάτων μετά από τη πραγματοποίηση δοκιμών στο χρονικό παράθυρο (0,+1). Όπως είδαμε το παράθυρο αυτό χαρακτηρίζεται από τη μεγαλύτερη στατιστική σημαντικότητα της εξαρτημένης μεταβλητής που είναι η Αθροιστική Υπεραπόδοση. Στην προηγούμενη ενότητα εξετάσαμε τους συντελεστές συσχέτισης των ανεξάρτητων μεταβλητών. Αυτή η διαδικασία υιοθετήθηκε ώστε να αποφευχθεί το πρόβλημα της πολυσυγγραμμικότητας. Οπότε πραγματοποιήσαμε παλινδρομήσεις επιλέγοντας επεξηγηματικές μεταβλητές οι οποίες έχουν χαμηλό συντελεστή συσχέτισης εξετάζοντας την στατιστική τους σημαντικότητα. Αξιοσημείωτο είναι πως καθώς οι επεξηγηματικές μεταβλητές του προσδιορίζουν την Απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA), την Απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE), τα Κέρδη ανά μετοχή (EPS) αλλά και ο δείκτης Λογιστικής αξίας προς Αγοραία αξία (B/M) έχουν υψηλή συσχέτιση μεταξύ τους, επιλέξαμε συνδυασμούς όπου υπάρχει μία μόνο από τις μεταβλητές με υψηλή συσχέτιση και οι υπολειπόμενες επεξηγηματικές μεταβλητές με χαμηλή συσχέτιση. Οπότε πραγματοποιήσαμε παλινδρόμηση όπου δεν υπάρχουν οι δείκτες ROA, EPS και B/M αλλά όλοι οι υπόλοιποι, παλινδρόμηση όπου δεν υπάρχουν οι δείκτες ROA και ROE αλλά οι υπολειπόμενοι, παλινδρόμηση χωρίς τους ROA, ROE και B/M αλλά με τους υπόλοιπους, παλινδρόμηση όπου δεν βάλουμε τους ROA, ROE και EPS και τέλος χωρίς τους ROE, EPS και B/M. Με αυτό τον τρόπο σχηματίσαμε πέντε παλινδρομήσεις με συντελεστές οι οποίοι έχουν χαμηλή συσχέτιση.

- **Μοντέλο 1**

$$CAR = a_0 + b_1*ROE_i + b_2*SIZE_i + b_3*PREMIUM_i + b_4*DSTOCK_i + b_5*DSTATE_{i+\varepsilon}$$

Στο πρώτο μοντέλο παρατηρούμε ότι το R^2 ισούται με 45,11%. Σε αυτό το μοντέλο συμπεριλαμβάνουμε τις ανεξάρτητες μεταβλητές που έχουν χαμηλή συσχέτιση μεταξύ τους έχοντας αφαιρέσει τους δείκτες ROA, EPS και B/M. Όπως παρατηρούμε η επεξηγηματική μεταβλητή Μέγεθος (SIZE) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής (Premium) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%.

Ο συντελεστής του Premium είναι θετικός που σημαίνει πως μεγαλύτερο premium οδηγεί σε μεγαλύτερη τιμή της Αθροιστικής Υπεραπόδοσης. Ο συντελεστής της επεξηγηματικής μεταβλητής Size είναι αρνητικός που σημαίνει πως όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος μιας εταιρείας στόχου τόσο μικρότερη είναι η Αθροιστική Υπεραπόδοση. Μια αύξηση της επεξηγηματικής μεταβλητής Size κατά μια μονάδα οδηγεί σε μείωση της εξαρτημένης μεταβλητής κατά 0,0473. Αντιθέτως μια αύξηση του Premium κατά μια μονάδα οδηγεί σε αύξηση της αθροιστικής Υπεραπόδοσης κατά 0,4091.

- **Μοντέλο 2**

$$\text{CAR} = a_0 + b_1 * \text{SIZE}_i + b_2 * \text{BM}_i + b_3 * \text{EPS}_i + b_4 * \text{PREMIUM}_i + b_5 * \text{DSTOCK}_i + b_6 * \text{DSTATE}_i + \varepsilon$$

Στο μοντέλο αυτό παρατηρούμε ότι το R^2 ισούται με 43,68%. Σε αυτό το μοντέλο συμπεριλαμβάνουμε τις ανεξάρτητες μεταβλητές που έχουν χαμηλή συσχέτιση μεταξύ τους έχοντας αφαιρέσει τους δείκτες ROA και ROE. Όπως παρατηρούμε η επεξηγηματική μεταβλητή Μέγεθος (SIZE) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και η Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής (Premium) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Όπως και στα προηγούμενα μοντέλα το Premium έχει θετικό συντελεστή ενώ το Size αρνητικό. Μια αύξηση της επεξηγηματικής μεταβλητής Size κατά μία μονάδα οδηγεί σε μείωση της εξαρτημένης μεταβλητής κατά 0,0479. Αντιθέτως μια αύξηση του Premium κατά μία μονάδα οδηγεί σε αύξηση της αθροιστικής Υπεραπόδοσης κατά 0,4095.

- **Μοντέλο 3**

$$\text{CAR} = a_0 + b_1 * \text{SIZE}_i + b_2 * \text{EPS}_i + b_3 * \text{PREMIUM}_i + b_4 * \text{DSTOCK}_i + b_5 * \text{DSTATE}_i + \varepsilon$$

Στο τρίτο μοντέλο παρατηρούμε ότι το R^2 ισούται με 43,24%. Σε αυτό το μοντέλο συμπεριλαμβάνουμε τις ανεξάρτητες μεταβλητές που έχουν χαμηλή συσχέτιση μεταξύ τους έχοντας αφαιρέσει τους δείκτες ROA, B/M και ROE. Όπως παρατηρούμε η επεξηγηματική μεταβλητή Μέγεθος (SIZE) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και έχει αρνητικό συντελεστή ενώ η Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής (Premium) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1% και έχει θετικό συντελεστή. Μια αύξηση της επεξηγηματικής μεταβλητής Size κατά μια μονάδα οδηγεί σε μείωση της εξαρτημένης μεταβλητής κατά 0,0491. Αντιθέτως μια αύξηση του Premium κατά μία μονάδα οδηγεί σε αύξηση της αθροιστικής Υπεραπόδοσης κατά 0,4143. Όλες οι υπόλοιπες επεξηγηματικές μεταβλητές είναι στατιστικά ασήμαντες δηλαδή δεν έχουν κάποια επίπτωση στην εξαρτημένη μεταβλητή.

- **Μοντέλο 4**

$$\text{CAR} = a_0 + b_1 * \text{SIZE}_{i,t} + b_2 * \text{BM}_{i,t} + b_3 * \text{PREMIUM}_{i,t} + b_4 * \text{DSTOCK}_{i,t} + b_5 * \text{DSTATE}_{i,t} + \varepsilon$$

Στο τέταρτο μοντέλο παρατηρούμε ότι το R^2 ισούται με 43,62%. Σε αυτό το μοντέλο συμπεριλαμβάνουμε τις ανεξάρτητες μεταβλητές που έχουν χαμηλή συσχέτιση μεταξύ τους έχοντας αφαιρέσει τους δείκτες ROA, EPS και ROE. Όπως παρατηρούμε η επεξηγηματική μεταβλητή Μέγεθος (SIZE) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής (Premium) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Η σχέση της αθροιστικής Υπεραπόδοσης με την επεξηγηματική μεταβλητή Size είναι αρνητική ενώ με την Premium είναι θετική. Μια αύξηση της επεξηγηματικής μεταβλητής Size κατά μια μονάδα οδηγεί σε μείωση της εξαρτημένης μεταβλητής κατά 0,0491. Αντιθέτως μια αύξηση του Premium κατά μια μονάδα οδηγεί σε αύξηση της αθροιστικής Υπεραπόδοσης κατά 0,4109.

- **Μοντέλο 5**

$$\text{CAR} = a_0 + b_1 \cdot \text{ROA}_i + b_2 \cdot \text{SIZE}_i + b_3 \cdot \text{PREMIUM}_i + b_4 \cdot \text{DSTOCK}_i + b_5 \cdot \text{DSTATE}_i + \varepsilon$$

Στο μοντέλο αυτό παρατηρούμε ότι το R^2 ισούται με 45,14%. Σε αυτό το μοντέλο συμπεριλαμβάνουμε τις ανεξάρτητες μεταβλητές που έχουν χαμηλή συσχέτιση μεταξύ τους έχοντας αφαιρέσει τους δείκτες B/M, EPS και ROE. Όπως παρατηρούμε η επεξηγηματική μεταβλητή Μέγεθος (SIZE) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής (Premium) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Επίσης εδώ παρατηρούμε πως μια αύξηση της επεξηγηματικής μεταβλητής Size κατά μια μονάδα οδηγεί σε μείωση της εξαρτημένης μεταβλητής κατά 0,0462. Αντιθέτως μια αύξηση του Premium κατά μια μονάδα οδηγεί σε αύξηση της αθροιστικής Υπεραπόδοσης κατά 0,4106.

4.2.3 Αποτελέσματα Διαστρωματικής Παλινδρόμησης για CAR (-1,+1)

Πίνακας 4.8

Αποτελέσματα Διαστρωματικής Παλινδρόμησης για την εταιρεία στόχος μετά την εφαρμογή της μεθόδου “Winsorize”

OLS white - heteroskedasticity test [CAR(-1,+1)]

Μεταβλητές	Μοντέλο 1 Χωρίς Συσχετίσεις (Χωρίς ROA, EPS, BTM)		Μοντέλο 2 Χωρίς Συσχετίσεις (Χωρίς ROA, ROE)		Μοντέλο 3 Χωρίς Συσχετίσεις (Χωρίς ROA, ROE, BTM)		Μοντέλο 4 Χωρίς Συσχετίσεις (Χωρίς ROA, ROE, EPS)		Μοντέλο 5 Χωρίς Συσχετίσεις (Χωρίς ROE, EPS, BTM)	
	Συντελεστής	t - test	Συντελεστής	t - test	Συντελεστής	t - test	Συντελεστής	t - test	Συντελεστής	t - test
C	0.1058	0.2815	0.1122	0.3003	0.1143	0.2957	0.1198	0.3233	0.1006	0.2697
BOOK_TO_MARKET			0.0011	0.0822			0.0026	0.1736		
EARNINGS_PER_SHR			-0.0042	-0.2770	-0.0044	-0.2910				
FIRM_SIZE	-0.0381	-2.0274**	-0.0394	-2.0504**	-0.0395	-2.0114**	-0.0404	-2.1110**	-0.0367	-1.9811**
PREMIUM	0.4829	4.3026***	0.4860	4.2502***	0.4863	4.3477***	0.4872	4.2629***	0.4827	4.3411***
ROA									-0.0279	-1.1022
ROE	-0.0014	-0.7781								
D_STATE	0.0090	0.3067	0.0119	0.3849	0.0121	0.3982	0.0110	0.3679	0.0097	0.3281
D_STOCK	0.0170	0.6436	0.0180	0.6687	0.0179	0.6766	0.0187	0.7222	0.0147	0.5560
R-squared	0.5460		0.5394		0.5394		0.5390		0.5511	

Τα σύμβολα *, **, *** αφορούν τον έλεγχο στατιστικής σημαντικότητας που έγινε με βάση το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%, 5% και 1% αντίστοιχα

Στον Πίνακα 4.8 παρατηρούμε πως συμπεριφέρονται οι αντίστοιχες επεξηγηματικές μεταβλητές σε ένα χρονικό παράθυρο (-1,+1) σε σχέση με την Αθροιστική Υπεραπόδοση στο αντίστοιχο χρονικό διάστημα.

- **Μοντέλο 1**

$$CAR = a_0 + b_1 * ROE_i + b_2 * SIZE_i + b_3 * PREMIUM_i + b_4 * DSTOCK_i + b_5 * DSTATE_i + \varepsilon$$

Στο πρώτο μοντέλο παρατηρούμε ότι το R^2 ισούται με 54,60%. Σε αυτό το μοντέλο συμπεριλαμβάνουμε τις ανεξάρτητες μεταβλητές που έχουν χαμηλή συσχέτιση μεταξύ τους έχοντας αφαιρέσει τους δείκτες ROA, EPS και B/M.

Όπως παρατηρούμε η επεξηγηματική μεταβλητή Μέγεθος (SIZE) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής (Premium) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Ο συντελεστής του Premium είναι θετικός που σημαίνει πως μεγαλύτερο premium οδηγεί σε μεγαλύτερη τιμή της Αθροιστικής Υπεραπόδοσης. Ο συντελεστής της επεξηγηματικής μεταβλητής Size είναι αρνητικός που σημαίνει πως όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος μιας εταιρείας στόχου τόσο μικρότερη είναι η Αθροιστική Υπεραπόδοση. Μια αύξηση της επεξηγηματικής μεταβλητής Size κατά μία μονάδα οδηγεί σε μείωση της εξαρτημένης μεταβλητής κατά 0,0381. Αντιθέτως μια αύξηση του Premium κατά μια μονάδα οδηγεί σε αύξηση της αθροιστικής Υπεραπόδοσης κατά 0,4829.

- **Μοντέλο 2**

$$CAR = a_0 + b_1 * SIZE_i + b_2 * BM_i + b_3 * EPS_i + b_4 * PREMIUM_i + b_5 * DSTOCK_i + b_6 * DSTATE_i + \varepsilon$$

Στο μοντέλο αυτό παρατηρούμε ότι το R^2 ισούται με 53,94%. Σε αυτό το μοντέλο συμπεριλαμβάνουμε τις ανεξάρτητες μεταβλητές που έχουν χαμηλή συσχέτιση μεταξύ τους έχοντας αφαιρέσει τους δείκτες ROA και ROE. Όπως παρατηρούμε η επεξηγηματική μεταβλητή Μέγεθος (SIZE) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής (Premium) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Όπως και στα προηγούμενα μοντέλα το Premium έχει θετικό συντελεστή ενώ το Size αρνητικό. Μια αύξηση της επεξηγηματικής μεταβλητής Size κατά μία μονάδα οδηγεί σε μείωση της εξαρτημένης μεταβλητής κατά 0,0394. Αντιθέτως μια αύξηση του Premium κατά μία μονάδα οδηγεί σε αύξηση της αθροιστικής Υπεραπόδοσης κατά 0,4860.

- **Μοντέλο 3**

$$CAR = a_0 + b_1*SIZE_{i,t} + b_2*EPS_{i,t} + b_3*PREMIUM_{i,t} + b_4*DSTOCK_{i,t} + b_5*DSTATE_{i,t} + \varepsilon$$

Στο μοντέλο αυτό παρατηρούμε ότι το R^2 ισούται με 53,94%. Σε αυτό το μοντέλο συμπεριλαμβάνουμε τις ανεξάρτητες μεταβλητές που έχουν χαμηλή συσχέτιση μεταξύ τους έχοντας αφαιρέσει τους δείκτες ROA, B/M και ROE. Όπως παρατηρούμε η επεξηγηματική μεταβλητή Μέγεθος (SIZE) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και έχει αρνητικό συντελεστή ενώ η Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής (Premium) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1% και έχει θετικό συντελεστή. Μια αύξηση της επεξηγηματικής μεταβλητής Size κατά μία μονάδα οδηγεί σε μείωση της εξαρτημένης μεταβλητής κατά 0,0395. Αντιθέτως μια αύξηση του Premium κατά μία μονάδα οδηγεί σε αύξηση της αθροιστικής Υπεραπόδοσης κατά 0,4863. Όλες οι υπόλοιπες επεξηγηματικές μεταβλητές είναι στατιστικά ασήμαντες δηλαδή δεν έχουν κάποια επίπτωση στην εξαρτημένη μεταβλητή.

- **Μοντέλο 4**

$$CAR = a_0 + b_1*SIZE_i + b_2*BM_i + b_3*PREMIUM_i + b_4*DSTOCK_i + b_5*DSTATE_i + \varepsilon$$

Στο μοντέλο αυτό παρατηρούμε ότι το R^2 ισούται με 53,90%. Σε αυτό το μοντέλο συμπεριλαμβάνουμε τις ανεξάρτητες μεταβλητές που έχουν χαμηλή συσχέτιση μεταξύ τους έχοντας αφαιρέσει τους δείκτες ROA, EPS και ROE. Όπως παρατηρούμε η επεξηγηματική μεταβλητή Μέγεθος (SIZE) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής (Premium) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Η σχέση της αθροιστικής Υπεραπόδοσης με την επεξηγηματική μεταβλητή Size είναι αρνητική ενώ με την Premium είναι θετική. Μια αύξηση της επεξηγηματικής μεταβλητής Size κατά μία μονάδα οδηγεί σε μείωση της εξαρτημένης μεταβλητής κατά 0,0404. Αντιθέτως μια αύξηση του Premium κατά μία μονάδα οδηγεί σε αύξηση της αθροιστικής Υπεραπόδοσης κατά 0,4872.

- **Μοντέλο 5**

$$CAR = a_0 + b_1*ROA_i + b_2*SIZE_i + b_3*PREMIUM_i + b_4*DSTOCK_i + b_5*DSTATE_i + \varepsilon$$

Στο μοντέλο αυτό παρατηρούμε ότι το R^2 ισούται με 55,11%. Σε αυτό το μοντέλο συμπεριλαμβάνουμε τις ανεξάρτητες μεταβλητές που έχουν χαμηλή συσχέτιση μεταξύ τους έχοντας αφαιρέσει τους δείκτες B/M, EPS και ROE. Όπως παρατηρούμε η επεξηγηματική μεταβλητή Μέγεθος (SIZE) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής (Premium) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Επίσης εδώ παρατηρούμε πως μια αύξηση της επεξηγηματικής μεταβλητής Size κατά μία μονάδα οδηγεί σε μείωση της εξαρτημένης μεταβλητής κατά 0,0367. Αντιθέτως μια αύξηση του Premium κατά μία μονάδα οδηγεί σε αύξηση της αθροιστικής Υπεραπόδοσης κατά 0,4827.

4.3 Ανάλυση Αποτελεσμάτων

Η δημιουργία των υπεραποδόσεων στις τιμές των μετοχών που προκαλείται από την ανακοίνωση μιας συγχώνευσης-εξαγοράς αποτελεί ένα μείζον θέμα τις τελευταίες δεκαετίες που έχει προκαλέσει το ενδιαφέρον πολλών ερευνητών. Στην εργασία μας εξετάζουμε αυτό το φαινόμενο από τη σκοπιά της εταιρείας στόχου. Μελετάμε την αντίδραση των επενδυτών στην ανακοίνωση ενός τέτοιου γεγονότος και τι αντίκτυπο δημιουργεί αυτό στην τιμή της μετοχής της εξαγοραζόμενης τράπεζας. Οι επεξηγηματικές μεταβλητές που χρησιμοποιήσαμε προκειμένου να προσδιορίσουμε την επίδραση που έχουν πάνω στην Αθροιστική Υπεραπόδοση (εξαρτημένη μεταβλητή) είναι η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA), η απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE), τα Κέρδη ανά μετοχή (EPS), η Λογιστικής αξίας προς Αγοραία αξία (B/M), το Μέγεθος (size), η προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής (Premium), η διωνυμική μεταβλητή μετοχής (D_Stock) και η διωνυμική μεταβλητή Πολιτείας (D_state).

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων που πραγματοποιήσαμε στην προηγούμενη θεματική ενότητα καταλήξαμε πως οι μεταβλητές που έχουν επίπτωση πάνω στην Αθροιστική Υπεραπόδοση είναι το Μέγεθος της τράπεζας (Size) και η Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής (Premium). Διαπιστώσαμε πως όσο πιο μεγάλο είναι το μέγεθος που έχει η τράπεζα στόχος τόσο πιο μικρή είναι η αθροιστική Υπεραπόδοση ενώ όσο πιο μεγάλο είναι το Premium που δίνεται στην τράπεζα στόχος τόσο πιο μεγάλη είναι η αθροιστική Υπεραπόδοση.

Ακολούθως παρουσιάζεται η σύγκριση των δικών μας αποτελεσμάτων σε σχέση με τα αποτελέσματα των μελετών που έχουν πραγματοποιήσει άλλοι ερευνητές πάνω στο θέμα της ύπαρξης υπεραποδόσεων μετά την ανακοίνωση μιας συγχώνευσης-εξαγοράς.

Αποδοτικότητα Περιουσιακών Στοιχείων (ROA)

Στην έρευνα τους οι Ismail και Davidson (2007), οι Beatty et al.. (1987), οι Fraser και Kolary (1987) και ο Palia (1993) κατέληξαν πως ο συντελεστής του δείκτη αποδοτικότητας των περιουσιακών στοιχείων για τις εταιρείες στόχους είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός.

Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα στα οποία καταλήξαμε στην παρούσα εργασία για την χρονική περίοδο 2005 έως 2015, όπου παρουσιάζεται ο δείκτης αυτός να μην έχει κάποια επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή.

Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

Τα αποτελέσματα σχετικά με τον δείκτη αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων και την επίδραση του πάνω στην αθροιστική Υπεραπόδοση είναι ανάμεικτα. Σύμφωνα με τους Hagendorff et al.. (2008), οι εξαγορές που απευθύνονται σε κερδοφόρες τράπεζες με αυξημένο δείκτη αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων τείνουν να παρουσιάζουν υψηλότερες υπεραποδόσεις σε σύγκριση με τις υπόλοιπες. Σε αντίθεση οι Asimakopoulos και Athanasoglou (2013) υποστηρίζουν πως αυτός ο δείκτης έχει αρνητική στατιστική σημαντική επίδραση πάνω στην Αθροιστική Υπεραπόδοση υποδηλώνοντας ότι οι υπεραποδόσεις για την τράπεζα στόχος επηρεάζονται αρνητικά από την κερδοφορία της εξαγοράζουσας τράπεζας.

Σύμφωνα με τους Campa και Hernando (2006) και τους Beitel et al.. (2004) δεν υπάρχει κάποια αιτιολογική σχέση μεταξύ αυτού του δείκτη και της αθροιστικής Υπεραπόδοσης. Σε αυτό το αποτέλεσμα καταλήγουμε και εμείς στην εργασία μας βρίσκοντας πως αυτός ο δείκτης είναι στατιστικά ασήμαντος και δεν έχει κάποια επίδραση πάνω στην εξαρτημένη μεταβλητή.

Κέρδη ανά μετοχή (EPS)

Στην μελέτη που πραγματοποίησαν οι Beitel et al.. (2004) αποφάνθηκαν πως αυτός ο δείκτης δεν έχει κάποια σημαντική επίδραση στην πραγματοποίηση μιας επιτυχημένης συγχώνευσης-εξαγοράς κάτι το οποίο είναι σύμφωνο με τα αποτελέσματα στα οποία έχουμε καταλήξει.

Λογιστική αξία προς Αγοραία αξία (BM)

Σύμφωνα με τους Al-Sharks και Hassan (2010) ο δείκτης Λογιστική Αξία προς Αγοραία Αξία δεν είναι στατιστικά σημαντικός όπως ακριβώς βλέπουμε και εμείς μέσα από τις παλινδρομήσεις που έχουμε πραγματοποιήσει.

Μέγεθος Οργανισμού (SIZE)

Τα αποτελέσματα σχετικά με τον δείκτη Μέγεθος και την επίδραση του πάνω στην αθροιστική Υπεραπόδοση είναι ανάμεικτα. Στις έρευνες που διεξάχθηκαν από τους Al-Sharks και Hassan (2010), τους Ismail και Davidson (2007), τους Cheng et al.. (1989), τους Rogowski και Simonson (1989), και με τον Palia (1993) η σχέση μεταξύ του μεγέθους και της αθροιστικής Υπεραπόδοσης είναι θετική αλλά μη στατιστικά σημαντική. Οι Campa και Hernando (2006) υποστηρίζουν πως συναλλαγές που συμπεριλαμβάνουν διαφορετικού μεγέθους αντισυμβαλλόμενους οδηγούν σε μεγαλύτερες υπεραποδόσεις για την εταιρεία στόχος κάτι το οποίο έρχεται σε αντίθεση με τους Trifts και Scanlon (1987). Οι Cybo-Ottone και Murgia (2000), οι Desai και Stover (1985) και οι Gupta και Misra (2007) υποστηρίζουν πως το μέγεθος δεν είναι στατιστικά σημαντικός παράγοντας σε σχέση με τις υπεραποδόσεις του οργανισμού στόχου.

Σύμφωνα με τους Asimakopoulos και Athanasoglou (2013), τους Beitel et al.. (2004), Zhang (1995), τους de Cossio, Trifts, και Scanlon (1988) το μέγεθος φαίνεται να έχει στατιστικά σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις πάνω στην αθροιστική Υπεραπόδοση. Η τελευταία αυτή παραδοχή έρχεται σε συμφωνία με τα αποτελέσματα στα οποία έχουμε καταλήξει στην εργασία μας.

Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής (Premium)

Στην εργασία μας αποφανθήκαμε πως ο δείκτης Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής έχει στατιστικά σημαντική θετική επίδραση πάνω στην εξαρτημένη μεταβλητή. Αυτή η παραδοχή έρχεται σε αντίθεση με τους Hagendorff et al.. (2008) που υποστηρίζουν ότι αυτός ο δείκτης δεν έχει καμία επίδραση πάνω στις υπεραποδόσεις της εξαγοραζόμενης οντότητας. Αντιθέτως είμαστε σύμφωνοι με την μελέτη των Gupta και Misra (2007) που βρίσκουν ότι αυτός ο δείκτης έχει στατιστικά σημαντική και θετική επίδραση στην Υπεραπόδοση του οργανισμού που είναι στόχος εξαγοράς.

Διωνυμική μεταβλητή μετοχής (D Stock)

Στις μελέτες που πραγματοποίησαν οι Al-Sharks και Hassan (2010), οι Toyne και Tripp (1998), οι Hagendorff et al.. (2008), οι Baradwaj et al.. (1990), οι Cornett Gayane Palia και Tehranian (2003), και οι Houston και Ryngaert (1994) βρίσκουν πως η ολοκλήρωση της συναλλαγής με μετρητά έχει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση στην αθροιστική Υπεραπόδοση της εξαρτημένης οντότητας ενώ οι συγχωνεύσεις που χρηματοδοτούνται με το μετοχές έχουν χαμηλότερες έκτακτες αποδόσεις. Οι DeLong (2001) και (Becher 2000) αναφέρουν ότι η μέθοδος πληρωμής δεν επηρεάζει την απόδοση στη συνδυασμένη επιχείρηση. Οι Cornett και De (1991b) βρίσκουν σχετικά με την εταιρεία στόχος ότι οι συγχωνεύσεις που χρηματοδοτούνται μόνο με μετοχές ή μόνο με μετρητά παράγουν υψηλότερες υπεραποδόσεις από εκείνες που χρηματοδοτούνται με συνδυασμό μετοχών και μετρητών. Τέλος, σύμφωνα με τους Gupta και Misra (2007) η πραγματοποίηση της συναλλαγής με μετοχές δεν έχει στατιστικά σημαντική επίδραση πάνω στις υπεραποδόσεις της εταιρείας στόχου το οποίο αποτελεί και το συμπέρασμα από τις παλινδρομήσεις που έχουμε πραγματοποιήσει.

Διωνυμική μεταβλητή Πολιτείας (D state)

Η διωνυμική αυτή μεταβλητή σύμφωνα με τους Gupta και Misra (2007), Becher (2000) έχει θετική αλλά μη στατιστικά σημαντική επίδραση στην Υπεραπόδοση της εταιρείας στόχου. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουμε και μέσω της παρούσας εργασίας το οποίο όμως έρχεται σε αντιπαράθεση με τις ακόλουθες έρευνες. Σύμφωνα με τους DeLong (1999), Houston et al.. (1999), Hawawini και Swary (1990), Houston και Ryngaert (1994), Zhang (1995), Beitel et al.. (2004), Campa και Hernando (2006), Asimakopoulos και Athanasoglou (2013), Cybo-Ottone και Murgia (2000) και τον DeLong (2001) ο δείκτης αυτός επηρεάζει την υπεραπόδοση της εταιρείας στόχου και μάλιστα θετικά όταν η συγχώνευση-εξαγορά απευθύνεται σε τράπεζες μέσα στην ίδια πολιτεία. Κατά τους Ismail και Davidson (2007) και τους Hagendorff et al.. (2008) οι έκτακτες αποδόσεις είναι κατά μέσο όρο υψηλότερες για τις διασυννοριακές ευκαιρίες από ότι στις εθνικές συμφωνίες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η μελέτη αυτή είχε σαν απώτερο σκοπό την ανάλυση της αποδοτικότητας συγχωνεύσεων και εξαγορών στον τραπεζικό κλάδο των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής. Συγκεκριμένα εξετάσαμε την αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση μιας τέτοιας συναλλαγής και τους καθοριστικούς παράγοντες που συνέβαλαν σε αυτό. Μέσα από την εφαρμογή του Προσαρμοσμένου Υποδείγματος της Αγοράς εξετάσαμε τις μέσες υπεραποδόσεις σε ένα χρονικό διάστημα δέκα ημερών πριν την ανακοίνωση και δέκα ημερών μετά την ανακοίνωση και τις αθροιστικά μέσες υπεραποδόσεις των τραπεζών στόχου, των εξαγοράζουσων τραπεζών και του συνδυασμένου οργανισμού στα χρονικά παράθυρα $[0,+1]$, $[-1,0]$, $[-1,+1]$, $[-2,+2]$, $[-5,+5]$ και $[-10,+10]$.

Έτσι καταλήξαμε στο συμπέρασμα πως η τράπεζα στόχος και η συνδυασμένη οντότητα παρουσιάζουν θετικές και στατιστικά σημαντικές μέσες και αθροιστικά μέσες υπεραποδόσεις ενώ για την εξαγοραζόμενη τράπεζα είχαμε τόσο αρνητικές και στατιστικά σημαντικές μέσες και αθροιστικά μέσες υπεραποδόσεις όσο και θετικές αλλά μη στατιστικά σημαντικές μέσες και αθροιστικά μέσες υπεραποδόσεις.

Στην προσπάθεια μας να καθορίσουμε τους παράγοντες που συμβάλουν στην πραγματοποίηση μια επιτυχημένης συναλλαγής συγχώνευσης-εξαγοράς οδηγηθήκαμε στην εφαρμογή παλινδρομήσεων βάσει της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων για την τράπεζα στόχο. Η εξαρτημένη μας μεταβλητή ήταν οι αθροιστικές υπεραποδόσεις και οι ανεξάρτητες ήταν η αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων, η αποδοτικότητα των Περιουσιακών στοιχείων, τα Κέρδη ανά μετοχή, η Λογιστική αξία προς την Αγοραία αξία, το Μέγεθος του Ιδρύματος, η Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας της μετοχής, η Διωνυμική μεταβλητή μετοχής και η Διωνυμική μεταβλητή Πολιτείας. Οι παλινδρομήσεις που πραγματοποιήσαμε ήταν για το χρονικό παράθυρο $[0,+1]$ και $[-1,+1]$.

Ακολούθως συγκρίναμε την ήδη υπάρχουσα βιβλιογραφία με τα αποτελέσματα τα οποία αποφανθήκαμε έσω της παρούσας εργασίας.

Οι παράγοντες μέγεθος και Προσαύξηση επί της τρέχουσας αξίας παρουσιάστηκαν μέσα από τα αποτελέσματα μας στατιστικά σημαντικοί υποδεικνύοντας πως οι συναλλαγές των συγχωνεύσεων και εξαγορών εξαρτώνται άμεσα από τα χαρακτηριστικά της συναλλαγής και του μεγέθους της εξαγοραζόμενης τράπεζας.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας 1
Συγχωνεύσεις & Εξαγορές ανά Έτος

Year	Acquirers		Targets	
	Frequency	Percentage	Frequency	Percentage
2005	15	10.64%	14	11.47%
2006	15	10.64%	12	9.83%
2007	14	9.93%	13	10.65%
2008	11	7.8%	10	8.2%
2009	4	2.84%	4	3.28%
2010	9	6.38%	9	7.38%
2011	8	5.67%	8	6.56%
2012	11	7.8%	11	9.02%
2013	19	13.48%	15	12.30%
2014	22	15.60%	16	13.11%
2015	13	9.22%	10	8.2%
Total	141	100%	122	100%

Πίνακας 2
Συγχωνεύσεις & Εξαγορές ανά Πολιτεία

Nation	Acquirers		Targets	
	Frequency	Percentage	Frequency	Percentage
Alabama	2	1.42%	3	2.46%
Arkansas	1	0.71%	1	0.82%
California	9	6.38%	8	6.56%
Connecticut	3	2.13%	0	0.00%
D. of Columbia	0	0.00%	1	0.82%
Delaware	1	0.71%	0	0.00%
Florida	2	1.42%	2	1.64%
Georgia	1	0.71%	3	2.46%
Idaho	0	0.00%	1	0.82%
Illinois	3	2.13%	2	1.64%
Indiana	11	7.80%	8	6.56%
Kentucky	0	0.00%	2	1.64%
Louisiana	7	4.96%	3	2.46%
Maryland	3	2.13%	2	1.64%
Massachusetts	9	6.38%	9	7.38%
Michigan	4	2.83%	3	2.46%
Mississippi	3	2.13%	1	0.82%
Missouri	0	0.00%	1	0.82%
Nevada	1	0.71%	0	0.00%

New Jersey	9	6.38%	8	6.56%
New Mexico	0	0.00%	1	0.82%
New York	4	2.83%	7	5.74%
North Carolina	15	10.65%	8	6.56%
Ohio	6	4.25%	5	4.10%
Oregon	3	2.13%	1	0.82%
Pennsylvania	13	9.23%	13	10.66%
Rhode Island	0	0.00%	1	0.82%
South Carolina	3	2.13%	5	4.10%
Tennessee	1	0.71%	1	0.82%
Texas	3	2.13%	5	4.10%
Utah	1	0.71%	0	0.00%
Virginia	9	6.38%	13	10.66%
Washington	7	4.96%	3	2.46%
West Virginia	6	4.25%	0	0.00%
Wisconsin	1	0.71%	1	0.82%
Total	141	100%	122	100%

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Akhavein J., Berger A., and Humphrey D., (1997), “The effects of megamergers on efficiency and prices: evidence from a bank profit function”, *Review of Industrial Organization*, 12, 95–139.
- Al-Sharkas A., and Hassan M., (2010), “New evidence on shareholder wealth effects in bank mergers during 1980–2000”, *Journal of Financial Economics*, 34, 326–348.
- Altunbas Y., and Marques D., (2008), “Mergers and acquisitions and bank performance in Europe. The role of strategic similarities”, *Journal of Business Economics*, 60, 204–222.
- Anderson C., Becher D., and Campell T., (2004), “Bank mergers, the market for bank CEOs, and managerial incentives”, *Journal of Financial Intermediation*, 13, 6–27.
- Andrade G., Mitchell M., and Stafford E., (2001), “New evidence and perspectives on mergers”, *Journal of Economic Perspectives*, 15, 103–120.
- Asimakopoulos I., and Athanasoglou P., (2013), “Revisiting the merger and acquisition performance of European banks”, *International Review of Financial Analysis*, 29, 237–249.
- Avery R., and Samolyk K., (2004), “Bank consolidation and the provision of banking services: small commercial loans”, *Journal of Financial Services Research*, 25, 291–325.
- Baele L., and De Jonghe O., (2007), “Does the stock market value bank diversification?”, *Journal of Banking & Finance*, 31, 1999–2023.
- Baradwaj B., Dubofsky D., and Fraser D., (1991), “Bidder returns in interstate and intrastate bank acquisitions”, *Journal of Financial Services Research* 5, 261–273.
- Baradwaj B., Fraser D., and Furtado E., (1990), “Hostile bank takeover offers: analysis and implications”, *Journal of Banking & Finance*, 16, 1229–1242.
- Beccalli E., and Frantz P., (2009), “M&A operations and performance in banking”, *European Financial Management*, 36, 203–226.

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

Becher D., and Campbell T., (2005), “Interstate banking deregulation and the changing nature of bank mergers”, *Journal of Financial Research*, 28, 1–20.

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

Berger A., (2000), “The integration of the financial services industry: where are the efficiencies?”, *Am Actuar Journal*, 4, 25–52.

Berger A., and Humphrey D., (1997), “Efficiency of financial institutions: international survey and directions for future research”, *European Journal of Operational Research*, 98, 175–212.

Berger A., and Mester L., (1997), “Inside the black box: what explains differences in the efficiencies of financial institutions?”, *Journal of Banking & Finance*, 21, 895–947.

Berger A., Bonime S., Goldberg L., and White L., (2004a), “The dynamics of market entry: the effects of mergers and acquisitions on entry in the banking industry”, *Journal of Business*, 77, 797–834.

Berger A., Buch C., DeLong G., and DeYoung R., (2004b), “Exporting financial institutions management via foreign direct investment mergers and acquisitions”, *Journal of International Money and Finance*, 22, 333–366.

Berger A., Demsetz R., and Strahan P., (1999), “The consolidation of the financial services industry: causes, consequences, and implications for the future”, *Journal of Banking & Finance*, 23, 135–194.

Berger A., DeYoung R., (2001), “The effects of geographic expansion on bank efficiency”, *Journal of Financial Services Research*, 19, 163–184.

Berger A., DeYoung R., and Udell G., (2001), “Efficiency barriers to the consolidation of the European financial services industry”, *European Financial Management*, 7, 117–130.

Bertin W., Ghazanfari F., and Torabzadeh K., (1989), “Failed bank acquisitions and successful bidders’ returns”, *Journal Financial Management Association*, 18, 93–100.

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

Boyd J., and Graham S., (1988), “The profitability and risk effects of allowing bank holding companies to merge with other financial firms: a simulation study”. Federal Reserve Bank of Minneapolis, 12, 3–20.

Boyd J., Graham S., and Hewitt R., (1993), “Bank holding company mergers with nonbank financial firms: effects on the risk of failure”, *Journal of Banking & Finance*, 17, 43–63.

Bruner R., (1998), “An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault”, *Journal of Financial Economics*, 51, 125-166.

Buch C., and DeLong G., (2004), “Cross-border bank mergers: what lures the rare animal?”, *Journal of Banking & Finance*, 28, 2077–2102.

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

Choi S., Francis BB., and Hasan I., (2010), “Cross-border bank M&As and risk: evidence from the bond market”, *Journal Money Credit Bank*, 42, 615–645.

Cole R., Goldberg L., and White L., (2004), “Cookie cutter vs. character: the micro structure of small business lending by large and small banks”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 227–251.

Cornett M., and Tehranian H., (1992), “Changes in corporate performance associated with bank acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, 31, 211–234.

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

Cornett M., McNutt J., and Tehranian H., (2006), “Performance changes around bank mergers: revenue enhancements versus cost reductions”, *Journal Money Credit Bank*, 38, 1013–1050.

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

Corvoisier S., and Gropp R., (2002), “Bank concentration and retail interest rates”, *Journal of Banking & Finance*, 26, 2155–2189.

Craig S., and Hardee P., (2007), “The impact of bank consolidation on small business credit availability”, *Journal of Banking & Finance*, 31, 1237–1263.

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

Cyree K., and DeGennaro R., (2002), “A generalized method for detecting abnormal returns and changes in systematic risk”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 19, 399–416.

D’Souza C., and Lai A., (2006), “The effects of bank consolidation on risk capital allocation and market liquidity”, *Journal of Financial Services Research*, 29, 271–291.

De Nicolo G., and Kwast M., (2002), “Systemic risk and financial consolidation. Are they related?”, *Journal of Banking & Finance*, 26, 861–880.

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

DeLong G., and DeYoung R., (2007), “Learning by observing: Information spillovers in the execution and valuation of commercial bank M&As”, *The Journal of Finance*, 62, 181–216.

Desai A., and Stover R., (1985), “Bank holding company acquisitions, stockholder returns, and regulatory uncertainty”, *Journal of Financial Research*, 8, 145–156.

DeYoung R., (1997), “Bank mergers, x-efficiency, and the market for corporate control”, *Journal of Financial Management*, 23, 32–47.

DeYoung R., Evanoff 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.

DeYoung R., Hunter W., and Udell G., (2004), “The past, present, and probable future for community banks”, *Journal of Financial Services Research*, 25, 85–133.

Drees F., Keisers M., and Schiereck D., (2006), “Zum Erfolg von Sparkassenfusionen- Aktuelle kasuistische Evidenz”, *Zielwandel öffentl gemeinwirtsch Unternehm*, 29, 24–49.

Elsas R., Hackethal A., and Holzhäuser M., (2010) “The anatomy of bank diversification”, *Journal of Banking & Finance*, 34, 1274– 1287.

Emmons W., Gilbert R., and Yeager T., (2004), “Reducing the risk at small community banks: is it size or geographic diversification that matters?”, *Journal of Financial Services Research*, 25, 259–281.

Focarelli D., and Panetta F., (2003), “Are mergers beneficial to consumers? Evidence from the market for bank deposits”, *American Economic Review*, 93, 1152–1172.

Focarelli D., and Pozzolo A., (2001a), “The patterns of cross-border bank mergers and shareholdings in OECD countries”, *Journal of Banking and Finance*, 25, 2305–2337.

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

Frame W., and Lastrapes W., (1998), “Abnormal returns in the acquisition market: the case of bank holding companies, 1990–1993”, *Journal of Financial Services Research*, 14, 145–163.

Frame W., and White L., (2004), “Empirical studies of financial innovation: lots of talk little action?”, *Journal of Economic Literature*, 42, 116–144.

Francis B., Hasan I., and Wang H., (2008), “Bank consolidation and new business formation”, *Journal of Banking and Finance*, 32, 1598–1612.

Gugler K., Mueller D., Yurtoglu B., and Zulehner C., (2002), “The effects of mergers: an international comparison”, *International Journal of Industrial Organization*, 21, 625-653.

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.

Hadlock C., Houston J., and Ryngaert M., (1999), “The role of managerial incentives in bank acquisitions”, *Journal of Banking and Finance*, 23, 221–249.

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.

Hagendorff J., Hernando I., Nieto M., and Wall L., (2012), “What do premiums paid for bank M&As reflect? The case of the European Union”, *Journal of Banking and Finance*, 36, 749–759.

Haleblian J., Kim J., and Rajagopalan N., (2006), “The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: evidence from the U.S. commercial banking industry”, *Academy of Management Journal*, 49, 357–370.

Hannan T., and Wolken J., (1989), “Returns to bidders and targets in the acquisition process: evidence from the banking industry”, *Journal of Financial Services Research*, 3, 5–16.

Hauswald R., and Marquez R., (2006), “Competition and strategic information acquisition in credit markets”, *Review of Financial Studies*, 19, 967–1000.

Hernando I., Nieto M., and Wall L., (2009), “Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union”, *Journal of Banking and Finance*, 33, 1022–1032.

Holmstrom B., and Kaplan S., (2001), “Corporate Governance and merger activity in the United States: Making sense of the 1980 and 1990”, *Journal of Economic Perspectives*, 15, 121-144.

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

Houston J., James C., and Ryngaert M., (2001), “Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders”, *Journal of Financial Economics*, 60, 285–331.

Hudgins S., and Seifert B., (1996), “Stockholders and international acquisitions of financial firms: an emphasis on banking”, *Journal of Financial Services Research*, 10, 163–180.

Hughes J., Lang W., Mester L., Moon C., and Pagano M., (2003), “Do bankers sacrifice value to build empires? Managerial incentives, industry consolidation, and financial performance”, *Journal of Banking and Finance*, 27, 417–447.

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

James C., and Wier P., (1987a) “Returns to acquirers and competition in the acquisition market: the case of banking”, *Journal of Political Economy*, 95, 355–370.

James C., and Wier P., (1987b), “An analysis of FDIC failed bank auctions”, *Journal of Monetary Economics*, 20, 141–153.

Jeon Y., and Miller S., (2007), “Births, deaths, and marriages in the US commercial banking industry”, *Economic Inquiry*, 45, 325–341.

Kane E., (2000), “Incentives for banking megamergers: what motives might regulators infer from event study evidence?”, *Journal of Money Credit and Banking*, 32, 671–701.

Kim J., and Finkelstein S., (2009), “The effects of strategic and market complementary on acquisition performance: evidence from the U.S commercial banking industry 1989–2001”, *Strategic Management Journal*, 30, 617–646.

Kiyamaz H., (2004), “Cross-border acquisitions of US financial institutions: impact of macroeconomic factors”, *Journal of Banking and Finance*, 28, 1413–1439.

Kolaric S., and Schiereck D., (2013), “Shareholderwealth effects of bank mergers and acquisitions in Latin America”, *Ibero Academy of Management*, 11, 157–177.

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.

Kwan S., and Eisenbeis R., (1999), “Mergers of publicly traded banking organizations revisited”, *American Economic Review*, 84, 26–37.

Kwan S., and Wilcox J., (2002), “Hidden cost reduction in bank mergers: accounting for more productive banks”, *Resource Financial*, 19, 109–124.

Lorenz J., Beitel P., and Schiereck D., (2006), “Erfolgskriterien aus Sicht der Käuferbanken bei großen europäischen Bankzusammenschlüssen”, *Finanzbetrieb*, 8, 695–707.

Martin K., and McConnell J., (1991), "Corporate performance corporate takeovers and management turnover", *Journal of finance*, 2, 671-687.

McCardle K., and Viswanathan S., (1994), "The direct entry versus takeover decision and stock price performance around takeovers", *Journal of Business*, 67, 1-43.

Milbourn T., Boot A., and Thakor A., (1999), "Megamergers and expanded scope: theories of bank size and activity diversity", *Journal of Banking and Finance*, 23, 195–214.

Mishkin F., (2006), "How big a problem is too big to fail?" *Journal of Economic Literature*, 44, 988–1004.

Moeller S., Schlingemann F., and Stulz R., (2004), "Firm size and gains from acquisitions", *Journal of Finance Economics*, 73, 201-228.

Mußhoff J., Jahns C., and Schiereck D., (2007a), "Wertschaffung durch feindliche M&A-Transaktionen in der europäischen Bankenindustrie?", *Das Beispiel BNP und Paribas Kredit und Kapital*, 40, 407–450.

Mußhoff J., Jahns C., and Schiereck D., (2007b), "Wertschaffung durch feindliche M&A-Transaktionen in der europäischen Bankenindustrie", *Das Beispiel BNP und Paribas Kredit und Kapital*, 40, 553–582.

Neely W., (1987), "Banking acquisitions: acquirer and target shareholder returns", *Financial Management*, 16, 66–74.

Palia D., (1993), "The managerial, regulatory, and financial determinants of bank merger premiums", *The Journal of Industrial Economics*, 41, 91–102.

Penas M., and Unal H., (2004), "Gains in bank mergers: evidence from the bond market", *Journal of Financial Economics*, 74, 149–179.

Pettway R., and Trifts J., (1985), "Do banks overbid when acquiring failed banks?", *Financial Management*, 14, 5–15.

Rhoades S., (1993), "Efficiency effects of horizontal in-market bank mergers", *Journal of Banking and Finance*, 17, 411–22.

Ruback R., (1983), "The cities service takeover: a case study", *Journal of Finance*, 38, 319-330.

Schmid M., and Walter I., (2009), “Do financial conglomerates create or destroy economic value?”, *Journal of Financial Intermediation*, 18, 193–216.

Shaffer S., (1993), “Can megamergers improve bank efficiency?”, *Journal of Banking and Finance*, 17, 423–436.

Subrahmanyam V., Rangan N., and Rosenstein S., (1997), “The role of outside directors in bank acquisitions”, *Journal Financial Management Association*, 26, 23–36.

Sushka M., and Bendeck Y., (1988), “Bank acquisitions and stockholders’ wealth”, *Journal of Banking & Finance*, 12, 551–562.

Toyne M., and Tripp J., (1998), “Interstate bank mergers and their impact on shareholder returns: evidence from the 1990s”, *Journal of BusinessEconomics*, 37, 48–58.

Trifts J., and Scanion K., (1987), “Interstate bank mergers: the early evidence”, *Journal Financial Research*, 10, 305–311.

Wheelock D., and Wilson P., (2004), “Consolidation in US banking: which banks engage in mergers?”, *Review of Economics and Finance*, 13, 7–39.

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

Zollo M., and Singh H., (2004), “Deliberate learning in corporate acquisitions: post-acquisition strategies and integration capability in US bank mergers”, *Strategic Management Journal*, 25, 1233–1256.