

Agnieszka Perepeczo

Uniwersytet Szczeciński

ANALIZA DODATKOWYCH STÓP ZWROTU SPÓŁEK SEKTORA BANKOWEGO PRZEJMOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

Streszczenie: W artykule zostały przedstawione wyniki badań dodatkowych stóp zwrotu osiągniętych przez akcjonariuszy spółek przejmowanych i notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, w szczególności spółek bankowych. Badana populacja obejmowała spółki, na których akcje zostało ogłoszone wezwanie do sprzedaży w latach 1998-2004, w tym 17 banków. Badania miały charakter krótkookresowy, tj. 60 dni przed ogłoszeniem wezwania i po. Uzyskane rezultaty dla całej populacji są zbieżne z wynikami dotyczącymi przejęć na rynkach rozwiniętych. Wskazują na pozytywne wartości dodatkowych stóp zwrotu osiągniętych przez akcjonariuszy w badanym okresie zdarzenia. Wyniki dodatkowych stóp zwrotu dla sektora bankowe są nieznacznie niższe w porównaniu z całą populacją, ale nadal wyższe niż wartości miernika CAR dla przejmowanych banków w USA i w Europie.

Słowa kluczowe: fuzje i przejęcia banków, dodatkowe stopy zwrotu, analiza zdarzenia.

1. Wstęp

Na początku lat 90. XX w. zaobserwowano, kolejny w historii fal fuzji przejęć, wzrost ilości i wartości transakcji na świecie, zwłaszcza na rynku amerykańskim i brytyjskim oraz w Unii Europejskiej. Fala ta obejmowała okres tzw. bańki telekomunikacyjnej (*telecoms bubble*), zwany inaczej erą *dot.com*, przypadający na lata 1999-2000. Początki ery „bańki telekomunikacyjnej” sięgają 1995 r., kiedy to fundusze *venture capital* zainwestowały w wiele spółek technologicznych, nadając bieg bardzo dynamicznemu rozwojowi usług internetowych, telekomunikacyjnych, telewizji kablowej i satelitarnej.

Po kilku latach wzmożonej aktywności na rynku, z początkiem nowego wieku, od 2001 r. obserwowano spadek zainteresowania transakcjami fuzji i przejęć, ale na krótko. Już od 2003 r. ponownie ilość i wartość zaczęły wzrastać z roku na rok. Nierzadko uznaje się wzrost aktywności w tym okresie za kontynuację fali rozpoczętej w latach 90. Wiele jednak wskazuje, że są to dwie różne fale. Drugi okres obejmuje tzw. bańkę kredytową (*leverage bubble*) przypadającą na lata 2005-2009 [*The Era of*

Globalized... 2009, s. 2], której początek ściśle był związany z pojawieniem się oraz rozwojem funduszy inwestycyjnych *private equity* i wysokim udziałem kredytów w finansowaniu transakcji, jako rezultat łatwego dostępu do tanich w owym czasie kredytów. Przede wszystkim jednak pokrywa się on z boomem na rynkach nieruchomości zaobserwowanym na całym świecie.

W obu ostatnich okresach aktywności na rynku fuzji i przejęć zaobserwowano również wzmożone procesy konsolidacji sektora bankowego. Fala fuzji i przejęć banków zapoczątkowana w USA w latach 90. rozprzestrzeniła się na cały świat, w szczególności w Europie i Japonii. Ilość zrealizowanych fuzji i przejęć poza USA wzrosła z 15 w 1985 r. do 500 w 2000 r. Wartość tego typu transakcji wzrosła z 1 mld USD w 1985 r. do 300 mld w 1999 r. W kolejnym roku odnotowano już spadek do 100 mld USD [DeLong 2003, s. 487].

Na polskim rynku kapitałowym również zaobserwowano zwiększone zainteresowanie transakcjami fuzji i przejęć w drugiej połowie lat 90. XX w. i na początku XXI w. Istotną część transakcji stanowiły fuzje i przejęcia banków. Celem niniejszego artykułu jest prezentacja rezultatów pomiaru dodatkowych stóp zwrotu banków przejmowanych w drodze wezwania do sprzedaży akcji na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych SA w latach 1998-2004 i porównanie ich z wynikami rynkowych efektów finansowych fuzji i przejęć banków na czołowych rynkach, w szczególności w USA i w Europie.

2. Ocena rynkowych efektów fuzji i przejęć banków na czołowych rynkach na świecie

Wyniki licznych badań rynkowych efektów fuzji i przejęć spółek publicznych, przeprowadzone na czołowych rynkach fuzji i przejęć, pozwalają sformułować ogólny wniosek. Stroną wygrywającą, gdzie następuje kreacja wartości, są spółki przejmowane. Akcjonariusze tych spółek realizują wyższe dodatkowe stopy zwrotu niż akcjonariusze spółek przejmujących. Co do przegranej spółki-oferenta, wyniki nie są jednoznaczne, gdyż wartości dodatkowych stóp zwrotu oscylują w granicach zera lub są nieznacznie poniżej zera [Asquith 1983]. Badania dodatkowych stóp zwrotu dla spółek bankowych przeprowadzone na rynkach rozwiniętych zdają się potwierdzać tę konkluzję.

Oceny rynkowych efektów fuzji i przejęć banków w Europie i w USA, wykorzystując analizę zdarzenia i dodatkowe stopy zwrotu, dokonali B. Scholtens i R. de Witt [2004]. Okres badawczy obejmował lata 1990-2000. Próba badawcza liczyła 81 banków-oferentów i 78 banków-celów, w tym odpowiednio dla rynku amerykańskiego po 61 banków-oferentów i banków-celów, a dla rynku europejskiego 20 spółek-oferentów i 17 spółek-celów. Okno zdarzenia obejmowało 3 dni przed i 31 dni po ogłoszeniu informacji o połączeniu. Autorzy w obliczeniach dodatkowych stóp zwrotu zastosowali miernik CAR. Oczekiwana stopa zwrotu została oszacowana na podstawie modelu skorygowanego o rynek i modelu portfolio. Uzyskane wyniki

wskazują na różnice pomiędzy rynkiem europejskim a amerykańskim. Dodatkowe stopy zwrotu dla banków-celów na rynku amerykańskim kształtowały się na poziomie 12,65% (model skorygowany o rynek) i 13,88% (model portfolio). W przypadku banków przejmowanych na rynku europejskim wyniki CAR okazały się znacznie niższe na poziomie 9,28% (model skorygowany o rynek) oraz 7,31% (model portfolio). Wartości skumulowanych dodatkowych stóp zwrotu dla przejmujących spółek bankowych były dodatnie na rynku europejskim kolejno według modeli na poziomie 2,56% oraz 2,42%. Natomiast na rynku amerykańskim wyniki były ujemne na poziomie -1,86% (model skorygowany o rynek) i -1,06% (model portfolio). Przedstawione przez autorów rezultaty potwierdzają, że w fuzjach i przejęciach akcjonariusze spółek-celów zyskują więcej niż akcjonariusze spółki-oferenta. Kreaacja wartości dla akcjonariuszy spółki-celu następuje również wtedy, gdy stroną transakcji jest bank. W kwestii korzyści lub strat strony przejmującej rezultaty są również w przypadku spółek bankowych niejednoznaczne.

Pomiarem dodatkowych stóp zwrotu zainteresował się także G.L. DeLong [2003]. Badania obejmowały lata 1988-1999 i dotyczyły fuzji, w których jedną stroną był bank, a drugą stroną była spółka notowana na giełdzie. Badana populacja liczyła łącznie 438 fuzji, w tym 397 wewnątrz USA i 41 fuzji poza USA. Przyjęte okno zdarzenia (-10, 1) obejmowało dziesięć dni przed ogłoszeniem informacji o połączeniu i jeden dzień po zdarzeniu. Autor obliczył dodatkowe stopy zwrotu na podstawie miernika CAR i modelu rynkowego, gdzie w zależności od giełdy, stopa zwrotu z rynku została ustalona na podstawie indeksów dla sektora bankowego. Wyniki dla całej badanej populacji potwierdzają wcześniejsze obserwacje. W przypadku spółek-celów wartości dodatkowych stóp zwrotu są dodatnie i kształtują się na poziomie 14,76%. Analiza porównawcza dodatkowych stóp zwrotu dla fuzji wewnątrz USA i poza USA pozwala zauważyć różnicę pomiędzy rynkami. Wyższe dodatkowe stopy zwrotu realizują akcjonariusze spółek-celów w połączeniach na rynku amerykańskim na poziomie 15,39%. Natomiast w połączeniach poza USA uzyskane wartości miernika CAR dla przyjętego okna zdarzenia są niższe prawie o połowę i wynoszą 8,60%. W kwestii spółek-oferentów wyniki dla całej badanej populacji były ujemne na poziomie -1,89%. Również w przypadku połączeń krajowych dodatkowa stopa zwrotu kształtowała się poniżej zera z wynikiem -2,10%, ale już w analizowanych fuzjach poza USA miernik CAR osiągnął poziom 0,17% (wynik statystycznie nieistotny).

Przedstawione w artykule studia dodatkowych stóp zwrotu i oceny efektów fuzji i przejęć banków w oparciu o dane rynkowe nie są jednymi badaniami w tym zakresie. W literaturze przedmiotu znajdujemy artykuły, gdzie inni autorzy, tacy jak J.F. Houston, C.M. James, C.M. Ryngaert [Houston i in. 2001] czy P. Beitel i D. Schiereck [2001] także publikują wyniki badań rynkowych efektów fuzji i przejęć, uzyskując pozytywne wyniki dla banków przejmowanych i niskie lub negatywne dodatkowe stopy zwrotu dla banków przejmujących.

3. Badania dodatkowych stóp zwrotu w Polsce dla sektora bankowego

Doświadczenia mierzone ilością transakcji oraz wartością fuzji i przejęć na polskim rynku kapitałowym nie są tak bogate jak na czołowych rynkach. W latach 1998-2004 spółki akcyjne notowane na GPW SA w Warszawie uczestniczyły w transakcjach fuzji i przejęć, ale w większości przypadków spółka rodzima była spółką-celem i tylko w nielicznych połączeniach była spółką-oferentem. Oznacza to, że pomiar dodatkowych stóp zwrotu na polskim rynku kapitałowym mógł zostać przeprowadzony przede wszystkim dla spółek przejmowanych.

Jedną z możliwych dróg przejęcia jest nabywanie znaczących pakietów akcji w obrocie wtórnym, tj. od dotychczasowych akcjonariuszy. Rozwiązanie to zostało szczegółowo uregulowane i jest przeprowadzane w formie publicznego wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji. Wstępna analiza wskazuje, że w większości przypadku przejęć na GPW SA dochodziło do publicznego wezwania.

3.1. Dobór próby badawczej

Badania dodatkowych stóp zwrotu obejmowały spółki publiczne, na których akcje zostało ogłoszone wezwanie do sprzedaży w latach 1998-2004. Łącznie w całym badanym okresie zostało ogłoszonych 226 wezwań¹. Wstępnie ustalona lista wezwań została poddana weryfikacji. Z powodów metodycznych przyjętych w badaniu przedziałów czasowych, z pierwotnej listy spółek zostały wykluczone te, które nie spełniały następujących warunków:

- różnica pomiędzy jednym a drugim wezwaniem na akcje tej samej spółki przez ten sam podmiot wynosiła co najmniej 6 miesięcy,
- spółka była notowana na giełdzie po dacie wezwania przez okres co najmniej 3 miesięcy,
- spółka była notowana na giełdzie przed datą wezwania przez okres co najmniej 12 miesięcy.

Weryfikacja spółek pozwoliła wyselekcjonować 144 przypadki wezwań do sprzedaży w badanym okresie. Pomiar dodatkowych stóp zwrotu został przeprowadzony dla całej próby 144 wezwań oraz z podziałem na sektory. Grupa sektora bankowego liczyła 17 przejęć banków w drodze wezwania do sprzedaży akcji.

¹ Lista wezwań ogłoszonych w 1998 r. została ustalona na podstawie elektronicznego serwisu informacyjnego gazety giełdowej „Parkiet”. Wezwania ogłoszone w kolejnych latach zostały zestawione na podstawie danych zawartych w „Rocznikach Giełdowych” publikowanych przez GPW SA.

Tabela 1. Wezwania do sprzedaży w latach 1998-2004 w sektorze bankowym

Podmiot przejmowany	Podmiot przejmujący (wzywający)	Data wezwania
PBR	BRE	1998-04-02
AmerBank	DG Bank	1998-10-15
AmerBank	Bayerische Landesbank	1998-11-25
BPH	Bayerische Hypo-und Vereinsbank	1999-06-29
PPABANK	Fortis Bank	1999-10-07
Bank Komunalny	Nordbanken AB	1999-11-17
BWR	Deutsche Bank Polska SA	2000-04-26
Handlowy	Citibank Overseas Investment	2000-05-15
Bank Komunalny	Nordbanken AB	2000-09-20
INGBSK	ING Bank N.V.	2001-03-08
KredytB	KBC Bank	2001-12-19
Amerbank	DZ Bank AG Deutsche Zentral Genossenschaftsbank	2002-04-03
Bank Częstochowa	BRE Bank SA	2002-05-10
LG Petro	Nordea Bank Sweden AB	2002-10-01
Getin	Leszek Czarnecki	2002-11-26
BRE	Commerzbank AG	2003-10-07
DBPBC (DB24)	Deutsche Bank PGK AG	2004-06-28

Źródło: opracowanie własne.

3.2. Metodologia badań

Ocena rynkowych efektów finansowych przejęć spółek została przeprowadzona w oparciu o analizę zdarzenia (*event study*) [Fama i in. 1969]. Przeprowadzono pomiar dodatkowych stóp zwrotu względem dnia ogłoszenia wezwania do sprzedaży akcji, jako $t = 0$, na podstawie dziennych stóp zwrotu. Przyjęte okno zdarzenia obejmowało 60 dni przed ogłoszeniem oraz 60 dni po ogłoszeniu wezwania (-60, +60). W badaniach został zastosowany miernik skumulowanej dodatkowej stopy zwrotu (*Cumulative Abnormal Returns – CAR*) [Sudarsanam 2003, s. 92]. Zagregowana wartość skumulowanej stopy zwrotu dla całej badanej populacji została obliczona jako skumulowana średnia dodatkowa stopa zwrotu badanej populacji [Agrawal i in. 1992, s. 1609].

$$CAAR_{t_1}^{t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t,$$

gdzie: $CAAR_{t_1}^{t_2}$ – skumulowana średnia dodatkowa stopa zwrotu w oknie obserwacji (*Cumulative Average Abnormal Returns*),

t_1 – początek okna obserwacji

t_2 – koniec okna obserwacji,

AAR_t – średnia dodatkowych stóp zwrotu wszystkich badanych akcji w okresie t (*Average Abnormal Returns*).

Średnia dodatkowych stóp zwrotu wszystkich badanych akcji w dniu t była obliczona jako średnia arytmetyczna dodatkowych stóp zwrotu badanej populacji. W celu uzyskania wartości dodatkowych stóp zwrotu dla akcji spółki i w dniu t (AR_{it}) najpierw zostały obliczone rzeczywiste dzienne stopy zwrotu dla każdej przejmowanej spółki w przedziale $(-60, +60)$, a następnie zostały oszacowane oczekiwane stopy zwrotu. Różnica stanowiła poszukiwany wynik [Sudarsanam 2003, s. 91].

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}),$$

gdzie: AR_{it} – dodatkowa stopa zwrotu z akcji i osiągnięta w okresie t ,

R_{it} – rzeczywista stopa zwrotu z akcji i osiągnięta w okresie t ,

$E(R_{it})$ – oczekiwana stopa zwrotu z akcji i w okresie t w sytuacji, gdyby zdarzenie nie wystąpiło,

t – dzień lub miesiąc w zależności od przyjętych do obliczeń danych i jednostki okna zdarzenia.

Zgodnie z założeniem analizy zdarzenia, oczekiwana stopa zwrotu to stopa w okresie, w którym nie były odczuwalne skutki zdarzenia, innymi słowy „normalna” stopa zwrotu, którą zrealizowałyby akcjonariusz w sytuacji, gdyby zdarzenie nie wystąpiło. Oczekiwana stopa zwrotu została oszacowana na podstawie trzech kolejnych modeli².

I. Model skorygowany o średnią – oczekiwana stopa zwrotu jest stopą zwrotu *ex ante* z akcji spółki i w przedziale czasowym wyrażonym w dniach $(-250, -61)$ jako średnia dzienna w okresie niezależnym.

II. Model skorygowany o rynek – oczekiwana stopa zwrotu dla akcji spółki i w każdym z kolejnych dni okna zdarzenia $(-60, +60)$ jest równa stopie zwrotu z indeksu rynkowego WIG w odpowiednich dniach zdarzenia.

III. Model rynkowy – oczekiwana stopa zwrotu z akcji spółki i w każdym z kolejnych dni okna zdarzenia $(-60, +60)$ jest równa stopie zwrotu wyznaczonej na podstawie modelu Sharpe’a w odpowiednich dniach zdarzenia, gdzie parametry modelu zostały oszacowane na podstawie dziennych stóp zwrotu z akcji spółki i oraz stóp zwrotu z indeksu rynkowego WIG w okresie poprzedzającym wezwanie, tj. w przedziale czasowym $(-251, -61)$.

² Sudarsanam wyróżnił siedem modeli, na podstawie których były obliczane oczekiwane stopy zwrotu.

3.3. Wyniki pomiaru dodatkowych stóp zwrotu

Uzyskane wartości skumulowanych średnich dodatkowych stóp zwrotu obliczone na podstawie trzech modeli dla całej badanej próby 144 wezwań nieznacznie się różnią pomiędzy sobą. W całym oknie obserwacji (–60, +60) miernik CAAR kształtuje się na poziomie od 20,67% do 25,93%, co wskazuje, że akcjonariusze spółek przejmowanych zyskują. Największy wzrost korzyści odnotowano w okresie przed ogłoszeniem wezwania na poziomie od 15,67% do 19,33%. W podoknie zdarzenia następującym po ogłoszeniu wezwania skumulowane średnie dodatkowe stopy zwrotu są już znacznie niższe niż w okresie poprzedzającym wezwanie. W interwale (0, +60) wartość miernika CAAR kształtuje się w granicach od 4,66% dla modelu rynkowego do 6,6% dla modelu skorygowanego o rynek. Zdecydowanie największy wzrost w tym oknie zdarzenia przypada tuż po ogłoszeniu informacji o wezwaniu w przedziale (0, +1).

Tabela 2. Wyniki skumulowanych średnich dodatkowych stóp zwrotu (CAAR) w okresach obserwacji dla spółek przejmowanych w drodze wezwania do sprzedaży akcji na GPW SA w latach 1998-2004

Okres obserwacji (t_1, t_2)	Wartości CAAR (model I skorygowany o średnią)	Wartości CAAR (model II skorygowany o rynek)	Wartości CAAR (model III rynkowy wg Sharpe'a)
(–60, +60)	0,2126	0,2593	0,2067
(–60, –1)	0,1567	0,1933	0,1602
(0, +60)	0,0559	0,0660	0,0466
(0, +1)	0,0426	0,0396	0,0396

Źródło: badania własne.

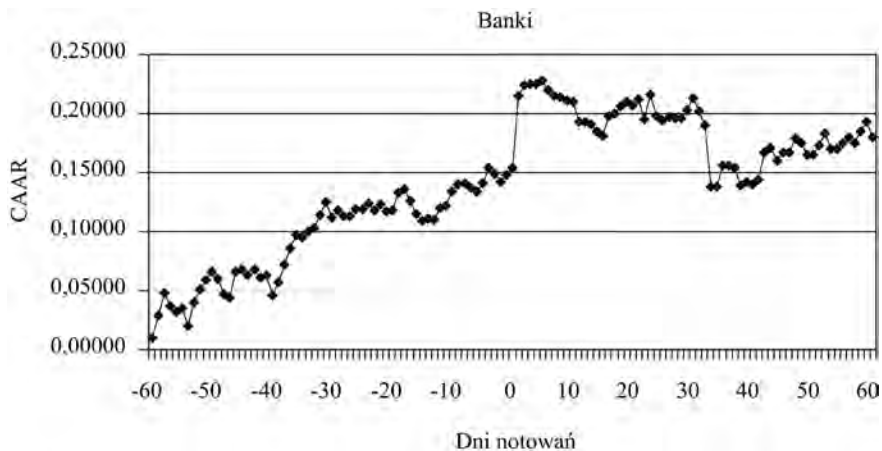
Przeprowadzone obliczenia skumulowanych średnich dodatkowych stóp zwrotu dla sektora bankowego wskazują na nieznacznie niższe korzyści realizowane przez akcjonariuszy banków przejmowanych w drodze wezwania. Wartości skumulowanych dodatkowych stóp zwrotu kształtowały się odpowiednio na poziomie 20,37% (model skorygowany o średnią), 18,03% (model skorygowany o rynek) oraz 17,55% (model rynkowy Sharpe'a). Tak jak w przypadku wyników dla całej badanej populacji, najdynamiczniejszy wzrost miernika CAAR przypada na przedział czasowy (–60, –1). Więcej niż połowa wartości CAAR została zrealizowana w tym okresie. W oknie zdarzenia następującym po ogłoszeniu wezwania skumulowane średnie dodatkowe stopy zwrotu są już znacznie niższe w stosunku do przedziału czasowego poprzedzającego wezwanie. Wartość miernika CAAR kształtuje się kolejno według modeli na poziomie 6,53, 3,19 i 5%. Największy wzrost w tym okresie przypada w przedziale (0, +1) odpowiednio na poziomie 7,17, 6,68 i 6,84%. Wartości CAAR w dniu po ogłoszeniu wezwania przewyższają skumulowaną wartość dodatkowej

stopy zwrotu uzyskaną dla całego okresu po zdarzeniu, co świadczy o ujemnych wartościach miernika w pozostałym analizowanym okresie. Szczegółowe wyniki badań dodatkowych stóp zwrotu dla przejmowanych banków w drodze wezwania przedstawia tab. 3.

Tabela 3. Wyniki skumulowanych średnich dodatkowych stóp zwrotu (CAAR) w okresach obserwacji dla banków przejmowanych w drodze wezwania do sprzedaży akcji na GPW SA w latach 1998-2004

Okres obserwacji (t_1, t_2)	Wartości CAAR (model I – skorygowany o średnią)	Wartości CAAR (model II – skorygowany o rynek)	Wartości CAAR (model III – rynkowy wg Sharpe'a)
(-60, +60)	0,2037	0,1803	0,1755
(-60, -1)	0,1383	0,1484	0,1255
(-60, -41)	0,0872	0,0627	0,0773
(-40, -21)	0,0433	0,0544	0,0362
(-20, -1)	0,0078	0,0314	0,0121
(0, +60)	0,0653	0,0319	0,0500
(0, +1)	0,0717	0,0668	0,0684
(+2, +60)	-0,0064	-0,0349	-0,0184
(+2, +20)	0,0051	-0,0079	0,0000
(+21, +40)	-0,0705	-0,0667	-0,0644
(+41, +60)	0,0589	0,0398	0,0461

Źródło: badania własne.



Rys. 1. Skumulowane średnie dodatkové stopy zwrotu (CAAR) w oknie zdarzenia (-60, +60) dla przejmowanych banków w drodze wezwania do sprzedaży akcji na GPW SA w latach 1998-2004 według sektorów (model skorygowany o rynek)

Źródło: badania własne.

Uzyskane wartości dodatkowych stóp zwrotu dla przejmowanych banków zostały przedstawione na rys. 1 według modelu skorygowanego o rynek. Graficzna prezentacja wyników pozwala zaobserwować dynamikę miernika CAAR w poszczególnych podokresach. Przed dniem ogłoszenia wezwania wartości dodatkowych stóp zwrotu dynamicznie rosną. Po wystąpieniu zdarzenia, tj. po dniu $t = 0$, wartości CAAR z poziomu powyżej 20% nieznacznie spadają i stabilizują się. Taki przebieg krzywej dodatkowych stóp zwrotu spółek przejmowanych jest obserwowany na rynkach rozwiniętych. Jednakże tutaj w przypadku badanej grupy banków około trzydziestego dnia po ogłoszeniu wezwania wystąpił znaczny spadek do poziomu poniżej 15%, a następnie wzrost wartości miernika CAAR. Jednym z potencjalnych źródeł takiego stanu może być reakcja akcjonariuszy na inne niż wezwanie zdarzenie, które miało miejsce w przyjętym oknie obserwacji, dotyczące danego sektora lub jednej ze spółek. W szczególności wydaje się to wysoce prawdopodobne, kiedy uwzględnia się niską liczebność przyjętej podgrupy badawczej.

4. Podsumowanie

Analiza zagregowanych wyników całej badanej populacji jest potwierdzeniem, że odnotowana reakcja akcjonariuszy w Polsce na złożenie oferty przejęcia jest podobna do reakcji akcjonariuszy obserwowanych na rynkach rozwiniętych. Tak jak na czołowych rynkach fuzji i przejęć, akcjonariusze spółek przejmowanych zyskują najwięcej w okresie poprzedzającym ogłoszenie wezwania do sprzedaży akcji. Uzyskane rezultaty weryfikacji wartości skumulowanych średnich dodatkowych stóp zwrotu obliczonych dla całej badanej populacji w okresie przed i po zdarzeniu dowodzą, że wyniki te są statystycznie istotne³.

Rezultaty dla sektora bankowego są nieco niższe niż dla całej badanej populacji. W porównaniu z wynikami uzyskiwanym na czołowych rynkach fuzji i przejęć, dodatkowe stopy zwrotu uzyskiwane przez akcjonariuszy przejmowanych banków na polskim rynku kapitałowym są wyższe o kilka procent w stosunku do rynku amerykańskiego, a nawet i kilkanaście procent od wyników poza USA, w tym również od wyników na rynku europejskim. Przeprowadzona analiza zdarzenia jest oceną rynkową inwestorów procesów łączenia i ich możliwości kreacji wartości dla akcjonariuszy. Uzyskane wartości CAAR świadczą, że inwestorzy na polskim rynku spodziewają się większych korzyści finansowych w związku z transakcjami przejęcia banków niż na rynkach amerykańskim i europejskim. Należy jednak dodać, iż kierując się małą liczebnością podgrupy badawczej, dla uzyskanych wyników sektora bankowego nie przeprowadzono testów statystycznych istotności. Stąd postulowane

³ Przeprowadzono test nieparametryczny rangowanych znaków Wilcoxona. Przy założonym poziomie istotności $\alpha = 0,05$ otrzymana wartość statystyki Wilcoxona T była istotna dla kolejnych modeli odpowiednio na poziomie p równym w modelu skorygowanym o średnią: 0,025378, modelu skorygowanym o rynek: 0,002204 oraz modelu rynkowym: 0,000239.

wnioski należy traktować jako przedmiot kolejnych prac badawczych i poszukiwań korzyści konsolidacji sektora bankowego.

Literatura

- Agrawal A., Jaffe J.F., Mandelker G.N., *The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly*, „The Journal of Finance” 1992, vol. XLVII, no. 4, s. 1605-1621.
- Asquith P., *Merger bids uncertainty, and stockholder returns*, „Journal of Financial Economics” 1983, vol. 11, s. 51-83.
- Beitel P., Schiereck D., *Value creation at the ongoing consolidation of the European banking markets*, IMA Working Paper, September 2001, No. 05/01, <http://ssrn.com/abstract=302645> or doi:10.2139/ssrn.302645.
- DeLong, G.L., *Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers*, „Journal of Financial Economics” 2001, vol. 59, s. 221-252.
- DeLong, G.L., *The announcement effect of U.S. versus non-U.S. bank mergers: Do they differ?*, „The Journal of Financial Research” 2003, vol. XXVI, no. 4, s. 487-500.
- Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C., Roll R., *The adjustment of stock prices to new information*, „International Review” 1969, vol. 10, s. 1-21.
- Houston J.F., James C.M., Ryngaert M.D., *Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insider and outsider*, „Journal of Financial Economics” 2001, vol. 60, s. 285-331.
- Scholten B., De Witt, R., *Announcement effect of bank mergers in Europe and the US*, „Research in International Business and Finance” 2004, vol. 18, s. 217-228.
- Sudarsanam S., *Creating Value from Mergers and Acquisitions. The Challenges*, FT Prentice Hall, 2003.
- The Era of Globalized M&A. Winds of Change*, J.P. Morgans, Thomson Reuters, June 2009, <http://online.thomsonreuters.com/DealsIntelligence/ReviewsAndAnalysis/ResearchReports>.

THE EVIDENCE ON ABNORMAL RETURNS PERFORMANCE IN BANK ACQUISITIONS ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

Summary: The paper provides the evidence on abnormal returns performance in acquisitions on the Warsaw Stock Exchange, in particular banking companies. The research sample has included firms quoted on the Stock Exchange and selected according to the tender offers announcement in 1998-2004, including 17 banks. The research study has focused on announcement period returns (60 days before and after). The evidence leads to the conclusion that the positive reaction of investors to the acquisition announcement on Polish market is similar to the reaction of investors on developed markets, and results in positive abnormal return for a shareholder of acquired firms. The abnormal returns for the bank sector are slightly lower in comparison to the whole sample but still higher than the CAR values for acquired banks in the USA or in Europe.