

УДК 33.519.2

ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ НА СТОИМОСТЬ ЕВРОПЕЙСКИХ БАНКОВ

В. С. БОГДАНЧУК¹⁾, А. В. ВАСИЛЕВСКИЙ¹⁾

*¹⁾Белорусский государственный университет,
пр. Независимости, 4, 220030, г. Минск, Беларусь*

Проведена эмпирическая оценка совокупной эффективности слияний и поглощений в европейской банковской сфере в случаях объявления регуляторных изменений на рынке. Указано, что руководители банковских организаций несут ответственность перед акционерами за рост бизнеса (цен на акции) и его расширение в условиях насыщенности рынка финансовых услуг и изменяющегося климата государственного регулирования. Сделан вывод о том, что проведенный эмпирический анализ доступных котировок акций публичных компаний позволит снизить неопределенность при принятии решений о поглощении конкурирующих организаций, расширении и укреплении собственных направлений, диверсификации в новую сферу. Исследованы слияния и поглощения европейских банков в 1999–2016 гг., а также их экономическая эффективность. Определена действенность слияний и поглощений в зависимости от выбора приобретаемого банка. Проведен численный сравнительный анализ эффективности сделок в различные периоды времени, разделенные существенными регуляторными изменениями (Базель II, Базель III).

Ключевые слова: слияния и поглощения; эффективность сделок; европейские банки; метод событий; избыточная доходность; кумулятивная избыточная доходность.

BANKING M&A VALUE EFFECTS: EUROPEAN BANKS

V. S. BAHDANCHUK^a, A. V. VASILEUSKI^a

*^aBelarusian State University, Niezaliežnasci Avenue, 4, 220030, Minsk, Belarus
Corresponding author: A. V. Vasileuski (vasilevsav@tut.by)*

The aim of the article is to perform an empirical estimation of the aggregate effectiveness of the mergers and acquisitions with in European banking industry around the times of larger monetary regulatory changes. The relevance of the study is especially acute due to an increased liability of financial managers for facilitating stock growth and business expansion in the times of increasingly saturated market of financial services and the periods of significant changes in the state financial regulations. The analysis of the available stock quotes of the public companies will assist their managers in reducing the uncertainty when deciding on the acquisition of the competing companies, the expansion and strengthening the core businesses or diversifying into a new realm. The objects of the study are the European interbank mergers and acquisitions in the period from 1999 to 2016. The subject of the research is the economic effectiveness of European banking mergers

Образец цитирования:

Богданчук В. С., Василевский А. В. Оценка влияния слияний и поглощений на стоимость европейских банков // Журн. Белорус. гос. ун-та. Экономика. 2017. № 1. С. 117–125.

For citation:

Bahdanchuk V. S., Vasileuski A. V. Banking M&A value effects: European banks. *J. Belarus. State Univ. Econ.* 2017. No. 1. P. 117–125 (in Russ.).

Авторы:

Виктория Сергеевна Богданчук – магистрант кафедры банковской экономики экономического факультета. Научный руководитель – доктор физико-математических наук, профессор М. М. Ковалев.

Антон Васильевич Василевский – аспирант кафедры аналитической экономики и эконометрики экономического факультета. Научный руководитель – доктор физико-математических наук, профессор М. М. Ковалев.

Authors:

Victoria Bahdanchuk, master's degree student at the department of banking economics, faculty of economics.

Anton Vasileuski, postgraduate student at the department of analytical economics and econometrics, faculty of economics.
vasilevsav@tut.by

and acquisitions described above. The analysis yields the following results: the effectiveness of mergers and acquisitions has been determined in the banking institutions industry depending on the choice of the target bank. The study presents the comparative numerical analysis of the transactions' effectiveness at different times, split by the significant regulatory changes (Basel II, Basel III).

Key words: M&A; mergers and acquisitions; value effects; European banks; event study; abnormal returns; cumulative abnormal returns.

Введение

Введение единой валюты, ослабление трансграничных барьеров, расширение ЕС, процесс дерегулирования и гармонизации в сочетании со значительным технологическим прогрессом и ростом международной торговли создали высокий спрос на финансовые услуги. Начиная с 1980-х гг. в европейском финансовом секторе стали происходить интенсивные процессы интеграции, которые продолжаются до настоящего времени. Число кредитных организаций с 1985 по 2016 г. снизилось с 12 670 до 5076 [1]. Консолидация банков считается одной из ключевых стратегий, используемых кредитными организациями для увеличения акционерной стоимости и повышения конкурентоспособности. Обычно мотивы, побуждающие банки к участию в сделках слияния и поглощения (англ. mergers and acquisitions, M&A), связаны с повышением эффективности за счет снижения издержек, повышения прибыли, диверсификации и усиления конкурентных позиций. Ожидаемое повышение эффективности от сделки M&A находит отражение в реакции фондового рынка на стоимость акций уже в период объявления о сделке [2]. Во многих публикациях [2–14] предпринимались попытки доказать, что сделки слияния и поглощения создают дополнительную акционерную стоимость. Так, согласно исследованиям Европейского центрального банка [1] сделки M&A в ЕС в 2015 и 2016 гг. были направлены в основном на географическое распределение рисков путем диверсификации вложений по странам, которые не используют евро и/или расположены за пределами ЕС.

Настоящая работа посвящена изучению влияния различных факторов на создание дополнительной акционерной стоимости, которая оценивается после сделок M&A с участием европейских банков в 1999–2016 гг. по средней накопленной избыточной доходности (англ. cumulative average abnormal returns, CAAR), а также по средним отклонениям CAAR. Применяется метод исследования событий для оценки краткосрочных эффектов, влияющих на стоимость акционерного капитала. Реакция фондового рынка на стоимость акций банков, участвующих в сделке, рассматривается в диапазоне даты совершения (даты объявления) сделки. Общее изменение благосостояния акционеров рассматривается как среднее значение избыточных доходностей покупающего и приобретаемого банков.

Большинство исследований, описывающих краткосрочные эффекты влияния банковских сделок M&A на стоимость акций, опираются на данные рынка США, поскольку охват европейского рынка недостаточен. Одни из первых ученых, изучающих европейский банковский рынок M&A конца 1990-х гг. по географической и продуктовой диверсификации, – А. Кубо-Оттон и М. Мурджа, а также Г. Бейтел и Д. Ширек. В работе А. Кубо-Оттона и М. Мурджи [4] был проведен анализ сделок 72 европейских банков с 1998 по 1997 г., который показал положительную и значимую избыточную доходность (англ. abnormal returns, AR) для среднего поглощения во время объявления о сделке (2,06 % в течение временного периода $[-1, 0]$). Исследователи обнаружили значительную положительную AR (0,6 % во временном периоде $[-1, 0]$) для приобретаемых банков, используя индексы всех секторов, и значительную отрицательную AR ($-0,17$ % во временном периоде $[-1, 0]$), используя индекс банковского сектора в качестве рыночного эталона. Позднее Г. Бейтелом и Д. Ширеком [3] на примере исследования 98 слияний банков за 1985–2000 гг. не была выявлена значительная положительная AR для объединенного банка (1,2 %) в период объявления о сделке. В то же время AR банка-покупателя существенно не отличалась от нуля в противоположность значительной AR приобретаемого банка (10,5 %). Избыточная доходность банка-покупателя была положительной и значительной только до 1998 г. [3]. Общий вывод из двух приведенных работ состоял в том, что после формирования единого европейского банковского рынка сделки M&A с банками стали менее выгодными.

Заслуживает внимания исследование американских ученых Т. Х. Ханнана и С. Дж. Пилоффа [5]. Они попытались предсказать влияние требований Базеля II на достаточность капитала для рынка США, базируясь на анализе другого регуляторного события – оперативного корректирующего действия, принятого в 1991 г. Авторы не получили никаких существенных доказательств того, что изменение требований к капиталу или его избыточность оказывают значительное влияние на активность рынка M&A.

Многие исследователи – А. Кубо-Оттон и М. Мурджа [4], Г. Бейтел и Д. Ширек [4], М. Экаукка [9] – изучали воздействие европейских законодательных инициатив на акционерную стоимость

в банковских сделках М&А. Экономисты в основном занимались проверкой влияния плана действий по финансовым услугам и введению единой валюты. Необходимо отметить, что сегодня влияние требований Базеля III на изменение акционерной стоимости по банковским сделкам М&А тщательно не изучено.

Существует ряд исследований, которые указывают на важность величины нормативного капитала для банковских слияний. Е. Валканов и С. Клеймейер обнаружили, что приобретаемые банки с серьезным избытком капитала создали больше акционерной стоимости, при этом они покупались по более высокой цене при условии наличия покупателя с избыточным капиталом [6]. Ф. Пасиорус, С. Танна и К. Гаганис [7], а также А. Н. Бергер и К. Х. Боуман [8] утверждали, что менее капитализированные банки – более привлекательная цель для банков с избытком капитала.

Еще одно серьезное изучение влияния европейского рынка М&А на акционерную стоимость провел М. Эккауоккауа [9]. Ученый проанализировал 993 сделки по слияниям и поглощениям с 1990 по 2004 г. М. Эккауоккауа исследовал вопрос о том, оказало ли влияние введение единой валюты (евро) на европейский рынок М&А. Метод изучения событий показал снижение избыточной доходности, в особенности для сделок М&А между банками еврозоны, что было объяснено созданием более конкурентного рынка.

Исследование А. Белтратти и Г. Паладино [14] базируется на изучении акционерной стоимости европейских трансграничных сделок М&А с 2007 по 2010 г. Авторы оценили реакцию рыночной цены акций на объявление о сделках и рассчитали накопленные избыточные доходности (англ. cumulative abnormal returns, CAR). CAR были положительными и статистически значимыми на уровне 10 % для временных периодов $[-10, +10]$ и $[-10, +5]$. Их выводы совпали с выводами А. М. Бергера и К. Х. Боумана о выгодности сделок М&А для покупателей, которые получили положительную избыточную доходность (CAAR – 0,009 097, стандартное отклонение – 0,039) для временного периода $[-10; -5]$. Это объяснили утечкой информации со стороны инсайдеров.

Анализ литературы позволяет сформулировать вывод о том, что для банковских сделок М&А имеется AR для приобретаемых банков, в то время как для банков-покупателей эффект является смешанным (тенденции демонстрируют либо незначительную отрицательную доходность, либо статистически незначимые результаты в большинстве случаев).

Модели оценки влияния слияний и поглощений на доходность банка

Для оценки влияния объявления о сделке на акционерную стоимость стандартно используется методология исследования событий, разработанная А. К. Мак-Кинли [11] и развитая С. Брауном и Дж. Варнером [12]. Кроме того, в этих целях проводится анализ краткосрочных изменений рыночной цены в диапазоне времени около объявления о сделке. Методология исследования событий изучает доходность рыночной цены акций банка до и после объявления о сделке слияния. Избыточная доходность – это часть доходности, которая не может быть предсказана рыночной моделью и представляет отклонение стоимости банка, вызванное определенным событием. Предсказываемая доходность в данном случае описывается через ожидаемую доходность (вычисляется на основании фактической информации о доходности до объявления о сделке).

Избыточная доходность для банка i в день t (AR_{it}) оценивалась по рыночной модели с действующей доходностью за вычетом доходности по конкретным акциям:

$$AR_{it} = P_{it} - (\alpha_i + \beta_i P_{it}),$$

где AR_{it} – избыточная доходность по акции i в день t ; P_{it} – ожидаемая доходность акции i в день t (с учетом выплаченных дивидендов и изменения капитала); P_{mt} – ожидаемая доходность акции эталонного банка m в день t ; α_i и β_i – параметры регрессии, отражающие пересечение и систематический риск акции. В качестве эталона для банков использовался страновой банковский индекс *Datastream*. Параметры рыночной модели оценивались с –291-го по –21-й день до даты объявления о сделке.

Для анализа совокупной прибыли, полученной в результате слияния двух финансовых институтов, использовался подход Дж. Хоунстона и М. Рангаэрта [13]. Избыточная доходность покупателя и продавца рассматривалась на предмет соответствия рыночной капитализации получению избыточной доходности по объединенному банку:

$$AR_{CE} = \frac{AR_{bi} \cdot MV_{bi} \cdot AR_{si} \cdot MV_{si}}{MV_{bi} + MV_{si}},$$

где AR_{CE} – избыточная доходность объединенного банка; AR_{bi} – избыточная доходность покупателя; AR_{si} – избыточная доходность продавца; MV_{bi} – рыночная стоимость покупателя в конце месяца,

предшествующего дате объявления о сделке; MV_{si} – рыночная стоимость продавца в конце месяца, предшествующего дате объявления о сделке.

Избыточная доходность для покупателя, продавца и объединенного банка сводится к средней избыточной доходности (англ. average abnormal returns, AAR) в день t (AAR_t):

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it},$$

где n – количество акций; t – день анализа, $t \in T$.

Далее, средняя накопленная избыточная доходность (CAAR) рассчитывается как сумма средней избыточной доходности (AAR_t) за T дней за все периоды t :

$$CAAR_T = \sum_{t=1}^T AAR_t.$$

Для проверки статистической значимости наблюдаемых эффектов были проведены тесты для двух гипотез:

(1) $H_0 : CAAR_k = 0$ при тестировании CAAR по категории акций k .

(2) $H_0 : CAAR_{k_1} - CAAR_{k_2} = 0$ при тестировании отличий между двумя выборками акций категорий k_1 и k_2 .

Тестовая статистика t_{CAAR} для гипотезы (1) выражается формулой

$$t_{CAAR} = \sqrt{n} \frac{CAAR}{S_{CAAR}},$$

где n – размер выборки; S_{CAAR} – оцененное стандартное отклонение CAAR по выборке.

Оцененное стандартное отклонение (S_{CAAR}) средней накопленной избыточной доходности по выборке вычисляется из дисперсии

$$S_{CAAR}^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (CAR_i - CAAR)^2,$$

где n – размер выборки; CAR_i – накопленная избыточная доходность по акции i .

Для расчета статистики по гипотезе (2) необходимо применить аналогичный подход к тестированию с использованием двух выборок. Статистика рассчитывается по формуле

$$t_{CAAR_{k_1} - CAAR_{k_2}} = \frac{CAAR_{k_1} - CAAR_{k_2}}{\sigma_{CAAR_{k_1} - CAAR_{k_2}}},$$

где стандартная ошибка рассчитывается как $\sigma_{CAAR_{k_1} - CAAR_{k_2}} = \sqrt{\frac{2\sigma^2}{n}}$; $CAAR_{k_1}$, $CAAR_{k_2}$ – средняя накопленная избыточная доходность для первой и второй сравниваемых выборок.

Для определения значения стандартной ошибки необходимо оценить σ^2 . Поскольку в соответствии с гипотезой (2) $CAAR_{k_1}$ и $CAAR_{k_2}$ не отличаются друг от друга, используем для оценки усредненное значение дисперсий по двум выборкам для получения средней квадратической ошибки (MSE):

$$MSE = \frac{(S_1^2 - S_2^2)}{2},$$

где MSE – оценка σ^2 ; S_1^2 , S_2^2 – дисперсии двух выборок.

Дополнительно необходимо учесть возможность несовпадения выбора по размеру, что приведет к меньшему учету в средней квадратической ошибке выборки с большим количеством значений. Для нивелирования данного неравенства введем показатель SSE (сумма квадратических ошибок):

$$SSE = \sum_{i=0}^{n_1} (CAR_i - CAAR_1)^2 + \sum_{i=0}^{n_2} (CAR_j - CAAR_2)^2,$$

где n_1 , n_2 – размер большей и меньшей выборки; $CAAR_1$, $CAAR_2$ – средняя накопленная избыточная доходность для сравниваемых выборок.

С учетом вышеперечисленного приходим к показателю $\frac{SSF}{df}$, степени свободы по которому вычисляются как $df = (n_1 - 1) + (n_2 - 1)$.

После замены σ^2 на рассчитанное значение средней квадратической ошибки (MSE) получаем формулу

$$S_{k_1-k_2} = \sqrt{\frac{2MSE}{n_h}},$$

где n_h – среднее гармоническое для выборки, которое рассчитывается как $n_h = \frac{2}{n_1^{-1} + n_2^{-1}}$.

Влияние Базельских соглашений на банковские слияния и поглощения

В Базеле I требования к достаточности капитала установлены на уровне около 8 %, в то время как Базель II требовал повышенного обеспечения капиталом (до 12 %). Базель III, в свою очередь, установил минимальное значение для капитала первого уровня в размере 7 % от активов, взвешенных на риск. Это вызвало рост на 2,5 % от требуемого уровня капитала.

В двух исследованиях (Ф. Пасиорус, С. Танна и К. Гаганис [7], А. Н. Бергер и К. Х. Боуман [8]) определено, что банки с недостаточным уровнем капитала – более привлекательные объекты для покупки, чем банки с избыточным капиталом. В то же время американское исследование, проведенное Х. Мехраном и А. Такором, выявило эмпирические доказательства, подтверждающие, что объекты покупки с недостаточным уровнем капитала могут быть приобретены по более низкой цене. Таким образом, изменения требований к капиталу могут различным образом влиять на сделки M&A [10].

Базель III не оказался для банков настолько обременительным, как это ожидалось. Проведенные стресс-тесты в 91 банке ЕС продемонстрировали возможность краха в 2010 г. только семи из них. Принятие Базеля III привело к потенциальному росту активности на финансовом рынке M&A. Некоторые крупные банки осознали, что, несмотря на недополученные доходы, обусловленные повышенными требованиями к достаточности капитала и отчислениями в него, в действительности они имеют больше избыточного капитала, чем предварительно полагали. В связи с этим крупные географически диверсифицированные банки начали закрывать указанные Базелем III дыры путем приобретения небольших банков для достижения необходимых показателей по капиталу и ликвидности [14].

В статье проводится тестирование двух следующих гипотез:

1) внедрение Базеля II оказало значительное положительное влияние на акционерную стоимость для банковских сделок M&A в Европе;

2) начало внедрения Базеля III оказало значительное положительное влияние на акционерную стоимость для банковских сделок M&A в Европе.

Результаты изучения событий для выборки сделок по покупке банков представлены в табл. 1–3. Для анализа рассматривались 82 сделки с 1999 по 2016 г. Избыточные доходности рассчитывались методом наименьших квадратов. Параметры регрессии оценивались за 271 торговый день до начала временного периода [–20, +20]. В качестве доходности рынка использовались банковский индекс *Datastream*, другие источники данных – *Thomson OneBanker*.

Средняя избыточная доходность, полученная собственниками приобретаемых банков, оценивалась в размере от 9 до 12 %, что доказывает утверждение о положительном влиянии сделок M&A на стоимость приобретаемых банков (см. табл. 1).

Таблица 1

Средняя накопленная избыточная доходность приобретаемых банков

Table 1

Cumulative average abnormal returns of target banks

Временной период	CAAR	T-статистика	p-Вероятность
[–20, +20]	0,1084344***	3,5159563	0,0003604
[–10, +10]	0,110775***	3,8145841	0,0001326
[–5, +5]	0,1016876***	3,5464116	0,0003262
[–2, +2]	0,1074187***	3,6848093	0,000206
[–1, +1]	0,1010444***	3,4720619	0,0004157
[–1, 0]	0,0896992***	3,1511421	0,0011398
[–2, 0]	0,0976379***	3,4378828	0,0004642

Окончание табл. 1
Ending table 1

Временной период	СААР	<i>T</i> -статистика	<i>p</i> -Вероятность
[-5, 0]	0,098 7048***	3,580 325 7	0,000 291 8
[-10, 0]	0,108 648 1***	3,882 138 3	0,000 105 1
[-20, 0]	0,115 313***	4,065 521 8	5,519
[0, +5]	0,082 721 2***	2,898 662 3	0,002 410 2
[0, +10]	0,081 865 2***	2,827 046 3	0,002 958 3
[0, +20]	0,072 859 7***	2,381 238 1	0,009 800 5

Примечание. Здесь и далее в таблицах: * – значимость на уровне 10 %; ** – значимость на уровне 5 %; *** – значимость на уровне 1 %.

Ожидается, что акционеры покупателя получают отрицательную избыточную доходность. Только во временных периодах [-20, +20] и [-1, 0] получены значения на уровне 5 %. Еще по пяти другим временным периодам СААР значима на уровне 10 %. Полученные результаты отличаются от описанных в исследованиях А. Кубо-Оттона и М. Мурджи [5], П. Бейтела и Д. Ширека [4], в которых в основном выявлена положительная СААР. Такие расхождения определяются различными периодами исследования. Более высокие значения СААР характеризуют период до середины 1990-х гг. (период до введения единой валюты – евро), с течением времени СААР снизилась. Недавняя работа А. Белтратти и Г. Паладино [14] обнаружила положительную СААР для покупателей, однако они рассматривали трансграничные сделки, в то время как настоящее исследование проводится в основном для внутренних. Согласно данным М. Эккауоккауа, со временем избыточная доходность банков-покупателей действительно сокращается по причине усиления конкуренции в европейском банковском секторе (см. табл. 2) [9].

Таблица 2

Средняя накопленная избыточная доходность банков-покупателей

Table 2

Cumulative average abnormal returns of banks-acquirers

Временной период	СААР	<i>T</i> -статистика	<i>p</i> -Вероятность
[-20, +20]	-0,026 983 337**	-1,847 298	0,034 177 5
[-10, +10]	-0,008 749 486	-0,766 66	0,222 756 2
[-5, +5]	-0,012 490 685	-1,204 229 4	0,116 004
[-2, +2]	-0,009 431 141	-1,135 886	0,129 677
[-1, +1]	-0,010 915 782*	-1,479 546 1	0,071 436 6
[-1, 0]	-0,011 083 69**	-1,792 952 7	0,038 356 7
[-2, 0]	-0,013 613 787*	-1,619 467 8	0,054 616 9
[-5, 0]	-0,013 323 138*	-1,409 014 7	0,081 329 1
[-10, 0]	-0,009 882 04	-0,915 924 6	0,181 212 6
[-20, 0]	-0,019 509 714*	-1,600 087 7	0,056 736 3
[0, +5]	-0,006 774 164	-1,040 847 9	0,150 521 5
[0, +10]	-0,084 061 258	-0,697 076 1	0,243 875 5
[0, +20]	-0,015 080 24*	-1,413 722 2	0,080 637 7

Значимость по объединенным банкам отмечается только для временного периода [-10, 0], хотя в большинстве случаев *p*-вероятность находится ниже 0,3 (см. табл. 3).

Таблица 3

Средняя накопленная избыточная доходность для объединенных банков

Table 3

Cumulative average abnormal returns of combined banks

Временной период	CAAR	T-статистика	p-Вероятность
[-20, +20]	-0,001 9694	-0,148 2144	0,441 2709
[-10, +10]	0,011 139	1,018 2799	0,155 7884
[-5, +5]	0,006 289	0,580 912 8	0,281 456 1
[-2, +2]	0,007 371	0,811 169 6	0,209 822 7
[-1, +1]	0,005 286 1	0,630 495 5	0,265 072 6
[-1, 0]	0,005 559 6	0,748 585 9	0,228 137 5
[-2, 0]	0,005 626 6	0,629 486 2	0,265 401 2
[-5, 0]	0,007 970 1	0,837 450 9	0,202 401 7
[-10, 0]	0,012 953 6*	1,255 660 7	0,106 424 6
[-20, 0]	0,006 626 1	0,557 717 7	0,289 287 7
[0, +5]	0,004 297	0,564 367 7	0,287 031 7
[0, +10]	0,004 163 5	0,553 867 8	0,290 597 6
[0, +20]	-0,002 617 4	-0,270 063 6	0,393 899 1

Проведем оценку влияния стандартов Базеля II и Базеля III на стоимость акционерного капитала европейских банков (на основе анализа 47 сделок M&A за 2003–2006 и 2007–2010 гг., а также 2010–2013 и 2013–2014 гг.). Избыточные доходности рассчитывались методом наименьших квадратов. Параметры регрессии оценивались за 271 торговый день до начала временного периода [-20, +20]. В качестве доходности рынка использовались банковский индекс *Datastream*, другие источники данных – *Bloomberg*, *Thomson OneBanker* (табл. 4 и 5).

Таблица 4

Среднее отклонение CAAR по объединенным банкам (2003–2006 и 2007–2010 гг.)

Table 4

Mean difference CAAR for the combined banks (2003–2006 and 2007–2010)

Временной период	CAAR за 2007–2010 гг. (N = 8)	CAAR за 2003–2006 гг. (N = 22)	CAAR-отклонение	T-статистика	p-Вероятность
[-20, +20]	0,033 482 958	0,006 538 719	-0,026 944	-0,575 91	0,569 1
[-10, +10]	0,024 800 26	0,012 393 852	-0,012 406	-0,426 12	0,673 2
[-5, +5]	-0,003 843 177	0,006 308 839	0,010 152	0,251 51	0,803 2
[-2, +2]	0,002 078 366	0,010 088 9	0,008 011	0,503 870 8	0,618 159
[-1, +1]	-0,003 812 463	0,006 273 997	0,010 086	0,291 002 3	0,773 121
[-1, 0]	-0,009 684 135	0,005 144 38	0,014 829	0,888 003	0,445 707
[-2, 0]	-0,002 144 428	0,007 348 432	0,009 493	0,326 303 9	0,746 538
[-5, 0]	0,005 834 493	0,007 267 295	0,001 433	0,041 675 5	0,967 043
[-10, 0]	0,004 553 807	0,013 940 557	0,009 387	0,338 441 2	0,737 469
[-20, 0]	-0,014 365 216	0,004 263 034	0,018 628	0,365 645 9	0,717 283
[0, +5]	-0,019 059 186	0,002 745 404	0,021 805	0,481 082 5	0,634 068
[0, +10]	0,010 864 937	0,002 157 155	-0,008 708	-0,185 985	0,853 752
[0, +20]	0,038 466 658	0,005 979 546	-0,032 487	-0,772 903	0,445 834

Среднее отклонение СААР по объединенным банкам (2010–2013 и 2013–2014 гг.)

Table 5

Mean difference CAAR for the combined banks (2010–2013 and 2013–2014)

Временной период	СААР за 2013–2014 гг. (N = 8)	СААР за 2010–2013 гг. (N = 9)	СААР-отклонение	T-статистика	p-Вероятность
[-20, +20]	-0,073 264 266	-0,040 095 609	0,033 168 657	0,457 522 213	0,653 852 713
[-10, +10]	-0,048 262 206	-0,009 562 054	0,038 700 152	0,619 986 742	0,544 570 705
[-5, +5]	-0,052 186 373	-0,003 797 555	0,048 388 818	0,783 597 461	0,445 473 799
[-2, +2]	-0,033 001 134	-0,001 207 516	0,031 793 618	0,709 413 819	0,488 949 013
[-1, +1]	-0,017 352 314	0,006 749 567	0,024 101 881	0,658 731 255	0,520 052 613
[-1, 0]	-0,032 709 157	-0,000 634 783	0,032 074 374	1,085 892 281	0,294 670 152
[-2, 0]	-0,058 023 601	-0,005 434 543	0,052 589 058	1,035 766 279	0,316 721 582
[-5, 0]	-0,060 622 176	-0,004 293 485	0,056 328 691	0,956 107 401	0,354 174 562
[-10, 0]	-0,063 579 001	0,001 054 872	0,064 633 873	1,104 825 23	0,286 642 693
[-20, 0]	-0,079 199 131	0,008 968 869	0,088 168	1,439 859 689	0,170 450 933
[0, +5]	0,010 507 392	-0,001 231 914	-0,011 739 306	-0,524 242 515	0,607 770 334
[0, +10]	0,017 388 384	-0,008 151 951	-0,025 540 335	-0,925 200 276	0,369 507 853
[0, +20]	0,008 006 453	-0,046 599 503	-0,054 605 956	-1,320 182 219	0,206 566 256

Выводы

По результатам исследования выявлена слабая положительная зависимость влияния сделок M&A на стоимость акционерного капитала для объединенных банков, значимая на одном временном интервале. Такой результат совпадает с выводами ряда исследований последних десятилетий о снижении показателя СААР для банковских сделок M&A по причине роста конкуренции и контроля. В то же время изменения в банковском секторе привели к значительному росту количества сделок.

Полученный показатель СААР для банка-покупателя находился в диапазоне от 9 до 12 %, поскольку интерес других банков и рынка к объекту покупки формировал дополнительную надбавку к стоимости. В противоречие с предыдущими исследованиями о получении банками-покупателями незначительной положительной СААР выявлена отрицательная СААР (примерно в диапазоне от -1 до -3 %), что объясняется различными временными интервалами исследования и усилением конкуренции в банковском секторе в последнее десятилетие.

Дополнительно по результатам анализа и сравнения сделок M&A за 2003–2006 и 2007–2010 гг., а также за 2010–2013 и 2013–2014 гг. сделан вывод об отсутствии значимого статистического влияния внедрения стандартов Базеля II и Базеля III на доходность акционерного капитала в европейском банковском секторе, что подтверждается работами других исследователей [6]. Необходимо отметить ряд недостатков в проведенных исследованиях: к примеру, не было учтено значительное влияние сторонних факторов, таких как финансовый кризис 2008–2009 гг.

Результаты данного исследования могут быть полезны для проведения будущих сделок M&A. Данная разработка сосредоточена на эффектах повышения благосостояния акционеров, может использоваться собственниками потенциальных объектов покупки (которые, согласно агентской теории, часто вступают в сговор с финансовыми руководителями).

Библиографические ссылки

1. European Central Bank. 2016 [Electronic resource]. URL: https://www.ecb.europa.eu/stats/services/escb/html/table.en.htm?id=JDF_MFI_MFI_LIST (date of access: 06.09.2016).
2. *Fiordelisi F.* The determinants of shareholder value in European banking // *J. Bank. Finance.* 2009. Vol. 34, issue 6. P. 1189–1200.
3. *Beitel P., Schiereck D.* Value creation at the ongoing consolidation of the European banking market // Working Pap. 2001. № 5 (1). P. 47.
4. *Cybo-Ottone A., Murgia M.* Mergers and shareholder wealth in European banking // *J. Bank. Finance.* 2000. Vol. 24, issue 6. P. 831–859.

5. Hannan T. H., Pilloff S. J. Will the proposed application of Basel II in the United States encourage increased bank merger activity? Evidence from past merger activity // *Finance Econ. Discuss. Ser.* 2004. № 13.
6. Valkanov E., Kleimeier S. The role of regulatory capital in international bank mergers and acquisitions // *Res. Int. Bus. Finance.* 2007. Vol. 21, issue 1. P. 50–68. DOI: 10.1016/j.ribaf.2015.12.001.
7. Pasiouras F., Tanna S., Gaganis C. What drives acquisitions in the EU banking industry? The role of bank regulation and supervision framework, bank specific and market specific factors // *Financial Markets Inst. Instrum.* 2011. Vol. 20, issue 2. P. 29–77.
8. Berger A. N., Bouwman C. H. How does capital affect bank performance during financial crises? // *J. Financial Econ.* 2013. Vol. 109, issue 1. P. 146–176.
9. Ekkayokkaya M., Pauydal K., Holmes P. R. The euro and the changing face of European banking: Evidence from mergers and acquisitions // *Eur. Financial Management.* 2009. Vol. 15, issue 2. P. 451–476.
10. Mehran H., Thakor A. Bank capital and value in the cross-section // *Rev. Financial Stud.* 2011. Vol. 24, issue 4. P. 1019–1067.
11. MacKinlay A. C. Event Studies in Economics and Finance // *J. Econ. Lit.* 1997. Vol. 35, № 1. P. 13–39.
12. Brown S., Warner J. Using daily stock returns: The case of event studies // *J. Financial Econ.* 1985. Vol. 14, issue 1. P. 3–31.
13. Houston J., Ryngaert M. The overall gains from large bank mergers // *J. Bank. Finance.* 1994. Vol. 18, issue 6. P. 1155–1176.
14. Beltratti A., Paladino G. Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector // *J. Bank. Finance.* 2013. Vol. 37, issue 12. P. 5394–5405.

References

1. European Central Bank. 2016. URL: https://www.ecb.europa.eu/stats/services/escb/html/table.en.html?id=JDF_MFI_MFI_LIST (date of access: 06.09.2016).
2. Fiordelisi F. The determinants of shareholder value in European banking. *J. Bank. Finance.* 2009. Vol. 34, issue 6. P. 1189–1200. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2009.11.018.
3. Beitel P., Schiereck D. Value creation at the ongoing consolidation of the European banking market. *Working Pap.* 2001. No. 5 (1). P. 47.
4. Cybo-Ottone A., Murgia M. Mergers and shareholder wealth in European banking. *J. Bank. Finance.* 2000. Vol. 24, issue 6. P. 831–859. DOI:10.1016/S0378-4266(99)00109-0.
5. Hannan T. H., Pilloff S. J. Will the proposed application of Basel II in the United States encourage increased bank merger activity? Evidence from past merger activity. *Finance Econ. Discuss. Ser.* 2004. No. 13.
6. Valkanov E., Kleimeier S. The role of regulatory capital in international bank mergers and acquisitions. *Res. Int. Bus. Finance.* 2007. Vol. 21, issue 1. P. 50–68. DOI: 10.1016/j.ribaf.2015.12.001.
7. Pasiouras F., Tanna S., Gaganis C. What drives acquisitions in the EU banking industry? The role of bank regulation and supervision framework, bank specific and market specific factors. *Financial Markets Inst. Instrum.* 2011. Vol. 20, issue 2. P. 29–77. DOI: 10.1111/j.1468-0416.2001.00165.x.
8. Berger A. N., Bouwman C. H. How does capital affect bank performance during financial crises? *J. Financial Econ.* 2013. Vol. 109, issue 1. P. 146–176. DOI: 10.1016/j.jfineco.2013.02.008.
9. Ekkayokkaya M., Pauydal K., Holmes P. R. The euro and the changing face of European banking: Evidence from mergers and acquisitions. *Eur. Financial Management.* 2009. Vol. 15, issue 2. P. 451–476. DOI: 10.1111/j.1468-036x.2007.00411.x.
10. Mehran H., Thakor A. Bank capital and value in the cross-section. *Rev. Financial Stud.* 2011. Vol. 24, issue 4. P. 1019–1067. DOI: 10.1093/rfs/hhq022.
11. MacKinlay A. C. Event Studies in Economics and Finance. *J. Econ. Lit.* 1997. Vol. 35, No. 1. P. 13–39.
12. Brown S., Warner J. Using daily stock returns: The case of event studies. *J. Financial Econ.* 1985. Vol. 14, issue 1. P. 3–31. DOI: 10.1016/0304-405X(85)90042-X.
13. Houston J., Ryngaert M. The overall gains from large bank mergers. *J. Bank. Finance.* 1994. Vol. 18, issue 6. P. 1155–1176. DOI: 10.1016/0378-4266(94)00065-4.
14. Beltratti A., Paladino G. Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector. *J. Bank. Finance.* 2013. Vol. 37, issue 12. P. 5394–5405. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2013.02.004.

Статья поступила в редколлегию 17.02.2017.
Received by editorial board 17.02.2017.