

## رُدود فعل أسعار الأسهم على الإعلان عن عمليات الاندماج والاستحواذ في القطاع المصرفي في المملكة المتحدة

نادر عقيل البربار

### ملخص

تهدف هذه الورقة البحثية إلى اختبار رُدود أفعال سوق الاسهم نتيجة الاعلان عن عمليات الاندماج والاستحواذ، وذلك باستخدام منهجية دراسة الحدث. هذه الورقة تُقيّم تأثير هذه العمليات على أسعار الأسهم المُدرجة في بورصة لندن داخل القطاع المصرفي في المملكة المتحدة. تُركز الدراسة على أهم خمس صفقات لبنوك شهدت عمليات اندماج واستحواذ، وذلك لتقييم "العوائد" للمساهمين في البنوك المُستهدفة والمُستحوذ. الأدلة تُشير إلى أن هناك عوائد كبيرة مُتراكمّة غير طبيعية (CAR) للبنوك المُستحوذة كانت أعلى من البنوك المُستهدفة، بالإضافة إلى تقلبات واضحة كانت في أسعار الأسهم في البنوك المُستهدفة قبل أي إعلان اندماج أو استحواذ. على العكس من ذلك، تُظهر أسهم البنوك المُستحوذة قليلاً من التذبذب قبل أي إعلان، واتجاهها تصاعدياً إيجابياً لقيمة (CAR) خلال الفترة الزمنية بعد (2 - 16) يوماً من تاريخ الإعلان. في حالة البنوك المُستهدفة، تحليل (CAR) خلال فترة زمنية (4 - 14) يوماً، يُظهر أن هناك حركة غير طبيعية إيجابية قبل يوم الإعلان، ربما يرجع ذلك إلى تسريب معلومات حول الصفقة.

الكلمات الدالة: الاندماج، الاستحواذ، العوائد، البنوك.

### 1- مقدمة

تُمثل عمليات الاندماج والاستحواذ (Merger and Acquisition) في جميع أنحاء العالم، إعادة هيكلة كبيرة وتوزيع لموارد الشركات، وتعتبر واحدة من أكثر الطرق فاعليّة لتعزيز استراتيجية النمو لدى المؤسسة أو الشركة المُستهدفة (Dilshad, 2013). مثل هذه العمليات شجعت الشركات على المنافسة الشديدة فيما بينها وعززت من فرص التوسع المحلي والإقليمي للشركة. هناك العديد من العوامل مثل العولمة - المنافسة - أجبرت البنوك على تحسين أدائها وزيادة الكفاءة المالية، لتعزيز المنافسة.

فبحلول منتصف القرن الماضي شهدنا ثلاث موجات من عمليات الاندماج والاستحواذ. الأولى كانت في 1960م، تَبِعَتْها موجة أخرى مع بداية 1980م، حيث وَسَّعت الشركات العالمية عملياتها من خلال الهيمنة على السوق، عُرِفت في وقت لاحق باسم (عمليات الاستحواذ العدائية) Hostile Takeovers، بالرغم من أن نحو 14% فقط من أصل 1889 صفقة اندماج

واستحواذ في أنحاء العالم صُنفت على انها صفقات عدائية، قَدَّرت القيمة الإجمالية لها 44.34 مليار دولار، (Gaughan, 2007). كانت واحدة من أهم الأسباب الرئيسية التي أدت إلى عمليات الاستحواذ العدائية هي عدم فعالية المسؤولين التنفيذيين (Shivdasani, 1993). أثارَت هذه الموجة المخاوف من التزايد على هيمنة السوق والحد من المنافسة، والتقليل من العمالة، وانحسار فرص الاستثمار، خاصة في مجال البحث والتطوير ففي بداية 1990م تركزت في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، معظم صفقات الاندماج والاستحواذ العالمية (Dilshad, 2013)، حيث تم تسجيل 1508 صفقة (محلية وإقليمية) في المملكة المتحدة (ONS, 2014).

وبحلول عام 2007 ارتفعت صفقات الاندماج والاستحواذ بشكل كبير، لتصل إلى 1579 صفقة في المملكة المتحدة وحدها، لم يكن قد سُجِّل هذا العدد من الصفقات منذ عام 1990 حيث استحوذ القطاع المالي على أكبر نسبة من هذه الصفقات بنسبة 22%، تَبِعَهُ قطاع الاتصالات بنسبة 21%، تَبِعَهُم قطاعي

التأمين والبناء بنسبة 3% لكل منهما، (ONS, 2014). وقدرت قيمة هذه الصفقات بـ 588.7 مليار دولار في المملكة المتحدة لتأتي في المرتبة الثانية بعد الولايات المتحدة بـ 1593.2 مليار دولار في عام 2007، وبحلول عام 2008، وبسبب مزيج من ارتفاع أسعار النفط وانخفاض توافر الائتمان، أدت بمعظم اقتصادات العالم إلى حالة من الركود، هذا الركود العالمي، تعمق بحلول النصف الأول من عام 2009 - بالرغم من الانخفاض الحاد في أسعار الطاقة، واتخاذ معظم الدول لسياسات نقدية و مالية مُحفزة لم توتي نتائجها، فدفعت العديد من حكومات الدول الصناعية الكبرى الى التدخل بقوة في أسواق الائتمان العالمية ومعظم القطاعات الاقتصادية من أجل استعادة الثقة، ورفع أداء سوق الائتمان، وتعويض الضغوط الانكماشية جراء الازمة المالية.

تعد الصناعة المصرفية واحدة من اللاعبين الرئيسيين الأكثر نشاطا في عمليات الاندماج والاستحواذ داخل القطاع المالي. عدة عوامل مثل التكنولوجيا الحديثة والعولمة والتحرر من القيود التي شهدها هذا القطاع، أثارت موجة من الاندماجات والاستحواذات في جميع أنحاء العالم، بدأت في أمريكا عام 1980 ثم انتشرت في أوروبا (Dilshad, 2013). هذه الموجات دخلت القطاع المالي البريطاني لتؤثر على أكبر القطاعات فيه وهو القطاع المصرفي حيث يعتبر القطاع المصرفي المُحرك الرئيسي للقطاع المالي في الاقتصاد الوطني (Barrel & Davis, 2010)، بالتالي لا بد من هذا القطاع أن يخضع لإشراف ومراقبة الدولة فكان ذلك عبر ثلاث هيئات: هيئة الخدمات المالية The Financial Services Authority، بنك إنجلترا المركزي Bank of England، وزارة الخزانة The Treasury، التي تراقب النظام المالي الداخلي للمؤسسات المالية لضمان التقيد وتعزيز الأداء.

في هذه الورقة، يُقدم الباحث لمحة عامة عن الاندماج والاستحواذ. مُركزاً على عمليات الاندماج الأفقي Horizontal Mergers، مُتضمنة تفسيرات عن صفقات الاندماج والاستحواذ من بلدان مُختلفة ورُود فعل الأسهم لهذه الصفقات. يُركز هذا البحث على استعراض ورقات سابقة تناولت مثل هذه الصفقات، ويتم تسليط الضوء على الدراسات التي تناولت منهجية دراسة الحدث Event Study Methodology التي تقيّم استجابة التغيرات في الأسواق المالية إلى التغيرات في الصناعة المصرفية من الاندماجات والاستحواذات. بعد ذلك، يصف البحث المنهج الإحصائي وجمع البيانات، ونتائج الاقتصاد القياسي. وأخيراً، يُقيم الباحث الاستجابات لسوق الأوراق المالية لصفقات الاندماج والاستحواذ في القطاع المصرفي البريطاني.

## 2- الدراسات السابقة:

هذا القسم يُسلط الضوء على بعض صفقات الاندماج والاستحواذ، وبالأخص تلك العاملة ضمن نشاط القطاع المالي. يُمكن للقرءاء دراسة أنواع مُختلفة من هذه الصفقات والمزايا والعيوب التي تُصاحبها، كذلك يقدم بعض الدراسات الرئيسية لتأثير عمليات الاندماج والاستحواذ، مُركزاً على أسعار أسهم الشركات ذات الصلة بصفقات الاندماج والاستحواذ، كذلك "دراسات الحدث" Event Studies التي أُستخدِمت لتقييم رُود

فمُنذ الأزمة المالية العالمية تغيرت الكثير من القواعد واللوائح التي كانت تنظم عمل البنوك العالمية، مما اضطر هذه البنوك لاتخاذ خطوات حازمة ومصيرية كعمليات الاندماج، الانفصال، الاستحواذ، وفي أسوأها "إعلان الإفلاس"، كالذي حدث عندما استحوذت مجموعة Lloyds TSB Bank المصرفية البريطانية على مُنافسيتها مجموعة HBOS ( Halifax Plc )

### تُصنف عمليات الاندماج إلى ثلاثة أنواع:

● الاندماج الأفقي: يشمل تلك الشركات التي تُقدم نفس المنتجات والخدمات، وتُعتبر معظم صفقات الاندماجات التي تم تسجيلها عبر العالم اندماجات أفقية. على سبيل المثال: الاندماج بين Pendragon و Reg Vardy (تجزئة السيارات) في عام 2006، والاندماج بين Halifax plc و Bank of Scotland (القطاع المالي) في عام 2001، (Lipczynski, Wilson & Goddard, 2013). في هذه الورقة، يُقِيم هذا النوع من الاندماج.

● صفقات الاندماج العمودي: "الشركات العاملة في مراحل مختلفة لنفس عملية الإنتاج" (Lipczynski, Wilson & Goddard, 2013, p.550). في الاندماج العمودي، "منتجات الشركات المندمجة" تكون من أسواق مختلفة وأحد أطراف الدمج يدخل في إنتاج مع الطرف الآخر" (OECD, 2007, p.240). على سبيل المثال: بلغت قيمة الاندماج بين شركتي النفط "Exxon and Mobil" 78.9 مليار دولار في عام 1998، وأدى هذا الاندماج الرأسي لإنشاء أكبر شركة نفط في العالم برأسمال إجمالي يقدر بـ 331 مليار دولار، (Gaughan, 2007).

● الاندماج المتنوع: يشمل شركات إنتاج السلع أو الخدمات المختلفة.

اعتبر بعض المدراء التنفيذيين عمليات الاستحواذ الأفقية وسيلة ممتازة تُحقق الكثير من المكاسب، منها زيادة المنافسة، ورفع القيود، وعولمة الأسواق، وزيادة التقارب بين أذواق المستهلكين والرغبة في الوصول إلى مجموعة من العلامات التجارية الدولية وتؤدي أيضاً إلى أفضلية الأداء المالي ويضيفوا بأنها أحياناً تكون مختصراً لطريق طويل إذا ما توفرت الامكانيات المادية لذلك (Capron and Hulland, 1999).

و نتيجة لتزايد عدد صفقات الاندماج والاستحواذ، برزت البحوث التجريبية التحليلية فكان أولها نهاية عام 1970م وأوائل 1980م من قبل (Fama, 1970) و (Brown & Warner, 1969). ركز الباحثون الماليون في المقام الأول على ما إذا كان هذا النوع من الصفقات يخلق مكاسب للمساهمين أو

فعل أسعار الأسهم لهذه الصفقات، ومنهجية دراسة الحدث، تُوضح مدى سرعة أو استجابة رد فعل الأسهم للمعلومات المتعلقة بتلك الصفقات، وما إذا كانت عوائد سعر السهم تظهر تغيراً طبيعياً أو غير طبيعي بعد الاعلان.

تُعتبر صفقات الاندماج والاستحواذ هي النشاط الأبرز داخل الساحة التجارية في بريطانيا، حيث تتفق الملايين من الجنيهات كل عام في محاولة اندماج أو اكتساب للشركات، (Faith, 1980)، لأجل ذلك، العديد من الدراسات استهدفت دراسة ومحاولة فهم المزايا والعيوب التي تدفع الشركات لهذه الصفقات، لأن هذه الصفقات ستزيد من حجم البنوك محلياً أو إقليمياً وزيادة ترشيد إجراءات عملية الإنتاج. بالإضافة إلى أن عمليات الدمج وسيلة هامة لتتظافر الجهود مما يُتيح خفض التكاليف، مع الإعفاءات الضريبية، ويُعطي فرصاً للشركات المدمجة لخفض الضرائب، بحيث أن الشركة الدامجة تتشارك في الخسارة مع الشركة المدمجة (المُستهدفة)، بالتالي يُمكن أن يقلل من الدخل الضريبي. كل هذه التغييرات ستجلب مكاسب إيجابية للمساهمين (Petrooulos and kyrizapoulous, 2010).

### 1- مصطلح الاندماج والاستحواذ:

يعتبر الاندماج اتحاد أو جمع بين شركتين منفصلتين مستقلتين لتشكيل جسم واحد إما بمسمى جديد أو بالمسمى السابق لهما كما حصل مع بنك Lloyds Tsb في عام 1995 بعد ان اندمج كل من Lloyds Bank و Tsb Bank. أما عندما عندما تشتري شركة ما معظم أو كل حصص ملكية الشركة المُستهدفة، من أجل تولي السيطرة أو الاستحواذ عليها فهذا يسمى استحواذاً، وغالباً ما تُجبر الشركات المُستهدفة على صفقات الاستحواذ كجزء من استراتيجيات النمو للشركة، أو من أجل الحماية من خطر الإفلاس والمنافسة الشديدة من اللاعبين الرئيسيين، (Lipczynski, Wilson & Goddard, 2013)، مثل ما حدث مع البنك البريطاني، Abbey عندما انضم بالكامل للبنك الأسباني Standard Bank . عموماً، يُمكن للشركات الجديدة اختيار اسم لها استناداً إلى الاسم الخاص لكل شركة أو دمج الاسمين معاً،

الاندماجات الأفقية لديها فرصة أكبر مقارنة مع عمليات الاندماج العمودي نظراً للخبرة والسهولة التي تنقل بها المعرفة والخبرة بين "المندمجين"، وتحقيق وفورات الحجم أو اقتصادات الحجم Economies of scale، حيث اعتبرت وفورات الحجم أنها العامل الرئيسي "عملاقة الشركات" corporate gigantism في القرن العشرين. هذا يعني أنه كـ "بنك" ينمو وتتوسع الخدمات المالية المقدمة لعملائها، وبالتالي فإن الشركة سيكون لديها فرصة أفضل للحد من تكاليفها. عندما يزيد حجم الشركة، سوف تزيد الطاقة الإنتاجية أيضاً، لأن الموردين سيخفضون قيمة المدخلات عندما تطلب الشركة أكثر، وبالتالي فإنه يمكن أن تستثمر المزيد من الجهود لجعل عملية الإنتاج أكثر كفاءة وفعالية، ويمكن تحقيق النمو الاقتصادي عندما تتحقق وفورات الحجم. "وفورات الحجم السالبة" موجودة أيضاً، تحدث هذه عندما يكون الإنتاج أقل مما كانت عليه نسبة إلى المدخلات، ما يعنيه هذا هو أن هناك أوجه القصور داخل الشركة أدى إلى ارتفاع متوسط التكاليف مما اضطرها إلى اتخاذ التدابير المناسبة، وربما صفقة اندماج أو استحواذ (Panzar & Willig, 1977).

أضف إلى ذلك أن عمليات الاندماج الأفقية بين البنوك اعتبرت كوسيلة لخفض تكاليف التشغيل، (خفض التكلفة وزيادة المكاسب من عمليات الاندماج بين البنوك كان نتيجة لوفورات أو اقتصادات الحجم) (Rhoades 1993, p.411)، ويضيف أيضاً أن خفض التكاليف متوقع نتيجة تحسين الإدارة والعمليات. كما ذكر أن عمليات الاندماج الأفقي في البنوك تسمح بتخفيض التكاليف من خلال دمج المكاتب الخلفية مع الوظائف التنفيذية، وانخفاضاً في عدد الفروع. أوصى Rhoades أنه يجب علينا أن نميز بين خفض التكاليف ونقص الكفاءة، فخفض التكاليف لا تؤدي إلى تآكل كفاءة الشركة. الشركة قد تلجأ إلى خفض التكاليف، ولكن ليس بسبب ضعف القدرات الإدارية أو المالية، وهو يُفسر أن خفض التكاليف يمكن أن يتم عن طريق تقليص عدد الموظفين، والحد من الفروع، وبسبب تطور التكنولوجيا. كذلك يُوضح أن خفض التكاليف لا تزيد بالضرورة من الكفاءة، وبالتالي هذه التخفيضات قد تكون نتيجة لركود تعاني منه الشركة. اقتراحاته

يُقلصها، فهذا يعتبر الهدف الأساس في عالم المال، فعمليات الاستحواذ يمكن أن تُحقق عوائد إيجابية على المدى القصير لمساهمي الشركات المُستهدفة (Cartwright and Schoenberg 2006) ويعتقد العديد من الخبراء أن الأسباب الأولية لصفقات "الاندماج والاستحواذ المصرفية" هي خلق قاعدة اقتصادية أكبر، والتوسع جغرافياً، مما يزيد من الجمع بين حجم قاعدة رأس المال وعروض المنتجات، والهيمنة على قوة السوق. ليس هناك شك في أن هذه الصفقات زادت بشكل ملحوظ، حيث ارتفع عددها محلياً وإقليمياً من 172 صفقة في عام 2009 إلى 299 صفقة في عام 2011، وبحلول عام 2014، تم تسجيل 376 صفقة استحواذ محلياً وإقليمياً، مقارنة مع 437 صفقة في عام 2013 (ONS, 2014). هذه الزيادة الملحوظة تدل على أن الشركات تتجه نحو مثل هذا النوع من الصفقات.

## 2- المزايا والعيوب:

صفقات الاندماج والاستحواذ تتخللها عملية استيلاء أو بيع أو دمج بين الشركات، إما أفقياً (من نفس القطاع أو عمودياً (قطاعات مختلفة ذات صلة). هناك العديد من الدراسات ناقشت هذا النوع من الصفقات داخل القطاع المصرفي والفوائد المرجوة من هذه الصفقات، منذ أوائل 1990s، أدى تطور عمليات الاندماج والاستحواذ لتعزيز السوق الاحتكارية أو ما يعرف بسوق احتكار القلة Oligopolistic Market وعدد قليل من اللاعبين المهيمنين على السوق Dominating Players، هذا التطور أدى إلى "تغيير" ليس فقط في حجم السوق ولكن أيضاً في القيمة السوقية لأسهم البنوك وزاد من التكامل الاقتصادي، وتطوير التكنولوجيا، وخفض التكاليف، وتوسيع حجم السوق المُستهدف عبر عمليات الاستحواذ والاندماج الأفقية (Rezitis, 2008).

يرى Caves أن عمليات الاستحواذ تجلب الكثير من المكاسب للمساهمين في الشركة المُستهدفة. ويضيف أن عمليات الاندماج في المملكة المتحدة تميل إلى خلق كيانات تكون ذات كفاءة اقتصادياً، ومرغوب فيها اجتماعياً (Caves, 1987)، كما أشار إلى أن العامل الذي يُحدد نجاح الصفقة المالية هو المرونة "Flexibility". ويعتقد أن

المالية، أدت ببعض الدول إلى تخفيف بعض الإجراءات المالية. فكانت الولايات المتحدة الأمريكية أول المبادرين بإلغاء بعض القيود المالية التي كانت فرضت على الشركات المالية (كنوع من الرقابة الحكومية) للتوسع في خدماتها. نتيجة لذلك، انخفض عدد البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية من 16000 إلى 8000 في العقدين الماضيين، وارتفع سهم أكبر عشرة بنوك من حيث إجمالي الأصول من 22% إلى حوالي 45%، ويُشير إلى أنه وفقاً لخبراء ماليين ستشهد صفقات الاندماج والاستحواذ زيادة في أوروبا بسبب العدد الحالي من البنوك في الاتحاد الأوروبي، وهو تقريبا ضعف عدد البنوك الموجودة في الولايات المتحدة الأمريكية (Altunbas (2008) and Marqués.

يقول Bahan في دراسة حول للقطاع المالي الهندي أن الاندماج والاستحواذ أصبحا جزءاً أساسياً من الاقتصادات المتقدمة، والاتجاه الاقتصادي العام يتجه نحو البنوك الكبرى وانحسار البنوك الصغيرة، ويُحدد أن بعض التغييرات التنظيمية مثل الحد من القيود المفروضة على القطاع المصرفي والسماح للملكية للبنوك، بدأت في الولايات المتحدة في عام 1980 (Bahan 2009)، فقد سجلت الفترة ما بين 1980 - 1998 حوالي 8000 عملية اندماج بين البنوك، فُدرت بحوالي 2.4 تريليون دولار في الأصول المستحوذة التي يمكن أن تُعزى إلى رفع القيود وإزالة القيود القانونية المفروضة على البنوك داخل وبين الدول (Sharma, 2009)، هذا يسمح للبنوك بزيادة الفروع وتوسعها الاقليمي والأهم من ذلك، أنه يسمح للبنوك والمؤسسات المالية الأخرى بزيادة كفاءة وفعالية أدائها. ويلخص Bahan نتائج دراسته بأن الأدلة التجريبية للفترة 1996 - 2006 أظهرت أن الاندماجات والاستحواذات كانت فعالة ومؤثرة في القطاع المصرفي الهندي.

### 3- تحليلات دراسة الحدث لعمليات الاندماج والاستحواذ في البنوك :

استخدمت منهجية دراسة الحدث في دراسة للباحث (Dilshad (2013 حول القطاع المصرفي الأوروبي لتقييم تأثير إعلانات الاندماج على أسعار الأسهم في القطاع المصرفي لـ 18 صفقة خلال الفترة من عام 2001 إلى عام 2010، واستخدم عينة

تأتي من البحوث التجريبية أجراها، قال أنه استخدم عينة من 898 عملية اندماج بين البنوك من 1981-1986، لاختبار الزيادة أو النقصان في كفاءة البنوك المستهدفة. وتشير النتائج التي توصل إليها أن عمليات الاندماج بين البنوك لا تؤدي عموماً في تحقيق مكاسب في الكفاءة Efficiency Gains ولكن تعتبر صفقة جيدة للتباين في كفاءة البنك.

في دراسة حول القطاع المصرفي الأوروبي لـ (Ayadi and Pujal, 2005) أوضح أن صفقات الاندماج والاستحواذ شهدت تطوراً سريعاً خلال 1990م لتُحدث تغييراً كبيراً في القطاع المصرفي الأوروبي. فعوامل مثل رفع القيود والابتكارات المالية، وقوة السوق، وإنشاء اليورو كان لها دوراً أساسياً في زيادة هذه الصفقات، ويُشير إلى أنه وبسبب الركود الاقتصادي في نهاية 1990م، لجأ القطاع المصرفي إلى الاستراتيجيات الاقتصادية لخفض التكاليف، وزيادة التساهل فيما يعرف بالتساهل بسقف المخاطر Tolerance of Risk ، وتعزيز المنافسة. ويذكر أن الصفقات تزيد القيمة للمساهمين نظراً لخلق الثروة المحتملة للبنوك مُجمعة. أجرى الباحثان تحليلاً احصائياً لـ 151 عملية اندماج واستحواذ أعلنت عنها البنوك في أوروبا من الفترة من سنة 1994 إلى سنة 2000، فأشارت النتائج إلى أن هناك تزايداً ملحوظاً في صفقات الاندماج والاستحواذ منذ عام 1996. كما أوضح أيضاً ظهور "البنوك الضخمة" Mega Bank على الصعيد الوطني منذ عام 1999.

يرى Botis أيضاً أن العوامل مثل التقدم التكنولوجي وعولمة الأسواق المالية، فضلاً عن تعزيز الرقابة على نظام الائتمان والاتحاد الأوروبي، قد ساهموا بشكل كبير في تعزيز ودعم القطاع المصرفي الأوروبي. وأدى ذلك إلى ارتفاع صفقات الاندماج والاستحواذ داخل الاتحاد، نراه جلياً بانخفاض عدد المؤسسات المالية من 12000 في عام 1990 إلى 7000 في عام 2004 لتصل إلى 5998 بحلول نهاية فبراير 2013 في القطاع المصرفي الأوروبي (Botis (2013).

منذ 1990م شهدت دول منظمة التعاون الاقتصادي (OECD) تطوراً سريعاً في معظم دول المنظمة ويرجع ذلك إلى عدة عوامل، أهمها تكنولوجيا المعلومات ورفع بعض القيود



متضمنة حالتي استحواذ من القطاع المصرفي البريطاني لمجموعة Lloyds TSB Group المالية ومصرف Barclays plc Bank. أوضح الباحث أنه على مدى السنوات الثلاثين الماضية ونتيجة العديد من العوامل مثل الابتكارات، ورفع القيود النظامية والمنافسة القوية في القطاع المصرفي، دفع العديد من البنوك الى أن تأخذ مكان لها ضمن صفقات الاندماج والاستحواذ التي مرّ بها القطاع المالي، سعياً منها لمحاولة خفض التكاليف وزيادة العمليات. يُوضح Dilshad أن الصفقات التي تم اختيارها هي فقط تلك التي:

• نُفذت، والشركة استحوذت على الحصة النهائية 100% في الشركة المُستهدفة.

• ينبغي أن يترك 30 يوماً أو أكثر بين تاريخ إعلان والتاريخ الفعلي لإبرام الصفقة.

• تم جمع أسعار الأسهم لمدة 120 يوماً لتقدير المعلمات parameters.

• البنوك التي تم اختيارها لم تشارك في أكثر من صفقة واحدة خلال عام.

إجراء عدد كبير من الدراسات في السنوات الأخيرة على عمليات الاندماج والاستحواذ، لا سيما في القطاع المصرفي، يعطي أدلة قوية بشأن نمو حجم الشركات وتحسين الأداء المالي (DeYoung & Molyneux, 2009). في حين أن دراسات أخرى وجدت أن عمليات الاندماج والاستحواذ في القطاع المصرفي الأوروبي قد زاد تحسُن كفاءة التكاليف، هذا التحسن مُتعلق بالأرباح الصغيرة لهذه الصفقات الذي يمكن أن يستغرق بعض الوقت ليُلاحظ (Huizinga et al., 2001). فمعظم الدراسات تتفق على أن الهدف الرئيس من عمليات الاندماج والاستحواذ في القطاع المصرفي هو التوسع لأجل تعظيم القيمة للمساهمين، من خلال الزيادة في قيمة أسعار الأسهم، وأهم أدوات أو قياسين يمكن استخدامها لتقييم تأثير تلك الصفقات هما استخدام المعلومات المحاسبية لتحديد "الأداء المالي والربحية للشركة"، أو ردود فعل السوق لتحركات سعر السهم. وذلك لتقدير الأثر الاقتصادي لهذا "الحدث" المعروفة باسم منهجية دراسة الحدث، (Firth, 1980). في هذا البحث، اختار الباحث "منهجية دراسة الحدث" لمتابعة ردود فعل أسواق الأسهم حول الإعلان عن صفقات الاندماج والاستحواذ ومالها من تأثير إيجابي أو سلبي على عوائد البنوك المُستهدفة.

### 3- البيانات والمنهجية:

في الآونة الأخيرة، زادت صفقات الاندماج والاستحواذ في جميع أنحاء أوروبا لأن معظم الشركات رغبت في توسيع حصتها في السوق أو تجنباً لتداعيات الأزمة المالية العالمية. هذه الصفقات أدت إلى انحسار عدد الشركات داخل الاتحاد

أظهرت النتائج النهائية أن عمليات الاندماج كانت ناجحة لبنوك: Banco de Sabadell, Max Bank and DiBa، مع ارتفاع لأسعار أسهم هذه البنوك بعد إعلان الاندماج، وأظهرت النتائج انخفاضاً في أسعار أسهم بنوك كل من Central Hispano, Lloyds TSB Group Barclays Santander, Central Hispano، الأمر الذي يعني أنها لم تؤدي جيداً بعد الإعلان عن الاستحواذ.

تناولت دراسة لـ (Antoniadis et al 2014) حول صفقات الاندماج والاستحواذ خلال عام 2010، الصفقة المُقترحة من أحد البنوك الخاصة (Piraeus Bank) على أسعار أسهم الثلاث بنوك الرئيسية في اليونان، Piraeus Bank، Hellenic Postbank and Agricultural Bank of Athens Stock Exchange Market (ATE) Greece)، المُدرجة في بورصة أثينا الذي أجري في عام 2010 حيث قدّم Piraeus Bank عرضاً "bid" لشراء أو دمج اثنين من البنوك المملوكة للدولة (Hellenic

يمكن أن تؤثر على الحدث الخاص الذي نحن ندرسه ( Segal and McWilliams 1997).

ويعتمد الباحث على قياس العوائد غير العادية التراكمية Cumulative Abnormal Returns (CAR) في وقت صفقة الاندماج أو الاستحواذ من (T) أيام، قبل أن يتم الإعلان عن الحدث حتى تاريخ الإعلان وهو اليوم 0. العوائد غير الطبيعية نتحصّل عليها من الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع. يتم احتساب العائد المُتوقع باستخدام الانحدار في "نموذج السوق" Market Model من العوائد الفعلية للسهم (بنك) i على الثابت a والعوائد لمحظة السوق portfolio لمؤشر (FTSE 100) الذي يمثل أسهم أكبر 100 شركة بريطانية (Cable & Holland 1999).

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_i \dots\dots\dots (1)$$

حيث  $R_{it}$  و  $R_{mt}$ : الفترة -t، العوائد على البنوك i و محظة السوق market portfolio،  $e_{it}$  حد التشويش،  $a_i$ ،  $b_i$ ، المعلمات لنموذج السوق.

العوائد المتوقعة للبنوك i على أي يوم t يسمى  $E(R_{it})$  خلال نافذة الحدث التي سنحصل عليها مستخدمين طريقة المربعات الصغرى، نقدر أيضا المعلمات في نموذج السوق (1). العوائد غير الطبيعية  $AR_{it}$  نتحصل عليها بطرح العوائد المتوقعة من الفعلية.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \dots\dots\dots (2)$$

العوائد غير طبيعية هي اضطراب disturbance في نموذج السوق.

لحساب عوائد الأسهم، الباحث قارن أسعار الأسهم Closing Stock Price لكل بنك ليوم التداول المطلوب، t هي يوم إغلاق سعر السهم من الأسهم في t-1 يوم (يوم واحد قبل)، وذلك باستخدام بيانات أسعار الأسهم المأخوذة من السلسلة اليومية لأسعار إغلاق الأسهم المُدرجة في البورصة، وفي المواقع الرسمية الالكترونية للبنوك، وموقع UK Yahoo Finance .

الأوروبي، من 7000 شركة في 2004 الى 5998 حتى عام 2013 (Botis, 2013). في هذا القسم ناقش، المنهجية الملائمة والمتبعة لتقييم هذه الصفقات.

أصبحت منهجية دراسة الحدث، الأداة الأكثر شيوعا لتتبع مثل هذا النوع من الصفقات عن طريق قياس التغيرات، تحديداً التغير في القيمة السوقية للسهم ( Balaban & Constantinou, 2006). وتعتمد المنهجية على المعلومات المُستوفاة من الأسواق المالية أو بيانات الشركات لدراسة ردة فعل أسعار الأسهم لتلك الشركات نتيجة إعلانات الاندماج والاستحواذ، التي قد تُساعد على التنبؤ بكفاءة وفوائد الصفقات في المستقبل. هذا المنهج كان قد طُوّر من قبل Ball & Brown عام 1969 في مقالة لهما بعنوان Portfolio Theory and Accounting. جاء بعدها MacKinlay عام 1997 ليضيف إليها ويؤكد صحتها في دراسة له نُشرت سنة 1997 بعنوان Event Studies In Economics And Finance، أوضح فيها أن منهجية دراسة الحدث هي أفضل وسيلة لتقييم أداء الأسهم بعد اعلانات الاندماج والاستحواذ، يُشير أيضا إلى (الفائدة من دراسة الحدث تأتي من حقيقة أنه، على افتراض العقلانية في السوق، سوف ينعكس تأثير هذا الحدث على الفور في أسعار الأصول) (MacKinlay, 1997, p.13).

من أجل تقييم عوائد الأسهم البنكية، الباحث كان عليه تحديد التغير في أسعار الأسهم اليومية عن طريق تحديد أيام معينة، قبل وبعد الحدث (تاريخ إعلان الصفقة). العوائد غير طبيعية (Abnormal Returns) تعتبر الجزء من العائد الذي لا يتوقع حدوثه. وبالتالي، فإنه يُقدر الفرق في قيمة سهم الشركة بسبب الحدث. يتم قياس "بيتا" للشركة، التي تمثل حساسية عوائد الأسهم فيما يتعلق بمؤشر السوق، تُقاس بفترة تقدر بـ 60 يوما خلال نافذة الحدث بينما يتم قياس العوائد غير طبيعية على مدى فترة 30 يوما قبل وبعد تاريخ الإعلان على وجه التحديد، يتم تعيين نافذة الحدث من 61 يوما، ويُحدّد تاريخ الإعلان كيوم 0 في نافذة الحدث. هناك سببين لاختيار 60 يوما لقياس عوائد الأسهم: أولاً، الفترة الطويلة قد تؤثر سلباً على دقة العينة. ثانياً، قد تتعارض مع الأحداث الأخرى التي

$$CAR_{[t_1, t_2]} = \sum_{[t_1, t_2]} \overline{AR}_t \dots\dots\dots (5)$$

اختبار t:

يجري اختبار (ت) لاختبار ما إذا كانت قيم CAR معنوية احصائياً ام لا، بافتراض الاتي:

$$H_0 = 0$$

$$H_1 \neq 0$$

فرضية العدم ( $H_0$ ) تنص على أن CAR لنافذة الحدث تُعادل الصفر، أي أنه ليس هناك تأثير إيجابي أو سلبي لعمليات الاندماج والاستحواذ على القيمة السهمية للبنوك، وإذا رفضناها نقبل الفرض البديل ( $H_1$ )، مشيراً الى الاختلاف المعنوي وتأثير الاندماج والاستحواذ على القيمة السهمية للبنوك.

جدول رقم (1) يعرض عينة الدراسة، والتي تحوي خمسة صفقات للصناعة المصرفية في المملكة المتحدة.

جدول (1) صفقات الاندماج والاستحواذ في القطاع المصرفي البريطاني

البنك المُستحوذ او الدامج Acquirer or Merged Bank	البنك المستهدف Target Bank	اندماج/استحواذ M&A	تاريخ الاعلان عن الصفقة Date od announcement
Lloyds TSB Group PLC	Abbey National	اندماج	2001/2/23
Santander Bank	Abbey National Plc	استحواذ	2004/11/12
Royal Bank of Scotland	ABN – AMRO (Netherland)	استحواذ	20017/10/10
Barclays Bank PLC	Lehman brothers (USA)	استحواذ	2008/9/16
Lloyds TSB Bank	Halifax Bank of Scotland	استحواذ	2008/1/19

المصدر: أعدّ الجدول من المواقع الرسمية الالكترونية للبنوك المذكورة.

نرجح ذلك للوضع الاقتصادي واستقرارية السوق Stability Of The Market. أخيراً، استخدم الباحث بيانات أسعار الأسهم والتي تأتي من سلسلة سعر الإغلاق اليومي للأسهم المُدرجة في سوق الاوراق المالية والمُسجلة أيضا في مواقع البُوك و موقع Yahoo Finance. اتُخذت البيانات + 30 - 30 يوم عمل، مع الأخذ في الاعتبار أيام العطل.

الباحث استخدم المعادلة الاتية لتحديد العوائد Dilshad (2013)

-1 Returns = adj close price/adj close price (day before)

$$R = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \dots\dots\dots (3)$$

العوائد غير الطبيعية: Abnormal Returns

يتم حساب متوسط العائدات غير طبيعي من  $t_1 - t_2$  يوم، عن طريق أخذ المتوسط لجميع العوائد غير طبيعية لجميع البنوك المُستحوذ - الدامجة، أو البنوك المستهدفة.

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n AR_{jt} \dots\dots\dots (4)$$

تجميع للعوائد غير الطبيعية:

ملاحظة العائد غير الطبيعي  $\overline{AR}_t$ ، ينبغي أن تتراكم حتى يمكن استخلاص الفائدة من الحدث. ومن المعروف أن تجميع العوائد غير الطبيعية (CAR) ويتم حسابها بالمعادلة الاتية:

تعتمدُ معظم الدراسات على منهجية دراسة الحدث في مراقبة رُود فعل السوق بعد الاحداث الخاصة التي قد تشهدها الشركة، خصوصاً إعلانات الاندماج والاستحواذ، ومع ذلك، فإن الجدول مازال قائماً في تحديد طول فترة نافذة الحدث التي من خلالها يمكن أن تُقرر أن ردة الفعل كانت إيجابية أم لا. العوائد الإيجابية للشركة قد لا تظهرُ على المدى القصير و قد تحتاج إلى وقت أطول لتنعكس إيجاباً على الشركة، وممكن أن



## 4- نتائج البحث:

يستند هذا القسم على التحليل الاستكشافي Exploratory Analysis مُستخدمًا الرسوم البيانية و نماذج السوق، ويُركز التحليل على استخدام أسعار أسهم البنوك، مُستخدمًا في ذلك سلاسل زمنية يومية للبيانات، هذه البيانات تُطبَّق وتحل باستخدام البرنامج الاحصائي Eviews. نركز على الصفقات الخمس المُدرجة لدينا، واستجابة البنوك لهذه الصفقات.

في 18 سبتمبر 2008، أعلن Lloyds tsb Bank (واحد من أكبر بنوك التجزئة في المملكة المتحدة) رسمياً أنه قد استحوذ على HBOS بمبلغ 12.2 مليار جنيه. بِموجب الصفقة يمتلك مساهمو Lloyds Tsb Bank حوالي 56% من حجم أسهم المجموعة بعد الدمج و 44% سيمتلکها حاملو أسهم HBOS. هذه الصفقة شكّلت ثالث أكبر كيان مالي داخل القطاع المالي في بريطانيا. جاء هذا الاستحواذ بعد زيادة الضغط على HBOS بسبب تزايد سحب المودعين لودائعهم، نتيجة لتداعيات أزمة الثقة خلال الأزمة المالية العالمية بداية عام 2007، دُكر أيضاً أن حجم الدين جراء هذه الصفقة Bad "Debt" من HBOS بلغ 13.4 مليار جنيه إسترليني، (The independent, 2009).

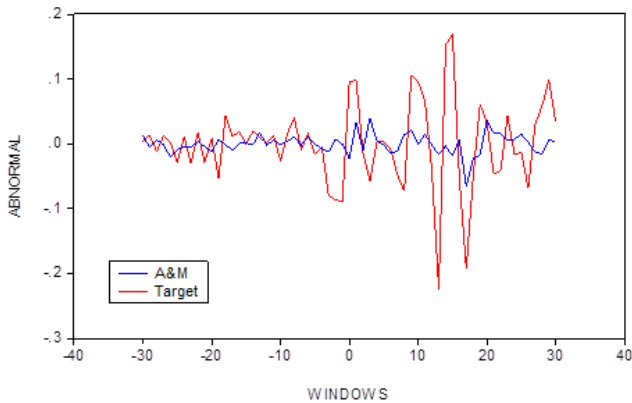
وفي عام 2007 استحوذ Royal Bank of Scotland على البنك الهولندي ABN- Amor Bank. في واحدة من أكبر صفقات الاستحواذ في أوروبا بقيمة إجمالية بلغت 49 مليار جنيه إسترليني، بعد هذه الصفقة انخفاض حاد في الأسواق العالمية سببته أزمة الرهن العقاري، نتيجة لذلك، أعلن رويال بنك أوف سكوتلاند أن خسائره تعتبر الأكبر في تاريخ بريطانيا، حيث بلغت 25 مليار جنيه إسترليني لعام 2008 بسبب ديون الاستحواذ Bad Acquisition Debt، مما دفع الحكومة البريطانية إلى التدخل وتقديم حزمة من المساعدات من قبل بنك إنجلترا يوم 2008/10/17، (Parada, Aleman & Paellas, 2009).

صفقة أخرى بين Lloyds TSB Bank و Abbey National في اندماج تقدم بها لويدز بـ 17.1 مليار جنيه، (من حيث الأصول، كان بنك Abbey الوطني سادس أكبر

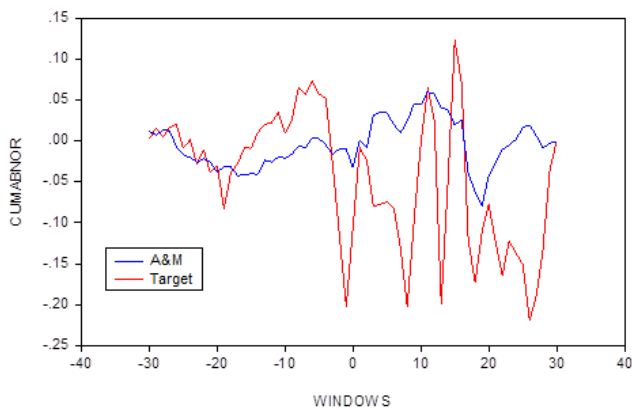
بنك في ثالث أكبر سوق مالي في العالم، بحصة إجمالية في السوق بلغت 10.5%) (Parada, Alemany and p.667 Planellas, 2009). في شهر ديسمبر من عام 2000 رُفِض العرض المُقدّم، لِيَتسبب في انخفاض سعر سهم Abbey Bank بشكل حاد إلى أدنى مستوياته (Parade, Aleman & Planellas, 2009). بعد هذا التدهور بثلاث سنوات قَدّم البنك الإسباني Standard Bank عرضاً لشراء Abbey، لم يُرفض العرض، وتمّت الصفقة بمبلغ 8 مليار جنيه إسترليني وسُجّلت كواحدة من الصفقات العشر الأولى من حيث القيمة السوقية. Abbey كانت قد تأسست من اندماج بين Abbey Road Building Society و National Building Society في عام 1944. وفي سبتمبر 2003 أصبح البنك Abbey Bank بدلاً من Abbey National بقيمة أصول بلغت قيمتها 177 مليار جنيه، بـ 762 فرع (BBC, 2004). تم الاستحواذ بموجب قانون المملكة المتحدة، واتفق على أن كل حاملي أسهم Abbey سيتحصلون على أسهم جديدة لبنك سانتاندر نسبة 1:1، وقُرّر أيضاً أن Abbey سيملك 23.6% من أسهم البنك الجديد و 76.4% سيمتلکها مساهمي Santander Bank. حقق البنك تحت هيكلته الجديدة أرباحاً لم تُسجل لحامله منذ 20 عاماً (Parade, Aleman & Paellas, 2009).

مع بداية تداعيات الأزمة المالية العالمية، Lehman Brothers يطلب الحماية من الدائنين. واقترح خطة عاجلة لتحسين الأداء والتكلفة-improve the performance, cost cutting لعدة قطاعات وإعادة الهيكلة في محاولة منه لتجنب شبح الإفلاس. ومع ذلك، اعتقد كبار المسؤولين التنفيذيين أن العمل الأنسب هو بيع معظم استثمارات الشركة. معظم أعمال الشركة استندت على الاكتتاب، الديون، أسهم ورأس المال، الرهن العقاري، والقروض التجارية، أما بالنسبة لمصرف باركليز Barclays plc (واحد من أكبر البنوك البريطانية) فقد استحوذ على خدمات الاستثمار لـ Lehman Brothers في أمريكا في سبتمبر 2008، بصفقة بلغت 250 مليون دولار، (Dilshad, 2013)، وافق Barclays أيضاً استثمار 47.4 مليار جنيه في سندات الشركة. هذه الصفقة أو الاستحواذ رفع

وتحليل (CAR) خلال الفترة الزمنية - 14 إلى - 4 يميل للكشف عن وجود حركة غير طبيعية إيجابية في فترة ما قبل الاعلان. حركة هبوطية حادة جدا ويمكن ملاحظتها لـ (CAR) لسيارة من البنوك المستهدفة في الفترة الزمنية ما بعد الاندماج - 4 إلى 30، والذي يتضمن 4 أيام من تاريخ الاعلان.



شكل رقم (1) يوضح تذبذب AR في نافذه الحدث {30+، -30}



شكل (2) يوضح التذبذب في CAR في نافذه الحدث {30+، -30}

بعد تاريخ الإعلان، جدول رقم (2) يبين 61.3% من CAR للبنوك A&M تكون "إيجابية"، في حين قبل تاريخ الإعلان 20% كانت سلبية. كذلك الاختلاف يُلاحظ لـ target banks، الجدول 2: يُبين أن 12.9% لـ CAR "إيجابية"، في حين قبل تاريخ إعلان، 56.7% من CAR تكون سلبية.

حصة العائدات لمساهمي بنك باركليز، وأدى إلى ارتفاع كبير لايرادات البنك من أمريكا.

يستند هذا التحليل على مجموعة من البيانات للبنوك المُستحوذَة أو الدامجة A&M Banks والبنوك المُستهدفة Target Banks "لحدث الدراسة". نستخدم دراسة الحدث لـ 61 يوما [-30، +30] لمراقبة عوائد البنوك قبل وبعد الاعلان عن صفقات الاندماج والاستحواذ. ثم يتم تقييم العوائد غير الطبيعية للعثور على جزء من العوائد الذي لا يتوقعه مؤشر السوق. نافذة الحدث هي عدد الأيام التي تمثل قياس العوائد غير الطبيعية الناتجة عن الحدث، اندماج أو استحواذ لنافذة من 61 يوما. يتم قياس AR و CAR على مدى فترة 30 يوما قبل وبعد تاريخ الإعلان. يتم التحقيق من CAR لـ 30 يوما قبل الحدث ( $t = -30, -9, -8, \dots, -1$ ) لتصل إلى 30 يوما بعده ( $t = 1, 2, \dots, 8, 9, 30$ ) حيث أن  $t$  تُمثل تاريخ الحدث.

للبنوك المُستحوذَة والدامجة (A & M Banks) والبنوك المستهدفة Target Banks، ومتوسط العوائد غير الطبيعية (AR) للنوافذ من [-30، 30] ترد في الشكل رقم (1) و (CAR) ترد في الشكل رقم (2).

من الشكل رقم (1)، يتضح أن هناك تقلبات منخفضة في (AR) من A & M banks قبل تاريخ الإعلان، التقلبات في (AR) لـ A & M banks هي أقل بكثير بالمقارنة مع Target Banks بعد يوم من الإعلان.

التقلبات في AR لـ Target Banks أصبحت أعلى في يوم الاعلان. هذا يشير إلى أن الإعلان عن الاندماجات والاستحواذات للبنوك من المرجح أن يكون لها تأثير على Target Banks.

من الشكل البياني 2، تظهر القيم CAR للبنوك A&M banks اتجاهها تصاعدياً إيجابياً، خلال الفترة من 2 الى 16 والتي تكون بعد تاريخ الإعلان. في حالة Target Banks،

جدول (2) الايجابي والسلبى في المعدل التراكمى CAR

Announcement		CAR	Frequency	Percent
Acquirer	Post	Negative CAR	11	35.5
		Positive CAR	19	61.3
		Total	30	96.8
	Prior	Negative CAR	24	80.0
		Positive CAR	6	20.0
Target	Post	Negative CAR	26	83.9
		Positive CAR	4	12.9
		Total	30	96.8
	Prior	Negative CAR	13	43.3
		Positive CAR	17	56.7

## 5- الخلاصة:

من المفترض أن صفقات الاندماج والاستحواذ أن تقدم مكاسب كبيرة للأطراف المعنية سواء كانت الدامجة والمستحوذة، أو الشركات المستهدفة. كان لهذه الورقة هدف أساسي واحد، هو تقييم فعالية هذه الصفقات، من خلال تحليل عينة مأخوذة من القطاع المصرفي البريطاني. استخدمت عينة لخمس صفقات من أكبر البنوك البريطانية، لتقييم آثار رُود فعل الاسعار في سوق الأسهم. تمت مقارنة عوائد أسهم البنوك بعوائد مؤشر السوق لـ مؤشر FTSE 100. أُستُخدمت "دراسة حدث" من 61 يوما [-30, 30] للتحقق من العوائد الملحوظة للبنوك قبل وبعد الاعلان عن عمليات الاندماج والاستحواذ.

تُظهر النتائج أن هناك تقلبات مُنخفضة في العوائد غير الطبيعية للبنوك قبل تاريخ الاعلان. كما توضح أيضا أن تقلبات في العوائد غير الطبيعية لـ A & M Banks أقل مقارنة مع البنوك المستهدفة بعد يوم الاعلان، ووجدت الدراسة أيضا أن أداء البنوك المُستهدفة لم تتحسن بعد إعلانات الاندماج والاستحواذ، ربما يمكن أن تظهر المكاسب الاقتصادية الحقيقية على مدى فترة زمنية أطول.

التذبذب في AR للبنوك المُستهدفة أصبح أعلى في يوم الاعلان. يمكن أن نفسر هذا بأن البنوك التي تعاني من الاضطرابات المالية وتقترب من الإفلاس، كما اتضح مع HBOS Group. ويبدو هذا يشير إلى أن الإعلان من قبل البنوك المستحوذة أو الدامجة A&M banks مرجح أن يكون

يتم تطبيق اختبار (T) للنوافذ المختلفة من  $T_1 = -30$  إلى  $T_2 = 30$  بحيث طول هذه النافذة يُمكن أن تساعد على أن تتحقق من التأثيرات في المدى القصير أو الطويل. تم رفض الفرض العدمي  $H_0$  لاختبار T. (ملحق 1) يبين اختبار (T) لـ A&M banks ويبين ملحق رقم (2) النتائج Target Banks.

نتائج البنوك A&M banks لقيم CAR تشير انه ليست ذات دلالة إحصائية عند 0.05 للفترة -24, -25, t, [-30, t], -21, -22, -23، الذي هو قبل تاريخ الاعلان. نتيجة لذلك، لا توجد CARs خلال 10 يوما قبل 20 يوما من تاريخ الاعلان للمستحوذين، بالتالي يُقبل  $H_0$ . على العكس من ذلك، قيم CARs تكون ذات دلالة إحصائية تختلف عن الصفر للفترة 10, ..., -18, -19, -20, t, [-5, t], مُشيراً إلى أن هناك تغييراً كبيراً عندما وصلنا الى تاريخ الاعلان وأيضاً بعد 10 أيام من الاعلان. لذلك، رُفض  $H_0$ . بعد عشرة أيام من الاعلان، قيم CAR ليست ذات دلالة إحصائية عند 0.05 للفترة 10, 11, 12, ..., 30, [-30, t], t=10, 11, 12, ..., 30، وبالتالي يُقبل  $H_0$ .

يُمكن القول أن المكاسب من A&M banks هي أكبر من نظيرتها المُستهدفة. ولكن هذا "التراجع للأسهم" للبنوك المستهدفة Target Banks لا يعني بالضرورة خسارة للبنك. تحتاج البنوك الهدف أحيانا إلى وقت أطول لتتعافي أسهمها وتتكيف مع الوضع الجديد للشركة.

- based view. *Journal of Marketing*, 63(2), 41-54.
11. Cartwright, S., & Schoenberg, R. (2006). Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal Of Management*, 17(S1), S1-S5. doi:10.1111/j.1467-8551.2006.00475.x.
  12. Caves, R.E. (1987). Effects of Mergers and Acquisitions on the Economy: An Industrial Organization Perspective. Retrieved from: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.373.391&rep=rep1&type=pdf#page=153>.
  13. Claessens, S., Demirgüç-Kunt, A., & Huizinga, H. (2001). How does foreign entry affect domestic banking markets? *Journal of Banking & Finance*, 25(5), 891-911. doi:10.1016/S0378-4266(00)00102-3.
  14. DeYoung, R., Evanoff, D. D., & Molyneux, P. (2009). Mergers and acquisitions of financial institutions: A review of the post-2000 literature. *Journal of Financial Services Research*, 36(2/3), 87-110. doi:10.1007/s10693-009-0066-7.
  15. Dilshad, M. (2013). Profitability Analysis of Mergers and Acquisitions: An Event Study Approach. *Business And Economic Research*, 3(1). doi:10.5296/ber.v3i1.2781.
  16. Fama, E. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25 (2), 383-416.
  17. Firth, M. (1980). Takeovers, shareholder returns, and the theory of the firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 94(2), 235-260.
  18. Gaughan, P. (2007). Mergers, acquisitions, and corporate restructurings. Hoboken, N.J.: Wiley. Retrieved from: <http://www.books.mec.biz/tmp/books/GBLT467T1OVL1V5PIM22.pdf>
  19. Hankir, Y., Rauch, C., & Fr, M. P. (2011). Bank M&A: A market power story? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2341-2354. doi:10.1016/j.jbankfin.2011.01.030.
  20. Lipczynski, J., Wilson, J. O. S., & Goddard, J. A. (2013). Industrial organization: Competition, strategy and policy (Fourthithion. ed.). Harlow, England: Pearson.

لها تأثير "إيجابي" على target banks، فإنه يشير إلى أن رد فعل البنوك المُستهدفة كانت أكبر من رد فعل البنوك المستحوذة.

#### قائمة المراجع

1. Altunbas, Y., & Marqués, D. (2008). Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities. *Journal of Economics and Business*, 60(3), 204-222. doi:10.1016/j.jeconbus.2007.02.003.
2. Antoniadis, I., Alexandridis, A., & Sariannidis, N. (2014). Mergers and acquisitions in the Greek banking sector: An event study of a proposal. *Procedia Economics and Finance*, 14, 13-22. doi:10.1016/S2212-5671(14)00680-7.
3. Ayadi, R. and Pujals, G. (2005). Banking Mergers and Acquisitions in EU: Overview, Assessment and Prospects. Retrieved from [http://www.suerf.org/docx/s\\_210f760a89db30aa72ca258a3483cc7f\\_883\\_suerf.pdf](http://www.suerf.org/docx/s_210f760a89db30aa72ca258a3483cc7f_883_suerf.pdf).
4. Ball, R., & Brown, P. (1969). Portfolio Theory and Accounting. *Journal of Accounting Research*, 7(2), 300. doi:10.2307/2489972.
5. Barrell, R., Kirby, S., & Davis, E. (2010). Modelling The Uk Banking Sector. *National Institute Economic Review*, 214 (1), F67-F72. doi:10.1177/0027950110389773.
6. BBC. (2004). Abbey agrees to Spanish takeover. Retrieved from <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/3925489.stm>.
7. Beccalli, E., Anolli, M., & Borello, G. (2015). Are European banks too big? Evidence on economies of scale. *Journal Of Banking & Finance*, 58, 232-246. doi:10.1016/j.jbankfin.2015.04.014.
8. Bhan, A. (2009) Mergers in Indian Banking Sector Benefits and Motives. *SSRN Journal*. doi:10.2139/ssrn.1467813.
9. Botis, S. (2013). Mergers And Acquisitions In The International Banking Sector. *Bulletin of the Transilvania University of Brasov. Economic Sciences.Series V*, 6(1), 119-126.
10. Capron, L., & Hulland, J. (1999). Redeployment of brands, sales forces, and general marketing management expertise following horizontal acquisitions: A resource-

- is altman's z-score model for bankruptcy motivate banks for mergers and acquisitions? evidence from the Greek banking system. In *International Conference On Applied Economics – ICOAE 2010* (p. 447-458 ), Retrieved from <http://kastoria.teikoz.gr/icoae2/wordpress/wp-content/uploads/articles/2011/10/050.pdf>.
28. Reztis, A. (2008). Efficiency and productivity effects of bank mergers: Evidence from the Greek banking industry. *Economic Modelling*, 25(2), 236-254 doi:10.1016/j.econmod.2007.04.013.
  29. Rhoades, S. A. (1993). Efficiency effects of horizontal (in-market) bank mergers. *Journal of Banking & Finance*, 17(2), 411-422. doi:10.1016/0378-4266(93)90041-B.
  30. Sharma, V. (2009). Do Bank Mergers Create Shareholder Value? An Event Study Analysis. Retrieved from: <http://digitalcommons.mcalester.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1009&context=econaward>.
  31. The independent. (2009). Britain's four bad banks. Retrieved from <http://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/britains-four-bad-banks-a-year-on-1801889.html>.
  21. MacKinlay, AC. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*. 35 (1), 13-39.
  22. McWilliams, A., & Siegel, D. (1997). Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *The Academy of Management Journal*, 40(3), 626-657.
  23. Office For National Statistic (2014). Mergers and Acquisitions Involving UK Companies, Q4 2014. Retrieved from [http://www.ons.gov.uk/ons/dcp171778\\_397409.pdf](http://www.ons.gov.uk/ons/dcp171778_397409.pdf).
  24. Organisation for Economic Co-operation and Development OECD. (2007). Vertical Mergers. Retrieved from <http://www.oecd.org/competition/mergers/39891031.pdf>.
  25. Panzar, J. C., & Willig, R. D. (1977). Economies of scale in multi-output production. *The Quarterly Journal of Economics*, 91(3), 481-493.
  26. Parada, P., Alemany, L., & Planellas, M. (2009). The internationalisation of retail banking: Banco santander's journey towards globalisation. *Long Range Planning*, 42(5), 654-677. doi:10.1016/j.lrp.2009.09.006.
  27. Petropoulos, D.& Kyriazopoulos, G. (2010). what are the advantages and disadvantages that lead banks into mergers and acquisitions?

## Stock Price Reactions to Merger and Acquisition Announcements in the UK Banking Sector

### Abstract:

The aim of this research paper is to test the reactions of the market with regards to the announcements of mergers and acquisitions, using an event study methodology. This paper evaluates the impact of mergers and acquisitions on prices within the UK banking sector. The study focuses on five deals that involve banks in mergers and acquisitions, in order to evaluate the shareholder returns of the target and acquirer banks. Evidence supports significant cumulative abnormal returns (CAR) for acquirers that were higher than those for target banks. Fluctuations were clear in the target banks' stock prices before any announcement. Conversely, the acquirer banks' stocks show little fluctuation before any announcement and a positive upward trend during the time period 2 to 16 days after the announcement date for (CAR) values. In the case of target banks, the analysis of (CAR) during the time period -14 to -4 days tends to reveal that there is positive abnormal movement before the announcement day, perhaps due to the leaking of information about the deal.

**Key words:** Merger, Aquesition, Returns, Banks.



## الملاحق

ملحق (1) اختبار (T) للبنوك المستحوذة والداجمة خلال الفترة  $\{-30, T\}$ 

[-30, 5]	-3.341176	0.0020**
[-30, 6]	-3.082822	0.0039**
[-30, 7]	-2.969708	0.0052**
[-30, 8]	-2.692748	0.0105*
[-30, 9]	-2.191817	0.0344*
[-30, 10]	-1.777577	0.0831
[-30, 11]	-1.283479	0.2065
[-30, 12]	-0.885772	0.3808
[-30, 13]	-0.638316	0.5267
[-30, 14]	-0.425177	0.6728
[-30, 15]	-0.321801	0.7491
[-30, 16]	-0.182448	0.8560
[-30, 17]	-0.380375	0.7054
[-30, 18]	-0.663645	0.5101
[-30, 19]	-0.980953	0.3314
[-30, 20]	-1.157614	0.2525
[-30, 21]	-1.269366	0.2101
[-30, 22]	-1.314908	0.1943
[-30, 23]	-1.336737	0.1870
[-30, 24]	-1.328103	0.1897
[-30, 25]	-1.247349	0.2176
[-30, 26]	-1.155001	0.2530
[-30, 27]	-1.124616	0.2655
[-30, 28]	-1.163281	0.2495
[-30, 29]	-1.173368	0.2454
[-30, 30]	-1.173307	0.2453

Window [T <sub>1</sub> , T <sub>2</sub> ]	A & M	
	T	p-value
[-30, -25]	0.704	0.512
[-30, -24]	0.041683	0.9681
[-30, -23]	-0.522477	0.6175
[-30, -22]	-0.928269	0.3804
[-30, -21]	-1.344623	0.2117
[-30, -20]	-1.787823	0.1041
[-30, -19]	-2.176180	0.0522
[-30, -18]	-2.555249	0.0252*
[-30, -17]	-2.930455	0.0117*
[-30, -16]	-3.301439	0.0052**
[-30, -15]	-3.668156	0.0023**
[-30, -14]	-4.030351	0.0010**
[-30, -13]	-4.313712	0.0005***
[-30, -12]	-4.617130	0.0002***
[-30, -11]	-4.859407	0.0001***
[-30, -10]	-5.113212	0.0001***
[-30, -9]	-5.306865	0.0000***
[-30, -8]	-5.302465	0.0000***
[-30, -7]	-5.347089	0.0000***
[-30, -6]	-5.135620	0.0000****
[-30, -5]	-4.962200	0.0000***
[-30, -4]	-4.966989	0.0000***
[-30, -3]	-5.152065	0.0000***
[-30, -2]	-5.239680	0.0000***
[-30, -1]	-5.335324	0.0000***
[-30, 0]	-5.606063	0.0000***
[-30, 1]	-5.485590	0.0000***
[-30, 2]	-5.556915	0.0000***
[-30, 3]	-4.677863	0.0000***
[-30, 4]	-3.910919	0.0004***

## ملحق (2) اختبار T للبنوك المستهدفة خلال الفترة {-30,T}

[-30, 4]	-1.269934	0.2127
[-30, 5]	-1.467000	0.1513
[-30, 6]	-1.674674	0.1027
[-30, 7]	-1.947011	0.0592
[-30, 8]	-2.235113	0.0314*
[-30, 9]	-2.434284	0.0196*
[-30, 10]	-2.434469	0.0195*
[-30, 11]	-2.227260	0.0315*
[-30, 12]	-2.157054	0.0368*
[-30, 13]	-2.422431	0.0197*
[-30, 14]	-2.520206	0.0154*
[-30, 15]	-2.146286	0.0373*
[-30, 16]	-1.966161	0.0553
[-30, 17]	-2.167669	0.0353*
[-30, 18]	-2.406286	0.0200*
[-30, 19]	-2.584154	0.0128*
[-30, 20]	-2.717695	0.0090**
[-30, 21]	-2.903651	0.0054**
[-30, 22]	-3.113156	0.0030**
[-30, 23]	-3.289721	0.0018**
[-30, 24]	-3.475567	0.0010**
[-30, 25]	-3.666215	0.0006**
[-30, 26]	-3.861445	0.0003**
[-30, 27]	-4.054678	0.0002**
[-30, 28]	-4.223315	0.0001**
[-30, 29]	-4.275643	0.0001**
[-30, 30]	-4.265417	0.0001**

Window [T <sub>1</sub> ,T <sub>2</sub> ]	Target	
	T	p-value
[-30, -25]	1.945155	0.1093
[-30, -24]	1.964004	0.0972
[-30, -23]	0.570569	0.5861
[-30, -22]	0.327533	0.7517
[-30, -21]	-0.379701	0.7130
[-30, -20]	-0.795848	0.4446
[-30, -19]	-1.326660	0.2115
[-30, -18]	-1.654543	0.1239
[-30, -17]	-1.900071	0.0798
[-30, -16]	-1.980473	0.0677
[-30, -15]	-2.065331	0.0566
[-30, -14]	-1.918122	0.0731
[-30, -13]	-1.659726	0.1153
[-30, -12]	-1.404078	0.1773
[-30, -11]	-1.039186	0.3118
[-30, -10]	-0.957222	0.3499
[-30, -9]	-0.732633	0.4719
[-30, -8]	-0.199220	0.8439
[-30, -7]	0.173961	0.8634
[-30, -6]	0.578802	0.5681
[-30, -5]	0.868630	0.3933
[-30, -4]	1.122440	0.2719
[-30, -3]	0.963632	0.3438
[-30, -2]	0.311987	0.7574
[-30, -1]	-0.432947	0.6683
[-30, 0]	-0.740537	0.4647
[-30, 1]	-0.765882	0.4495
[-30, 2]	-0.836797	0.4089
[-30, 3]	-1.060389	0.2967