

Közgazdasági Szemle, LVII. évf., 2010. január (37–58. o.)

LUBLÓY ÁGNES–TÓTH ESZTER

A közép-kelet-európai bankfúziók eredményessége

Az elmúlt években a nagy európai bankcsoportok egyre több közép-kelet-európai bankot vásároltak fel. Tanulmányunkban a bankfúziók értékkeremtő hatását részvényesi szemmel elemezzük. A közép-kelet-európai régióban tevékenykedő hét legnagyobb bankcsoport 2000 és 2008 közötti akvizíciós tranzakcióit az eseményelemzés módszerével vizsgáljuk. Úgy tűnik, a részvényesek összességében értékelik a bankcsoportok akvizíciós törekvéseit: a fúziók kicsit több mint felében pozitív a kumulált abnormális hozam, és enyhén pozitív az összes esemény abnormális hozamának átlaga is. Számításaink során elsőként az egyes bankcsoportok felvásárlási stratégiáját értékeljük. A felvásárlás bejelentése körüli háromnapos időintervallumot alapul véve, a Raiffeisen és az OTP stratégiája tekinthető a legsikeresebbnek, míg az Erste felvásárlásai a legkevésbé eredményesnek. Ezt követően rávilágítunk arra, hogy eltérő befektetői szándékból ugyan, de mind a legmagasabb, mind a legalacsonyabb értékű ügyletek esetében a pozitív abnormális hozamú fúziók vannak túlsúlyban. Végezetül megállapítjuk, hogy az országhatáron átvélő ügyletek befektetői megítélése nem rosszabb az országhatáron belüli tranzakciókénál.*

Journal of Economics Literature (JEL) kód: G14, G21, G34.

A pénzügyi piacokon kiemelkedően magas a bankfúziók száma és volumene. 2005 második felétől az ezt követő három évben összesen 2327 felvásárlási ügylet realizálódott a bankszektorban, amelyek összértéke 816 milliárd dollár volt (*Bloomberg* [2008]). A bankszektor átalakulásában igen nagy szerepet játszott az egyre erősödő globalizáció. Emellett a technikai fejlődés és a közép-kelet-európai térségre jellemző dereguláció is mind hozzájárultak a bankfúziók elterjedéséhez és a piac konszolidációjához.

Régióinkban az ezredforduló elején a bankszektor fejlettsége alacsony volt. Míg az Európai Unió 2004. évi bővítésével 20 százalékkal növekedett az EU-népesség, a bankszektor eszközállománya mindössze 2 százalékkal emelkedett (*Eurostat* [2005]). Ez azt is jelentette, hogy az új országok bankpiaca hatalmas növekedési lehetőségeket rejtett magában. Jelentős profit reményében a bankok egymással versenyezve igyekeztek egyre több közép-kelet-európai országban megjelenni. Ez a régió a magas kamatrések, a kevésbé éles verseny és a töredezettség miatt is kedvező területnek bizonyult a nagyobb nyugat-európai

* Tóth Eszter köszönettel tartozik *Carmelina Carluzzónak*, az UniCredit Group CEE Strategic Analysis munkatársának, hogy hozzjárult a Bloomberg használatához, és segítséget nyújtott az adatok megszerzéséhez. A szerzők hálásak *Berlinger Edínának* és *Michaletzky Mártonnak* is a téma és az eredmények iránti lelkesedésükért, valamint a cikk megírásának ösztönzéséért.

Lublóy Ágnes a Budapesti Corvinus Egyetem Befektetések és Vállalati Pénzügy tanszékének adjunktusa (e-mail: agnes.lublóy@uni-corvinus.hu).

Tóth Eszter a Scale Consulting Kft. junior tanácsadója (e-mail: toth.eszter@scale.hu).

bankcsoportok számára. A 2000–2008 közötti időszakban kiugróan magas volt a régióbeli bankfúziók száma és volumene. Tanulmányuk középpontjában e fúziós hullám áll.

Tanulmányunk elején a múltbeli felvásárlási hullámokat érintve, részletesebben is megvizsgáljuk az eurózónabeli bankok és hitelintézetek ötödik fúziós hullámbeli ügyleteit. E periódus fúziói ugyanis az általunk vizsgált folyamatok előzményeinek tekinthetők. Majd a szakirodalom alapján a fúziók értékteremtő szerepét részvényesi szemmel elemezzük. Bár a felvásárlások eredményességét többek között a bank, az ügyfél, illetve akár az egész társadalom szemszögéből meg lehetne vizsgálni, mi kizárólag a részvényesekre összpontosítunk. A hangsúlyt a rövid távú, Európában megfigyelt hatásokra helyezzük. Ezután saját kutatásunk módszertani háttérét ismertetjük. Elsőként az eseményelemzés (*event study*)¹ lényegét és széles körű alkalmazási lehetőségét tárjuk fel, majd a kutatás egyes lépéseit mutatjuk be, aminek során a szakirodalomban jól bevált gyakorlatot követjük. Megvizsgáljuk a 2000–2008 közötti bankfúziók rövid távú hatásait a hét legnagyobb mérlegfőösszegű bankcsoport esetében. Az elemzéshez 114 tranzakciót vettünk alapul, azt elemezve, hogy a befektetők hogyan reagálnak a felvásárlások bejelentésére. Választ keresünk arra a kérdésre is, hogy van-e eltérés a különböző volumenű tranzakciók megítélése között, valamint hogy máshogy ítélik-e meg a részvényesek az országhatáron átnyúló tranzakciókat. Végül empirikus elemzésünk legfőbb állításait foglaljuk össze. A másodrendű jelzaloghitel-piaci válság kapcsán egy rövid kitekintést is teszünk, és a bankok megváltozott fúziós stratégiájára világítunk rá.

Felvásárlási hullámok

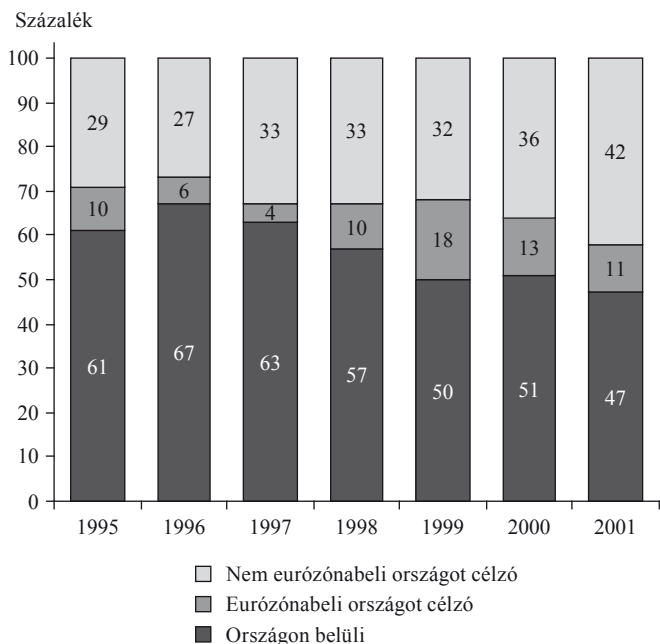
A felvásárlási aktivitás jól elkülöníthető időszakokra koncentrálódott az elmúlt évszázadban. A szakirodalom (például *Martynova–Renneboog* [2005], valamint *Lipton* [2006]) hat különböző felvásárlási hullámot különít el. Bár minden egyes hullám indítéka más volt, néhány közös vonás mégis felfedezhető az egyes fázisok között. Valamennyi fúziós hullámra jellemző, hogy jelentős piaci sokkok és gazdasági recesszió után alakult ki, számottevő hitelkínálat-bővüléssel és részvénytőzsi virágzással párosulva. Az egyes hullámokat az esetek többségében komoly technológiai fejlődés vagy jelentős szabályozási változás előzte meg. *Kleinert–Klodt* [2002] szerint a felvásárlási és összeolvadási (M&A) hullámok a megváltozott piaci környezetre való gazdasági reakcióként is értelmezhetők.

Az 1993–2000 közötti ötödik fúziós hullámhoz kapcsolódóan *Hartmann és szerzőtársai* [2003] kiemelten foglalkoznak az európai bankok és hitelintézetek felvásárlásaival és összeolvadásával. Ez a tanulmány kutatásunk szempontjából több okból is kitüntetett figyelmet érdemel. Egyrészt a tanulmány az eurózónabeli bankok és hitelintézetek felvásárlási ügyleteit elemzi, ahogy ezt a későbbiekben a főbb bankcsoportokra összpontosítva mi is tesszük. Másrészt a tanulmány az 1995 és 2001 közötti periódust vizsgálja, amely időszakban lezajlott folyamatok az általunk vizsgált időszak előzményeinek tekinthetők. A tanulmány alapján 1995–2001 között arányaiban jelentősen nőtt a nemzetközi bankfúziók száma, nagy részük az eurózónához még nem csatlakozott országokba irányult. Ahogy az *I. ábra* is szemlélteti, 2001-ben a tranzakciók 42 százalékának nem eurózónabeli ország, tehát a régiónk volt a célpontja. Ezzel párhuzamosan az országhatáron belüli tranzakciók aránya folyamatosan csökkent 1996 és 2001 között. A csökkenés ellenére az országon belüli ügyletek 2001-ben még mindig 47 százalékát tették ki az összes európai fúzióknak.

¹ Az angol *event study* kifejezés egy adott esemény hatásának vizsgálatát jelenti. A tanulmányban az eseményelemzés és az események hatásvizsgálata terminológiát felváltva, szinonimaként használjuk.

1. ábra

Az európai bankok felvásárlásainak és összeolvadásainak területi megoszlása (százalék)



Forrás: Hartmann és szerzőtársai [2003] 31. o.

Az országhatáron átnyúló tranzakciók népszerűsége egyrészt a globalizációs folyamatoknak köszönhető, másrészt a vállalati életciklus-moddal magyarázható (*Chikán* [2004]). A kisebb országban tevékenykedő pénzintézetek, illetve a nagyobb országok tőkeerős bankjai hamar elérik az életciklusukban azt a pontot, amikor a további fejlődés érdekében kénytelenek átlépni a nemzeti határokat. Mivel a 2000-es évek elejére a nyugat-európai országokban a bankkonszolidációs folyamat többé-kevésbé lezajlott, a nagy bankcsoportok telített piacokkal szembesültek, és így figyelmüket új, feltörekvő piacok felé fordították. A tanulmányunkban kiemelten kezelt közép-kelet-európai régió tehát így került a nyugat-európai bankcsoportok felvásárlási stratégiájának középpontjába.

Vennet [2002] meglátása szerint a közép-kelet-európai régiót megcélzó, országhatáron átnyúló fúziók esetében értéket elsősorban nem a működési hatékonyság, hanem a profitabilitás növelése révén tudnak teremteni a bankok. A jövedelmezőség javulása az esetek döntő többségében a méret- és választékgazdaságosságnak, valamint az erősödő márkanevnek köszönhető.

A fúziók értékteremtő szerepe részvényesi szemmel

A felvásárlások eredményességét, sikerét több szempontból is meg lehet közelíteni. A bankok szempontjából a mérce az, hogy mennyire sikerült a fúzió hatására létrejövő szinergiák kiaknázása. A banki ügyfelek számára egy fúzió akkor tekinthető sikeresnek, ha az egyesült bank alacsonyabb hitelkamatot, illetve magasabb betéti kamatot kínál, a szolgáltatás színvonala jelentősen javul, míg a termékportfólió komplexebbé válik. Társadalmi szem-

pontból egy fúzió akkor sikeres, ha növeli a bankszektor stabilitását. A felvásárlások sikerességét középpontba helyező szakirodalom az imént említett érintettek (bankok, ügyfelek, társadalom) helyzetét igen eltérő módon tárja fel. Tanulmányunknak nem célja ezen kiterjedt szakirodalom ismertetése. Mi a fúziókat egy további érintett, nevezetesen a vállalatok részvényesei szemszögéből vizsgáljuk. A részvényesek kiemelt szerepét az indokolja, hogy az felvásárlási és összeolvadási ügyletek sikerességét vizsgáló szakirodalomban alapfeltevés, hogy a vállalatok elsődleges célja a tulajdonosi érték növelése (Carper [1990], Lubatkin [1983]). A fejezetben a korábbi szakirodalom alapján arra a kérdésre keressük a választ, hogy a vállalat részvényesei hogyan reagálnak a felvásárlási döntések bejelentésére.

A tanulmány második felében bemutatott eseméyelemzés népszerű eszköz az felvásárlási és összeolvadási tranzakciók részvényárfolyamokra gyakorolt hatásának vizsgálatára. Az eseméyelemzés leginkább rövid távú hatások mérésére alkalmas eszköz. A vizsgálatok során az adott esemény bejelentésének a hatása mérhető – az, hogy a befektetők hogyan értékelik magát a fúziót, és hogyan árazzák az egyesüléssel kapcsolatos új információt.

King [2002] összefoglaló tanulmánya alapján az eddigi vizsgálatok arra utalnak, hogy a felvásárló vállalat részvényesei rövid távon vesztek, míg a felvásárolt cég részvényesei nyertek a tranzakción. A felvásárló bank részvényesei rendszerint nem bíznak abban, hogy a várt szinergiák kiaknázhatók, különösképpen egy országhatáron átnyúló tranzakció esetében. Emiatt a felvásárló bank részvényesei az esetek többségében negatívan reagálnak a bejelentés hírére. Andrade és szerzőtársai [2001] a különböző időszakok tranzakcióinak eredményességét összehasonlító tanulmányában azt is kimutatta, hogy az egyes felvásárlási hullámok eredményei nem különböznek szignifikánsan egymástól.

A bankfúziók eredményességével foglalkozó kutatók többsége az Egyesült Államok piaca alapján von le következtetéseket. Az Egyesült Államok piacára vonatkozó szakirodalomban nincs egybehangzó vélemény arról, hogy a bankfúziók rövid távon értéket teremtenek-e a részvényesek számára, vagy sem. Houston–Ryngaert [1994], valamint Hudgins–Seifert [1996] azt állapította meg, hogy a célvállalat részvényesei jól járnak a fúzióval, a részvények értéke az iparági átlagnál jobban nő. A felvásárló bank részvényeseinek helyzete azonban nem egyértelmű. A tanulmányok nagy része (például Cornett–Tehranian [2003], Anderson és szerzőtársai [2004], DeLong–DeYoung [2007]) arra a következtetésre jutott, hogy a felvásárló bank részvényeinek értéke csökken a fúzió bejelentését követően. Ezzel szemben Piloff [1996], illetve Kwan–Eisenbeis [1999] szerint a fúziók bejelentésének a részvényesek számára nincs szignifikáns értéknövelő vagy értékcsökkentő hatása. A bankfúziók rövid távú hatásait vizsgáló amerikai tanulmányokról jó áttekintést ad King [2002] és Bruner [2002].

Az európai bankfúziók sikerességét jóval kevesebb tanulmány taglalja. Mi a továbbiakban néhány átfogóbb tanulmány eredményeit ismertetjük. A fúziók eredményességével kapcsolatos európai összkép hasonló az amerikai piachoz: rövid távon a célvállalat részvényesei jól járnak, míg a felvásárló bank részvényesei rosszul. Tourani–Beek [1999] vizsgálata alapján a célvállalat részvényesei a fúzió bejelentését követően 3,77 százalékos pozitív abnormális hozamot (tényleges és a várható hozam különbsége) értek el. Campa–Hernando [2006] számításai szerint a felvásárlandó vállalat részvényesei egy hónap alatt átlagosan 5,8 százalékos többlethozamot realizáltak. Cybo–Ottone–Murgia [2000] szerint a célvállalat részvényesei a fúzió bejelentését követően lényegesen magasabb, átlagosan 15,3 százalékos pozitív abnormális hozamot értek el.

A felvásárló bank részvényesei által realizált abnormális hozam nagysága és előjele az Egyesült Államokhoz hasonlóan Európában is vitatott. Tourani–Beek [1999] szerint a felvásárló vállalat részvényesei által realizált többlethozam ugyan pozitív, de nem szignifikáns. A részvényesek akkor járnak jól, ha maga a felvásárló bank nagy és hatékony bank. Ezzel szemben Cybo–Ottone–Murgia [2000] az ajánlattevő vállalat esetében enyhén

negatív hatást igazolt. *Campa–Hernando* [2006] számításai szintén a negatív abnormális hozamot bizonyítják.

Számos kutató igazolta (lásd például *Franks és szerzőtársai* [1991], illetve *Goergen–Renneboog* [2004]), hogy alacsonyabb hozam érhető el *ellenséges felvásárlásoknál*, mint olyan tranzakciók esetében, amikor mind a két fél a fúzió elkötelezettje. A kutatók ugyanis azt találták, hogy ellenséges felvásárlások esetében átlagosan 3-5 százalékkal csökken a felvásárló vállalat részvényeinek értéke.

Kitüntetett figyelmet szenteltek a kutatók a *felvásárlandó bank méretének* is. *Tourani–Beek* [1999] írása alapján azon felvásárlások, amelyek esetén a célvállalat kicsi (mind abszolút, mind relatív értelemben), sikeresebbek, mint a többi fúzió. *Moeller és szerzőtársai* [2003] az Egyesült Államok piacán azt találta, hogy néhány igazán nagy felvásárlás jelentős értékrombolással járt együtt. *Beitel–Schierack* [2001] európai fúziókat vizsgálva hasonló következtetésre jutott. A szerzőpáros eredményei arra utalnak, hogy a felvásárló bank részvényesei által realizált hozam a célvállalat méretének növekedésével negatívvá válik. *Campa–Hernando* [2006] kutatása ugyanakkor azt bizonyítja, hogy rövid távon a kis és a nagy ügyletek között nincs szignifikáns abnormális hozambeli különbség. A nagy volumenű tranzakciók ugyanakkor hosszú távon (egy évvel a felvásárlás után) értéket teremtenek a részvényeseknek.

Mindig is izgalmas kutatási kérdés volt, hogy vajon a *határon átívelő fúziók* sikeresebbek-e, mint az országhatáron belüliek. Az Egyesült Államok piacán *Hawawini–Swary* [1990], valamint *Madura–Wiant* [1994] azt találta, hogy a tagállambeli bankok fúziója több értéket teremt, mint az a fúzió, ahol a bankok más-más tagállamban tevékenykednek. *Kane* [2000] későbbi adatokon ugyanezt igazolta. Az Egyesült Államok piacán kívülre tekintve, *Hudgins–Seifert* [1996] ugyanakkor arra a következtetésre jutott, hogy nincs szignifikáns eredményességbeli különbség az amerikai bankok hazai és külföldi felvásárlásai között. *Amihud és szerzőtársai* [2002] 214 világszerte megvalósuló fúziót vizsgált, és azt találta, hogy a bejelentést –1 százalékos átlagos abnormális hozam kíséri. *Cybo–Ottone–Murgia* [2000] szintén negatív abnormális hozamot azonosított az Európai Unió bankjainak határon átívelő fúziói esetében. *Beitel–Schierack* [2001] európai adatokon végzett számításai is ezt támasztják alá, kutatásuk értelmében a határon átnyúló fúziók csökkentik a bankok értékét. *Campa–Hernando* [2006] a három utóbb említett tanulmányhoz hasonlóan szintén azt állapította meg, hogy a célvállalatok részvényesei által bezsebelt többlethozam a határon átívelő fúziók esetében lényegesen alacsonyabb. (A szerzőpáros szerint azonban a felvásárló vállalat részvényesei által realizált abnormális hozamot a fúzió határon átívelő jellege nem befolyásolja.)

A kutatás módszertana

A felvásárlások eredményességét, sikerét több szempontból meg lehet közelíteni, köztük a bank, az ügyfél, a társadalom, illetve a részvényesek szemszögéből. Mi tanulmányunkban a vállalatok részvényesei szemszögéből vizsgáljuk a fúziókat. Arra a kérdésre keressük a választ, hogy a felvásárló vállalat részvényesei hogyan reagálnak a felvásárlási döntések bejelentésére. Ahogy korábban említettük, a részvényesek kiemelt szerepét az indokolja, hogy a szakirodalomban alapfeltevés, hogy a vállalatok elsődleges célja a tulajdonosi érték növelése.

A részvényárfolyamok a hatékony piacok elmélete szerint minden lényeges információt tükröznek. Amint egy újabb, a vállalat számára lényeges esemény következik be, az ezzel kapcsolatos hír beépül a részvényárakba. Erre az elméletre épít a piaci hozamokat alapul vevő *eseményelemzés* is. Ezt a módszertant, amely képes új információk részvényárfolyamra gyakorolt hatását mérni, elsőként *Dolley* [1933] alkalmazta: a részvényfelaprózódás nominális árfolyamra gyakorolt hatását eseményelemzéssel elemezte. Az 1960-as években az elmélet sokat

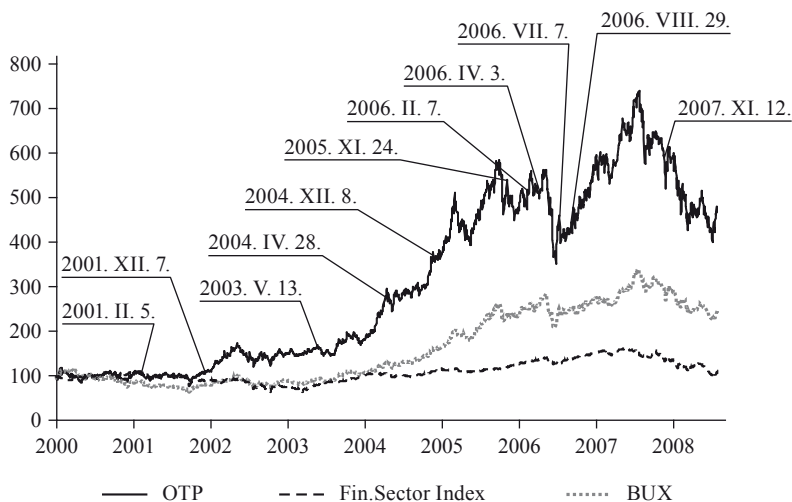
fejlődött: *Ball–Brown* [1968], illetve *Fama és szerzőtársai* [1969] továbbfejlesztette az eljárást, a számításokban már kiszűrte a feltételezett hozamváltozást és az egyéb események hatását is. Napi adatokkal *Brown–Warner* [1985] dolgozott először. Az 1990-es évekre a módszer igen elterjedté vált, az eljárást több tudományterületen is sikerrel alkalmazták az elemzők.

Az eseményelemzés jól alkalmazható például jogi és közgazdasági témájú kutatásokban a különböző szabályozási változások hatásainak nyomon követésére (lásd például *Mitchell–Netter* [1994]). A számviteli és a pénzügyi kutatásokban különösen közkedvelt az események hatásvizsgálata. *Kothari–Warner* [2006] összegyűjtötte, hogy az 1974–2000 közötti időszakban mintegy 565 olyan cikk született, amely ezt a módszert használja fel az elemzéshez.² Az eseményelemzés segítségével mérhetők olyan vállalati események, mint osztalékkifizetés, tőkeemelés vagy hitelbevonás, valamint a makroökonómiai adatok (például munkanélküliségi ráta, az infláció alakulása, várható GDP) nyilvánosságra kerülésének részvényárfolyamra gyakorolt hatása. Az eseményelemzés hathatós eszköz egy felvásárlásbejelentés részvényárfolyamokra gyakorolt hatásának a feltérképezésére is.

A 2. ábra az OTP részvényárfolyamát és az iparági index alakulását mutatja, külön kiemelve azokat a napokat, amelyeken a bankcsoport a felvásárlási ügyleteit bejelentette. Kutatásunk fő kérdése tehát az, hogy vajon az OTP (és a többi hat vizsgált bankcsoport) részvényesei a fúzió bejelentését követően realizáltak-e abnormális hozamot, és ha igen, pozitívat avagy negatívat, és milyen mértékűt.

2. ábra

Az OTP felvásárlási ügyleteinek bejelentése, a részvény tőzsdei árfolyamának és az iparági indexnek az alakulása a vizsgált időszakban



Adatok forrása: BÉT [2008] és Bloomberg [2008].

A soron következőkben a kutatás konkrét lépéseit mutatjuk be. Az eseményelemzés egyes lépéseinek kivitelezése, illetve a vizsgálat ismertetése során *Seiler* [2005] és *MacKinlay* [1997] logikáját követjük.

² *Kothari–Warner* [2006] öt újság, nevezetesen a *Journal of Business*, a *Journal of Finance*, a *Journal of Financial Economics*, a *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, valamint a *Review of Financial Studies* írásait vette alapul.

A releváns események kiválasztása

A bankfúziók eredményességének vizsgálatához a közép-kelet-európai régióból választottunk ki a legnagyobb mérlegfőösszeggel rendelkező bankcsoportokat, amelyek a következők: az UniCredit Group, a Raiffeisen International, az Erste, a KBC Group, a Société Générale, az Intesa SanPaoulo és az OTP. A kiválasztott bankcsoportok közül az OTP-n kívül valamennyi nyugat-európai vállalat. A közép-kelet-európai régió azért tölt be kiemelt szerepet e vállalatok stratégiájában, mert a relatíve alacsonyabb költségekkel (munkaerő, bérleti díjak stb.) lehetőség van az anyaorsz g n l magasabb nyereségesség elérésére.³

A kiválasztott bankcsoportok valamennyi 2000 januárja és 2008 j lius  közötti felvásárlási és összeolvas si ügyleteit összegyűjtöttünk. A Bloomberg adatbázisa alapján ezen időszakban mintegy 486 olyan fúzió valósult meg, amely a h t bankcsoport egyikét érintette. A fúziók k r t azonban sz k tett k, hogy valóban csak a fontos eseményekre v gez z k el a vizsgálatot. Azokra a tranzakciókra összpontosítottunk, amelyekben a kiválasztott bankcsoportok valamelyike volt a felvásárló cég. Azokat a tranzakciókat, amelyek azért kerültek az adatbázisba, mert a bankcsoport egy, a tulajdonában lévő leányvállalatot értékesített, kizártuk a vizsgálatból. Emellett kizártuk azokat az ügyleteket is, ahol a felv s rl t vállalat nem pénzügyi intézet volt. A sz r s után 114 tranzakciót találtunk megfelelőnek az események hatásvizsgálatára. A sz k t snel nem vett k figyelembe, hogy a felvásárlás országon belül vagy országhatáron átnyúló tranzakció volt-e, az elemz snel azonban elkülönítve is vizsgáljuk a közép-kelet-európai régiót érintő ügyletek hatását. Az 1. táblázat az OTP esetében mutatja a vizsgált felvásárlási ügyletek k r t. Terjedelmi korl atok miatt a többi bankcsoport fúziós ügyleteit nem soroljuk fel.

1. táblázat
Az OTP felvásárlási ügyletei

Sor-szám	Bejelentés dátuma	Célvállalat	Felvásárló vállalat	Bejelentett érték (millió dollár)
1.	2001. február 5.	Postabank �s Takarékpénztár	OTP Bank	n. a.
2.	2001. december 7.	OTP Banka Slovensko, a.s.	OTP Bank	14,44
3.	2003. május 13.	DSK Bank EAD	OTP Bank	357,18
4.	2004. �prilis 28.	Robank SA	OTP Bank	n. a.
5.	2004. december 8.	OTP banka Hrvatska d.d.	OTP Bank	312,00
6.	2005. november. 24.	CECCAR-ROMAS SA	OTP Bank	2,26
7.	2006. február 7.	JSCB Ukrsotsbank	OTP Bank	n. a.
8.	2006. �prilis 3.	Zepter banka a.d. Beograd	OTP Bank	41,31
9.	2006. július 7.	OTP banka Srbija a.d. Novi Sad	OTP Bank	152,10
10.	2006. augusztus 29.	Montenegrin Crnogorska Komer	OTP Bank	134,00
11.	2007. november 12.	Donskoy Narodny Bank	OTP Bank	40,95

Egyéb sz r si kritériumok: valamennyi ügylet a pénzügyi szektorban megvalósuló akvizici .

Forrás: Bloomberg [2008].

³ B r a kutatásunkban alkalmazott módszertan, illetve a kapott eredmények ismertetése előtt fontos lenne, hogy a vizsgált bankcsoportok fúziós stratégiájának legfontosabb elemeit bemutassuk, ettől terjedelmi korl atok miatt eltekintünk. Az egyes bankcsoportok felvásárlási stratégiájáról jó áttekintést ad az UniCredit Group [2008] tanulmánya, valamint Tóth [2009] irása.

Az eseményablak és a megfigyelési periódus

Az adatok szűrését követően az *eseményablak* (*event window*) meghatározására került sor, amely azon időintervallumot öleli fel, amelyen belül az abnormális hozamot vizsgáljuk. Minél kisebb ez az időintervallum, annál megbízhatóbb eredményt kapunk. A gyakorlatban a bejelentés előtti és utáni időszakot mindenképp figyelembe kell venni (*MacKinlay* [1997]). A hivatalos információ megjelenése előtt ugyanis a piacnak már lehetnek sejtései a fúzió bekövetkezéséről.

Kutatásunkban a fúzió időpontját napi pontossággal határoztuk meg. (Bár napközbeni adatelemzéssel precízebb hatásokat tudnánk kimutatni, azonban a fúzióval kapcsolatos információ nehezen köthető konkrét időpillanathoz.) A fúzió napját az alapján kellene kiválasztani, hogy a piac mikor értesülhetett a felvásárlásról. Ezt azonban egyáltalán nem egyszerű meghatározni, hiszen az adott esemény kiszivárgása és a hivatalos bejelentése jelentősen eltérhet. *Seiler* [2005] a mellett érvel, hogy az objektivitás megőrzéséhez a hivatalos bejelentés napját ajánlott figyelembe venni. Mivel a Bloomberg adatbázisa ezt a napot tartalmazza, így a kutatás során mi is így teszünk, és a bejelentés napját vesszük alapul. Mivel azonban továbbra is fennáll a probléma, hogy az információ nem épp a bejelentés időpillanatában válik köztudottá a befektető számára, ajánlott többnapos eseményablak meghatározása is.

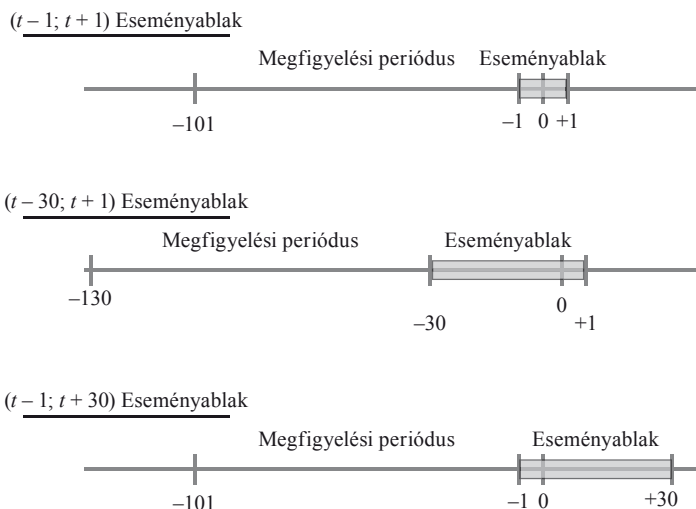
Kutatásunk során az eseményablakot kezdetben relatív kicsinek választottuk, ± 1 napnak, hiszen a bejelentés pontossága nagy valószínűséggel megmondható. Másrészt a vizsgált időszakban igen gyakoriak az események, és így jobban elkerülhető, hogy fedjék egymást az intervallumok. Az intervallumok átfedése ugyanis statisztikai problémákhoz vezet, és rontja az eredmények megbízhatóságát. Megvizsgáltuk ugyanakkor, hogy a kapott eredmények mennyiben módosulnának hosszabb ablakok alkalmazásával. Mindez két újabb forгатókönyvet jelentett, ugyanis nemcsak az eseményt megelőző intervallumot növeltük meg 30 nappal, hanem egy külön forгатókönyvben az azt követő időszakot is.⁴ A banksoportok közötti eltérések vizsgálatánál mindhárom változat eredményeit ismertetjük. A későbbiekben azonban csak a háromnapos eseményablak melletti számításokat mutatjuk be részleteiben. A hosszabb eseményablaknak betudható legjelentősebb eltérésekre ugyanakkor valamennyi esetben utalunk.

A számítások következő lépése a *megfigyelési periódus* kijelölése. A megfigyelési periódusban azt vizsgáljuk, hogy a hozam normális esetben hogyan viselkedik. Optimális esetben e periódus alatt nem történhetne másik, az adott banksoportot érintő fúzió. Erre azért van szükség, hogy az adott fúzióhoz kapcsolódó tényleges árfolyamváltozást tudjunk mérni, és elkerüljük a hasonló esemény okozta extrém hozamok jelenlétét a mintában. Kutatásunkban a megfigyelési periódusnak az eseményablak előtti 100 napot választottuk, amely a szakirodalomban is elterjedt gyakorlat (*Seiler* [2005]). Az eseményablak és a megfigyelési periódus kapcsolatát a 3. ábra szemlélteti.

⁴ Az empirikus szakirodalomban az eltérő hosszúságú, eseményt megelőző és eseményt követő ablakok párhuzamos vizsgálata a leginkább elterjedt (lásd például *Tourani–Beek* [1999], *Campa–Hernando* [2006], valamint *DeLong–DeYoung* [2007]). A bejelentést megelőző időszak hosszának növelésével az esetleges piaci szóbeszéd hatása számszerűsíthető. A bejelentést követő időszak figyelembevételével pedig a potenciális árfelhajtó hatás ragadható meg. Rendszerint a vizsgálat céljától függ, hogy az eseményablak pontosan hány napot ölel fel. A tanulmányok többségben létezik egy kitüntetett eseményablak, amely viszonyítási alapot jelent a többi forгатókönyvhöz.

3. ábra

Az eseményablak és a megfigyelési periódus kapcsolata



Az elvárt hozam

A kutatás során következő lépése az *elvárt hozam értékének* meghatározása. Seiler [2005] cikkében az elvárt hozam meghatározására négyféle lehetséges módszert említ, az átlagos hozam alkalmazását, a piaci hozammal való számolást, a proxy portfólióra vonatkozó hozamszámítást, illetve a kockázattal korrigált hozamszámítást. MacKinlay [1997] írásában részletesen kifejti a kockázattal korrigált hozamszámítás többi módszerrel szembeni előnyét, amely a leggyakrabban használt és legpontosabb módszer. Számításaink során mi is ezt alkalmazzuk. Ebben az esetben az elvárt hozamot a megfigyelési periódusra úgy kapjuk meg, hogy az adott részvény hozamát egy iparági indexszel regresszáljuk. A regresszióban a független változó az iparági index hozama, a függő változó pedig az adott részvény hozama.

Az elvárt hozam kiszámításához tehát *megfelelő indexet* kell találni, amely alkalmas arra, hogy a bankszektortok részvényárfolyamával elvégezve a regressziót, megállapíthatók legyenek a megfigyelési periódusban a hozameltérések. Az index és az adott vállalat részvényárfolyamának együttmozgását figyelembe véve számíthatunk az eseményablak napjaira elvárt hozamot. A ténylegesen tapasztalt hozam és regresszióból számított érték közötti eltérés lesz az abnormális hozam. Mind a hét vizsgált bankszektornál a Bloombergen található Financial Industry Indexet⁵ használtuk összehasonlító indexként. A piaci index helyett ez az iparági index jóval pontosabb képet ad, hiszen kizárólag azokat az információkat tartalmazza, amelyek a pénzügyi szektorban lényegesek.

A kutatási kérdés megválaszolása érdekében a Bloomberg adatbázisából letöltöttük a hét választott bankszektort részvényárfolyamát, valamint a szóban forgó indexet. Ezt kö-

⁵ A Financial Industry Index Bloombergen található rövidítése: MXWO0FN Index. Az index pontos leírása megtalálható a <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=MXWO0FN%3AIND> honlapon.

vetően mind a nyolc árfolyamnak meghatároztuk a napi hozamainak logaritmusát (R_{ij}) az (1) egyenlet segítségével:

$$R_{ij} = \ln(P_{ij}/R_{ij-1}), \quad (1)$$

ahol P a részvény, illetve az index árfolyamát jelöli. Az i értéke -101 és $+1$ között mozog, és azt mutatja meg, hogy az eseményablak első napjához viszonyítva melyik napi hozamról van szó. A j értéke 1 és 114 között mozog, és azt jelöli, hogy melyik tranzakcióhoz tartozik az adott hozam.

Az elvárt hozam kiszámításához a megelőző 100 napot vettük alapul, és erre az időszakra számítottunk *lineáris regressziót*. Így megkaptuk minden ügyletre az α -t és a β -t, majd ezen paraméterek segítségével az elvárt hozamokat. Formálisan:

$$Y_{ij} = \alpha + \beta X_{ij}, \quad (2)$$

ahol Y_{ij} az elvárt hozam az i -edik napon, j -edik tranzakcióra vonatkozóan, X_{ij} az index hozama i -edik napon, j -edik tranzakcióra vonatkozóan, α az egyenlet konstansa, β az egyenes meredeksége.

Az abnormális hozam és annak szignifikanciája

Miután a regresszió segítségével meghatároztuk az eseményablakra az elvárt hozam értékét, ezt össze kell hasonlítani a tényleges hozammal (R_{ij}). Az *abnormális hozam* a tőzsdén ténylegesen megfigyelt hozam és a regresszió segítségével meghatározott elvárt hozam különbsége. Formálisan:

$$AR_{ij} = R_{ij} - Y_{ij}. \quad (3)$$

AR_{ij} értékeit mind a megfigyelési periódusra, mind az eseményablak napjaira kiszámítottuk minden ügylet esetében. Ezt követően t -próbbal vizsgáltuk, hogy az eseményablak időszakára kapott abnormális hozam szignifikánsan eltér-e a megfigyelési periódusban kapott hozamértéktől. A t -próbát a 4. egyenlet segítségével végeztük el:

$$t = \frac{\overline{AR_{ij}} - AR_j}{\frac{s}{\sqrt{n}}}, \quad (4)$$

ahol t a t -próba, $\overline{AR_{ij}}$ a megfigyelési időszakban kapott abnormális hozamok átlaga, míg AR_j az eseményablak időszakra meghatározott abnormális hozam. A nevezőben az s az AR_{ij} megfigyelési időszakbeli szórását, míg n a minta nagyságát jelöli. A minta nagysága jelen esetben mindig 100, azaz a megfigyelési időszak alatt eltelt napok száma. A t -próba alkalmazásának feltétele az abnormális hozamok függetlensége és normalitása. A feltételek teljesülésével, illetve a nem teljesülésből eredő problémákkal az eseményelemzés kritikája kapcsán később részletesen foglalkozunk.

Az AR meghatározását követően minden egyes eseménynél kiszámítottuk a kumulált abnormális hozamot is, ami az abnormális hozamok értékét összegzi az eseményablak időszakra. Az eredmények megbízhatóságát 95 százalékos és 99 százalékos szignifikanciaszintre egyaránt megnéztük, rendre 1,96-os és 2,36-os küszöbszámmal.

A régió bankfúzióinak eredményessége

A fúziók sikerességét taglaló eddigi szakirodalmat King [2002] szakszerűen foglalta össze. A szerző 31 darab 1983–2001 között publikált tanulmány eredményeit összegezte. King [2002] azt találta, hogy a 31 tanulmányból 14 teljesítménynövekedést, míg 17 a teljesítmény romlását igazolta. Láthatjuk, hogy a tanulmányok közel fele javulást, míg másik fele teljesítményromlást vélt a piacon a fúziót követően felfedezni. Kérdés, hogy az ezredfordulót követő időszakra a közép-kelet-európai régióra vajon mi igaz. Nőtt vagy éppen csökkent a bankok teljesítménye? Saját kutatásunk révén a későbbiekben bemutatott eseménylelemzés segítségével erre a kérdésre keressük a választ.

Háromféleképpen vizsgáltuk az eseménylemzés során kapott abnormális hozamokat. Elsőként elkülönítettük a 114 tranzakciót bankcsoportonként, és az egyes bankcsoportokra külön-külön vizsgáltuk a kapott eredményeket. Második körben az ügyleteket megbontottuk volumenük alapján, és arra kerestük a választ, hogy a befektetők másképpen reagálnak-e a nagyobb összegű felvásárlásokra, és ha igen milyen irányú az eltérés. Végezetül a felvásárló és a felvásárolandó vállalatok székhelyét is figyelembe vettük, és az országon belüli és országhatáron átnyúló fúziók eredményessége közötti különbséget tártuk fel.

Bankcsoportok közötti különbségek

A $(t - 1; t + 1)$ hosszúságú eseményablak mellett a 114 vizsgált tranzakcióból a t -próba alapján 102 esetben találtuk az abnormális hozam értékét az esemény napján 95 százalékos valószínűséggel szignifikánsan eltérőnek a megfigyelési periódusban kapott értékekhez képest. 99 százalékos szignifikanciaszinten 97 esetben volt szignifikáns az abnormális hozamok közötti eltérés. Tekintettel arra, hogy összesen öt eset különbözőségéről van szó, a 95 százalékos szignifikanciaszint melletti számításainkat részletesen bemutatjuk, míg a 99 százalékos szignifikanciaszint melletti eredmények ismertetésétől eltekintünk.

A bankcsoportok közötti különbségeket valamennyi esemény $[(t - 1; t + 1), (t - 1; t + 30)]$ és $(t - 30; t + 1)$ mellett ismertetjük. A táblázatokban a kumulált abnormális hozamokat mutatjuk be, ami az első esetben három nap abnormális hozamainak összegét mutatja, míg a második két esetben 32 nap kumulált értékét.

A 2. táblázat A) részének első sora alapján a felvásárlások terén legaktívabb bankcsoportnak a Société Générale, a KBC, az UniCredit és az Intesa SanPaolo tekinthető. A négy bankcsoport vizsgált időszaki aktivitása közel azonos, a bankcsoportok éves átlagban közel három intézményt vásároltak fel. Az Erste és az OTP felvásárlási aktivitása közepesnek mondható, míg a Raiffeisené alacsony. A tranzakciók összesített eredményét mutatja a 2. táblázat A) részének utolsó oszlopa, amely a pozitív és negatív kimenetű tranzakciók száma alapján a kumulált abnormális hozamok minimumát és a maximumát, valamint a hozamok szórását és az átlagát is szemlélteti. A 2. táblázat A) részének utolsó oszlopa alapján megállapíthatjuk, hogy a fúziók valamivel több mint felében (102-ből 52 esetben) pozitív volt a kumulált abnormális hozam. Szintén enyhén pozitív (0,6 százalék) az összes esemény abnormális hozamának átlaga is. A tranzakciók abnormális hozamának szórása relatív alacsony (3 százalék). Úgy tűnik, nem véletlenül volt tehát az elmúlt időszakban a bankcsoportok számára stratégiai fontosságú a terjeszkedés, hiszen a piac értékelte az ilyen irányú stratégiai döntéseket.

A táblázat alapján a hét bankcsoport közül a Raiffeisen és az OTP felvásárlási stratégiája tekinthető a legsikeresebbnek. A Raiffeisennél mindkét vizsgált esemény pozitív kimenetet mutat, bár az alacsony elemszám miatt ebből messzemenő következtetéseket

nem vonhatunk le. Az OTP esetében a tizenegy vizsgált fúzióból hét pozitív abnormális hozammal jellemezhető. A többi bankcsoport felvásárlási eredményességéhez viszonyítva ez kimagasló arány. Mindebből arra következtethetünk, hogy a befektetők pozitívan értékelték a két bankcsoport növekedési törekvéseit, és beárazták azt a lehetséges profitnövekedést, amelyet az országhatáron átnyúló terjeszkedés jelent.

Sikeresnek tekinthető még a Société Générale és az UniCredit felvásárlási stratégiája is. Ezeknél a bankcsoportoknál az esetek több mint felében realizáltak a befektetők pozitív abnormális hozamot a fúziót követően. A Société Générale vizsgált tranzakcióit tekintve, megállapíthatjuk, hogy itt a legmagasabb a kumulált abnormális hozamok maximuma (10,3 százalék). Ugyan az UniCreditnél a tranzakciók többsége pozitív kumulált abnormális hozammal járt együtt, a kumulált abnormális hozamok terjedelme viszont széles, a hozamok ± 5 százalékos sávban ingadoznak.

2. táblázat
Bankcsoportonkénti eredmények

	Erste	Intesa	KBC	OTP	SocGen	UCI	Raiffeisen	Összesen
<i>A) Háromnapos eseményablak ($t - 1; t + 1$)</i>								
Az események száma	10	20	18	11	22	19	2	102
A pozitív kumulált abnormális hozamúak száma	3	9	9	7	12	10	2	52
A negatív kumulált abnormális hozamúak száma	7	11	9	4	10	9	0	50
Maximum (százalék)	1,8	9,8	4,4	3,8	10,3	5,0	7,6	10,3
Minimum (százalék)	-2,8	-5,4	-5,0	-4,6	-6,7	-5,4	0,6	-6,7
Szórás (százalék)	1,2	3,9	2,2	3,0	3,5	2,6	4,9	2,9
Átlag (százalék)	-0,3	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,1	4,1	0,1
<i>B) Az eseményt megelőző hosszabb ablak ($t - 30; t + 1$)</i>								
Az események száma	11	20	23	11	25	22	2	114
A pozitív kumulált abnormális hozamúak száma	4	9	15	6	12	8	1	55
A negatív kumulált abnormális hozamúak száma	7	11	8	5	13	14	1	59
Maximum (százalék)	9,0	27,4	19,8	11,0	18,1	23,2	16,4	27,4
Minimum (százalék)	-9,5	-14,6	-15,8	-15,8	-15,5	-23,4	-35,4	-35,4
Szórás (százalék)	5,0	10,0	7,0	8,0	7,0	9,0	37,0	8,6
Átlag (százalék)	-1,0	1,1	1,1	-0,5	-0,9	-0,2	-9,5	-0,1
<i>C) Az eseményt követő hosszabb ablak ($t - 1; t + 30$)</i>								
Az események száma	11	20	22	11	25	22	2	113
A pozitív kumulált abnormális hozamúak száma	4	10	12	5	9	13	2	55
A negatív kumulált abnormális hozamúak száma	7	10	10	6	16	9	0	58
Maximum (százalék)	5,7	28,0	17,4	13,9	17,1	18,8	8,8	28,0
Minimum (százalék)	-12,9	-16,9	-7,8	-11,8	-18,3	-47,5	8,5	-47,5
Szórás (százalék)	6,0	10,0	6,0	9,0	8,0	13,0	0,0	8,6
Átlag (százalék)	-1,7	1,0	1,6	1,1	-1,7	-0,5	8,6	0,1

Forrás: saját táblázat.

A KBC esetében megegyezik a negatív és pozitív kumulált abnormális hozammal rendelkező események számossága, összességében azonban negatív a vizsgált tranzakciók abnormális hozamainak átlaga ($-0,2$ százalék). Az Intesa esetében éppen ennek az ellenkezője figyelhető meg: ugyan a negatív események száma magasabb, de az események kumulált abnormális hozamának átlaga pozitív ($0,3$ százalék). A legkevésbé sikeres felvásárlási stratégiát az Erste esetében figyelhetjük meg, itt az események 70 százaléka negatív kumulált abnormális hozammal járt együtt, és itt a legalacsonyabb az abnormális hozamok átlaga is ($-0,3$ százalék).

A negatív abnormális hozamú ügyletek között nem véltünk felfedezni sem időbeli (korábbi *versus* későbbi), sem országbeli (bizonyos országok diszkriminálása) mintázatot. Ebből arra következtethetünk, hogy a negatív abnormális hozam inkább a felvásárolni kívánt bank nem kellőnek tartott nyereségességéhez, valamint az adott ügyletkez kapcsolódó szinergiák nem megfelelő mértékűnek vélt kiaknázásához köthető.

Hosszabb eseményablak alkalmazása esetén megnőtt a szignifikáns események száma. A tranzakciót megelőző hónap ($t - 30$; $t + 1$) vizsgálatánál 114 esemény, a fúziót követő periódus ($t - 31$; $t + 30$) figyelembevételével pedig 113 esemény bizonyult szignifikánsnak 95 százalékos szignifikanciaszint mellett. Érdekes viszont, hogy a hosszabb eseményablak mellett a negatív kumulált abnormális hozammal rendelkező események száma (58 , illetve 59 esemény) jobban nőtt, mint a pozitív kimenetelűeké.

A fúziót megelőző hosszabb eseményablak mellett kapott bankcsoportonkénti eredményeket a *2. táblázat B) része* szemlélteti. Az eredményeket a *táblázat A)* részével összevetve, megállapíthatjuk, hogy a KBC az egyetlen bankcsoport, amely helyzete lényegesen javult. A KBC esetében ugyanis a 65 százalékos meghaladja a pozitív kimenetű ügyletek aránya, szemben a korábbi 50 százalékkal. Az Erste és az Intesa befektetői megítélése lényegében változatlan. Az OTP és a Raiffeisen befektetői megítélése valamelyest gyengült: a negatív abnormális hozammal rendelkező ügyletek száma eggyel nőtt. Jelentősen rosszabbodott ugyanakkor a Société Générale és az UniCredit megítélése, hiszen többségbe kerültek a negatív kumulált abnormális hozammal rendelkező ügyletek. A Société Générale esetében a pozitív kumulált abnormális hozamú ügyletek száma változatlanul 12 , míg a negatív kumulált abnormális hozamú ügyletek száma 10 -ről 13 -ra bővült. Az UniCreditnél a mellett, hogy öttel több negatív abnormális hozamú tranzakció található, a pozitív abnormális hozamúak száma kettővel csökkent.

A fúziót követő hosszabb ablak melletti számításainkat a *2. táblázat C)* része tartalmazza. A *táblázat* számait a háromnapos eseményablak eredményeivel összevetve, azt tapasztaltuk, hogy az Erste, az Intesa, az UniCredit és a Raiffeisen megítélése többé-kevésbé azonos. A másik három bankcsoport esetében azonban fordult a kocka: ha korábban a pozitív kumulált abnormális hozamú ügyletek voltak többségben, most kisebbségbe kerültek. Ugyanez igaz a negatív abnormális hozamú ügyletekre. A KBC befektetői megítélése javult, míg az OTP és a Société Générale megítélése romlott. A fúzió bejelentését követően a befektetők vélhetően vagy a napvilágot látott, korábbival ellentétes új információkat építik be a döntéseikbe, vagy egész egyszerűen csak túlreagálták azt megelőzően a bejelentés hírét, és most felülvizsgálják korábbi döntésüket.

A fúziók eredményessége az ügylet volumenének függvényében

A bankcsoportonkénti elemzést követően az ügylet volumenének függvényében is górcső alá vettük a felvásárlások hatását. A tranzakció piaci értékelésén keresztül azt vizsgáljuk, hogy a nagyobb értékű ügyletek piaci megítélése kedvezőbbek vagy kedvezőtlenebbek. Hipotézisünk az, hogy a magasabb volumenű ügyleteknél nagyobb a negatív abnormális

hozamok aránya, hiszen amellet, hogy a befektetők magasabb összeg elvesztését kockáztatják, nehezebb a szinergiák realizálása is.

A vizsgált 114 ügylet közül 37 tranzakció esetében nincs információnk a felvásárlás értékéről. A volumen szerepének nyomon követése érdekében a maradék 77 fúzió közül kiválasztottuk a 25 legmagasabb és a 25 legalacsonyabb értékű ügyletet. A 25-25 legnagyobb, illetve legkisebb ügyletből 95 százalékos szignifikanciaszint esetében 24, illetve 23 ügyletnél figyelhető meg a várható hozamhoz képesti jelentős eltérés. A szignifikáns események volumen szerinti megoszlását a 3. táblázat mutatja.

3. táblázat

A vizsgált tranzakciók darabszáma banksoportok szerint ($t - 1$; $t + 1$)

	Szignifikáns tranzakciók	Legnagyobb 25 ügylet	Legkisebb 25 ügylet	Köztes ügyletek	A felvásárlás értéke ismeretlen
Erste	10	2	2	4	2
Intesa	20	7	5	5	3
KBC	18	4	4	3	7
OTP	11	1	4	3	3
SocGen	22	1	3	4	14
UCI	19	7	5	2	5
Raiffeisen	2	2	0	0	0
Összesen	102	24	23	21	34

Megjegyzés: a táblázatban csak a 95 százalékos szignifikanciaszinten releváns események szerepelnek.
Forrás: saját táblázat.

A 4. táblázat az eltérő volumenű fúziók esetében tartalmazza az eseményelemzés eredményét 95 százalékos szignifikanciaszint mellett. A vizsgálat nem támasztotta alá azt a hipotézisünket, mely szerint a nagyobb ügyletek esetében – a befektetői szkepticizmusnak köszönhetően – magasabb a negatív abnormális hozamú ügyletek száma. Mind a legmagasabb, mind a legalacsonyabb értékű ügyletek esetében a pozitív abnormális hozamú fúziók száma a magasabb, rendre 67 százalék, illetve 56 százalék. Ezzel szemben a köztes értékű, szignifikánsnak bizonyuló 21 ügylet esetében csupán 29 százalékban vannak pozitív abnormális hozamú tranzakciók. Azon 34 esetben, amikor nem ismert az ügylet értéke, éppen 50-50 százalék a pozitív és a negatív kumulált abnormális hozamú fúziók aránya.

A jelenség magyarázata az lehet, hogy a kisebb volumenű ügyletek (mintánkban a 25 millió dollár alattiak) esetében a befektetők nem tulajdonítanak nagy jelentőséget a felvásárlásnak. Úgy vélik, hogy a bank képes a vélt szinergiák realizálására az ügyletet követően, illetve nem kockáztat olyan nagy összeget, amely veszélyeztetné a működését. A befektetők a magasabb értékű ügyletek (mintánkban a 345 millió dollár feletti) esetében szintén örülnek az adott fúzióknak, abban bízva, hogy egy nagyobb tulajdoni hányad megszerzésekor vagy egy jelentősebb méretű bank felvásárlásakor a szinergiák jelentős növelik a profitot. Ezt a feltételezést megerősíti az a vizsgálatunk, amikor a 10 legnagyobb, illetve 10 legkisebb volumenű tranzakciót elemeztük. Ezekben az esetben ugyanis a pozitív kumulált abnormális hozamú fúziók aránya még magasabb, 70 százalék, illetve 87,5 százalék.

Meglepő eredményre jutottunk, amikor a 4. táblázat számaikat összevetettük a hosszabb eseményablak mellett kapott eredményekkel. Azt láttuk ugyanis, hogy a *legnagyobb ügyletek esetében* a megelőző időszak ($t - 30$; $t + 1$) kumulált abnormális hozamát tekintve, a pozitív kumulált abnormális hozamú ügyletek dominanciája a meghatározó. A fúziót meg-

előzően tehát optimisták a befektetők, feltételezhetően a fúzió jelentős mérete miatt. Amikor azonban a fúziót követő egy hónapot ($t - 1$; $t + 30$) vettük alapul, azt tapasztaltuk, hogy túlsúlyba kerültek a negatív kumulált abnormális hozamú ügyletek. Úgy tűnik, a befektetők idővel kiábrándulnak, és a kezdeti optimizmusuk elszáll. Mindez vélhetően azzal magyarázható, hogy a nagy volumenű ügyletnél nem sikerül gyorsan realizálni a szinergiákat.

4. táblázat

Eredmények az ügyletek volumenének függvényében ($t - 1$; $t + 1$)

	Legnagyobb 25 ügylet	Legkisebb 25 ügylet	Köztes ügyletek	A felvásárlás értéke ismeretlen
Az események száma	24	23	21	34
A pozitív kumulált abnormális hozamúak száma	16	13	6	17
A negatív kumulált abnormális hozamúak száma	8	10	15	17
Maximum (százalék)	8	10	4	10
Minimum (százalék)	-5	-4	-5	-7
Szórás (százalék)	2	2	2	2
Átlag (százalék)	1	1	-1	0

Forrás: saját táblázat.

Épp az ellenkező folyamat figyelhető meg a *kisebb értékű tranzakcióknál*. Ott a megelőző időszakban szkeptikusabbak a befektetők; úgy tűnik, nem hisznek az alacsony volumenű felvásárlások értékteremtő szerepében. A felvásárlást követő egy hónap kumulált abnormális hozama azonban jellemzően pozitív, vélhetően a könnyebben realizálható szinergiáinak köszönhetően. A legkisebb és a legnagyobb ügyletek esetében a két különböző eseményablak mellett kapott eredményeinket az 5. táblázat mutatja.

5. táblázat

A legkisebb és a legnagyobb értékű ügyletek kumulált abnormális hozamai az eseményablak függvényében

	Legnagyobb 25 ügylet		Legkisebb 25 ügylet	
	$t - 1$; $t + 30$	$t - 1$; $t + 1$	$t - 1$; $t + 30$	$t - 1$; $t + 1$
Események száma	25	25	24	25
Pozitív kumulált abnormális hozamúak száma	12	15	16	10
Negatív kumulált abnormális hozamúak száma	13	10	8	15

Forrás: saját táblázat.

A közép-kelet-európai régiót célzó ügyletek eredményessége

Napjainkban még mindig számos akadály áll az országhatáron átvéelő felvásárlási és összeolvadási ügyletek előtt. A szabályozási környezet bár több régióban egyszerűsödött és közeledett, még mindig igen nagy költséget jelent a bankok számára a különböző pénzügyi intézményrendszerek működése közötti átjárás. Ezen túlmenően az eltérő vállalatirányítási normák, amelyek különböző felvásárlási stratégiákat szabnak meg, szintén nehezítik a tranzakciót. Láthatjuk, hogy egy nemzetközi fúzió esetében a szinergiák realizálása nehe-

zebb, nem csoda tehát, hogy a befektetők az országhatáron átvélő fúziókat az országhatáron belüli fúzióknál jóval kockázatosabb vállalkozásnak tartják.

Amihud és szerzőtársai [2002] szerint a nemzetközi fúziók kockázatosága azok eredménytelenségével (negatív kumulált abnormális hozamaival) magyarázható. A fejlődő országokban a külföldi tulajdonú bankok jellemzően nem olyan hatékonyak, mint saját országukban. *Berger és szerzőtársai* [2002] mindezt a nagy távolsággal, az eltérő valutával, a különböző nyelvvél, a kulturális különbséggel és az eltérő szabályozói környezettel magyarázza, amely miatt a költségek meghaladják a várt hasznot. Közép-Kelet-Európa sok szempontból speciális régiót jelent. Egyrészt a távolságok nem olyan jelentősek, másrészt pedig a kulturális különbségek a felső vezetők importálásával és a nyugat-európai munkamorál átvételével jelentősen csökkentek. Emellett a szabályozói környezet az uniós harmonizációnak köszönhetően szintén sokat közeledett az utóbbi évtizedben. A nyelv és a valuta ugyan különböző, de az utóbbi az euró bevezetésével szintén közös lesz majd. Kutatásunk során arra keressük a választ, hogy mindezen paraméterek mellett vajon Közép-Kelet-Európában a befektetők szerint a piac óriási növekedési képességének köszönhető várható profittöbblet ellensúlyozza-e majd a fúziók költségeit.

A vizsgált 114 ügyletből kiemeltük azon tranzakciókat, amelyek a közép-kelet-európai régióba irányultak, és amelyek országhatáron átnyúló fúziót jelentettek. A szűrést követően (országhatáron átnyúló, Közép-Kelet-Európába irányuló felvásárlások) 75 fúzió maradt a mintánkban, amelyből 95 százalékos szignifikanciaszinten 68 eset bizonyult relevánsnak.

A 6. táblázat alapján megállapítható, hogy amennyiben csak a közép-kelet-európai régiót célzó felvásárlásokat elemezzük, valamivel kisebb szórású abnormális hozamokat találunk. Meglátásunk szerint az abnormális hozamok kisebb szórása, és az ezzel összefüggő kisebb kockázat két fő tényezővel magyarázható. Egyrészt az országhatáron átnyúló tranzakciókból eredő magasabb kockázatot vélhetően ellensúlyozza a piac fejletlenségéből eredő növekedési tartalék, és az ehhez kapcsolódó várható profittöbblet. Közép-Kelet-Európa bankszektorának mélysége jócskán elmarad a nyugat-európai rendszerétől. Így a fúzió kapcsán a piac jellegéből eredő többletprofit nagy valószínűséggel meghaladja az eltérő pénzügyi, vezetői, szabályozási kultúrából származó többletköltségeket. Másrészt a Közép-Kelet-Európába irányuló, országhatáron átnyúló tranzakciókat gyakran hosszú tárgyalási folyamatok előzik meg, és feltehetően a bejelentés napja már nem hordoz olyan mértékű többletinformációt vagy újdonságot a befektetők számára, mint a többi fúzió.

6. táblázat

A közép-kelet-európai régiót érintő tranzakciók eredményessége ($t - 1$; $t + 1$)

	Erste	Intesa	KBC	OTP	SocGen	UCI	Raiffeisen	Összesen
Az események száma	6	9	15	10	14	12	2	68
A pozitív abnormális hozamúak száma	2	5	6	7	8	6	2	36
A negatív abnormális hozamúak száma	4	4	9	3	6	6	0	32
Maximum (százalék)	1,8	1,2	1,6	3,8	10,3	5,0	7,6	10,3
Minimum (százalék)	-2,8	-2,7	-5,0	-4,6	-6,7	-5,4	0,6	-6,7
Szórás (százalék)	1,0	1,0	2,0	3,0	4,0	3,0	4,9	2,5
Átlag (százalék)	-0,3	0,0	-0,8	0,5	-0,1	0,0	4,1	0,0

Forrás: saját táblázat.

A pozitív abnormális hozamok aránya valamivel magasabb az országhatáron átívelő fúziók esetében. Míg az országhatáron belüli felvásárlásokat (34 szignifikáns eseményt) tekintve 95 százalékos szignifikanciaszinten a pozitív abnormális hozammal rendelkező ügyletek aránya 47 százalék, addig az országhatáron átívelő tranzakciók esetében ugyanez az arányszám 53 százalék. Eredményünk azt mutatja, hogy a két fúziótípus sikeressége nem tér el jelentősen. Kutatásunk értelmében tehát nem igazolódtott az a feltevés, hogy az országhatáron átnyúló fúziók jelentősen rosszabb befektetői megítélés alá esnek. Épp ellenkezőleg, a háromnapos eseményablakot tekintve, összességében nagyobb optimizmus jellemző a nemzetközi fúziók esetében. A pozitív kimenetű ügyletek számosságát a negatív kumulált abnormális hozamok száma csak abban az esetben haladta meg, amikor egy hosszabb futamidőn vizsgálódtunk, azaz egy hónapos abnormális hozamokat kumuláltunk. Mind a megelőző, mind a fúziót követő egy hónapos eseményablak 50 százalék feletti negatív kumulált abnormális hozamot mutatott.

A korábbiakban azt láthattuk, hogy a szakirodalom alapján az országhatáron átnyúló fúziók a nehezebb integráció miatt kockázatosabbak. Úgy tűnik, Európában az országon belüli és az országhatáron átnyúló fúziókat a befektetők közel azonosan értékelik. Vélhetően mindkét fúziótípus esetén fontos szerep jut a bankcsoport erősödő márkanevének, a méret- és tevékenységgazdaságos működésnek. Különbség azonban, hogy az országhatáron belüli fúziók esetében kisebb a kockázat, és kisebb a profitokban rejlő növekedési lehetőség, míg az országhatáron átnyúló tranzakcióknál magasabb a kockázat, és nagyobb a várható profitnövekedés.

Végül említésre érdemes, hogy a régióban a bankfúziók következtében igen sok bank került külföldi tulajdonba. Közép-Kelet-Európában 2007 végére a külföldi bankcsoportok piaci részesedése elérte a 75 százalékot. A térségben a hét legmagasabb mérlegfőösszeggel rendelkező bankcsoportt összesítve mintegy 42 százalékát teszi ki a teljes piacméretnek (*UniCredit Group* [2008]). A külföldi bankok közép-kelet-európai jelenléte több kutatás értelmében (például *Claessens–Jansen* [2000], *Mérő–Valentinyi-Erdész* [2003]) kedvező hatást gyakorol a bankszektorra a hatékonyabb versenykörnyezet megteremtése révén. A tapasztalatok alapján már önmagában a piacnyitás is kedvező, és a piacra lépések száma csak tovább erősíti a kedvező hatásokat (*Pastor és szerzőtársai* [2000], *Clarke és szerzőtársai* [2000]).

Az eseményelemzés kritikája

Az általunk kiválasztott 114 tranzakció közül több időben egymáshoz igen közel zajlott le. Amennyiben nem telik el 100 nap a két fúzió között, az befolyásolja a regresszió eredményét, hiszen egy adott ügyletnél már a megfigyelési periódusban is kiugró hozamértékek szerepelnek egy másik fúzióknak köszönhetően. A megfigyelési periódus időszaka alatt a korábbi fúziós ügyletek hatásai beépülnek az árba, így az abnormális hozamokra nem kapunk teljesen megbízható értékeket a megelőző 100 napos időintervallumra. 100 napos megfigyelési periódus mellett az átfedések azonban elkerülhetetlenek, ha figyelembe szeretnénk venni az összes lényeges ügyletet. Főként, hogy egy olyan fúziós hullámról van szó, amelyben igen gyakoriak voltak a felvásárlások. (A 100 napos megfigyelési periódus hosszának csökkentése nem járható út, hiszen az jelentősen rontaná az eredmények megbízhatóságát.) A 7. táblázat összefoglalja az ügyletek között átlagosan eltelt napok számát, a maximális és a minimális intervallumokat, valamint azon ügyletek számát, amelyek esetében nem telt el 100 nap a két ügylet között.

7. táblázat
Az ügyletek között eltelt napok számának vizsgálata

	Átlag	Maximum	Minimum	100 nap alatti
Erste	274	664	18	3
Intesa	162	946	14	10
KBC	141	603	7	12
OTP	243	516	52	4
SocGen	111	367	4	13
UCI	130	359	19	9

Forrás: saját táblázat.

Az események hatásvizsgálatának második, a szakirodalomban köztudott és a módszeren által részben kezelt problémája a statisztikai próbához kapcsolódik. A t -próba alkalmazásának feltétele az abnormális hozamok függetlensége és normalitása. MacKinley [1997] írásában bebizonyítja, hogy ha a megfigyelési periódus elég hosszú, akkor az abnormális hozamok függetlennek tekinthetők. A szerző kifejti, hogy a feltételes varianciának két komponense közül a második pótlólagos tag az, ami az α_i és a β_i regresszióból történő becsléséhez köthető. Ez a becslési hiba valamennyi megfigyelt esemény esetén azonos, és így az abnormális hozamok sorozatkorrelációjához vezet. Az abnormális hozamok azonban időben függetleneknek kell lenniük. MacKinley [1997] levezeti, hogy a megfigyelési időszak hosszának növekedésével az abnormális hozamok feltételes varianciájának második komponense a nullához tart. Emiatt pedig az abnormális hozamok gyakorlatilag függetlennek tekinthetők. Fontos látni, hogy az általunk alkalmazott 100 napos megfigyelési periódus rövidebb, mint a kutatók többsége által használt 150–250 nap. A periódus rövidségét a 114 tranzakció időbeli közelsége indokolja. Az abnormális hozamok varianciájának sorozatkorrelációhoz vezető komponense ugyanakkor már 100 napos megfigyelési periódus mellett is elhanyagolhatónak tekinthető.

A függetlenség mellett a t -próba alkalmazásának feltétele az abnormális hozamok normalitása is. A t -próba mellett szól, hogy ha az eloszlás nem is normális, aszimptotikusan akkor is igazak a következtetések, ugyanis az eloszlás aszimptotikusan gyorsan közelíti a normálist (MacKinley [1997]). Brown–Warner [1985] részletesen foglalkozik ezzel a kérdéskörrel. A t -próba használata emellett egyszerű, és ennek megfelelően számos eseményelemzést készítő kutató használja (például MacKinley [1997], Georgen–Renneborg [1997], valamint Tourani–Beek [1999]).

További kritika fogalmazható meg a minta nagyságával kapcsolatban. Kutatásunk során fontosnak tartottuk a bankcsoportonkénti, illetve a volumenenkénti vizsgálatot. Ebben az esetben azonban csak kevés tranzakció került egy-egy csoportba, az egyes alminták mérete kicsi. A következtetéseink egy részét így fenntartással kell kezelni. Még akkor is, ha igen szignifikánsan különböznek a csoport eredményei a teljes minta eredményeitől.

Végezetül az események hatásvizsgálatának általános kritikájához tartozik, hogy az elemzések alapja a részvényárfolyam változása. Calomiris–Karceski [1998] szerint a bejelentést követő árfolyamváltozásból nem lehet feltétlen mérni a várt vagy a valódi teljesítménynövekedést. Ennek oka egyrészt a tranzakció résztvevőinek információs aszimmetriájából adódó kontraszelekció (*adverse selection*) (Myers–Majluf [1984]). Másrészt a bankok általában világosan közzé teszik növekedési stratégiájukat, így egy adott tranzakció bejelentésének nincs olyan nagy többlet-információtartalma, amely jelentősen befolyásolná a piaci árfolyamokat.

Összefoglalás és kitekintés

A bankfúzióknak óriási hatása van a bankszektor működésére. A tranzakciók befolyásolják a hitelkamatok és betéti kamatok alakulását, a szektor stabilitását, a piaci koncentrációt.

A bankfúziók jelentőségének köszönhetően igen kiterjedt a tranzakciók eredményességét vizsgáló szakirodalom, az elmúlt évtizedekben több száz tanulmány született a témában. A bankfúziók eredményességének egyik legelterjedtebb vizsgálati módszere az események hatásvizsgálata, amelynek révén az adott felvásárlási tranzakció kimenetét a részvényárfolyam mozgásából lehet számszerűsíteni. A korábbi szakirodalom alapján láthattuk, hogy az ajánlattevő vállalat részvényei általában gyengén negatív irányba mozdulnak el a fúziós bejelentést követően, míg a felvásárolni kívánt vállalat árfolyama növekszik a fúzió hírére. A szakirodalom eredményeit összevetve azonban meg kell jegyeznünk, hogy a tranzakciók sikere nagyon sok tényezőtől függ. Az ügylet kimenetét nagyban befolyásolja például az adott gazdasági és versenykörnyezet (King [2002]). Az eredmények érvényessége és általánosíthatósága függ a választott mintától is, általános érvényű következtetéseket levonni nem lehet.

Tanulmányunkban elsősorban a Közép-Kelet-Európát érintő bankfúziókat vizsgáltuk. Kutatásunk során a térségben tevékenykedő, legnagyobb eszközértékű bankcsoportok (UniCredit, Raiffeisen, Intesa SanPaolo, Société Générale, KBC, Erste, OTP) bankfúziós tevékenységét értékeltük. A 2000 és 2008 közötti 114 fúziós esemény alapján arra a következtetésre jutottunk, hogy a felvásárlások befektetői megítélése a felvásárló vállalatok esetében kedvezőbb, mint amit az eddigi szakirodalom alapján sejtthettük. A tranzakciók átlagos abnormális hozama ugyanis enyhén pozitív. Kiemelkedő a Raiffeisen és az OTP fúzióinak eredményessége, ahol a pozitív abnormális hozamot eredményező tranzakciók aránya kiugróan magas a többi bankcsoporthoz képest. A két bankcsoport részvényesei tehát a vállalat regionális terjeszkedését értékteremtő tevékenységnek vélik.

Összességében a vizsgált hét bankcsoport fúzióit illetően elmondható, hogy az *országhatáron átnyúló tranzakciók* befektetői megítélése nem rosszabb az országhatáron belüli tranzakciókéénál. Holott az eddigi kutatások azt sugallták, hogy a nemzetközi fúziókkal szemben a befektetők jóval szkeptikusabbak, és a tranzakció bejelentése negatív abnormális hozamhoz vezet. Meglepő eredményre jutottunk a *tranzakciók volumenének* vizsgálatánál is. Azzal a feltételezéssel éltünk, hogy a nagyobb volumenű ügyleteket kockázatosabbnak tartják a befektetők, így ezekben az esetekben az átlagos ügyletnagyságú tranzakciókéénál magasabb lesz a negatív abnormális hozamú ügyletek aránya. A 25 legmagasabb értékű tranzakció több mint 67 százaléka pozitív abnormális hozammal járt, míg a köztes értékű tranzakcióknál ez a szám csupán 29 százalék. A befektetők a magasabb értékű ügyleteknek tehát inkább örülnek, mint tartanak tőle. Szintén igaz ez a kisebb volumenű tranzakciókra, hiszen ebben az esetben is magasabb a pozitív abnormális hozamú ügyletek aránya. A 10 legmagasabb és 10 legalacsonyabb ügyletet elemezve, ez a trend még erőteljesebben jelenik meg. A pozitív abnormális hozamú ügyletek dominanciája a magasabb értékű tranzakciók esetében a megszerzett új piacrészesedés nagyobb lehetőségeivel, míg az alacsonyabb értékű tranzakciók esetében a kisebb kockázattal magyarázható.

A másodrendű jelzáloghitel-piaci válság következtében megfordultak a piaci trendek, és a bankcsoportok piaci értéke jelentősen csökkent. Ezzel egyidejűleg megváltozott a bankfúziók természete is. Az új, korábbiaknál rosszabb gazdasági környezetben már nem a növekedés és a regionális terjeszkedés áll a bankok stratégiájának középpontjában. Napjainkban a fúziók sokkal inkább szorult helyzetben lévő bankok felvásárlását jelentik. A fúziók révén ugyanis biztosítani lehet a megszorult bankok további működését. 2008 márciusban például a JP Morgan Chase 120 millió fontért felvásárolta a Bear Stearnst, amely a válság folyamányaként a csőd szélére került (*Világgazdaság* [2008]).

Hasonló okból vásárolta fel a JP Morgan Chase a Washington Mutuallt is, illetve a Bank of America a Merrill Lyncht. A másodrendű jelzáloghitel-piaci válság alatt számos esetben a fúziók állami iránymutatással és támogatással valósultak meg, a cél a bankszektor stabilitásának fenntartása volt.

A bankmentő akciók következtében sem veszítették el tehát fontosságukat a bankfúziók. Emellett, amint utaltunk rá, a gazdasági válságok mindig hozzájárultak egy újabb fúziós hullám kialakulásához. Így várhatóan csak a motivációk és a felvásárlási típusok fognak megváltozni az elkövetkezendő időszakban, a tranzakciók szerepe azonban továbbra is kulcsfontosságú marad. Végezetül említésre érdemes, hogy az Európai Unió bankszektorában a válság ellenére is igen jelentős volt 2008-ban a tranzakciók száma és volumene.

Hivatkozások

- AMIHUD, Y.–DELONG, G. L.–SAUNDERS, A. [2002]: The Effects of Cross-border Mergers on Bank Risk and Value. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 21. No. 6. 857–877. o.
- ANDERSON, C. W.–BECHER, D. A.–CAMPBELL, I.–TERRY, L. [2004]: Bank Mergers, the Market for Bank CEOs, and Managerial Incentives. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 13. 6–27. o.
- ANDRADE, G.–MITCHELL, M.–STAFFORD, E. [2001]: New Evidence and Perspective on Mergers. *Journal of Economic Perspective*, Vol. 15. 103–120. o.
- BALL, R.–BROWN, P. [1968]: An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, Vol. 6. No. 2. 159–178. o.
- BEITEL, P.–SCHIERECK, D. [2001]: Value Creation at the Ongoing Consolidation of the European Banking Market. Institute for Mergers and Acquisitions. Working Paper No. 05/01.
- BERGER, A. N.–DEYOUNG, R.–UDELL, G. F. [2002]: Efficiency Barriers to the Consolidation of the European Financial Services Industry. *European Financial Management*, Vol. 7. No. 1. 117–130. o.
- BLOOMBERG [2008]: © 2008 Bloomberg L.P. Adatok exportálása a Bloomberg adatbázisából Excel munkafüzetbe (UCG IM Equity, KBC BB Equity, RIBH AV Equity ,GLE FP Equity, OTP HB Equity, EBS HB Equity és MXW00FN Index). Adatok letöltésének ideje: 2008. július 11.
- BROWN, S. J.–WARNER, J. B. [1980]: Measuring Security Price Performance. *Journal Financial Economics*, Vol. 8. No. 3. 205–58. o.
- BRUNER, R. F. [2002]: Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. *Journal of Applied Finance*, Vol. 12. No. 1. 48–69. o.
- CALOMIRIS, C. W.–KARCESKI, J. [2000]: Is the Bank Merger Wave of the 1990s Efficient? Lessons from Nine Case Studies. AEI Press, Washington.
- CAMPA, J. M.–HERNANDO I. [2006]: M&As performance in the European financial industry. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30. 3367–3392. o.
- CARPER, W. B. [1990]: Corporate Acquisitions and Shareholder Wealth: A Review and Exploratory Analysis. *Journal of Management*, Vol. 16. No. 4. 807–823. o.
- CHIKÁN ATTILA [1994]: *Vállalatgazdaságtan. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó–Aula Kiadó, Budapest.*
- CLAESSENS, S.–JANSEN M. (szerk.) [2000]: *The Internalization of Financial Services, The World Bank and World Trade Organizations.* Kluwer Law International.
- CLARKE, G.–CULL, R.–PERIA, M. S. M.–SÁNCHEZ, S. M. [2001]: Foreign Bank Entry: Experience, Implications for Developing Countries, and Agenda for Further Research. *World Bank Policy Research Working Papers Series*, No. 2698.
- CORNETT, M. M.–TEHRANIAN, H. [1992]: Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisition. *Journal of Financial Economics*, Vol. 31. 211–234. o.
- CYBO-OTTONE, A.–MURGIA, M. [2000.]: Mergers and shareholder wealth in European banking. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 24. 831–859. o.
- DELONG, G. L.–DEYOUNG, R. [2007]: Learning by Observing: Information Spillovers in the Execution and Valuation of Commercial Bank M&As. *Journal of Finance*, Vol. 62. 181–217. o.
- DOLLEY, J. C. [1933]: Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups. *Harvard Business Review*, Vol. 11. 316–326. o.

- EUROSTAT [2005]: Euro in figures. Eurostat Yearbook 2005. Office for Official Publication of the European Communities, Luxembourg.
- FAMA, E.–FISHER, L.–JENSEN, M.–ROLL, R. [1969]: The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, Vol. 10. 1–21. o.
- FRANKS, J.–HARRI, R.–TITMAN, S. [1991]: The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, Vol. 29. No. 1. 81–96. o.
- GOERGEN, M.–RENNEBOOG, L. [2004]: Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids. *European Financial Management*, Vol. 10. 9–45. o.
- HARTMANN, P.–MADDALONI, A.–MANGANELLI, S. [2003]: The Euro Area Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives. ECB Working Paper, No. 230.
- HAWAWINI, G. A.–SWARY, I. [1990]: Mergers and Acquisitions in the U.S. Banking Industry: Evidence from the Capital Markets. North-Holland, Amsterdam.
- HOUSTON, J. F.–RYNGAERT, M. D. [1994]: The Overall Gains from Large Bank Mergers. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 18. No. 6. 1155–1176. o.
- HUDGINS, S. C.–SEIFERT, B. [1996]: Stockholders and International Acquisitions of Financial Firms: An Emphasis on Banking. *Journal of Financial Services Research*, Vol. 10. 163–180. o.
- KANE, E. [2000]: Incentives for banking Megamergers: What motives might regulators infer from event-study evidence? *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 32. No. 3. 671–701. o.
- KING, D. R. [2002]: The State of Post Acquisition Performance Literature: Where to from Here? Indiana University at Bloomington School of Business, Academy of Management, Interactive Paper.
- KLEINERT, J.–KLODT, H. [2002]: Causes and Consequences of Merger Waves. Kiel Institute of World Economics, Working Paper, No. 1092.
- KOTHARI, S. P.–WARNER, J. B. [1997]: Measuring long-horizon security price performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 43. 301–339. o.
- KWAN, S.–EISENBEIS, R. A. [1999]: Mergers of publicly traded banking organizations revisited. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 4. 26–37. o.
- LIPTON, M. [2006]: Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries. The Davies Lecture, Osgoode Hall Law School, York University, Toronto.
- LUBATKIN, M. [1983]: Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. *Academy of Management Review*, Vol. 8. No. 2. 218–225. o.
- MACKINLAY, A. C. [1997]: Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, Vol. 35. No. 1. 13–39. o.
- MADURA, J.–WIANT, K. J. [1994]: Long-term valuation effects of bank acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 18. 1135–1154. o.
- MARTYNOVA, M.–RENNEBOOG, L. [2005]: Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives. Discussion Paper from Tilburg University, Center for Economic Research, No. 2005-107.
- MYERS, S. C.–MAJLUF, N. S. [1984]: Corporate Financing and Investment Decisions: When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13. No. 2. 187–221. o.
- MÉRŐ KATALIN–VALENTINYI ENDRÉSZ MARIANNA [2003]: The Role of Foreign Banks in Five Central and Eastern European Countries. MNB Working Paper No. 2003/10.
- MITCHELL, M. L.–NETTER, J. M. [1994]: The Role of Financial Economics in Securities Fraud Cases: Applications at the Securities and Exchange Commission. *Business Lawyer*, Vol. 49. No. 2. 545–590. o.
- MOELLER, S.–SCHLINGEMANN, F.–STULZ, F. [2003]: Do shareholders of acquiring Firms Gain from Acquisitions? NBER Working Paper No. 9523.
- PASTOR, J. M.–PÉREZ, F.–QUESADA, J. [2000]: The Opening of the Spanish Banking System: 1985–98. Megjelent: *Claessens, S.–Jansen, M.* (szerk.) [2000]: *The Internalization of Financial Services, The World Bank and World Trade Organizations*. Kluwer Law International, Hága.
- PILOFF, S. J. [1996]: Performance Changes and Shareholder Wealth Creation Associated with Mergers of Publicly Traded Banking Institutions. *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 28. 294–310. o.
- SEILER, M. [2005]: *Performing Financial Studies: A Methodological Cookbook*, Chapter 13. Prentice-Hall, New York.
- TOURANI, R. A.–BEEK, V. L. [1999]: Market Valuation of European Bank Mergers. *European Management Journal*, Vol. 17. No. 5. 532–540. o.

- TÓTH ESZTER [2009]: Bankfúziók. Event study elemzés a közép-kelet-európai bankfúziókról. Szakdolgozat. Budapesti Corvinus Egyetem, Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék.
- UNICREDIT GROUP [2008]: UniCredit Group CEE Research 2008: CEE Banking – Still the right bet, Letöltve: http://www.bankaustria.at/informationpdfs/CEE-Banking-Study_7-2008.pdf, 2008. március 10.
- VENNET, R. V. [2002]: Cross-border Mergers in European Banking and Bank Efficiency. Universiteit Gent Working Paper, No. 152.
- VILÁGGAZDASÁG [2008]: Megmentőket keresnek a Bear Stearns tulajdonosai. Világgazdaság Online, március 20. Letöltve: <http://www.vg.hu/index.php?apps= cikk&cikk=214347>, 2009. április 12.

Közgazdasági Szemle

MEGRENDELŐLAP

Megrendelem a Közgazdasági Szemlét ____ példányban, az alábbi címre:

Megrendelő neve: _____

Címe: _____

A kézbesítés helye: _____

- Az előfizetési díjat csekken fizetem.
 Az előfizetési díjat pénzügyi intézményi átutalással egyenlítem ki.

Előfizetési díj egy évre 26 400 Ft fél évre: 13 200 Ft

dátum

aláírás

Megrendelhető levélben: Magyar Posta Rt. 1900 Budapest; faxon: 303-3440;
e-mailben: hirlapelofizetes@posta.hu