

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ: ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

Π . Μ . Σ: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΚΑΡΑΒΙΤΗΣ

ΘΕΜΑ:

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ: ΙΩΑΝΝΗΣ ΚΟΥΤΣΟΠΟΥΛΟΣ
A.M: 7104M010

ΑΘΗΝΑ 2008

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστώ θερμά τον Καθηγητή κ. **Ιωάννη Βαβούρα**, Πρόεδρο του ΠΜΣ Οικονομικής Επιστήμης, για την τιμή που μου έκανε να με επιλέξει ως Μεταπτυχιακό φοιτητή στο εν λόγω πρόγραμμα.

Ιδιαίτερες ευχαριστίες στον Καθηγητή κ. **Νικόλαο Καραβίτη** για την πολύτιμη βοήθεια του στην εκπόνηση της εν λόγω εργασίας αλλά και για την βοήθεια που μου προσέφερε καθ' όλη την διάρκεια του Μεταπτυχιακού προγράμματος.

Ευχαριστώ θερμά την Καθηγήτρια κ.α **Μαλινδρέτου Βασιλική** για την τιμή να είναι μέλος της τριμελούς επιτροπής.

Επίσης ευχαριστώ τον Καθηγητή κ. **Ιωάννη Στουρνάρα** για τις πολύτιμες πληροφορίες που μου έδωσε σχετικά με το θέμα που πραγματεύεται η διπλωματική εργασία μου.

Τέλος ευχαριστώ τον κ. **Γεώργιο Κόντο** Διευθυντή Οικονομικών Υπηρεσιών όλου του Ομίλου της ALPHA BANK για την πολύτιμη συμβολή του στην ολοκλήρωση της εργασίας μου.

**Αφιερώνω την Διπλωματική μου εργασία,
Στον Παππού μου, στην Γιαγιά μου
Στους Γονείς μου
Σε όσους με Αγαπούν.-**

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

1. Εισαγωγή	6
2. Σύγκριση Γενικού και Μη-Γενικού Τραπεζικού Συστήματος	9
α. Τραπεζική Θεωρία – Βασικοί Ορισμοί	9
β. Νομοθεσία	11
γ. Σύγκριση Γενικού και Μη-Γενικού Τραπεζικού Συστήματος	14
3. Στοιχεία για Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στον Τραπεζικό Κλάδο	17
α. Εισαγωγή	17
β. Στοιχεία για ΗΠΑ	19
γ. Στοιχεία για Ευρώπη.....	22
δ. Στοιχεία για Ελλάδα.....	23
4. Οι Κύριοι Λόγοι για τις Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στον Τραπεζικό Τομέα	26
α. Εισαγωγή	26
β. Επιδράσεις στην Περιουσία των Μετόχων	31
γ. Αποτελεσματικότητα (Efficiency)	43
γ-1 Βασικοί Ορισμοί	43
γ-2 Παρουσίαση Αρθρογραφίας.....	46
δ. Αυξημένη Δύναμη στην Αγορά	55
ε. Ο Ρόλος της Διοίκησης	57
στ. Ο Ρόλος του Κράτους	64
ζ. Άλλοι Λόγοι που υποβοηθήσαν την Ανάπτυξη των Εξαγορών και των Συγχωνεύσεων στον Τραπεζικό Κλάδο	66
η. Τελικά ποιες Τράπεζες είναι πιθανό να αποτελέσουν Στόχο Εξαγοράς;.....	67
5. Διασυννοριακές Συγχωνεύσεις και Εξαγορές.....	69
α. Στοιχεία για Ευρωπαϊκή Ένωση	71
β. Στοιχεία για ΗΠΑ	73
γ. Στοιχεία για Αναδυόμενες Αγορές.....	74
δ. Στοιχεία για την Ελλάδα.....	76
ε. Επίλογος κεφαλαίου	78
6. Οι Επιπλοκές του Κύματος των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών στον Τραπεζικό Τομέα	82
α. Εισαγωγή	82

β. Οι Επιπλοκές των Εξαγορών και των Συγχωνεύσεων των Τραπεζών στον Ανταγωνισμό	84
β-1 Επιπτώσεις στα δάνεια μικρών επιχειρήσεων και καταναλωτών	85
β-2 Επιπτώσεις στα επιτόκια των δανείων.....	88
β-3 Επιπτώσεις στα επιτόκια καταθέσεων	90
γ. Προτεινόμενη Λύση	91
δ. Οι Επιπλοκές των Εξαγορών και των Συγχωνεύσεων των Τραπεζών στη Σταθερότητα του Τραπεζικού Συστήματος	94
7. Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα των Εξαγορών και των Συγχωνεύσεων	98
8. Επίλογος	100
9. Βιβλιογραφία	102

1. Εισαγωγή

Ο τραπεζικός κλάδος έχει γνωρίσει την τελευταία εικοσαετία μία σημαντική τάση για εξαγορές και συγχωνεύσεις. Η τάση αυτή είναι εμφανής ιδιαίτερα στις ανεπτυγμένες χώρες, γεγονός που έχει προκαλέσει το ενδιαφέρον της διεθνούς επιστημονικής κοινότητας και των σχετικών ερευνητών.

Η τάση για εξαγορές και συγχωνεύσεις οφείλεται σύμφωνα με την τραπεζική θεωρία σε διάφορους λόγους, όπως για παράδειγμα η βελτιστοποίηση του κόστους, η αυξημένη δύναμη στην αγορά, η δυνατότητα για μεγαλύτερη διασπορά του κινδύνου, αλλά και λόγοι που έχουν να κάνουν με την εταιρική διακυβέρνηση και τη «δημιουργία αυτοκρατορίας» (empire building) από πλευράς των διευθυνόντων συμβούλων του κάθε οργανισμού. Η εμπειρική έρευνα έχει προσπαθήσει να δώσει πειστικές απαντήσεις για όλα αυτά τα ζητήματα, ενώ επιπλέον έχουν γίνει και πολλές αξιόλογες θεωρητικές προσεγγίσεις.

Σκοπός αυτής της διπλωματικής εργασίας είναι η παρουσίαση των κυρίων αιτιών για εξαγορές και συγχωνεύσεις στον τραπεζικό κλάδο, με την παρουσίαση μέρους της σύγχρονης αρθρογραφίας και βιβλιογραφίας στο συγκεκριμένο ζήτημα. Επιπλέον γίνεται προσπάθεια σύγκρισης μεταξύ των ΗΠΑ και της Ευρώπης.

Πριν προχωρήσουμε θα πρέπει να σημειωθούν κάποια βασικά σημεία:

- Μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας που θα παρουσιαστεί στη συνέχεια της διπλωματικής εργασίας βασίζεται στην τραπεζική αγορά των ΗΠΑ. Οι λόγοι για αυτό είναι αρκετοί. Οι σημαντικότεροι αφορούν τη μεγαλύτερη διάρκεια κατά την οποία έχουμε εξαγορές και συγχωνεύσεις με σημαντική ένταση στις ΗΠΑ (το πρώτο σύγχρονο μεγάλο κύμα ήταν στη δεκαετία του 1970), το γεγονός ότι η βιβλιογραφία είναι προσβάσιμη μέσω του διαδικτύου και το γεγονός ότι όλη αυτή η βιβλιογραφία είναι στα αγγλικά, γεγονός που δε συμβαίνει απαραίτητα με την ηπειρωτική Ευρώπη. Η έντονη διαδικασία εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο στην Ευρώπη ξεκίνησε στα τέλη της δεκαετίας του 1980 (το λεγόμενο 1992-effect). Πλέον και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει αποκτήσει μία πολύ ικανοποιητική συλλογή από επιστημονικά άρθρα.
- Η σύγκριση μεταξύ διαφορετικών τραπεζικών συστημάτων είναι δύσκολη και μπορεί να οδηγήσει σε λάθος συμπεράσματα. Οι λόγοι για αυτό έχουν να κάνουν με τις συνθήκες που επικρατούν στον τραπεζικό κλάδο κάθε χώρας και

συγκεκριμένα την οικονομική του ευρωστία, το μέγεθος των τραπεζών και τη διάρθρωση του τραπεζικού συστήματος γενικότερα, αλλά και την επικρατούσα νομοθεσία. Για παράδειγμα, η έντονη κινητικότητα στις ΗΠΑ υποκινήθηκε την τελευταία δεκαετία από τη σταδιακή άρση όλων των περιορισμών και των εμποδίων που τίθεντο από τη νομοθεσία (π.χ. την ύπαρξη υποκαταστημάτων της ίδιας τράπεζας σε διαφορετικές πολιτείες κλπ.).

- Η τραπεζική αγορά στις ΗΠΑ ήταν χωρισμένη σε ιδιωτική (investment banking) και εμπορική τραπεζική (commercial banking). Έμφαση στη συνέχεια έχει δοθεί στην εμπορική τραπεζική και όχι στην ιδιωτική τραπεζική.
- Η βιβλιογραφία στο συγκεκριμένο τομέα της τραπεζικής είναι αχανής. Έγινε προσπάθεια να επιλεγούν εκείνα τα άρθρα τα οποία θα δώσουν μία όσο το δυνατόν πιο ολοκληρωμένη εικόνα για το πού βρίσκεται η επιστήμη στα διάφορα θέματα που εξετάζονται. Είναι όμως σίγουρο ότι κάποια άλλα ενδιαφέροντα άρθρα θα έχουν ακούσια παραλειφθεί.

Η δομή της διπλωματικής εργασίας έγινε με σκοπό τα θέματα που παρουσιάζονται διαδοχικά να έχουν μία λογική σειρά. Για αυτό το λόγο - μετά την εισαγωγή - στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι έννοιες της τράπεζας και οι βασικές της λειτουργίες, καθώς και οι έννοιες του γενικού τραπεζικού συστήματος (universal banking) το οποίο επικρατεί εδώ και χρόνια στην ηπειρωτική Ευρώπη με βασικότερους «εκφραστές» του τη Γαλλία και τη Γερμανία, και του μη γενικού τραπεζικού συστήματος (non-universal banking) το οποίο υπήρχε μέχρι πρόσφατα στις ΗΠΑ και τη Μεγάλη Βρετανία. Οι πρόσφατες θεσμικές αλλαγές στο μη γενικό τραπεζικό σύστημα θεωρούνται από τις βασικότερες αφορμές για την ανάπτυξη των εξαγορών και των συγχωνεύσεων, για αυτό και γίνεται μία σύντομη παρουσίασή τους.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται κάποια σύγχρονα δεδομένα για τις εξαγορές και συγχωνεύσεις στον τραπεζικό κλάδο με έμφαση στις πιο ανεπτυγμένες οικονομικά χώρες του πλανήτη.

Το τέταρτο κεφάλαιο αποτελεί το βασικότερο και πιο μεγάλο κεφάλαιο της παρούσας διπλωματικής. Παρουσιάζονται οι λόγοι για τους οποίους οι τράπεζες αποφασίζουν να προχωρήσουν σε εξαγορές ή συγχωνεύσεις. Εκτός από τους καθαρά οικονομικούς λόγους, υπάρχουν ενδείξεις – αποδείξεις ότι συγχωνεύσεις και εξαγορές γίνονται και για λόγους που αφορούν λιγότερο τα οικονομικά δεδομένα: Οι

ρόλοι που παίζουν το κράτος και η διοίκηση δείχνουν να παίζουν σημαντικό ρόλο σε μία τέτοια απόφαση σε πολλές περιπτώσεις. Στο τελευταίο υποκεφάλαιο προσπαθούμε να συνοψίσουμε τελικά ποια χαρακτηριστικά κάνουν μία τράπεζα υποψήφιο στόχο εξαγοράς.

Το πέμπτο κεφάλαιο ασχολείται με τις διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις. Αυτές στην Ευρώπη, αλλά και παγκοσμίως αναπτύσσονται χρόνο με το χρόνο, αλλά η σχετική αρθρογραφία δεν έχει αναπτυχθεί ακόμα τόσο. Η ανάπτυξη των διασυνοριακών εξαγορών επηρέασε άμεσα και τη χώρα μας, μετά της πρόσφατες εξαγορές της Nova Bank από τη Millennium Bank, της Γενικής από τη Société Générale, και της Εμπορικής Τράπεζας από την Credit Agricole το 2006.

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στον τραπεζικό κλάδο δεν αντιμετωπίζονται πάντα και μόνο θετικά. Το αντίθετο μάλιστα, ο όλο και αυξανόμενος όγκος εξαγορών και συγχωνεύσεων καθώς και της αξία αυτών αντιμετωπίζεται με σκεπτικισμό από τους νομοθέτες, αλλά και τους επιστήμονες. Οι φόβοι εστιάζονται στις επιπτώσεις των εξαγορών σε θέματα ανταγωνισμού με άμεση επίπτωση στη δανειοδότηση των μικρών επιχειρήσεων και στην εξυπηρέτηση του καταναλωτικού κοινού γενικότερα, αλλά και σε άλλους τομείς. Η βασικότερη λύση που έχει προταθεί στις ΗΠΑ για την αντιμετώπιση του φαινομένου είναι η πώληση επιλεγμένων καταστημάτων της εξαγοραζόμενης τράπεζας. Τα θέματα αυτά θα αναλυθούν εκτενώς στο έκτο κεφάλαιο.

Στο έβδομο κεφάλαιο παρουσιάζουμε σε έναν πίνακα περιληπτικά τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο, βασισμένοι στα συμπεράσματα των άρθρων που παρουσιάσαμε στα προηγούμενα κεφάλαια.

Το όγδοο κεφάλαιο αποτελεί τον επίλογο και συνοψίζονται τα βασικά συμπεράσματα.

Θεωρούμε ότι η εν λόγω σειρά στην παρουσίαση των κεφαλαίων είναι ιδανική προκειμένου ο αναγνώστης να κατανοήσει καλύτερα τα διάφορα θέματα που αναλύονται. Από εκεί και πέρα, ορισμένα θέματα θα μπορούσαν να παρουσιαστούν με διαφορετικό τρόπο ή να τοποθετηθούν σε άλλο μέρος της διπλωματικής. Επίσης σε όλο το κείμενο οι λέξεις εξαγορά και συγχώνευση χρησιμοποιούνται εναλλακτικά.

2. Σύγκριση Γενικού και Μη-Γενικού Τραπεζικού Συστήματος

α. Τραπεζική Θεωρία – Βασικοί Ορισμοί

Η τράπεζα είναι ένας χρηματοοικονομικός διαμεσολαβητής (financial intermediary). Οι τρεις βασικές μορφές χρηματοοικονομικός διαμεσολάβησης είναι ο μεσίτης (broker intermediary), το αμοιβαίο κεφάλαιο και η τράπεζα.

Θέλοντας να δώσουμε έναν ορισμό για την έννοια «Τράπεζα», θα λέγαμε ότι τράπεζα είναι ένας χρηματοοικονομικός διαμεσολαβητής ο οποίος έχει στην κατοχή του στοιχεία ενεργητικού, αλλά εκδίδει τουλάχιστον δύο είδη υποχρεώσεων, συγκεκριμένα μετοχικό κεφάλαιο και δάνεια¹. Η τράπεζα αποτελεί το βασικό χρηματοοικονομικό διαμεσολαβητή.

Σε τέλειες αγορές δε θα υπήρχε ανάγκη για την ύπαρξη διαμεσολάβησης. Όμως οι αγορές δεν είναι τέλειες: Υφίστανται τρία βασικά προβλήματα, και συγκεκριμένα:

- Η εχθρική επιλογή (adverse selection problem): Αυτή υφίσταται όταν κάποια βασικά στοιχεία του χρηματοδοτούμενου σχεδίου δεν είναι δυνατόν να τα παρακολουθεί και να τα κρίνει ο χρηματοδότης.
- Ο ηθικός κίνδυνος (moral hazard problem): Περιγράφει την τάση του επιχειρηματία να μειώνει την προσπάθειά του, αφού ένα μέρος αυτής θα πάει στον κεφαλαιούχο.
- Τέλος υπάρχει ο κίνδυνος αθέτησης της υπόσχεσης από πλευράς του επιχειρηματία να πληρώσει αυτά που έχει υποσχεθεί, ακόμα και αν το σχέδιο αποδειχθεί τελικά επιτυχημένο.

Η κλασική τραπεζική θεωρία τονίζει το γεγονός ότι οι δανειστές προτιμούν σχετικά ρευστά στοιχεία στο ενεργητικό τους, ενώ αντίθετα οι δανειζόμενοι προτιμούν δάνεια με όσο το δυνατόν πιο μακρινή λήξη. Η σύγχρονη τραπεζική θεωρία τονίζει την

¹ Dowd K. (1996): "Competition and Finance", McMillan Press

άνιση πληροφόρηση των δύο μερών. Συμπερασματικά μπορούμε να πούμε ότι οι βασικές λειτουργίες της τράπεζας είναι οι κάτωθι:

- Οι τράπεζες προσφέρουν μέσα πληρωμών (επιταγές). Μάλιστα, στη σύγχρονη οικονομία η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής γίνεται μέσω του τραπεζικού συστήματος.
- Οι τράπεζες μετατρέπουν σχετικά βραχυχρόνιες υποχρεώσεις τους σε σχετικά πιο μακροπρόθεσμες απαιτήσεις¹.
- Οι τράπεζες ελέγχουν υφιστάμενους και πιθανούς δανειζόμενους.
- Οι τράπεζες προσφέρουν ασφάλεια έναντι ξαφνικών μεταβολών στην κατανάλωση².

Παρατηρούμε ότι οι λειτουργίες των τραπεζών είναι πολύ σημαντικές. Για αυτό το λόγο οι τράπεζες σε παγκόσμιο επίπεδο ελέγχονται με διάφορους μηχανισμούς, έτσι ώστε από τη μία πλευρά να είναι ασφαλείς και αξιόπιστες και από την άλλη πλευρά να βοηθούν στην ανάπτυξη της οικονομίας.

¹ Dowd K. (1996): "Competition and Finance", McMillan Press

² Diamond D.F. & Dybvig P.H. (1983): "Bank runs, Deposit Insurance and Liquidity", Journal of Political Economy 91, pp. 401-419

β. Νομοθεσία

Όπως εξηγήσαμε και στο προηγούμενο κεφάλαιο, ο τραπεζικός κλάδος θεωρείται μία «ειδική κατηγορία» επιχειρήσεων και για αυτό το λόγο υπάρχουν ειδικές νομοθεσίες και διαδικασίες ελέγχου του παγκοσμίως, αλλά και σε κάθε χώρα ξεχωριστά.

Αυτό είναι ιδιαίτερα εμφανές σε μία χώρα με μη-γενικό τραπεζικό σύστημα όπως οι ΗΠΑ. Για λόγους που έχουν να κάνουν με την ιστορία, αλλά και με τη διάρθρωση της αμερικανικής οικονομίας γενικότερα και του τραπεζικού της συστήματος ειδικότερα, οι εργασίες που επιτρεπόταν να κάνουν άμεσα ή έμμεσα (μέσω θυγατρικών) οι αμερικανικές τράπεζες ήταν πολύ περιορισμένες. Αντίθετα, σε χώρες όπως η Γερμανία, η Γαλλία (και η Ελλάδα), οι νομικοί περιορισμοί στις τραπεζικές εργασίες ήταν πολύ περιορισμένες και οι τράπεζες μπορούσαν να είναι παρούσες – έστω μέσω θυγατρικών – σε κάθε μορφή όχι αμιγώς τραπεζικής εργασίας (π.χ. ασφαλιστική) ή και να μετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο εταιρειών που δεν είχαν τίποτα να κάνουν με τράπεζες. Οι βασικότερες νομοθεσίες των ΗΠΑ, οι οποίες περιόριζαν το τραπεζικό σύστημα είναι οι κάτωθι:

1. Το Glass-Steagall Act του 1933. Αυτό διαχώρισε αυστηρά την επενδυτική από την εμπορική τραπεζική¹, με βασικό επιχείρημα ότι υφίσταται σύγκρουση συμφερόντων (conflict of interest) ανάμεσα στις δύο. Οι βασικές περιοριστικές παράγραφοί του είναι οι 16, 20, 21 και 32. Η σταδιακή διάβρωση του Glass-Steagall Act άρχισε το 1986 όταν επετράπη σε τράπεζες να επενδύουν σε συγκεκριμένες αξίες (π.χ. διασφαλισμένα καταναλωτικά δάνεια), σε ποσοστό αρχικά μέχρι 5% των εσόδων τους (το οποίο σταδιακά αυξήθηκε σε 25% μέχρι το 1996).
2. Το McFadden Act του 1927 και το Bank Holding Company² Act του 1956 απαγόρευαν σε μία τράπεζα να προσφέρει ολοκληρωμένες τραπεζικές υπηρεσίες εκτός των ορίων της πολιτείας της, εκτός αν αυτό επιτρεπόταν ειδικά από την

¹ Kwan S.H. (21-3-1997): “Cracking the Glass-Steagall Act Barriers”, No. 97-08, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter

² Η Bank Holding Company είναι εταιρεία οι οποίες έχουν στην κατοχή τους μία ή περισσότερες τράπεζες, υπό συνθήκες και σε διαφορετικές πολιτείες. Μέχρι το 1956 μπορούσαν να κατέχουν και μετοχές σε εταιρίες.

πολιτεία-στόχο. Η γενικότερη τάση ήταν να μην επιτρέπεται η είσοδος σε τραπεζικά ιδρύματα από τη Νέα Υόρκη λόγω της οικονομικής δύναμης των εκεί τραπεζών. Όμως το Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act του 1994 εξαφάνισε όλες τις απαγορεύσεις και οποιοδήποτε τραπεζικό ίδρυμα μπορούσε να επενδύσει σε όποια πολιτεία ήθελε. Από την 1^η Ιουνίου του 1997¹ επιτρέπεται και η ονομασία όλων των υποκαταστημάτων σε οποιαδήποτε πολιτεία να έχουν την ίδια ονομασία.

Οι περιορισμοί στο τραπεζικό σύστημα των ΗΠΑ έχει δεχθεί σημαντικές επικρίσεις από διάφορες πηγές. Η βιβλιογραφία γενικά δεν έχει καταφέρει να βρει στοιχεία υπέρ του επιχειρήματος για το διαχωρισμό που επέβαλε το Glass-Steagall Act. Ο Cyree² μάλιστα σε άρθρο του παρουσίασε στοιχεία ότι μετά την αύξηση του προαναφερθέντος ορίου στο 25%, οι μετοχές των τραπεζικών ιδρυμάτων που είχαν επενδύσει σε αυτές τις κατηγορίες παρουσίασαν ασυνήθιστη (abnormal) αύξηση στην τιμή των μετοχών τους. Αντίστοιχα συμπεράσματα δείχνουν και έρευνες για τον περιορισμό στην παρουσία τραπεζών σε διαφορετικές πολιτείες, κυρίως λόγω των πλεονεκτημάτων της γεωγραφικής διαφοροποίησης. Το γεμάτο περιορισμούς τραπεζικό σύστημα των ΗΠΑ έχει δεχθεί όμως και πολλές κριτικές³ όσον αφορά τους βαθύτερους λόγους για την πολύπλοκη νομοθεσία του: Αυτή η νομοθεσία θεωρείται ότι είχε προστατευτικό ρόλο και συγκεκριμένα δεν επέτρεπε σε τράπεζες ξένων χωρών να εξαγοράσουν άλλες τράπεζες ή να αναπτύξουν δικιά τους τράπεζα στις ΗΠΑ. .

Όσον αφορά τις Ευρωπαϊκές χώρες, μπορούμε να πούμε ότι κάθε μία είχε τη δικιά της τραπεζική νομοθεσία, ειδικότερα δε οι διασυνοριακές εξαγορές ήταν απαγορευμένες. Η ντιρεκτίβα 89/646 της Ευρωπαϊκής Ένωσης κατάργησε όλους τους περιορισμούς για επέκταση τραπεζών σε περιοχές ή σε συγκεκριμένες χώρες. Για παράδειγμα αναφέρουμε τις ακόλουθες χώρες:

¹ McLaughlin S. (5/1995): "The Impact of Interstate Banking and Branching Reform: Evidence from the States"; Current Issues in Economics and Finance Vol.1, No.2; Federal Reserve Bank of New York

² Cyree K.B. (2000): "The Erosion of the Glass-Steagall Act: Winners and Losers in the Banking Industry", Journal of Economics & Business, 52, pp 343-363

³ Economist: "International Banking Survey" (17/4/1999)

- Η Μεγάλη Βρετανία είναι γνωστή για τις μεγάλες αλλαγές που έκανε στο City το 1986 (το λεγόμενο “Big Bang”).
- Η Γερμανία είχε το γενικό τραπεζικό σύστημα. Το 1973 κατήργησε και τους περιορισμούς που είχε στην κίνηση κεφαλαίων.
- Η Γαλλία επέτρεψε το γενικό τραπεζικό σύστημα το 1984. Germany abolished capital controls in 1973.
- Η Ιταλία είχε πιθανόν το πιο περιοριστικό τραπεζικό σύστημα στην Ευρώπη, καθώς δεν επιτρεπόταν μέχρι το 1990 σε μία ιταλική τράπεζα να έχει υποκαταστήματα σε άλλους νομούς. Επίσης απαγορευόταν η εξαγορά ιταλικής τράπεζας από ξένο ανταγωνιστή μέχρι το 1993, οπότε και η εν λόγω απαγόρευση άρθηκε με τη σχετική οδηγία της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Αξίζει τέλος να σημειώσουμε ότι και το γενικό τραπεζικό σύστημα που ίσχυε από παλαιότερα στη Γερμανία δεν ήταν τελείως ελεύθερο στην ουσία. Η μεγάλη συμμετοχή του κρατικού τομέα στις τράπεζες (κυρίως στις Landesbanken, οι οποίες έλεγχαν το μεγαλύτερο μέρος των καταθέσεων), αλλά κυρίως οι «ηθικοί κανόνες» που είχαν επιβληθεί έκαναν το τραπεζικό σύστημα ουσιαστικά το ίδιο περιοριστικό όπως και αυτό των ΗΠΑ¹.

¹ Steinherr A. (1998): “Derivatives: The Wild Beast of Finance”; Wiley

γ. Σύγκριση Γενικού και Μη-Γενικού Τραπεζικού Συστήματος

Λόγω της επιλογής των ΗΠΑ να διαχωρίσουν το τραπεζικό τους σύστημα σε εμπορική και επενδυτική τραπεζική, έχουν γίνει σημαντικές μελέτες για τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα αυτής της επιλογής. Στη συνέχεια παρουσιάζουμε συνοπτικά τα πλεονεκτήματα αλλά και τα μειονεκτήματα του γενικού έναντι του μη-γενικού τραπεζικού συστήματος¹:

Τα δύο βασικότερα πλεονεκτήματα του γενικού έναντι του μη-γενικού τραπεζικού συστήματος είναι η πληροφόρηση και οι οικονομίες φάσματος (economies of scope), δηλαδή οικονομίες που προκύπτουν όταν το κόστος μίας τράπεζας να παρέχει ένα σύνολο υπηρεσιών είναι μικρότερο αν οι ίδιες υπηρεσίες παραχθούν ξεχωριστά από κάποιες εξειδικευμένες εταιρείες.

Όσον αφορά την πληροφόρηση, η θεωρία υποστηρίζει ότι μία τράπεζα συλλέγει πληροφορίες για μία επιχείρηση πριν δώσει το δάνειο και αφού το δώσει. Όταν πρόκειται για γενική τράπεζα, τότε αυτή μπορεί να κατευθύνει τον πελάτη της σε ότι είναι καλύτερο για αυτόν. Με αυτόν τον τρόπο ξεκινά η δυνατότητα για μία μακροχρόνια σχέση, η οποία - όπως έχει αποδειχθεί - μπορεί να μην μειώνει το κόστος δανεισμού, αυξάνει όμως τη διαθεσιμότητα δανειακών κεφαλαίων. Εμπειρικές έρευνες έχουν φτάσει στο συμπέρασμα ότι όντως υπάρχουν κάποια πλεονεκτήματα από την πληροφόρηση.

Όσον αφορά τις οικονομίες φάσματος, αυτές χωρίζονται σε οικονομίες φάσματος που προκύπτουν στην πλευρά της παραγωγής και της κατανάλωσης. Η εμπειρική έρευνα έχει δείξει γενικά οικονομίες φάσματος κυρίως για μικρές και μεσαίες τράπεζες, ιδίως τη δεκαετία του 1990. Οι οικονομίες φάσματος είναι κυρίως αποτέλεσμα της τεχνολογικής προόδου, των αλλαγών στην τραπεζική νομοθεσία (deregulation), αλλά και των χαμηλότερων επιτοκίων τα τελευταία χρόνια².

Τα επιχειρήματα κατά του γενικού τραπεζικού συστήματος αφορούν την ασφάλεια των τραπεζών, τη σύγκρουση συμφερόντων (conflicts of interest) και τη

¹ Η ανάλυση βασίζεται σε άρθρο J.C. dos Santos(1998): "Commercial Banks in the Securities Business: A Review"; working paper No.9610; Federal Reserve Bank of Cleveland

² Calomiris C.W. & Ramirez C.D. (6/1997): "The Role of Financial Relationships in the History of American Corporate Finance", www.federalreserve.gov

μείωση του ανταγωνισμού σε σχέση με την με την μεγάλη επιρροή που μπορούν να αποκτήσουν μεγάλες τράπεζες.

Όσον αφορά την ασφάλεια του τραπεζικού συστήματος, το επιχείρημα κατά των γενικών τραπεζών αναφέρεται στην περίπτωση που μία θυγατρική αντιμετωπίσει οικονομικά προβλήματα, η μητρική τράπεζα θα τη βοηθήσει και πιθανόν να δημιουργηθεί και σε αυτήν σημαντικός οικονομικός κίνδυνος. Όμως η εμπειρική έρευνα έχει δείξει ότι η επενδυτική τραπεζική μπορεί να έχει κινδύνους, προσφέρει όμως δυνατότητες διασποράς του κινδύνου¹, επιβεβαιώνοντας ουσιαστικά και προηγούμενα συμπεράσματα του Benston² ότι η επενδυτική τραπεζική προσφέρει σχετικά μεγάλες αποδόσεις με συγκριτικά πολύ μικρή αύξηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου.

Όσον αφορά τη σύγκρουση συμφερόντων, το επιχείρημα κατά των γενικών τραπεζών αναφέρεται στο ότι οι τράπεζες θα προσπαθήσουν να ωθήσουν τους πελάτες τους σε μία απόφαση όσο το δυνατόν πιο συμφέρουσα για αυτές (από πλευράς εσόδων). Όμως η εμπειρική έρευνα σε αυτό το ζήτημα απέδειξε ότι παράγοντες όπως η φήμη των τραπεζών, οι εποπτικές αρχές, οι αγορές και άλλοι αποτρέπουν αυτό το ενδεχόμενο.

Όσον αφορά τη μείωση του ανταγωνισμού σε σχέση με την με την μεγάλη επιρροή που μπορούν να αποκτήσουν μεγάλες τράπεζες, το επιχείρημα κατά των γενικών τραπεζών αναφέρεται στο ότι οι όλο και μεγαλύτερες τράπεζες θα αυξήσουν τη δύναμή τους στην αγορά και την επιρροή τους γενικότερα, με αποτέλεσμα υψηλότερες τιμές. Στην πράξη όμως έχει αποδειχθεί ότι οι τράπεζες δεν είναι φυσικό μονοπώλιο³ (natural monopoly), και συνεπώς πάντα υπάρχει χώρος και για μικρού μεγέθους τράπεζες με κάποια εξειδίκευση. Συνεπώς υφίσταται πάντα ανταγωνισμός, ο οποίος μπορεί να κρατά τις τιμές σε λογικά επίπεδα.

Συμπερασματικά μπορούμε να πούμε ότι το γενικό τραπεζικό σύστημα δείχνει να προσφέρει μεγαλύτερα πλεονεκτήματα από το μη γενικό. Επιπλέον, πρόσφατες μελέτες έχουν δείξει ότι η επιβολή του Glass-Steagall Act στις ΗΠΑ βασίστηκε σε

¹ Kwan S.H. (1998): "Securities Activities by Commercial Banking Firms, Section 20 Subsidiaries", www.federalreserve.gov

² Benston G.J. (1994): "Universal Banking", The Journal of Economic Perspectives Vol. 8, No 3, pp 121-143

³ Dowd K. (1996): Competition and Finance", McMillan Press

κατηγορίες του γενικού τραπεζικού συστήματος οι οποίες ήταν μάλλον υπερβολικές. Από την άλλη πλευρά θα πρέπει να επισημάνουμε τα εξής:

1. Μέχρι το Glass-Steagall Act η τραπεζική αγορά των ΗΠΑ ήταν ίδια με της Ηπειρωτικής Ευρώπης. Ο διαχωρισμός της εμπορικής από την επενδυτική τραπεζική βοήθησε να αναπτυχθεί ένα αξιόπιστο και σίγουρα το πιο πρωτοποριακό τραπεζικό σύστημα στον κόσμο¹.
2. Το Glass-Steagall Act φαίνεται να είχε και έναν άλλο στόχο, ο οποίος δεν είναι εμφανής. Είχε σα σκοπό να αποτρέψει την εξαγορά αμερικανικών τραπεζικών ιδρυμάτων από πλούσιες ευρωπαϊκές τράπεζες – ήταν δηλαδή καθαρά ένα προστατευτικό μέτρο. Πλέον όμως τη δεκαετία του 1990 οι αμερικανικές τράπεζες έχουν δυναμώσει πολύ, έτσι ώστε να μην υπάρχει κάποιος λόγος για να υφίσταται ακόμα το Glass-Steagall Act.

¹ Steinherr A. (1998): “Derivatives: The Wild Beast of Finance”; Wiley

3. Στοιχεία για Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στον Τραπεζικό Κλάδο

α. Εισαγωγή

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι ένα ζήτημα που θεωρείται ότι έχει αλλάξει τη δομή του τραπεζικού κλάδου. Και όχι άδικα, αφού όπως θα δούμε από τα στοιχεία που θα παρουσιάσουμε στη συνέχεια, την περίοδο 1990-2001 έλαβαν χώρα πάνω από 5.000 συγχωνεύσεις και εξαγορές μόνο στις ΗΠΑ και σε μέρος των χωρών της Ευρώπης.

Στ παρόν κεφάλαιο παρουσιάζουμε κάποια στοιχεία για συγχωνεύσεις και εξαγορές τραπεζών. Στην αρχή παρουσιάζουμε στοιχεία που αφορούν πίνακες που αφορούν ΗΠΑ και Ευρώπη, ενώ στη συνέχεια επικεντρωνόμαστε σε στοιχεία που αφορούν ξεχωριστά τις ΗΠΑ, την Ευρώπη και την Ελλάδα. Οι διασυνοριακές συμφωνίες θα παρουσιαστούν σε επόμενο κεφάλαιο.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζουμε συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο σε Ευρώπη και ΗΠΑ για δύο περιόδους, 1990-1995 και 1996-2001. Παρατηρούμε ότι ο αριθμός των συμφωνιών είναι λίγο αυξημένος τη δεύτερη περίοδο. Αυτό που είναι πενταπλάσιο είναι η συνολική αξία των συμφωνιών στη δεύτερη εξαετία, γεγονός που οφείλεται στις μεγαλύτερες συμφωνίες που επιτεύχθηκαν τότε, αλλά και στις υψηλές αποτιμήσεις λόγω της ανόδου των χρηματιστηριακών δεικτών στα τέλη της δεκαετίας του 1990 παγκοσμίως.

Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στον Τραπεζικό Κλάδο σε Ευρώπη και ΗΠΑ				
	1990-1995		1996-2001	
ΧΩΡΑ	Αριθμός Συμφωνιών	Συνολική αξία σε δις δολάρια	Αριθμός Συμφωνιών	Συνολική αξία σε δις δολάρια
Βέλγιο	21	1	34	28
Γαλλία	148	12	96	45
Γερμανία	123	2	229	69
Ιταλία	147	19	138	80
Ολλανδία	36	11	24	6

Ισπανία	66	6	67	31
Σουηδία	44	3	38	17
Ελβετία	81	3	43	24
Μεγάλη Βρετανία	140	33	279	114
ΗΠΑ	1.691	157	1.746	755
ΣΥΝΟΛΑ	2.497	247	2.694	1.169

Πηγή¹⁶: Amel D., Barnes C., Panetta F, Salleo C., από Thomson Financial και SDC Platinum

Το κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων δεν αφορούσε αποκλειστικά τράπεζες μεταξύ τους, αλλά και συμφωνίες μεταξύ εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών. Οι συμφωνίες μεταξύ διαφορετικών δραστηριοτήτων είναι στην Ευρώπη πιο συνηθισμένες στην περίοδο που παρουσιάζεται στον επόμενο πίνακα (1985-1997), καθώς μέχρι τότε υπήρχαν ακόμα σημαντικοί νομοθετικοί περιορισμοί στις ΗΠΑ που αφορούσαν στο τι εργασίες ή θυγατρικές μπορούσαν να έχουν οι εμπορικές τράπεζες. Ο πίνακας που ακολουθεί παρουσιάζει την αξία των οργανισμών στόχων την περίοδο 1985-1997¹⁷:

Αξία των Οργανισμών Στόχων στο Χρηματοοικονομικό Κλάδο την περίοδο 1985-1997 (σε δις δολάρια)

Εξαγοράζων Οργανισμός	Οργανισμός Στόχος					
	ΗΠΑ			ΕΥΡΩΠΗ		
	Τράπεζα	Χρηματοστηριακή	Ασφαλιστική	Τράπεζα	Χρηματοστηριακή	Ασφαλιστική
Τράπεζα	241	15	0.2	89	9	20
	51.8%	3.2%	0.1%	36%	3.6%	8.1%
Χρηματοστηριακή	6	74	27	23	19	24
	1.2%	15.9%	5.8%	9.3%	7.7%	9.7%
Ασφαλιστική	0.3	14	88	11	6	46
	0.1%	3%	18.9%	4.4%	2.4%	18.6%

¹⁶ Amel D., Barnes C., Panetta F, Salleo C., (2002) "Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence", www.federalreserve.gov

¹⁷ Berger A.N, DeYoung R., Genay H. & Udell G.F.(2000a): "Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance", www.federalreserve.gov

β. Στοιχεία για ΗΠΑ

Το κύμα των εξαγορών και συγχωνεύσεων ήταν ιδιαίτερα έντονο στις ΗΠΑ. Την περίοδο 1980-2003 οι τράπεζες μειώθηκαν από 16.000 σε 8.000¹⁸, κυρίως λόγω εξαγορών και συγχωνεύσεων υγιών τραπεζών (οι πτωχεύσεις μεταξύ 1984 και 1994 ήταν 3.392 τραπεζικά ιδρύματα όλων των τύπων). Επίσης μεγάλωσε η συγκέντρωση του τραπεζικού συστήματος, καθώς το ποσοστό του συνολικού ενεργητικού των 10 μεγαλύτερων τραπεζών σκαρφάλωσε στο 46% το 2003 από 22% το 1980. Στη συνέχεια παρουσιάζουμε τα πιο σημαντικά στοιχεία, καθώς και κάποιους πίνακες, βασιζόμενοι σε άρθρο του Pilloff¹⁹.

Τη δεκαετία από το 1994 έως το 2003 έλαβαν χώρα 3.517 συμφωνίες στον τραπεζικό κλάδο (συμπεριλαμβανομένων όμως των μορφών των εμπορικών τραπεζών, των thrifts και των επενδυτικών τραπεζών). Η συνολική αξία του ενεργητικού που άλλαξε χέρια αυτή τη δεκαετία ανήλθε σε 3,1 τρις δολάρια, η αξία των καταθέσεων 2.1 τρις δολάρια και ο συνολικός αριθμός γραφείων τα 47.300. Σε αυτή τη δεκαετία, κάθε χρόνο άλλαζε χέρια κατά μέσο όρο το 5% του συνολικού ενεργητικού και των συνολικών καταθέσεων. Η συνολική δραστηριότητα ανά έτος παρουσιάζεται στον πίνακα που ακολουθεί:

Millions of dollars except as noted

Year	Number of mergers	Assets				Deposits				Number of offices			
		Mean	Median	Total		Mean	Median	Total		Mean	Median	Total	
				Amount	Percent of industry			Amount	Percent of industry			Amount	Percent of industry
All	3,517	874	102	3,073,017	...	601	86	2,114,228	...	13.4	3	47,283	...
1994	475	394	77	187,012	3.8	302	70	143,651	4.4	8.3	3	3,932	5.1
1995	475	537	86	254,851	4.9	394	75	186,968	5.5	10.5	3	4,981	6.5
1996	446	912	87	406,695	7.5	656	76	292,740	8.4	14.7	3	6,549	8.5
1997	422	739	93	311,871	5.3	545	79	230,148	6.1	13.5	3	5,687	7.3
1998	493	1,698	112	836,970	13.3	1,178	97	580,972	14.7	23.0	3	11,351	14.3
1999	333	831	108	276,643	4.2	560	88	186,440	4.6	10.4	3	3,477	4.3
2000	255	788	125	200,963	2.8	385	104	98,190	2.2	10.6	4	2,693	3.3
2001	231	1,556	139	359,495	4.6	1,022	109	236,067	5.0	21.5	4	4,958	6.0
2002	203	740	115	150,186	1.8	454	97	92,102	1.8	9.4	3	1,914	2.3
2003	184	480	135	88,330	1.0	364	103	66,950	1.2	9.5	3	1,741	2.1

¹⁸ Rhoades S.A. (2000): "Bank Mergers and Banking Structure in the United States, 1980-98, Staff Study 174, www.federalreserve.gov

¹⁹ Pilloff S.J. (May 2004): "Bank Merger Activity in the United States", Staff Study 176, www.federalreserve.gov

Ένα ακόμα βασικό στοιχεί της περιόδου είναι ότι ανέβηκε σημαντικά το μέσο ύψος της αξίας της συμφωνίας. Μάλιστα το 1998 έλαβαν χώρα οι τρεις μεγαλύτερες συμφωνίες στον τραπεζικό κλάδο, οι οποίες απορρόφησαν το 14% του συνολικού ενεργητικού και των καταθέσεων του κλάδου. Πάντως, το 75% περίπου των συμφωνιών αφορούν απορρόφηση ενεργητικού κάτω των 250 εκατομμυρίων δολαρίων. Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται οι δέκα μεγαλύτερες συμφωνίες της περιόδου:

Millions of dollars except as noted

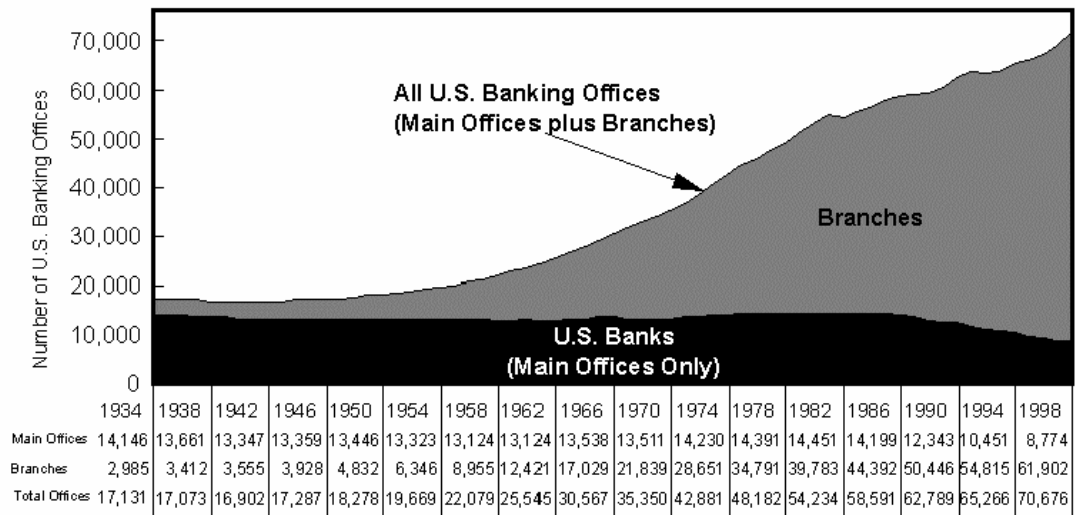
Target rank	Acquirer	Target	Target			
			Year acquired	Assets	Deposits	Number of offices
1	NationsBank Corporation	BankAmerica Corporation	1998	201,576	129,723	1,960
2	Norwest Corporation	Wells Fargo & Company	1998	96,316	70,875	1,459
3	Bank One Corporation	First Chicago NBD Corporation	1998	90,700	53,578	648
4	Firststar Corporation	U.S. Bancorp	2001	85,402	53,289	1,053
5	Chase Manhattan Corporation	J.P. Morgan & Company, Inc.	2000	73,832	4,676	3
6	Chemical Banking Corporation	Chase Manhattan Corporation	1996	71,913	35,815	349
7	First Union Corporation	Wachovia Corporation	2001	70,022	41,538	786
8	Wells Fargo & Company	First Interstate Bancorp	1996	59,187	48,510	1,130
9	Fleet Financial Group, Inc.	BankBoston Corporation	1999	50,722	34,648	451
10	Citigroup, Inc.	Golden State Bancorp, Inc.	2002	50,680	22,978	357

Από τις 3.517 συμφωνίες, οι 1.569 αφορούσαν εξαγορές μέσα στην ίδια αγορά, 1357 αφορούσαν εξαγορές τραπεζών με κανένα γραφείο στην ίδια αγορά και οι υπόλοιπες 591 περιλάμβαναν εξαγορές τραπεζών με γραφείο και εντός και εκτός της αγοράς.

Τέλος, παρουσιάζουμε το ακόλουθο διάγραμμα, το οποίο παρουσιάζει τον αριθμό των τραπεζών, αλλά και των συνολικών γραφείων τους²⁰ για την περίοδο 1938-1998. Είναι άξιο λόγου το ότι ενώ οι τράπεζες μειώνονται σε αριθμό, αυξάνουν το δίκτυό τους με σημαντικούς ρυθμούς. Η μείωση του αριθμού των τραπεζών είναι ευκρινής μετά το 1986, ενώ μέχρι τότε ήταν σχετικά σταθερή.

²⁰ www.federalreserve.gov

**Number of FDIC-Insured Commercial Banks
1934 through 1998**



Beginning in 1982, remote service facilities (ATMs) were not included in the count of total branches. (At the end of 1981, there were approximately 3,000 such facilities.)

Includes U.S. Territories and Possessions.

γ. Στοιχεία για Ευρώπη

Για την Ευρώπη παρουσιάσαμε κάποια στοιχεία στο εισαγωγικό υποκεφάλαιο. Στη συνέχεια παρουσιάζουμε ένα διάγραμμα²¹ των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση για την περίοδο 1990-2001 σε δισεκατομμύρια ευρώ. Παρατηρούμε μία έντονα ανοδική πορεία από το 1994 και μετά, με αποκορύφωμα το 2000. Έκτοτε το ύψος των συμφωνιών έπεσε, αλλά παραμένει σε σχετικά υψηλά επίπεδα, συγκριτικά με την περίοδο πριν το 1998.

Chart 1 Mergers and acquisitions in the European Union banking sector
(EUR billions, 6 months moving averages)



Source: Thomson Financial Data.

²¹ Altunbas Y. & Ibenez M.D. (October 2004): "M&As Performance in Europe: The Role of Strategic Similarities", working paper no. 398, www.ecb.int

δ. Στοιχεία για Ελλάδα

Στον επόμενο πίνακα παρουσιάζονται²² εξαγορές που αφορούν τράπεζες με έδρα στην Ελλάδα. Για αυτό το λόγο σε μερικές περιπτώσεις οι ελληνικές τράπεζες είναι στόχος και άλλες φορές αυτές είναι οι εξαγοράζουσες (φαίνεται από τον πίνακα στη στήλη target country). Παρατηρούμε στον πίνακα ότι οι μισές ανακοινώσεις έλαβαν χώρα μέσα στο 2006, το οποίο μάλιστα περιλαμβάνει 11 μήνες έναντι 12 των προηγούμενων ετών.

2.9 Major M&A Activity (Jan. 2004 – Nov. 2006) (in USD mn.)

The following table presents recent mergers and acquisitions in which Greek Banks participated either on the "Buy" or the "Sell" side in the period Jan. 2004 – Nov. 2006.

#	Date Announced	Buyer	Buyer Country	Target	Target Country	% Sought	Deal Size (USD mn.)
1.	27-Nov-06 ¹	Alpha Bank	Greece	Atenatibank	Turkey	47.00%	246.30
2.	12-Oct-06 ¹	EFG Eurobank Ergasias	Greece	Dominet Bank	Poland	100.00%	n/a
3.	29-Sep-06 ¹	EFG Eurobank	Greece	DZ Bank	Bulgaria	74.26%	200.20
4.	11-Sep-06	ATE Bank	Greece	AIK Banka	Serbia	20.00%	n/a
5.	10-Sep-06	National Bank of Greece	Greece	Vojvodjanska Banka	Serbia	99.40%	488.60
6.	18-Jul-06	EFG Eurobank Ergasias	Greece	Universal Bank	Ukraine	99.34%	n/a
7.	23-Jun-06	ATE Bank	Greece	Mindbank	Romania	57.13%	41.07
8.	13-Jun-06	Credit Agricole	France	Emportid Bank	Greece	63.13%	2,670.10
9.	15-May-06	Dubai Financial Group	Dubai	Marfin Financial Group	Greece	31.50%	486.55
10.	08-May-06 ¹	EFG Eurobank Ergasias	Greece	Tekdenbank	Turkey	70.00%	182.00
11.	03-Apr-06	National Bank of Greece	Greece	Finansbank AS	Turkey	46.00%	2,770.00
12.	23-Mar-06	Marfin Financial Group	Greece	Egnatia Bank SA	Greece	19.49%	136.65
13.	17-Mar-06	EFG Eurobank Ergasias	Greece	National Savings Bank ad	Serbia & Montenegro	37.70%	42.30
14.	02-Feb-06	Marfin Financial Group	Greece	Lakti Bank	United Kingdom	9.98%	110.08
15.	04-Nov-05	Piraeus Bank	Greece	Atlas Banka	Serbia & Montenegro	8.23%	8.98
16.	11-Oct-05	New York Community Bancorp.	United States	NBG / Atlantic Bank of New York	Greece	100.00%	400.00
17.	02-Sep-05	Marfin Financial Group	Greece	Egnatia Bank SA	Greece	10.07%	37.32
18.	25-Aug-05	EFG Eurobank Ergasias	Greece	National Savings Bank ad	Serbia	52.50%	50.88
19.	10-Aug-05	Alpha Bank	Greece	Jubanka AD	Serbia & Montenegro	11.36%	23.69
20.	18-Feb-05	Piraeus Bank	Greece	Atlas Banka	Serbia & Montenegro	80.00%	31.29
21.	25-Jan-05	Piraeus Bank	Greece	Eurobank AD	Bulgaria	99.70%	65.77
22.	25-Jan-05	Banco Comercial Portugals	Portugal	Novabank	Greece	50.00%	448.54
23.	12-Jan-05	Canadian Western Bank	Canada	National Bank of Greece (Canada)	Greece	100.00%	18.36
24.	31-Aug-04	Alpha Bank	Greece	Jubanka AD	Serbia & Montenegro	88.64%	183.00
25.	31-Mar-04	Societe Generale	France	Gentid	Greece	49.90%	105.44
26.	29-Feb-04	Societe Generale	France	Gentid	Greece	22.34%	44.72
27.	14-Jan-04	Societe Generale	France	Gentid	Greece	22.34%	48.02

Source: Mergerstat, IntelNet, Bloomberg, Athens Stock Exchange. Note: 1. Pending for conclusion

Στον επόμενο πίνακα παρουσιάζονται οι σπουδαιότερες εξαγορές που έλαβαν χώρα στον ελληνικό χώρο τα τελευταία 16 χρόνια. Σημειώνεται ότι μετά το 2004 παρουσιάζεται πραγματική αύξηση της εξαγοράς ελληνικών τραπεζικών ιδρυμάτων από ξένα (κυρίως από γαλλικά). Η δεκαετία του 1990 χαρακτηρίστηκε σε μεγάλο βαθμό από τις ιδιωτικοποιήσεις και εξαγορές τραπεζικών ιδρυμάτων, των οποίων ο έλεγχος ανήκε άμεσα ή έμμεσα στο κράτος (π.χ. της Τράπεζας Μακεδονίας Θράκης

²² Deloitte: "Highlights of the Greek Banking Sector", December 2006

και της ETBA από την ιδιωτικοποιημένη το 1991 Τράπεζα Πειραιώς ή της Ιονικής Τράπεζας στην Alpha Bank). Μία άλλη εξαγορά που είχε προκαλέσει αίσθηση ήταν η εξαγορά της ιδιωτικής Τράπεζας Εργασίας από την EFG Eurobank το 1999.

2.10 M&A Activity within Greece (1991 – 2006) (in € mn.)

The following table presents data on M&A activity in Greece in the last 16 years. It is worthy to note the involvement of foreign banks from 2004 onwards .

#	Year	Target	Buyer	Deal Size (€ mn.)	Price to Book Value	Price to PBT*
1	2006	Emporiki Bank	Credit Agricole	2,089.9	2.87	19.50
2	2006	Marfin Financial Group	Dubai Financial Group	401.6	2.03	30.24
3	2006	Egnatia	Marfin Financial Group	113.4	2.40	21.49
4	2005	Novabank	Millennium BCP Group	330.0	4.44	(19.55)
5	2005	Egnatia	Marfin Financial Group	30.6	1.42	13.85
6	2005	PanelInfo	DZ Bank	8.5	2.81	65.53
7	2004	Geniki	Societe Generale	125.1	1.14	25.82
8	2002	ETBA	Piraeus	510.1	0.77	20.99
9	2002	Attica	Postal Savings	40.4	2.48	16.77
10	1999	Ergasias	Eurobank	1,821.7	15.93	27.55
11	1999	Ioniki	Alpha	798.2	5.59	42.24
12	1999	Doriki	Teleste	41.1	4.05	23.08
13	1999	Ergasias	Deutsche Bank	19.7	0.95	1.76
14	1998	Xiosbank	Piraeus	243.8	15.15	51.52
15	1998	Bank of Crete	Eurobank	218.6	1.79	n/a
16	1998	Macedonian – Thrace Bank	Piraeus	80.0	3.54	n/a
17	1998	Geniki	Interamerican	51.7	3.66	34.94
18	1998	Bank of Central Greece	Egnatia	49.4	2.41	n/a
19	1998	Bank of Athens	Eurobank	26.2	3.01	n/a
20	1997	Attica	TSMEDS	27.6	2.31	107.08
21	1996	Interbank	Eurobank	47.0	1.78	n/a
22	1993	Bank of Athens	Hanasa First Investment Co.	14.2	1.21	n/a
23	1991	Piraeus	Privatisation	8.8	2.01	n/a

Sources: Press Releases and Published Financial Statements
Note: *PBT: Profit before Tax

Γενικότερα στον ελληνικό Τραπεζικό χώρο έχουν αναπτυχθεί έξι μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα (Εθνική Τράπεζα, EFG Eurobank, Alpha Bank, Τράπεζα Πειραιώς, Εμπορική Τράπεζα, Αγροτική Τράπεζα), εκ των οποίων κάποιες αναμένεται να πρωταγωνιστήσουν στην εξαγορά του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου, λόγω των σημαντικών καταθέσεων που αυτό διαθέτει. Από εκεί και πέρα αναμένονται εξαγορές και συγχωνεύσεις μικρότερων τραπεζών, χωρίς βέβαια να αποκλείεται κάποια μεγαλύτερη συμφωνία.

Στο ερώτημα κατά πόσο θα συνεχίσουν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στην Ελλάδα, κανείς δεν μπορεί να είναι απόλυτα σίγουρος. Η οικονομική λογική λέει όμως ότι αυτές θα συνεχιστούν κυρίως ανάμεσα στις μικρότερες τράπεζες. Πιο συγκεκριμένα²³, οι μικρές τράπεζες στην Ελλάδα λειτουργούν με μέση απόδοση επί των ιδίων κεφαλαίων η οποία κυμαίνεται στο 10% και αναλογία κόστους προς έσοδα πάνω από 70%, τη στιγμή που τα νούμερα αυτά για τις μεγαλύτερες τράπεζες

²³ P&K Research (23/10/2006): “Banking Sector”

κυμαίνονται στο 20% και 50% αντίστοιχα. Συνεπώς προκύπτει ότι οι μικρότερες τράπεζες δεν έχουν φτάσει στο μέγεθος που θα τους επιτρέψει να έχουν τέτοιες οικονομίες κλίμακας ώστε να μπορούν να προσφέρουν στους ιδιοκτήτες τους αποδόσεις αντίστοιχες με αυτές των μεγαλύτερων ανταγωνιστών τους.

4. Οι Κύριοι Λόγοι για τις Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στον Τραπεζικό Τομέα

α. Εισαγωγή

Το κύμα των εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο έχει προκαλέσει το ενδιαφέρον πλήθους ερευνητών αλλά και εποπτικών αρχών, οι οποίοι προσπαθούν να εξηγήσουν όσο το δυνατόν πιο ολοκληρωμένα ποιοι είναι οι κύριοι λόγοι που οδηγούν μία τράπεζα σε μία τέτοια απόφαση. Για αυτό το λόγο, η αρθρογραφία και η βιβλιογραφία σε αυτόν τον τομέα είναι απέραντη.

Από τη μελέτη διάφορων άρθρων προκύπτουν κάποια βασικά πρώτα συμπεράσματα. Πρώτον, υπάρχουν πλήθος λόγων που μπορεί να οδηγήσουν έναν τραπεζικό οργανισμό σε μία απόφαση για συγχώνευση ή εξαγορά, ενώ δεν είναι σπάνιες οι φορές όπου συνυπάρχουν δύο ή και παραπάνω λόγοι. Συνεπώς, η κάθε περίπτωση εξαγοράς ή συγχώνευσης θα πρέπει να εξετάζεται με ιδιαίτερη προσοχή. Παράλληλα τα συμπεράσματα των μελετητών είναι πιθανόν να αλλάζουν αν οι εκάστοτε συμφωνίες εξεταστούν σε διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες ή αν ληφθούν υπ' όψη κάποια ποιοτικά στοιχεία που αφορούν τη συγκεκριμένη περίπτωση.

Δεύτερον, παρατηρείται σχεδόν πάντα η κάθε εξαγγελιόμενη εξαγορά ή συγχώνευση να αιτιολογείται με οικονομικούς όρους, οι οποίοι συνοψίζονται στα κέρδη για τους μετόχους (και συνήθως προέρχονται από βελτιώσεις στην αποτελεσματικότητα, οικονομίες κλίμακας και σκοπού, ενδυνάμωση της θέσης του οργανισμού στην αγορά). Στην πραγματικότητα όμως, πολλές έρευνες έχουν αποδείξει ότι πολλές τέτοιες αποφάσεις λαμβάνονται για λόγους που δεν έχουν απαραίτητα να κάνουν με τα συμφέροντα των μετόχων. Μάλιστα, στις περισσότερες έρευνες δεν υπάρχει επαρκής υποστήριξη για την οικονομική λογική των εξαγορών και των συγχωνεύσεων. Κάποιοι πιθανοί λόγοι²⁴ για αυτό το φαινόμενο είναι:

1. Η ποιότητα των δεδομένων είναι ακατάλληλη για να βγουν συμπεράσματα, ενώ σε μερικές περιπτώσεις δεν υπάρχουν επαρκή στοιχεία για την περίοδο μετά την εξαγορά. Επιπλέον κάποια ποιοτικά στοιχεία είναι πιθανόν να επηρέασαν την

²⁴ Pilloff S.J. & Santomero A.M., (1996) “ The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions”, The Wharton Financial Institutions Center 97-07

πορεία των τραπεζών μετά τη συμφωνία και συνεπώς τα αποτελέσματα να μην είναι αξιόπιστα.

2. Οι μελέτες για την απόδοση των μετοχών πριν και μετά τη συμφωνία χρησιμοποιούν ένα διάστημα πριν και μετά το γεγονός. Όμως είναι εξαιρετικά πιθανό να υπήρχαν φήμες ή κάποιας μορφής πληροφόρηση, η οποία επηρέασε την τιμή των μετοχών πριν την ανακοίνωση της συμφωνίας. Οι ερευνητές προτιμούν να χρησιμοποιούν ένα στεθερό διάστημα πριν και μετά τη συμφωνία για να λύσουν το πρόβλημα.
3. Είναι πιθανό κάποιες τράπεζες να έχουν προχωρήσει σε παραπάνω από μία εξαγορές σε ένα δεδομένο χρονικό διάστημα, και αυτές αποκλείονται από τα δείγματα. Όμως, ακριβώς επειδή οι πιο αποδοτικές τράπεζες είναι αυτές που κυρίως προχωράνε σε εξαγορές, το δείγμα που τελικά χρησιμοποιείται ίσως να είναι μεροληπτικό.
4. Πολλά δείγματα αποτελούνται από συμφωνίες που έγιναν για λόγους που βελτίωναν την αξία της τράπεζας και από εκείνες που δεν τη βελτίωναν, με αποτέλεσμα η πραγματική αξία των σωστών συμφωνιών να υποτιμάται.

Πριν προχωρήσουμε αναλυτικά στους λόγους, παραθέτουμε μία συνοπτική παρουσίασή τους, βασισμένοι στο δεύτερο κεφάλαιο της έκθεσης του G10²⁵ για τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές σε όλο το χρηματοοικονομικό κλάδο. Αυτή η έκθεση – σε συμφωνία με τις εμπειρικές έρευνες που θα παρουσιάσουμε σε επόμενα υποκεφάλαια – χωρίζει τους λόγους σε αυτούς που βελτιστοποιούν (value-maximizing) την αξία των και σε αυτούς που δεν τη βελτιστοποιούν (non-value-maximizing), ενώ επιπλέον παρουσιάζουν κάποιους επιπλέον παράγοντες του «περιβάλλοντος» οι οποίοι επιδρούν είτε θετικά είτε αρνητικά στο ρυθμό που έχουν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις. Ειδικά οι λόγοι που βελτιστοποιούν την αξία χωρίζονται σε αυτούς που τη βελτιστοποιούν μέσω μείωσης κόστους και σε αυτούς που τη βελτιστοποιούν μέσω αύξησης των εσόδων και των κερδών.

1. Οι λόγοι που βελτιστοποιούν την αξία μέσω μείωσης του κόστους είναι:
 - Οικονομίες κλίμακας

²⁵ Group of Ten (2001), Report on Consolidation in the Financial Sector, Bank for International Settlements, Basel Switzerland, www.bis.org

- Οικονομίες σκοπού
- Αντικατάσταση λιγότερο αποτελεσματικών διευθυνόντων από πιο ικανούς
- Μείωση του ρίσκου λόγω γεωγραφικής και προϊόντικής διαφοροποίησης
- Μείωση του κόστους εισόδου σε μία αγορά
- Μείωση φορολογικών υποχρεώσεων και γενικότερα φορολογικοί λόγοι
- Αυξημένη δύναμη στην αγορά
- Δυνατότητα άμεσης πρόσβασης στις αγορές λόγω μεγαλύτερου μεγέθους
- Το μεγαλύτερο μέγεθος επιτρέπει στην τράπεζα να αξιολογείται η πιστοληπτική της ικανότητα

2. Οι λόγοι που βελτιστοποιούν την αξία μέσω αύξησης των εσόδων και των κερδών είναι:

- Δυνατότητα προσφοράς καλύτερων και πιο ολοκληρωμένων προσφορών σε μεγάλους πελάτες
- Δυνατότητα προσφοράς περισσότερων προϊόντων και υπηρεσιών σε ένα σημείο (το λεγόμενο “one-stop shopping”)
- Δυνατότητα πρόσκτησης περισσότερων πελατών λόγω γεωγραφικής και προϊόντικής επέκτασης
- Δυνατότητα πρόσκτησης περισσότερων πελατών καθώς το μεγαλύτερο μέγεθος αυξάνει την αναγνωρισιμότητα και δημιουργεί αίσθημα ασφάλειας
- Αλλαγή στην οργανωσιακή δομή
- Η αυξημένη δύναμη στην αγορά δίνει τη δυνατότητα αύξησης των τιμών και των περιθωρίων κέρδους
- Δυνατότητα αύξησης του κινδύνου του χαρτοφυλακίου

3. Οι λόγοι που δε βελτιστοποιούν την αξία είναι:

- ✓ Η επιθυμία των διοικούντων να διοικούν έναν όσο το δυνατόν μεγαλύτερο οργανισμό, καθώς αυτό θεωρείται ότι προσδίδει κύρος (το λεγόμενο “empire building”)
- ✓ Η επιθυμία των διοικούντων να νιώθουν μεγαλύτερη εργασιακή ασφάλεια
- ✓ Η επιθυμία των διοικούντων για υψηλότερες αμοιβές
- ✓ Η αποφυγή εξαγοράς από άλλη τράπεζα (οι λεγόμενες “defensive acquisitions”)

✓ Αυξημένη πίεση των μετόχων για μεγέθυνση.

4. Οι σπουδαιότεροι παράγοντες του «περιβάλλοντος» είναι:

1. Ο ρόλος του κράτους
2. Η νομοθεσία και η άρση νομικών και ρυθμιστικών εμποδίων
3. Η παγκοσμιοποίηση
4. Η ανάπτυξη συστημάτων πληροφορικής
5. Το ευρώ
6. Διαφορές στην κουλτούρα

Σε μία άλλη μελέτη²⁶ παρουσιάζεται μία λίστα 8 παραγόντων που οδηγούν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις και ουσιαστικά αποτελούν μία περίληψη των ανωτέρω αιτιών.

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί παρουσιάζουμε – βασισμένοι στη διεθνή αρθρογραφία – τους βασικούς λόγους που οδηγούν μία τράπεζα σε μία απόφαση για συγχώνευση ή εξαγορά. Ο κάθε λόγος υποστηρίζεται από εμπειρικές μελέτες. Έγινε προσπάθεια να παρουσιαστούν οι πιο πρόσφατες αλλά και οι πιο εμπεριστατωμένες από αυτές τις μελέτες.

Στις μελέτες αυτές χρησιμοποιούνται κυρίως δύο μέθοδοι για να εκτιμηθούν τα κέρδη (όταν πρόκειται για συμφωνία που θεωρητικά αυξάνει την αξία) που προέκυψαν από μία εξαγορά ή μία συγχώνευση:

1. Η πρώτη μέθοδος εκτιμά την αποτελεσματικότητα (ο όρος θα εξηγηθεί στο επόμενο υποκεφάλαιο) πριν και μετά τη συμφωνία.
2. Η δεύτερη μέθοδος εξετάζει την πορεία της αξίας των μετοχών πριν και μετά τη συμφωνία.
3. Επιπλέον υπάρχει η μέθοδος όπου εξετάζονται με λεπτομέρεια τα ποιοτικά στοιχεία της κάθε συμφωνίας και γίνεται προσπάθεια να εξηγηθεί θεωρητικά τι έκανε μία συμφωνία επιτυχημένη ή όχι.

²⁶ Kane E.J., (2000) "Incentives for Banking Megamergers: What Motives Might Regulators Infer from Event-Study Evidence?" , Journal of Money, Credit & Banking pp 671-695

Στα επόμενα υποκεφάλαια θα προχωρήσουμε στην αναλυτική παρουσίαση των ανωτέρω, αλλά και σε έρευνες για τους λόγους που δε βελτιστοποιούν την αξία και για τους παράγοντες του «περιβάλλοντος». Σημειώνουμε ότι ένας σημαντικός λόγος για τον οποίο γίνονται συμφωνίες εξαγορών και συγχωνεύσεων έχει να κάνει και με τη διασπορά, είτε αυτή είναι γεωγραφική είτε αντικειμένου (π.χ. εξαγορά μίας επενδυτικής τράπεζας από μία εμπορική). Καθώς όμως η διασπορά συνεξετάζεται με βελτιώσεις στην αποτελεσματικότητα και την πορεία των μετοχών, θα παρουσιάζεται μαζί με τα υπόλοιπα βασικά συμπεράσματα του κάθε άρθρου που θα παρουσιάζεται. Επίσης, στο τελευταίο υποκεφάλαιο προσπαθούμε να συνοψίσουμε τελικώς ποιοι παράγοντες κάνουν μία τράπεζα στόχο εξαγοράς.

β. Επιδράσεις στην Περιουσία των Μετόχων

Η βασικότερη αιτία για την απόφαση μίας τράπεζας να προχωρήσει σε μία εξαγορά ή συγχώνευση είναι η αύξηση της περιουσίας των μετόχων. Η θεωρία λέει ότι σε τέλειες αγορές μία επιτυχημένη εξαγορά ή συγχώνευση θα αυξήσει τις καθαρές ροές της τράπεζας και ως εκ τούτου την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων και συνεπώς την αύξηση της τιμής της μετοχής.

Γενικότερα, οι περισσότερες μελέτες φτάνουν στο συμπέρασμα ότι η συνολική περιουσία των μετόχων των εμπλεκόμενων τραπεζών στη συμφωνία (δηλαδή της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης τράπεζας) παραμένει αμετάβλητη τις μέρες που ακολουθούν την ανακοίνωση της συμφωνίας, αν και παρατηρείται μία αύξηση της απόδοσης τη δεκαετία του 1990 από το 1980. Αυτό συμβαίνει, καθώς με την ανακοίνωση συνήθως η περιουσία των μετόχων της εξαγοράζουσας τράπεζας υποχωρεί, ενώ της εξαγοραζόμενης παρουσιάζει άνοδο. Οι περισσότερες μελέτες²⁷ βρίσκουν ότι η αύξηση στην αξία της εξαγοραζόμενης τράπεζας αγγίζει το 15%, ενώ η πτώση στην αξία της εξαγοράζουσας παρουσιάζει πτώση περίπου 2%. Αυτά εξισώνονται λαμβάνοντας υπ' όψη τη διαφορά μεγέθους ανάμεσα στα δύο μέρη της συμφωνίας. Ουσιαστικά δηλαδή παρατηρείται μία μεταφορά πλούτου από την εξαγοράζουσα στην εξαγοραζόμενη τράπεζα. Το μειονέκτημα αυτού του είδους των μελετών είναι ότι η ανακοίνωση της συμφωνίας αναμιγνύει τις πληροφορίες για την επίτευξη της συμφωνίας με τη χρηματοδότησή της²⁸. Και όπως θα δούμε στη συνέχεια, ο τρόπος χρηματοδότησης της συμφωνίας στις περισσότερες μελέτες φαίνεται να παίζει ρόλο στις μεταβολές του πλούτου των μετόχων.

Στη συνέχεια του κεφαλαίου παρουσιάζουμε κάποια άρθρα τα οποία εξέτασαν τις μετοχικές αποδόσεις της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης τράπεζας, καθώς και τους παράγοντες από τους οποίους αυτές επηρεάζονται. Στην αρχή παρουσιάζουμε τις μελέτες που αφορούν την τραπεζική αγορά των ΗΠΑ και στη

²⁷ Houston J.F, James C.M. & Ryngaert M.D.,(2001): "Where do Merger Gains come from? Bank Mergers from the Perspective of Insiders and Outsiders", Journal of Financial Economics 60, pp 285-331

²⁸ Amel D., Barnes C., Panetta F, Salleo C., (2002) "Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence", www.federalreserve.gov

συνέχεια παρουσιάζουμε μία πολύ εμπειριστατωμένη μελέτη για τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, στην οποία έχει περιληφθεί και η Ελλάδα. Για μία ακόμα φορά θα πρέπει να τονιστεί η έλλειψη άρθρων για τις ευρωπαϊκές τράπεζες και ταυτόχρονα η πληθώρα μελετών για τις αμερικανικές.

Ένα ιδιαίτερα ενδιαφέρον άρθρο για τις αποδόσεις των μετόχων είναι αυτό των Houston & Ryngaert²⁹. Αυτοί χρησιμοποιούν δεδομένα από συγχωνεύσεις τραπεζών στις ΗΠΑ για την περίοδο 1985-1991 και εξετάζουν τις ασυνήθιστες αποδόσεις (abnormal returns) των διαπραγματεύσιμων σε χρηματιστήριο τραπεζών από τέσσερις μέρες πριν την ανακοίνωση της συμφωνίας μέχρι την ημέρα της ανακοίνωσης. Τα βασικά τους συμπεράσματα είναι τα ακόλουθα:

1. Το βασικό τους συμπέρασμα είναι ότι δε δείχνει να υφίσταται κάποια θετική αναθεώρηση της αθροιστικής αξίας των δύο συγχωνευόμενων τραπεζικών ιδρυμάτων κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συμφωνίας. Οι θετικές αποδόσεις της εξαγοραζόμενης τράπεζας ακυρώνονται από τις αρνητικές αποδόσεις της εξαγοράζουσας.
2. Βρίσκουν πάντως ότι οι συνολικές αποδόσεις παρουσιάζουν αύξηση τα τελευταία χρόνια.
3. Οι εξαγοράζουσες τράπεζες είναι κατά μέσο όρο πιο κερδοφόρες από τις εξαγοραζόμενες.
4. Τα κέρδη για τους μετόχους είναι μεγαλύτερα αν οι τράπεζες έχουν να επιδείξουν μία ιστορία με καλές λειτουργικές αποδόσεις, συμπέρασμα που συμφωνεί με τη θεωρία ότι η αγορά ευνοεί τις αποδοτικές Διοικήσεις.
5. Η συμφωνία παρουσιάζει πιο θετικές αποδόσεις αν πρόκειται για συμφωνία με σημαντικό βαθμό επικάλυψης δραστηριοτήτων. Αυτό το συμπέρασμα συμφωνεί με τη θεωρία για το ότι η αυξημένη συγκέντρωση οδηγεί σε αυξημένη δύναμη στην αγορά και σε υψηλότερη κερδοφορία. Η συγχώνευση στην ίδια αγορά βέβαια δίνει τη δυνατότητα για σημαντικότερες μειώσεις κόστους.

²⁹ Houston J.F. & Ryngaert M.D., (1994) "The Overall Gains from Large Bank Mergers", Journal of Banking and Finance 18, pp 1155-1176

6. Η απόδοση από μία συμφωνία έχει να κάνει με τον τρόπο χρηματοδότησής της. Ο λόγος είναι ότι οι αγορές δεν ακούν ευχάριστα τα νέα για έκδοση νέων μετοχών. Αυτό επιβεβαιώθηκε σε μετέπειτα άρθρο των ίδιων συγγραφέων³⁰.

Προσπαθώντας να εξηγήσουν οι Houston & Ryngaert γιατί δεν έχουμε σημαντικότερες ασυνήθιστες αποδόσεις, δίνουν τις ακόλουθες πιθανές εξηγήσεις:

- ✓ Πολλές συγχωνεύσεις στην πραγματικότητα δε δημιουργούν πραγματικές συνεργίες. Λόγω αυτού του φαινομένου, πολλοί μέτοχοι δεν αντιδρούν θετικά σε μία νέα συμφωνία, χωρίς ίσως να εξετάσουν αν αυτό είναι μία σωστή κίνηση ή όχι.
- ✓ Η χρηματοδότηση εξαγορών με την έκδοση νέων μετοχών εκλαμβάνεται ως σήμα ότι η μετοχή είναι υπερτιμημένη.
- ✓ Είναι πιο εύκολο για αυτούς που επενδύουν στη χρηματιστηριακή αγορά να αναγνωρίσουν μία τράπεζα – πιθανό στόχο εξαγοράς, παρά μία υποψήφια εξαγοράζουσα τράπεζα. Συνεπώς, είναι πιθανό ότι η τιμή της μετοχής της τράπεζας στόχου να έχει αρχίσει να αυξάνεται πολύ πριν την ανακοίνωση.
- ✓ Οι Houston J.F, James C.M. & Ryngaert M.D.,(2001) αναφέρονται³¹ και σε μία ακόμα πιθανή εξήγηση: Μία τράπεζα που προχώρησε πρόσφατα σε μία άλλη εξαγορά είναι λιγότερο πιθανό να εξαγοραστεί στο μέλλον, οπότε δεν υπάρχει κερδοσκοπία πάνω στην τιμή της.

Η αρθρογραφία για τις εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο δεν καταλήγει πάντα στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχουν ασυνήθιστες αποδόσεις και για τις μετοχές των τραπεζών που προχωρούν στην εξαγορά. Ένα τέτοιο άρθρο είναι αυτό των Cornett & De³², οι οποίοι εξέτασαν 196 διαπολιτειακές συγχωνεύσεις στις ΗΠΑ (εκ των οποίων οι 37 περιλάμβαναν εισηγμένες τράπεζες) για μία περίοδο μέχρι τις 31/12/1986. Ο λόγος που εξέτασαν εκείνη την εποχή έχει να κάνει με το γεγονός ότι με το Douglas Amendment επιτράπηκε η διαπολιτειακή παρουσία μίας τράπεζας, εφ' όσον αυτό επιτρεπόταν από την πολιτεία υποδοχής. Το συμπέρασμα των Cornett & De ήταν ότι

³⁰ Houston J.F. & Ryngaert M.D., (1997) "Equity Issuance and Adverse Selection: A Direct Test Using Conditional Stock Offers", Journal of Finance 52, pp 197-219

³¹ Houston J.F, James C.M. & Ryngaert M.D.,(2001): "Where do Merger Gains come from? Bank Mergers from the Perspective of Insiders and Outsiders", Journal of Financial Economics 60, pp 285-331

³² Cornett M.M. & De S., (1991) "Common Stock Returns in Corporate Takeover Bids: Evidence from Interstate Bank Mergers", Journal of Banking and Finance 15, pp 273-295

τόσο η εξαγοράζουσα τράπεζα όσο και η τράπεζα στόχος παρουσίαζαν ασυνήθιστες θετικές αποδόσεις. Η εξήγηση που έδωσαν στο για αυτό το συμπέρασμα ήταν ότι η εξαγορά υπονοούσε κεφαλαιακή επάρκεια και υγεία για την εξαγοράζουσα τράπεζα, ενώ επιπλέον υπήρχαν και τα πλεονεκτήματα που απέρρεαν από την επέκταση σε νέες γεωγραφικές περιοχές. Οι Cornett & De δε βρήκαν στατιστικά σημαντική διαφορά στις ασυνήθιστες αποδόσεις μεταξύ της εξαγοράς με μετρητά ή με μετοχές.

Ένα ακόμα άρθρο που συμπεραίνει θετικές ασυνήθιστες αποδόσεις και για την εξαγοράζουσα τράπεζα είναι αυτό του Zhang³³. Αυτός χρησιμοποιεί ένα δείγμα από 107 συγχωνεύσεις που έλαβαν χώρα στις ΗΠΑ την περίοδο 1980-1990 και καταλήγει στα εξής συμπεράσματα:

1. Τόσο η εξαγοράζουσα όσο και η τράπεζα στόχος παρουσιάζουν θετικές ασυνήθιστες αποδόσεις. Πάντως οι αποδόσεις είναι μεγαλύτερες για την τράπεζα στόχο.
2. Όσο πιο μικρό είναι το μέγεθος της τράπεζας στόχου σε σχέση με το μέγεθος της εξαγοράζουσας τράπεζας, τόσο πιο σημαντικές είναι οι θετικές ασυνήθιστες αποδόσεις.
3. Όσο πιο μεγάλη η γεωγραφική επικάλυψη, τόσο πιο σημαντικές οι θετικές ασυνήθιστες αποδόσεις.

Υπάρχει βέβαια αρθρογραφία, η οποία καταλήγει στα ακριβώς αντίθετα συμπεράσματα. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι το άρθρο του DeLong³⁴, ο οποίος χρησιμοποιεί δεδομένα από τραπεζικές συγχωνεύσεις στις ΗΠΑ. Αυτός χωρίζει τις τραπεζικές συγχωνεύσεις σε αυτές που αυξάνουν τη διασπορά και σε αυτές που δεν την αυξάνουν. Εξετάζει δε τη διασπορά με δύο παραμέτρους και συγκεκριμένα τη γεωγραφική διασπορά και τη διασπορά στις δραστηριότητες. Στη γεωγραφική διασπορά εξετάζει αν πρόκειται για ενδοπολιτειακή ή διαπολιτειακή συμφωνία – εξετάζοντας που είναι η έδρα της κάθε τράπεζας. Το συμπέρασμά του είναι ότι οι ενδοπολιτειακές συμφωνίες αυξάνουν την αξία, λόγω της αυξημένης δύναμης στην αγορά και λόγω της δυνατότητας για μειώσεις των εξόδων.

³³ Zhang Hao, (1995) "Wealth Effects of US Bank Takeovers", Applied Financial Economics 5, pp 329-336

³⁴ DeLong G.L., (2001) "Stockholder Gains from focusing versus diversifying Bank Acquisitions", Journal of Financial Economics 59, pp 221-252

Για να εξετάσει αν μία συγχώνευση αυξάνει τη διασπορά στις δραστηριότητες, χρησιμοποιεί ιστορικούς συντελεστές συσχέτισης, θεωρώντας ότι εφ' όσον οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών τραπεζών με μεγάλη συσχέτιση θα έχουν και αντίστοιχη έκθεση στον κίνδυνο και συνεπώς αντιδρούν με τον ίδιο τρόπο στα νέα της αγοράς. Το συμπέρασμα είναι ξανά ότι οι συμφωνίες που δεν αυξάνουν τη διασπορά έχουν θετικότερη επίδραση στις τιμές των μετοχών όταν ανακοινώνονται.

Στη συνέχεια οι Cornett M.M., Gayane H., Palia D. & Tehranian H.³⁵ χρησιμοποίησαν τους ορισμούς του DeLong για γεωγραφική διασπορά και διασπορά στις δραστηριότητες και συνδέουν τις συγχωνεύσεις με τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης, εξετάζοντας κάποιες πτυχές τους. Ως δείγμα χρησιμοποιούν ένα δείγμα από 423 ανακοινώσεις για εξαγορές μη-προβληματικών τραπεζών από 177 εξαγοράζουσες τράπεζες για την περίοδο 1988-1995, το σύνολο των οποίων διαπραγματεύεται σε κάποια αγορά των ΗΠΑ. Τα βασικά συμπεράσματά τους είναι τα ακόλουθα:

1. Οι ενδοπολιτειακές συμφωνίες είναι συνήθως συμφωνίες μεταξύ τραπεζών με παραπλήσιες δραστηριότητες, ενώ οι διαπολιτειακές κάποιες φορές είναι και κάποιες όχι.
2. Όταν γίνεται η ανακοίνωση της συμφωνίας, οι εξαγοράζουσες τράπεζες έχουν κατά μέσο όρο μικρή ασυνήθιστη αρνητική απόδοση στην τιμή των μετοχών τους, η οποία είναι όμως στατιστικά σημαντική.
3. Οι συμφωνίες που χρηματοδοτούνται με μετρητά οδηγούν σε υψηλότερη ασυνήθιστη απόδοση.
4. Οι συμφωνίες που αυξάνουν τη γεωγραφική διασπορά και τη διασπορά στις δραστηριότητες έχουν στατιστικά σημαντικά μικρότερη ή και αρνητική ασυνήθιστη απόδοση στη μετοχή τους. Αυτό μπορεί τουλάχιστον μερικώς να εξηγηθεί από το συμπέρασμα ότι οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης είναι λιγότερο αποτελεσματικοί σε συμφωνίες που αυξάνουν τη διασπορά.
5. Όσο μεγαλύτερο το ποσοστό του Διευθύνοντος Συμβούλου στην τράπεζα, τόσο μεγαλύτερη και η θετική ασυνήθιστη απόδοση.

³⁵ Cornett M.M., Gayane H., Palia D. & Tehranian H., (2003) "The Impact of the Manager – Shareholder Conflict on Acquiring Bank Returns", Journal of Banking & Finance 27, pp 103-131

6. Επίσης, όσο μεγαλύτερη συμμετοχή έχουν μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου που δεν ανήκουν στο ανθρώπινο δυναμικό της τράπεζας, τόσο μεγαλύτερη και η θετική ασυνήθιστη απόδοση.
7. Άλλα χαρακτηριστικά του Διευθύνοντος Συμβούλου ή του Διοικητικού Συμβουλίου δε δείχνουν να επηρεάζουν την ασυνήθιστη απόδοση. Σε συμφωνίες όμως που αυξάνουν τη διασπορά, η μεγαλύτερη ηλικία του Διευθύνοντος Συμβούλου και το μικρότερο μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου έχουν σαν αποτέλεσμα υψηλότερες θετικές ασυνήθιστες αποδόσεις. Τα θέματα της εταιρικής διακυβέρνησης και γενικότερα ο ρόλος του Διευθύνοντος Συμβούλου και του Διοικητικού Συμβουλίου στις εξαγορές και συγχωνεύσεις τραπεζών θα εξεταστούν σε επόμενο κεφάλαιο.

Αν και από τις περισσότερες εξαγορές πιθανόν δεν προκύπτουν κέρδη για τους μετόχους της εξαγοράζουσας τράπεζας, ο ρυθμός των εξαγορών στον τραπεζικό κλάδο βαίνει αυξανόμενος. Αυτό³⁶ είναι πιθανόν αποτέλεσμα κακής Διοίκησης ή/και αδυναμίας στην εταιρική διακυβέρνηση. Πιθανόν όμως οι αποδόσεις των πιο σύγχρονων συμφωνιών να είναι καλύτερες και να μην έχει φανεί στις παλαιότερες έρευνες. Για αυτό το λόγο οι Houston J.F, James C.M. & Ryngaert M.D. εξέτασαν μόνο μεγάλες συμφωνίες εξαγορών και συγχωνεύσεων τραπεζών. Πιο συγκεκριμένα εξέτασαν 64 συμφωνίες στις ΗΠΑ με ύψος συμφωνίας τουλάχιστον 400 εκατομμυρίων δολαρίων σε αποπληθωρισμένα ποσά για την περίοδο 1985-1996. Σε 41 από αυτές τις συμφωνίες εξέτασαν τις προβλέψεις της Διοίκησης για μείωση του κόστους και αύξηση των εσόδων, και το κατά πόσο αυτές επηρέασαν τις τιμές των μετοχών τόσο της εξαγοράζουσας τράπεζας όσο και της τράπεζας στόχου. Επιπλέον εξέτασαν τις εκτιμήσεις των αναλυτών και κατά πόσο αυτές βγήκαν αληθινές. Τα συμπεράσματά τους ήταν τα ακόλουθα:

1. Όταν ανακοινώνεται μία συμφωνία, η τιμή της μετοχής της εξαγοράζουσας τράπεζα παρουσιάζει πτώση, ενώ αυτή της τράπεζας στόχου άνοδο. Τη δεκαετία του 1990 παρατηρείται όμως οι ασυνήθιστες αποδόσεις των μετοχών και των δύο μερών της συμφωνίας να είναι υψηλότερες συγκριτικά με τη δεκαετία του 1980. Μάλιστα βρέθηκε ότι τη δεκαετία του 1990 η συνολική ασυνήθιστη απόδοση της

³⁶ Houston J.F, James C.M. & Ryngaert M.D., (2001) "Where do Merger Gains Come from? Bank Mergers from the Perspective of Insiders and Outsiders", Journal of Financial Economics 60, pp 285-331

συνδυασμένης αξίας των δύο τραπεζών παρουσίαζε μέση αύξηση 1,85%, στατιστικά σημαντική.

2. Οι συμφωνίες της δεκαετίας του 1990 είναι συχνότερα συμφωνίες εντός της ίδιας αγοράς.
3. Στην πλειονότητα των περιπτώσεων οι Διοικήσεις των τραπεζών αναφέρονται σε μείωση εξόδων, ενώ μόνο το 7% των συνολικών αναμενόμενων κερδών μίας συμφωνίας προκύπτουν από αύξηση των εσόδων. Μάλιστα, στις περισσότερες συμφωνίες δε γίνεται καμία μνεία σε αύξηση εσόδων.
4. Οι προβλέψεις της Διοίκησης για τα αναμενόμενα κέρδη από τη συμφωνία εξηγούν το 60% της μεταβλητότητας και των δύο μετοχών, γεγονός που υποδεικνύει ότι η αγορά εκλαμβάνει αυτές της προβλέψεις ως αξιόπιστες. Αυτό δικαιολογείται από τα ευρήματα της μελέτης, καθώς βρέθηκε ότι στις περισσότερες περιπτώσεις οι προβλέψεις αυτές επιβεβαιώνονται. Πρέπει όμως να παρατηρήσουμε δύο στοιχεία: Οι Διοικήσεις έχουν την τάση να υπερτονίζουν την επίτευξη των στόχων όσον αφορά τη μείωση των εξόδων, χωρίς όμως αναφέρονται σε ενδεχόμενες απώλειες εσόδων ως αποτέλεσμα αυτών των περικοπών. Συνέπεια αυτού, οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας είναι μικρότερες από την παρούσα αξία των οικονομικών προβλέψεων της Διοίκησης.
5. Οι αναλυτές μετοχών κρίνουν τις προβλέψεις των Διοικήσεων για μειώσεις των εξόδων ως λογικές, συντηρητικές ή αισιόδοξες, ανάλογα με την περίπτωση. Εκεί που συνήθως διαφωνούν είναι στις προβλέψεις για αυξήσεις εσόδων από ορισμένες δραστηριότητες και για το κατά πόσο αυτές οι περικοπές εξόδων δε θα επηρεάσουν την πορεία των εσόδων.

Μία ακόμα μελέτη για μεγάλες συγχωνεύσεις τραπεζών στις ΗΠΑ είναι αυτή του Kane³⁷. Ως μεγάλη συγχώνευση ορίζεται η συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης, στην οποία συμμετείχε μία από τις δώδεκα μεγαλύτερες τραπεζικές εταιρείες (bank holding companies) με βάση το μέγεθος του ενεργητικού τους, και μετά την επίτευξη της συμφωνίας το ενεργητικό της νέας τράπεζας είχε μεγαλώσει κατά τουλάχιστον 50%. Τα δεδομένα του προέρχονται από συγχωνεύσεις που έγιναν την περίοδο

³⁷ Kane E.J., (2000) "Incentives for Banking Megamergers: What Motives Might Regulators Infer from Event-Study Evidence?", *Journal of Money, Credit & Banking* pp 671-695

1991-1998. Η πρωτοτυπία αυτής της έρευνας είναι ότι στον υπολογισμό του ενεργητικού της τράπεζας προσμετρούνε και τα άυλα πάγιά της, εκ των οποίων τα σημαντικότερα αφορούν τις πληροφορίες που έχει για την πελατεία της η κάθε τράπεζα, καθώς και η ικανότητα που έχει αναπτύξει στο να κλείνει συμφωνίες. Επιπλέον εξετάζει και το κόστος ευκαιρίας, το οποίο το ορίζει ως την αξία της συμφωνίας η οποία αποκλείεται ή αναβάλλεται. Η λογική πίσω από την εξέταση του κόστους ευκαιρίας είναι να βρεθεί κατά πόσο μία συγχώνευση όντως θα αυξήσει την αξία των συγχωνευμένων τραπεζών ή οι δύο τράπεζες θα ήταν καλύτερα χωριστά, αλλά και καλύτερα αν είχαν συγχωνευθεί με άλλη τράπεζα. Τα βασικά συμπεράσματα είναι τα ακόλουθα:

- ✓ Η συνδυασμένη αξία των μετοχών των δύο τραπεζών μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας παρουσιάζει αύξηση. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με την πλειοψηφία των μέχρι τότε δημοσιευμένων μελετών, και μπορεί να εξηγηθεί από αυξημένη δύναμη στην αγορά όταν συγχωνεύονται μεγάλες τράπεζες. Επιπλέον, το μεγάλο μέγεθος που προκύπτει από τέτοιες συγχωνεύσεις έχει πλεονεκτήματα, καθώς η τράπεζα γίνεται «πολύ μεγάλη για να χρεοκοπήσει» και «πολύ μεγάλη για να ελεγχθεί αποτελεσματικά» (από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές).
- ✓ Κατά μέσο όρο οι εξαγοράζουσες τράπεζες είχαν θετικές ασυνήθιστες αποδόσεις στην τιμή των μετοχών τους, όταν η τράπεζα στόχος ήταν επίσης μεγάλη. Αυτό το συμπέρασμα είναι αντίθετο από την αρθρογραφία, όπου όμως χρησιμοποιούνται τράπεζες όλων των μεγεθών στο δείγμα.
- ✓ Οι εξαγοράζουσες τράπεζες είχαν ακόμα μεγαλύτερες θετικές ασυνήθιστες αποδόσεις στην τιμή των μετοχών τους, όταν η τράπεζα στόχος ήταν στην ίδια γεωγραφική περιοχή και συνεπώς υπήρχε σημαντική γεωγραφική επικάλυψη. Αυτό το είδαμε και σε άλλες μελέτες, όπως π.χ. των Cornett M.M., Gayane H., Palia D. & Tehranian H..

Ο Rhoades³⁸ στο άρθρο του για εννέα συμφωνίες συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ (παρουσιάζεται αναλυτικά στο κεφάλαιο της αποτελεσματικότητας) βρήκε ότι στις 5 περιπτώσεις η συνδυασμένη αξία των μετοχών των δύο τραπεζών παρουσίασε αύξηση μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Μία πιθανή εξήγηση για αυτό έχει

³⁸ Rhoades S.A. (1998): "The efficiency effects of Bank Mergers: An overview of case studies of nine mergers.", *Journal of Banking & Finance* 22, pp273-291

πιθανόν να κάνει με το γεγονός ότι οι εννέα περιπτώσεις που εξετάστηκαν αναμενόταν να αυξήσουν την αποδοτικότητα. Μία ακόμα σημαντική παρατήρηση του συγγραφέα είναι ότι μερικές από τις περιπτώσεις στις οποίες η συνδυασμένη αξία των μετοχών των δύο τραπεζών παρουσίασε αύξηση μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης, τελικά δεν κατάφεραν να αυξήσουν την αποδοτικότητά τους και συνεπώς οι προβλέψεις της χρηματιστηριακής αγοράς δεν μπορούν να θεωρηθούν πάντα καλός δείκτης.

Η αρθρογραφία για τις ΗΠΑ είναι εκτενέστατη. Για την Ευρώπη η πιο σημαντική μελέτη που βρήκαμε και αφορά τις συγχωνεύσεις τραπεζικών ιδρυμάτων γενικότερα – όχι μόνο τράπεζες – είναι αυτή των Cybo-Ottone & Murgia³⁹. Το δείγμα τους αποτελείται από 54 συγχωνεύσεις και εξαγορές που έλαβαν χώρα σε 13 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και την Ελβετία την περίοδο 1988-1997, στις οποίες ο έλεγχος του οργανισμού στόχου μεταφέρεται στον αγοραστή, ενώ και τα δύο μέρη της συμφωνίας είναι εισηγμένα. 18 από τις 54 συγχωνεύσεις και εξαγορές που εξετάζονται αφορούν συμφωνίες μεταξύ τραπεζών και ασφαλιστικών ή χρηματιστηριακών εταιρειών (λέγοντας χρηματιστηριακές αναφερόμαστε στη μετάφραση του όρου *investment banking*, ο οποίος περιλαμβάνει γενικότερα παροχή επενδυτικών υπηρεσιών). Επίσης επιλέχθηκε να χρησιμοποιηθούν δεδομένα από τις μετοχές από 270 μέρες πριν την ανακοίνωση της συμφωνίας. Αυτό που είναι αξιοσημείωτο, είναι το ότι ο μέσος όρος του συνολικού ενεργητικού των οργανισμών που μετέχουν στις συμφωνίες ανέρχεται σε 105,5 εκατομμύρια δολάρια, ενώ ο μέσος όρος της κάθε συμφωνίας ανέρχεται σε 1.610 εκατομμύρια δολάρια, που είναι σημαντικά υψηλότεροι από αυτούς που έχουν οι περισσότερες μελέτες για τις ΗΠΑ. Οι λόγοι έχουν να κάνουν με το δείγμα των συγγραφέων οι οποίοι χρησιμοποίησαν μόνο εισηγμένους οργανισμούς, αλλά και με το ότι το μέσο μέγεθος των ιδίων κεφαλαίων των 10 μεγαλύτερων ευρωπαϊκών τραπεζών (Tier-1) ήταν το 1993 50% μεγαλύτερο από αυτό των 10 μεγαλύτερων Αμερικάνικων. Το δείγμα δεν περιλαμβάνει σημαντικά περισσότερες συμφωνίες ειδικά από κάποια χώρα, αν και χώρες όπως Ιταλία, Σουηδία, Ισπανία, Πορτογαλία και Αγγλία είναι στις πρώτες θέσεις.

³⁹ Cybo-Ottone A. & Murgia M. (2000) "Mergers and Shareholder Wealth in European Banking", *Journal of Banking and Finance* 24, pp 831-859

Καθώς η έρευνα των Cybo-Ottone & Murgia ήταν ιδιαίτερα εκτεταμένη – όσον αφορά τις παραμέτρους που εξετάστηκαν – χρησιμοποιήθηκαν διάφορες μεταβλητές και μέθοδοι (μεταξύ άλλων κατασκεύασαν πιο μικρά δείγματα και εξέτασαν για αντιδράσεις στις μετοχές και έντεκα μέρες γύρω από την ανακοίνωση της συμφωνίας). Τα πιο σημαντικά συμπεράσματά τους ήταν τα ακόλουθα:

- Για να διαπιστώσουν τυχόν ασυνήθιστες αποδόσεις, οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν δύο δείκτες και συγκεκριμένα το Γενικό Δείκτη και το Κλαδικό Δείκτη των Τραπεζών. Σε περίπτωση που χρησιμοποιηθεί ο Γενικός Δείκτης, οι εξαγοράζοντες οργανισμοί δείχνουν μία θετική και στατιστικά σημαντική ασυνήθιστη αύξηση στην τιμή της μετοχής τους. Αν χρησιμοποιηθεί ο Κλαδικός Δείκτης των Τραπεζών, η αύξηση δεν είναι στατιστικά σημαντική. Μία πιθανή εξήγηση για αυτό έχει να κάνει με τη μεταδοτική επίδραση (contagious effect) που έχει μία ανακοίνωση στις μετοχές όλου του κλάδου, καθώς εκλαμβάνεται ότι η τάση για εξαγορές και συγχωνεύσεις α συνεχιστεί.
- Επίσης εξετάστηκαν οι μετοχικές αποδόσεις ένα χρόνο πριν και ένα χρόνο μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας και αφαιρώντας 10 μέρες πριν και μετά την ανακοίνωση. Για ένα χρόνο πριν βρήκαν ότι ο οργανισμός στόχος υποαπέδιδε του δείκτη (που συμπίπτει με αποτελέσματα παρόμοιων ερευνών για τις ΗΠΑ και για ένα χρόνο μετά δε βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές διαφορές.
- Διαίρεσαν το δείγμα τους σε συγχωνεύσεις των οποίων η αξία ήταν μικρότερη ή μεγαλύτερη από το μέσο ύψος της συμφωνίας για οικονομίες κλίμακας. Το συμπέρασμά τους ήταν οι μικρότερου ύψους συμφωνίες αποδίδουν μεγαλύτερα μετοχικά κέρδη.
- Διαίρεσαν το δείγμα τους σε συγχωνεύσεις μεταξύ τραπεζών και σε συγχωνεύσεις μεταξύ διαφόρων χρηματοοικονομικών κλάδων και εξέτασαν για οικονομίες σκοπού. Το συμπέρασμά τους ήταν ότι και στις δύο περιπτώσεις υφίστανται μετοχικά κέρδη, αν και με σημαντική μεταβλητότητα.
- Εξετάζοντας διασυννοριακές και ενδοσυννοριακές συγχωνεύσεις βρήκαν ότι μόνο οι δεύτερες οδηγούν σε μετοχικά κέρδη, γεγονός που το αποδίδουν στη μικρότερη αξία της συμφωνίας και του οργανισμού-στόχου.
- Μία σημαντική παρατήρηση είναι το γεγονός ότι στις χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου παρατηρείται μία τάση για συνένωση των εθνικών τραπεζών,

προκειμένου να αποφευχθεί η εξαγορά τους από τράπεζες χωρών της Κεντρικής Ευρώπης. Στη Γερμανία, την Ελβετία και την Αγγλία παρατηρούνται κυρίως εξαγορές μεταξύ διαφορετικών κλάδων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Η μελέτη των Cybo-Ottone & Murgia είχε να κάνει με την αντίδραση των μετοχών. Με τον τρόπο αυτόν όμως απέκλεισε σημαντικό αριθμό εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο, όπου συμμετείχαν τράπεζες οι οποίες δεν ήταν εισηγμένες. Το κενό αυτό ήρθαν να καλύψουν με άρθρο τους οι Altunas & Ibenez⁴⁰. Αυτοί εξέτασαν - με τη χρησιμοποίηση των ισολογισμών - την απόδοση πριν και μετά τη συγχώνευση σε ένα δείγμα τραπεζών στην Ευρωπαϊκή Ένωση για την περίοδο 1992 έως 2001, εξετάζοντας συνεπώς και θέματα όπως την αποτελεσματικότητα, τόσο σε συμφωνίες που αφορούσαν τράπεζες της ίδιας χώρας όσο και σε διασυνοριακές συμφωνίες. Μία ακόμα σημαντική πρωτοτυπία τους ήταν το γεγονός ότι εξέτασαν στρατηγικές ομοιότητες (όσον αφορά ομοιότητες στη γεωγραφική παρουσία και στο μίγμα προϊόντων) μεταξύ των συγχωνευόμενων ιδρυμάτων. Τα βασικά συμπεράσματα των Altunas & Ibenez ήταν τα ακόλουθα:

- Η αποδοτικότητα αυξάνεται μετά τη συγχώνευση, και μάλιστα σε μεγαλύτερο βαθμό όταν πρόκειται για διασυνοριακές συγχωνεύσεις.
- Σε συμφωνίες που αφορούσαν τράπεζες της ίδιας χώρας, η αποδοτικότητα μετά τη συγχώνευση αυξάνει, όταν οι δύο εμπλεκόμενες τράπεζες έχουν σημαντικές διαφορές στο επίπεδο της καινοτομίας τεχνολογικής υποδομής, ενώ οι διαφορές σε στρατηγικές επιλογές που αφορούν δάνεια και καταθέσεις μειώνουν την αποδοτικότητα. Αντιθέτως σε διασυνοριακές συμφωνίες, στο επίπεδο της καινοτομίας τεχνολογικής υποδομής μπορούν να επιφέρουν πτώση της αποδοτικότητας, κυρίως λόγω του κινδύνου της ασυμβατότητας, ενώ διαφορές σε στρατηγικές επιλογές που αφορούν δάνεια και καταθέσεις αυξάνουν την αποδοτικότητα.
- Σε ζητήματα που έχουν να κάνουν με τη στρατηγική στον τομέα των καταθέσεων και της ρευστότητας των δύο συγχωνευόμενων ιδρυμάτων, οι στρατηγικές ομοιότητες οδηγούν σε αυξημένη αποδοτικότητα είτε πρόκειται για

⁴⁰ Altunbas Y. & Ibenez M.D. (October 2004): "M&As Performance in Europe: The Role of Strategic Similarities", working paper no. 398, www.ecb.int

διασυνοριακή είτε για εντός των συνόρων της χώρας συγχώνευση. Η αποδοτικότητα είναι πιο αυξημένη σε μία διασυνοριακή συγχώνευση, καθώς η ενσωμάτωση είναι πιο δύσκολη.

- Στις διασυνοριακές συμφωνίες το μέγεθος παίζει μεγαλύτερο ρόλο, καθώς το μεγαλύτερο μέγεθος επιτρέπει την είσοδο στην επενδυτική τραπεζική.

Θέλοντας να βγάλουμε ένα γενικό συμπέρασμα θα λέγαμε ότι οι έρευνες πριν τη δεκαετία του 1990 δίνουν γενικά κέρδη για τη μετοχή της τράπεζας στόχου και απώλειες για την εξαγοράζουσα τράπεζα, σε τέτοιο βαθμό ώστε η συνολική χρηματιστηριακή αξία των δύο μερών πριν και μετά από την ανακοίνωση μίας συμφωνίας εξαγοράς ή συγχώνευσης να παραμένει στα ίδια επίπεδα. Τα δεδομένα του 1990 δίνουν κάπως μεγαλύτερα κέρδη και για τα δύο μέρη, και τα κέρδη αυτά δείχνουν να γίνονται μεγαλύτερα σε πιο σημαντικές συμφωνίες. Σε κάθε περίπτωση όμως τα κέρδη από την ασυνήθιστη απόδοση των μετοχών δεν είναι τέτοια ώστε από μόνα τους να δικαιολογούν την απόφαση μίας τράπεζας να προχωρήσει σε εξαγορά ή συγχώνευση με μία άλλη τράπεζα.

γ. Αποτελεσματικότητα (Efficiency)

γ-1 Βασικοί Ορισμοί

Με τον όρο αποτελεσματικότητα εννοούμε ένα δείκτη εξόδων προς π.χ. το σύνολο του ενεργητικού ή τα έσοδα. Η μέθοδος της αποτελεσματικότητας χωρίζεται σε δύο βασικές προσεγγίσεις⁴¹, και συγκεκριμένα τη στατική και τη δυναμική προσέγγιση. Η διαφορά των δύο έγκειται στο γεγονός ότι η δυναμική προσέγγιση εξετάζει αλλαγές στην αποτελεσματικότητα μετά τη συμφωνία ή συγκρίνει επίπεδα αποτελεσματικότητας μεταξύ τραπεζών που προχώρησαν πρόσφατα σε συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης και άλλων που δεν έπραξαν κάτι αντίστοιχο.

Επιπλέον υφίσταται και ο όρος της Χ- αποτελεσματικότητας (X-efficiency). Η Χ-αποτελεσματικότητα δείχνει την απόσταση της αποτελεσματικότητας της συγκεκριμένης τράπεζας που εξετάζουμε από το σύνολο της βέλτιστης αποτελεσματικότητας (best-practice efficient frontier). Προκειμένου να εκτιμηθεί αυτό το σύνολο χρησιμοποιείται ένα σύνολο από τράπεζες και συγκεκριμένες οικονομετρικές μέθοδοι. Η δυναμική προσέγγιση εξετάζει κατά πόσο η τράπεζα που προχώρησε πρόσφατα σε συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης προχώρησε προς ή απομακρύνθηκε από το σύνολο της βέλτιστης αποτελεσματικότητας.

Τέλος υφίσταται και ο όρος της συνολικής αποτελεσματικότητας, ο οποίος αποτελεί προϊόν της Χ-αποτελεσματικότητας και της αποτελεσματικότητας του μεγέθους και θεωρείται ως ο πιο ολοκληρωμένος. Η «εξέλιξη» της Χ-αποτελεσματικότητας είναι το μετά-σύνολο, το οποίο αναφέρεται στην προσπάθεια δημιουργίας ενός συνόρου βέλτιστης αποτελεσματικότητας για διαφορετικές τραπεζικές αγορές, προκειμένου να είναι πιο αντικειμενική η σύγκριση μεταξύ τους.

Γενικότερα η αρθρογραφία (μέρος της οποίας παρουσιάζεται αμέσως μετά) φτάνει πολλές φορές σε αντικρουόμενα συμπεράσματα, γεγονός το οποίο οφείλεται σε διαφορετικές έννοιες της αποτελεσματικότητας που χρησιμοποιούνται, σε διαφορές στις μεθόδους μέτρησης, αλλά και σε παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την

⁴¹ Berger A.N. & Mester L.J. (1999c): "What Explains the Dramatic Changes in Cost and Profit Performance of the U.S. Banking Industry?"; www.federalreserve.gov

αποτελεσματικότητα και οι οποίοι δε λαμβάνονται επαρκώς υπ' όψη ή δεν μπορούν να μετρηθούν. Για αυτό οι Berger & Mester προσπάθησαν σε άρθρο τους να συνοψίσουν όλα τα παραπάνω και να εξηγήσουν τις διαφορές που υπάρχουν ανάμεσα στις αποδοτικότητες των επιμέρους χρηματοοικονομικών οργανισμών⁴². Για αυτό το σκοπό χρησιμοποίησαν ένα δείγμα από 6.000 εμπορικές τράπεζες των ΗΠΑ με συνεχή παρουσία στην αγορά για το διάστημα 1990-1995 και χωρίς ελλιπή στοιχεία.

Οι βασικές έννοιες της αποτελεσματικότητας που χρησιμοποιούνται είναι οι ακόλουθες:

1. Η αποτελεσματικότητα κόστους (cost efficiency). Αυτή δείχνει πόσο κοντά είναι το κόστος της τράπεζας προς τη βέλτιστη πρακτική στον κλάδο σε αντίστοιχες συνθήκες για να πραχθεί το ίδιο σύνολο προϊόντων. Η βέλτιστη πρακτική στον κλάδο προκύπτει από τις τράπεζες του δείγματος.
2. Η αποτελεσματικότητα πρότυπου κέρδους (standard profit efficiency). Αυτή δείχνει πόσο κοντά είναι η τράπεζα για να παράξει το μέγιστο κέρδος έχοντας ως δεδομένα τις τρέχουσες τιμές εισροών και εκροών και άλλες μεταβλητές προς τη βέλτιστη κερδοφορία στον κλάδο. Ουσιαστικά το κέρδος είναι η εξαρτημένη μεταβλητή, η οποία εξαρτάται από τη διαχείριση τόσο των εισροών του συστήματος όσο και των εκροών αντί να λαμβάνει υπ' όψη μόνο τις εισροές. Η βέλτιστη πρακτική στον κλάδο προκύπτει πάλι από τις τράπεζες του δείγματος. Η σημασία αυτής της έννοιας της αποτελεσματικότητας είναι μεγάλη, καθώς εκτιμάται ότι οι αναποτελεσματικότητες κέρδους είναι αντίστοιχες ή και μεγαλύτερες από τις αναποτελεσματικότητες κόστους. Η έννοια αυτή έχει χρησιμοποιηθεί και για την εκτίμηση της αποτελεσματικότητας προσαρμοσμένης στον κίνδυνο (risk-expected return efficient frontier).
3. Η αποτελεσματικότητα εναλλακτικού κέρδους (alternative profit efficiency). Αυτή δείχνει πόσο κοντά είναι η τράπεζα για να παράξει το μέγιστο κέρδος έχοντας ως δεδομένα τις τρέχουσες τιμές μόνο των εισροών προς τη βέλτιστη κερδοφορία στον κλάδο. Η χρησιμότητα της αποτελεσματικότητας του εναλλακτικού κέρδους έγκειται στη δυνατότητα χρησιμοποίησής της όταν δεν

⁴² Berger A.N. & Mester L.J. (1997): "Inside thw Black Box: What Explains Differences in the Efficiencies of Financial institutions"; Journal of Banking and Finance Vol.21

ισχύουν κάποιες προϋποθέσεις που υφίστανται για τη χρησιμοποίηση των δύο ανωτέρω μεθόδων.

4. Η πρακτική της Χ-αποτελεσματικότητας δεν εκτιμήθηκε στην παρούσα μελέτη με μη παραμετρικές στατιστικές μεθόδους από τους συγγραφείς, καθώς ήθελαν τα αποτελέσματά τους να είναι συγκρίσιμα μεταξύ των διαφόρων τεχνικών. Ως βέλτιστη αποτελεσματικότητα ελάμβαναν την καλύτερη τράπεζα του δείγματος.
5. Το πιο σημαντικό συμπέρασμα ίσως της μελέτης είναι το ότι ενώ η χρησιμοποίηση όλων των εννοιών της αποτελεσματικότητας δίνει σημαντικές πληροφορίες, οι αποτελεσματικότητες κόστους και πρότυπο κέρδους δεν έχουν θετική συσχέτιση, αν και πάντως έχουν σχέση με την απόδοση της κάθε τράπεζας. Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι η κάθε έννοια εξετάζει μία διαφορετικού είδους βελτιστοποίηση.

γ-2 Παρουσίαση Αρθρογραφίας

Καθώς η αποτελεσματικότητα προκύπτει συνήθως από το λόγο των εξόδων προς τα έσοδα (ή το ενεργητικό), προκειμένου να βελτιωθεί θα πρέπει η τράπεζα είτε να μειώσει το κόστος της είτε να αυξήσει τα έσοδά της. Μείωση⁴³ εξόδων μπορεί να επιτευχθεί με την εφαρμογή μίας ή περισσότερων από τις ακόλουθες μεθόδους:

- Κλείσιμο καταστημάτων που επικαλύπτουν την ίδια περιοχή.
- Ο συνολικός αριθμός των απασχολούμενων στελεχών της διοίκησης να μειωθεί (λέγοντας συνολικός εννοούμε τον αριθμό των στελεχών και των δύο τραπεζών).
- Συγχώνευση βοηθητικών υπηρεσιών.
- Ενοποίηση των υπηρεσιών σε ενιαία στέγη με μικρότερη επιφάνεια.

Αύξηση των εσόδων μπορεί να επιτευχθεί κύρια με σταυροειδείς πωλήσεις (οικονομίες σκοπού) και αύξηση των επιτοκίων δανείων ή μείωση των επιτοκίων καταθέσεων, ως απότοκο της αυξημένης δύναμης στην αγορά.

Τέλος θα πρέπει να προστεθούν και τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από την καλύτερη διασπορά, τα οποία θα επεξηγηθούν σε επόμενο υποκεφάλαιο.

Οι δυνατότητες του να επιτευχθούν τα παραπάνω έχουν μελετηθεί εκτενώς. Έχει μάλιστα υπολογιστεί ότι οι περικοπές των εξόδων μπορούν να ανέλθουν στο 30% των εξόδων (χωρίς τα έξοδα για τόκος) της εξαγοραζόμενης τράπεζας. Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι μία συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης μπορεί να μην επιτύχει τελικώς να αυξήσει τα έσοδά της ή να μειώσει το κόστος της. Αυτό συμβαίνει κυρίως για τους ακόλουθους λόγους:

1. Τα έξοδα αναδιοργάνωσης μίας εξαγορασμένης τράπεζας είναι πολύ υψηλά, με σπουδαιότερα αυτά που έχουν να κάνουν με τα έξοδα της ένωσης των πληροφοριακών συστημάτων.

⁴³ Houston J.F, James C.M. & Ryngaert M.D.,(2001): "Where do Merger Gains come from? Bank Mergers from the Perspective of Insiders and Outsiders", Journal of Financial Economics 60, pp 285-331

2. Σε συγχωνεύσεις τραπεζών εμφανίζεται συνήθως πόλεμος μεταξύ των στελεχών για το ποιος θα διοικεί επί της ουσίας την τράπεζα. Αυτό προκαλεί σημαντική καθυστέρηση στα έργα που πρέπει να γίνουν για να μπει η τράπεζα σε αναπτυξιακή πορεία και διχογνωμίες για το ποιες ενέργειες θα πρέπει να γίνουν άμεσα προκειμένου να μειωθούν τα έξοδα ή/και να αυξηθούν τα έσοδα.
3. Είναι πιθανό κάποιοι πελάτες να χαθούν, αν αλλάξουν κάποια στοιχεία στην τιμολογιακή πολιτική της τράπεζας, ή απλά και μόνο με την εξαγορά της τράπεζας τους από μία άλλη.

Η μείωση των εξόδων πρέπει να γίνεται με ιδιαίτερη προσοχή από τους υπευθύνους της τράπεζας, καθώς οι όποιες περικοπές δεν οδηγούν απαραίτητα στην αύξηση της αποτελεσματικότητας⁴⁴. Η μείωση των καταστημάτων (η οποία επιφέρει μία άμεση απώλεια κάποιων πελατών λόγω ευκολίας (convenience)), η μείωση του προσωπικού και το κλείσιμο κάποιων τμημάτων μπορεί να μειώσουν τα έξοδα, θα μειώσουν όμως σε κάποιο βαθμό και τα έσοδα της τράπεζας. Συνεπώς, αν τέτοια μέτρα όντως οδηγήσουν σε αύξηση της αποτελεσματικότητας εξαρτάται από την μεταβολή τους αναλογικά προς τον παρανομαστή (δηλαδή τα έσοδα, το ενεργητικό, κλπ).

Κατόπιν των ανωτέρω, δεν προκαλεί εντύπωση το γεγονός ότι σημαντικό μέρος των εμπειρικών μελετών δε διαπιστώνουν βελτίωση της αποτελεσματικότητας μετά από μία εξαγορά ή μία συγχώνευση. Στη συνέχεια παρουσιάζουμε μία συνοπτική επισκόπηση των διαφόρων μεθόδων⁴⁵:

- Οι μελέτες που χρησιμοποιούν την προσέγγιση της στατικής μεθόδου για τη μέτρηση της αποτελεσματικότητας κόστους κλίμακας, σκοπού και μείγματος προϊόντων με δεδομένα από τη δεκαετία του 1980 δεν καταφέρνουν να αποδείξουν την ύπαρξη κερδών. Όσες χρησιμοποιούν δεδομένα από τη δεκαετία του 1990, καταφέρνουν να αποδείξουν αποτελεσματικότητα κόστους κλίμακας. Η αλλαγή αυτή στα αποτελέσματα με δεδομένα από τη δεκαετία του 1990 θεωρείται ότι οφείλεται στη βελτίωση των πληροφοριακών συστημάτων,

⁴⁴ Rhoades S.A. (1998): "The efficiency effects of Bank Mergers: An overview of case studies of nine mergers.", *Journal of Banking & Finance* 22, pp273-291

⁴⁵ Berger A.N. & Mester L.J. (1999c): "What explains the Dramatic Changes in Cost and Profit Performance of the U.S. Banking Industry?"; www.federalreserve.gov

στην άρση νομικών περιορισμών και στην πτώση των επιτοκίων, αλλά και στις καλύτερες μεθόδους συλλογής και επεξεργασίας δεδομένων. Σημειώνουμε πάντως ότι μία έρευνα στη συνέχεια απέδειξε ότι δε γίνεται να επιτευχθεί αποτελεσματικότητα κόστους κλίμακας, χωρίς αυτή να συνοδεύεται από οικονομίες σκοπού και από βελτιωμένη διασπορά.

- Οι μελέτες που χρησιμοποιούν την προσέγγιση της στατικής μεθόδου για τη μέτρηση της Χ-αποτελεσματικότητας Χ-efficiency με δεδομένα από τη δεκαετία του 1980 βρήκαν 5% βελτίωση στα έξοδα. . Όσες χρησιμοποιούν δεδομένα από τη δεκαετία του 1990, έχουν ανάμεικτα αποτελέσματα. Αυτό πιθανόν οφείλεται στα σημαντικά έξοδα αναδιοργάνωσης που συνοδεύουν μία συγχώνευση και πιθανόν βελτίωση της αποτελεσματικότητας να εμφανιστεί στο μέλλον.

Τέλος, μεγάλο μέρος των εμπειρικών μελετών επιλέγει να ασχοληθεί με τη λειτουργική αποτελεσματικότητα, η οποία ουσιαστικά ασχολείται με τη βελτιστοποίηση της παραγωγής του μείγματος των προϊόντων, ώστε να γίνει εκμετάλλευση στο έπακρον των οικονομιών κλίμακας και σκοπού. Μελέτες όμως για τις αμερικανικές τράπεζες έχουν δείξει ότι οι Χ-αναποτελεσματικότητες (X-inefficiencies) που οφείλονται στην παραγωγή του μείγματος των προϊόντων ανέχονται σε 5% (που σημαίνει ότι μία αύξηση της παραγωγής κατά 100% θα αύξανε τα έξοδα κατά 95%), τη στιγμή που το κόστος που οφείλεται στις Χ-αναποτελεσματικότητες ανέρχεται σε 20% (δηλαδή τα σημερινά επίπεδα παραγωγής μπορούν να επιτευχθούν με το 80% των εξόδων). Συνεπώς είναι προτιμότερο για μία τράπεζα να προσπαθήσει να κάνει καλύτερη κατανομή των πόρων της ώστε να μειώσει τις Χ-αναποτελεσματικότητες.

Στη συνέχεια παρουσιάζουμε ορισμένα επιλεγμένα άρθρα πάνω στη μέτρηση της αποτελεσματικότητας με διάφορες μεθόδους.

Μία σημαντική μελέτη για την πορεία της Χ-αποτελεσματικότητας του κέρδους (profit efficiency) χρησιμοποιεί δεδομένα από συγχωνεύσεις μεγάλων τραπεζών στις

ΗΠΑ⁴⁶ και κατασκευάζει ένα σύνορο κερδοφορίας (frontier profit function). Τα σημαντικότερα ευρήματα αυτής της μελέτης είναι:

- ✓ Οι τράπεζες που προχωρούν σε κάποια συμφωνία βελτιώνουν κατά 16% κατά μέσο όρο την κατάταξή τους όσον αφορά την κερδοφορία τους σε σχέση με άλλες μεγάλες τράπεζες.
- ✓ Οι τράπεζες που παρουσίασαν τη μεγαλύτερη ποσοστιαία βελτίωση ήταν αυτές που πριν τη συμφωνία ήταν σχετικά χαμηλά στην κατάταξη, πιθανόν λόγω του ότι είχαν σημαντικά περιθώρια βελτίωσης. Αυτό σημαίνει ότι όταν μπορούμε να αναμένουμε σημαντική βελτίωση στην αποτελεσματικότητα μίας τράπεζας όταν μία ή περισσότερες τράπεζες που παίρνουν μέρος σε μία συμφωνία είναι λιγότερο αποτελεσματική από το μέσο όρο.
- ✓ Η βελτίωση αυτή της αποτελεσματικότητας κερδοφορίας ήταν αποτέλεσμα όχι αυξημένης τιμολόγησης, αλλά μεγαλύτερων εσόδων. Τα μεγαλύτερα έσοδα προκύπτουν από τη μετακίνηση του χαρτοφυλακίου από τα χρεόγραφα (securities) σε δάνεια, τα οποία έχουν υψηλότερες αποδόσεις, αλλά και με υψηλότερο κίνδυνο. Το τελευταίο αυτό εύρημα τονίζει ένα από τα σπουδαιότερα πλεονεκτήματα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων και συγκεκριμένα της βελτίωσης της διασποράς. Αυτή επιτυγχάνεται με την προσφορά περισσότερων προϊόντων ή/και σε περισσότερες περιοχές. Το βασικό πλεονέκτημα της διασποράς είναι η σταθεροποίηση της αξίας της τράπεζας (“value stabilizing results”), καθώς μειώνεται το αναμενόμενο κόστος της χρεοκοπίας (bankruptcy costs)⁴⁷.

Μία άλλη μελέτη που χρησιμοποιεί τη Χ-αποτελεσματικότητα είναι αυτή του Pilloff⁴⁸. Στη συγκεκριμένη μελέτη αποκλείστηκαν οι τράπεζες οι οποίες είχαν πάνω από μία συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης στο διάστημα που εξετάζεται, καθώς η κάθε συμφωνία συνοδεύεται από σημαντικά έξοδα αναδιοργάνωσης, τα οποία ο Pilloff θεώρησε ότι θα επηρεάσουν το δείγμα του. Τα αποτελέσματα της μελέτης ήταν

⁴⁶ Akhavein J.D., Berger A.N. & Humphrey D.B. (1997): “The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from a Bank Profit Function.”, review of industrial Organization 12, pp 95-139

⁴⁷ Pilloff S.J. & Santomero A.M., (1996): “ The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions”, The Wharton Financial Institutions Center 97-07

⁴⁸ Pilloff S.J., (1996) “Performance Changes and Shareholder Wealth Creation Associated with Mergers of Publicly Traded Banking Institutions”, Journal of Money, Credit & Banking, 28, pp 294-310

ότι δε βρέθηκαν βελτιώσεις στην αποτελεσματικότητα του κόστους μετά από μία συμφωνία. Σημειώνουμε πάντως ότι η μέθοδος του Pilloff να αποκλείσει τράπεζες με έντονη δραστηριότητα στον τομέα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων προκάλεσε αντιδράσεις. Πιο συγκεκριμένα, τα σχόλια για τη μέθοδό του⁴⁹ ήταν ότι με αυτόν τον τρόπο τα αποτελέσματα ήταν επηρεασμένα, καθώς είναι λογικό μία τράπεζα που δεν έμεινε ικανοποιημένη από μία συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης πρόσφατα, είναι απίθανο να προχωρήσει σε μία νέα συμφωνία άμεσα, ενώ αντίθετα περιπτώσεις επιτυχίας ενδέχεται να προχώρησαν στο ίδιο διάστημα σε παραπάνω από μία συμφωνίες. Με άλλα λόγια, ο Pilloff θεωρείται ότι απέκλεισε τις θεωρητικά πιο καλές περιπτώσεις. Η μελέτη των Houston J.F, James C.M. & Ryngaert M.D., κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η απόδοση της τράπεζας μετά από κάποια συμφωνία βελτιώνεται.

Σε άρθρο του ο Rhoades⁵⁰ προσπάθησε να συνοψίσει τα ευρήματα από εννιά μελέτες εννιά διαφορετικών συγγραφέων για ισόποσες συγχωνεύσεις. Οι συγχωνεύσεις αυτές είχαν τα εξής χαρακτηριστικά, τα οποία σύμφωνα με την ισχύουσα αρθρογραφία θα οδηγούσαν σε βελτιωμένη αποτελεσματικότητα:

- Οι εξαγοράζουσες τράπεζες ήταν σχετικά μεγάλες, καθώς το σύνολο του ενεργητικού τους ήταν άνω των 10 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Αυτό ήταν τουλάχιστον διπλάσιο από το μέγεθος της τράπεζας στόχου.
- Υπήρχε σημαντική επικάλυψη της αγοράς μεταξύ των τραπεζών, οπότε ήταν δυνατή η μείωση των καταστημάτων, η συνένωση υπηρεσιών κλπ ώστε να μειωθούν τα έξοδα.
- Υπήρξαν ανακοινώσεις ότι μετά τη συγχώνευση θα υπήρχε σημαντική μείωση των εξόδων.
- Όλες αυτές οι συμφωνίες έγιναν τη δεκαετία του 1990, όταν η περικοπή των εξόδων ήταν στο προσκήνιο.

Για να συγκρίνει και να αναλύσει τα δεδομένα της κάθε συγχώνευσης, υπολόγισε 16 χρηματοοικονομικούς δείκτες, χρησιμοποίησε οικονομετρικές μεθόδους και εκτίμησε τις υπεραποδόσεις των μετοχών (abnormal stock returns). Μία

⁴⁹ Houston J.F, James C.M. & Ryngaert M.D.,(2001): "Where do Merger Gains come from? Bank Mergers from the Perspective of Insiders and Outsiders", Journal of Financial Economics 60, pp 285-331

⁵⁰ Rhoades S.A. (1998): "The efficiency effects of Bank Mergers: An overview of case studies of nine mergers.", Journal of Banking & Finance 22, pp273-291

σημαντική πρωτοτυπία ήταν ότι ήρθε σε επαφή και έκανε συνεντεύξεις με άτομα που έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην κάθε μία από αυτές τις εννιά συμφωνίες.

Τα βασικότερα συμπεράσματα του Rhoades ήταν:

1. Το βασικότερο συμπέρασμα ήταν ότι δεν υπάρχει κάποιος βασικός κανόνας που να προβλέπει με ακρίβεια αν μία συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης θα οδηγήσει σε βελτίωση της αποτελεσματικότητας, αλλά αυτό εξαρτάται από διάφορους παράγοντες όπως τον τύπο της συμφωνίας, τον τρόπο που αυτή ολοκληρώθηκε, αλλά και τους πραγματικούς λόγους που οδήγησαν σε αυτή την απόφαση. Πάντως η ύπαρξη μίας αποτελεσματικής εξαγοράζουσας τράπεζας και η δέσμευσή της για περιστολή των εξόδων δίνουν καλές πιθανότητες για βελτίωση της αποτελεσματικότητας, αλλά σε καμία περίπτωση εγγύηση.
2. Οι στόχοι για μείωση των εξόδων επιτυγχάνονται σχετικά γρήγορα και αναλογούν στο 30-40% των εξόδων (χωρίς τα έξοδα για τόκους). Από αυτά, το 50% της μείωσης των εξόδων προέρχεται από μείωση των εξόδων προσωπικού.
3. Παρά την επιτυχή μείωση των εξόδων, μόνο σε τέσσερις περιπτώσεις επιτεύχθηκε βελτίωση της αποτελεσματικότητας κόστους και σε πέντε βελτίωση της αποτελεσματικότητας κερδοφορίας.
4. Επτά από τις συμφωνίες βελτίωσαν την αποδοτικότητα του ενεργητικού.

Μία άλλη μελέτη⁵¹ εξέτασε την αποτελεσματικότητα με σκοπό να υπολογίσει σε ποια επίπεδα αποτελεσματικότητας μία τράπεζα είναι πιθανό να εξαγοραστεί ή να πτωχεύσει. Ως δεδομένα για τη μελέτη τους, οι ερευνητές χρησιμοποίησαν τριμηνιαία δεδομένα για την περίοδο 1984-1993 και είχαν τα ακόλουθα συμπεράσματα:

1. Όσο πιο αναποτελεσματική είναι μία τράπεζα, τόσο λιγότερο πιθανό είναι αυτή να εξαγοραστεί. Αυτό εξηγείται καθώς η υποψήφια εξαγοράζουσα τράπεζα δεν είναι δυνατόν να γνωρίζει τους λόγους αυτής της αναποτελεσματικότητας: Μπορεί να οφείλεται σε χαρτοφυλάκιο δανείων με υψηλές επισφάλειες ή σε λόγους των οποίων η αναδιοργάνωση να συνεπάγεται σημαντικά έξοδα. Μάλιστα, οι εξαγοραζόμενες τράπεζες ήταν λιγότερο αναποτελεσματικές και τεχνικά αναποτελεσματικές από τις εξαγοράζουσες.

⁵¹ Wheelock D.C. & Wilson P.W. (2000): "Why Do Banks Disappear: The Determinants of U.S. Bank Failures and Acquisitions", Review of Economics and Statistics, February 2000, pp 127-138

2. Μία τράπεζα που δεν έχει επαρκή ίδια κεφάλαια είναι πιθανότερο να εξαγοραστεί. Αυτό το εύρημα πιθανόν είναι απότοκο του χρονικού διαστήματος των δεδομένων των δύο συγγραφέων: Προς τα τέλη της δεκαετίας του 1970 πολλά thrifts αντιμετώπισαν το φάσμα της χρεοκοπίας και είχαν δοθεί κίνητρα για την εξαγορά τους.
3. Οι τράπεζες που ανήκουν σε πολιτείες όπου επιτρεπόταν η «διαπολιτειακή» εξαγορά τραπεζών ήταν πιο πιθανό να εξαγοραστούν, αποτέλεσμα αναμενόμενο. Υπενθυμίζουμε ότι η διαπολιτειακή εξαγορά τραπεζών επιτράπηκε στις ΗΠΑ μετά το 1994.
4. Υψηλότερη μόχλευση, χαμηλότερη κερδοφορία, χαμηλότερη ρευστότητα, χαρτοφυλάκιο υψηλού κινδύνου και αναποτελεσματική διοίκηση κάνουν την πτώχευση της τράπεζας πιο πιθανή.

Μία συγκριτική έρευνα της Χ-αναποτελεσματικότητας ανάμεσα σε διάφορες χώρες είναι αυτή των Allen & Rai⁵². Αυτοί συγκρίνανε τις Χ-αναποτελεσματικότητες σε 15 χώρες χρησιμοποιώντας δεδομένα από 194 τράπεζες για την περίοδο 1988-1992. Οι περισσότερες χώρες του δείγματος επιτρέπουν το γενικό τραπεζικό σύστημα (τότε ακόμα δεν είχαν αρθεί οι νομικοί περιορισμοί στις ΗΠΑ). Τα βασικά τους συμπεράσματα ήταν:

1. Οι Χ-αναποτελεσματικότητες των εισροών (input X-inefficiencies) είναι πολύ σημαντικότερες από την αποτελεσματικότητα παραγωγής.
2. Οι μεγάλες τράπεζες σε χώρες που δεν επιτρέπεται το γενικό τραπεζικό σύστημα είχαν Χ-αναποτελεσματικότητες των εισροών οι οποίες αναλογούσαν στο 27,5% του συνολικού τους κόστους, ενώ παρουσίαζαν και αντισοικονομίες κλίμακας.
3. Στο γενικό τραπεζικό σύστημα υπήρχαν μικρές οικονομίες σκοπού.
4. Οι τράπεζες στη Γαλλία, την Ιταλία την Αγγλία και τις ΗΠΑ (όπου μέχρι πρόσφατα δεν επιτρεπόταν το γενικό τραπεζικό σύστημα) βρέθηκαν να είναι σχετικά πιο αναποτελεσματικές σε σχέση με τις τράπεζες σε Αυστρία, Γερμανία, Δανία και Σουηδία (όπου υπάρχει το γενικό τραπεζικό σύστημα).

⁵² Allen L. & Rai A.: Operational Efficiency in Banking: An International Comparison"; Journal of Banking & Finance 20, pp 655-672

Όσον αφορά τις Ευρωπαϊκές τράπεζες, ξεχωρίσαμε τρεις μελέτες. Η μία του Vander Venne⁵³ εξέτασε 492 περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων (εκ των οποίων 70 διασυνοριακές) σε όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης εκτός της Ελλάδας, στις οποίες άλλαζε κατοχή τουλάχιστον το 50% των μετοχών. Η πρωτοτυπία αυτής της μελέτης ήταν ότι διαχώρισε τις ενδοσυνοριακές συμφωνίες ανάλογα με το βαθμό του ουσιαστικού ελέγχου που άλλαξε χέρια και με το βαθμό της λειτουργικής ενσωμάτωσης. Τα συμπεράσματά του όσον αφορά την αποτελεσματικότητα ήταν:

1. Στις ενδοσυνοριακές συμφωνίες η εξαγοράζουσα τράπεζα είναι μεγαλύτερη και πιο αποδοτική στις εισροές (input efficient).
2. Η εξαγοραζόμενη τράπεζα παρουσιάζει χαμηλότερη λειτουργική αποτελεσματικότητα πριν την εξαγορά.

Η δεύτερη έρευνα για τις Ευρωπαϊκές τράπεζες είναι αυτή των Altunbas Y., Gardener E.P.M., Molyneux P. & Moore B.⁵⁴. Αυτοί χρησιμοποίησαν ένα δείγμα από 13.603 τραπεζών από 15 ευρωπαϊκές χώρες για την περίοδο 1988-1995. Τα συμπεράσματά του όσον αφορά την αποτελεσματικότητα ήταν:

1. Οι υπολογισμοί του για τη Χ-αποτελεσματικότητα κυμαινόταν στο 25%, παρόμοια δηλαδή με τις ΗΠΑ.
2. Οι οικονομίες κλίμακας υπολογίστηκαν στο 5% κατά μέσο όρο, παρόμοια δηλαδή με τις ΗΠΑ.
3. Οι συγχωνεύσεις μικρότερων τραπεζών προσφέρουν υψηλότερες οικονομίες κλίμακας.
4. Η Γερμανία δείχνει να έχει κατά μέσο όρο πιο αποτελεσματικές τράπεζες.
5. Η τεχνολογική πρόοδος θεωρείται ότι μειώνει τα έξοδα με ρυθμό 3% ετησίως.

Προκειμένου να γίνει σύγκριση μεταξύ της αποτελεσματικότητας των τραπεζών στις διάφορες Ευρωπαϊκές χώρες, οι Bos & Scmiedel⁵⁵ κατασκεύασαν ένα μετά-

⁵³ Vander Venne R. (1996): "The Effect of Mergers and Acquisitions on the Efficiency and the Profitability of EC Credit Institutions", *Journal of Banking & Finance* 20, pp 1531-1558

⁵⁴ Altunbas Y., Gardener E.P.M., Molyneux P. & Moore B. (1998): „Efficiency in European Banking”, John Wiley Ch. 8

⁵⁵ Bos J.W.B. & Scmiedel H. (December 2006): "Is there a Single Frontier in a Single European Banking Market?", working paper No. 701, www.ecb.int

σύνορο, αφού πρώτα υπολόγισαν τις συναρτήσεις κέρδους και κόστους της κάθε χώρας. Τα βασικά συμπεράσματά τους ήταν τα ακόλουθα:

- Η μέση αποτελεσματικότητα κέρδους και κόστους διαφοροποιείται σημαντικά στις χώρες της Ευρώπης.
- Βρίσκουν ότι υφίσταται μία ενιαία τραπεζική αγορά με ίδιους κανόνες, ίδιες δυνατότητες πρόσβασης και ίση αντιμετώπιση των τραπεζών. Αυτό όμως δε συνεπάγεται ότι υπάρχει σύγκλιση μεταξύ των τραπεζικών συστημάτων – μάλλον υπάρχει μία παράλληλη πορεία των συνόρων αποτελεσματικότητας της κάθε χώρας με το μετά-σύνορο από την αρχή της ενιαίας τραπεζικής αγοράς.
- Ο ανταγωνισμός σε τοπικό επίπεδο παίζει σημαντικό ρόλο στο να είναι μία τράπεζα αποτελεσματική.
- Οι τράπεζες που είναι αποτελεσματικές στη χώρα τους δυσκολεύονται να είναι το ίδιο αποτελεσματικές και εκτός των συνόρων, καθώς είναι πιθανό τοπικοί παράγοντες να περιορίζουν τις δυνατότητες μίας τράπεζας να κάνει τη θυγατρική της το ίδιο αποτελεσματική. Αυτό εξηγεί τις σχετικά λίγες διασυνοριακές συμφωνίες εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ευρώπη.

Θέλοντας να βγάλουμε ένα γενικό συμπέρασμα θα λέγαμε ότι οι βελτιώσεις στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών μετά από μία συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης είναι ένα στοίχημα για τη διοίκηση του ιδρύματος. Οι μελέτες που παρουσιάσαμε δεν καταλήγουν όλες στο ίδιο συμπέρασμα, ενώ δεν καταφέρνουν να προσδιορίσουν με σιγουριά με ποιον τρόπο μπορεί να βελτιωθεί η αποτελεσματικότητα μετά από μία συμφωνία.

δ. Αυξημένη Δύναμη στην Αγορά

Όπως είδαμε και σε προηγούμενο υποκεφάλαιο, μία συγχώνευση τραπεζών με σημαντική επικάλυψη δραστηριοτήτων στην αγορά είναι πιο πιθανό να αυξήσει τις τιμές των μετοχών των δύο τραπεζών από ότι σε μία συγχώνευση χωρίς σημαντική γεωγραφική επικάλυψη. Ο λόγος για αυτή την αντίδραση της αγοράς έχει να κάνει με την πεποίθηση ότι μία τέτοια συγχώνευση αυξάνει τη δύναμη της τράπεζας στην αγορά και δίνει δυνατότητες να αυξηθούν τα επιτόκια στα δάνεια και να μειωθούν τα επιτόκια στις καταθέσεις.

Δεν είναι συνηθισμένο η Διοίκηση μίας τράπεζας να προβαίνει σε τέτοιου είδους ανακοινώσεις, καθώς αυτό θα την έφερνε σε αντιπαράθεση με καταναλωτές και ρυθμιστικές αρχές. Για αυτό το λόγο η σχετική αρθρογραφία χρησιμοποιεί δύο προσεγγίσεις για να εξετάσει το εν λόγω ζήτημα⁵⁶:

1. Η μία μέθοδος είναι η στατική προσέγγιση. Αυτή η μέθοδος εξετάζει τις επιπτώσεις της συγκέντρωσης σε τοπικές αγορές, χωρίς όμως να εξετάζει πώς επηρεάζεται η κατάσταση από τις εξαγορές και της συγχωνεύσεις.
2. Η δεύτερη μέθοδος είναι η δυναμική προσέγγιση. Αυτή η μέθοδος εξετάζει μεταβολές στην τιμολόγηση και την κερδοφορία των τραπεζικών ιδρυμάτων που πρόσφατα συμμετείχαν σε μία εξαγορά ή συγχώνευση.
3. Μερικές από τις μελέτες χρησιμοποιούν στατιστικά δεδομένα και ανάλυση και μερικές όχι. Αυτές που χρησιμοποιούν στατιστικά δεδομένα βρίσκουν διαφορές στην κερδοφορία, οι οποίες όμως μπορεί να προέρχονται από βελτιωμένη αποτελεσματικότητα και όχι απαραίτητα από εκμετάλλευση της αυξημένης δύναμης στην αγορά.

Έρευνες με βάση τη στατική προσέγγιση φτάνουν στο συμπέρασμα γενικά ότι η αυξημένη συγκέντρωση σε μία τοπική αγορά οδηγεί σε υψηλότερα προσφερόμενα επιτόκια σε δανειστές και χαμηλότερα σε καταθέσεις. Αυτό το φαινόμενο δείχνει να υποχωρεί τη δεκαετία του 1990, αλλά συνεχίζει να υφίσταται σε δάνεια προς μικρές

⁵⁶ Berger A.N., Demsetz R.S. & Strahan P.E. (1999a): "The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences and Implications for the Future", *Journal of Banking & Finance* 23, pp135-194

επιχειρήσεις. Ένας πιθανός λόγος για αυτό μπορεί να είναι το ότι οι μεγάλες τράπεζες έχουν την τάση να θέτουν ενιαία επιτόκια σε καταθέσεις και δάνεια σε μεγαλύτερες γεωγραφικές περιοχές και δεν αφήνουν πολλά περιθώρια στα επιμέρους υποκαταστήματα να προσαρμόσουν τα περιθώρια σε καλύτερα για τον πελάτη επίπεδα. Αν πάντως εξετάσουμε αυτά τα συμπεράσματα σε συνδυασμό με την αποτελεσματικότητα, τα κέρδη των τραπεζών δεν έχουν ωφεληθεί σημαντικά από τη συγκέντρωση και από την αυξημένη δύναμη στην αγορά.

Σε αντίθεση με τη στατική προσέγγιση, οι έρευνες με βάση τη δυναμική προσέγγιση βρίσκουν ανάμεικτα αποτελέσματα, με την έννοια ότι κάποιες έρευνες βρίσκουν αυξημένα κέρδη και κάποιες όχι. Ένας πιθανός λόγος για τα ανάμεικτα αποτελέσματα είναι ότι οι ρυθμιστικές αρχές δε θα επιτρέψουν να ολοκληρωθεί μία συγχώνευση αν έχουν ενδείξεις ή υπόνοιες ότι αυτή θα οδηγήσει σε αυξημένη δύναμη στην αγορά και εν συνεχεία σε αυξημένα επιτόκια για δανειστές και μειωμένα επιτόκια σε καταθέτες.

Το θέμα της αυξημένης δύναμης στην αγορά εξετάζεται αναλυτικά σε συνδυασμό με την τιμολόγηση αλλά και τη μειωμένη ποσότητα προσφερόμενων δανείων στο επόμενο κεφάλαιο.

ε. Ο Ρόλος της Διοίκησης

Ένα ζήτημα που έχει απασχολήσει τους ερευνητές των εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο (αλλά και σε άλλους κλάδους γενικότερα) είναι κατά πόσο οι αποφάσεις που αφορούν ένα τόσο σημαντικό ζήτημα είναι πιθανό να λαμβάνονται από τη Διοίκηση της εταιρείας λόγω αμιγώς οικονομικών δεδομένων, αλλά να κατευθύνονται από τις προσωπικές φιλοδοξίες, φοβίες κτλ των μελών της Διοίκησης.

Στην εισαγωγή του παρόντος κεφαλαίου παρουσιάσαμε κάποιους λόγους για τους οποίους πιθανόν η Διοίκηση της εταιρείας πιθανόν να αποφάσιζε να προβεί σε μία συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης, χωρίς τα οικονομικά δεδομένα να συνηγορούν σε αυτήν. Στο παρόν υποκεφάλαιο παρουσιάζουμε κάποιες επιλεγμένες μελέτες, κάποιες από τις οποίες φτάνουν στο συμπέρασμα ότι κάποιες συμφωνίες εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο έλαβαν τόπο λόγω σχετικής επιθυμίας της Διοίκησης και χωρίς απαραίτητα να είναι προς το συμφέρον των μετόχων, ενώ άλλες μελέτες έφτασαν στο ακριβώς αντίθετο συμπέρασμα. Στο τέλος του υποκεφαλαίου παρουσιάζονται κάποιοι τρόποι μείωσης του κινδύνου η Διοίκηση να προβεί σε μία συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης χωρίς αυτή να είναι προς το συμφέρον των μετόχων.

Μία σχετικά πρόσφατη μελέτη (2003) του εν λόγω θέματος⁵⁷ για την Αμερικανική τραπεζική αγορά χρησιμοποίησε δεδομένα από 169 διαπραγματεύσιμες σε χρηματιστήριο τράπεζες (bank holding companies) για την περίοδο 1992-1994 με μέγεθος ενεργητικού 160-215 εκατομμυρίων δολαρίων και με παρουσία στην αγορά τουλάχιστον έξι ετών. Για να φτάσουν στα συμπεράσματά τους υπολόγισαν την οικονομική απόδοση των τραπεζών χρησιμοποιώντας δύο χρηματοδοτικούς δείκτες. Ο ένας αφορούσε μία προσέγγιση του δείκτη q του Τόμπιν (αξία του ενεργητικού σε τιμές αγοράς προς book value της τράπεζας) και της απόστασης της αξίας το ενεργητικού της τράπεζας από την υψηλότερη δυνατή τιμή τους (δηλαδή μία μέθοδος

⁵⁷ Hughes J.P., Lang W.W., Mester L.J., Moon C.G., Pagano M.S., (2003) "Do Bankers Sacrifice Value to Build Empires? Managerial Incentives, Industry Consolidation and Financial Performance", Journal of Banking & Finance 27, pp 417-447

υπολογισμού ενός στοχαστικού συνόρου). Τα βασικά συμπεράσματα της μελέτης είναι τα ακόλουθα:

1. Η περιχαράκωση των τραπεζών έχει σαν αποτέλεσμα τα μέλη της Διοίκησης να ελέγχουν μεγάλο μέρος του μετοχικού κεφαλαίου, μεγαλύτερες δυνατότητες ανάπτυξης, χαμηλότερες οικονομικές αποδόσεις και μικρότερο μέγεθος ενεργητικού.
2. Όταν το αυξημένο μέγεθος του ενεργητικού προκύπτει από οργανική ανάπτυξη και όχι από εξαγορές, τότε υπάρχει και αυξημένη οικονομική απόδοση.
3. Η απόδοση των τραπεζών με προστατευμένη Διοίκηση επηρεάζεται αρνητικά από την απόκτηση ενεργητικού μέσω εξαγορών, επηρεάζεται όμως θετικά από πώληση στοιχείων του ενεργητικού. Αυτό το συμπέρασμα υποδεικνύει την ύπαρξη στρατηγικών της Διοίκησης για “empire building”.
4. Αντιθέτως, η απόδοση των τραπεζών με λιγότερο προστατευμένη Διοίκηση επηρεάζεται θετικά από την εξαγορά ενεργητικού, υποδεικνύοντας ότι υφίστανται οικονομίες κλίμακας στις τράπεζες, οι οποίες όμως πραγματοποιούνται όταν η Διοίκηση δεν είναι προστατευμένη.
5. Όσο πιο πολλά options δίδονται, η «κόντρα» μεταξύ μετόχων και Διοίκησης μειώνεται σε σχετικά αποτελεσματικές τράπεζες με μικρότερες επενδυτικές ευκαιρίες.
6. Το τελικό συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι στις τράπεζες υφίστανται οικονομίες κλίμακας και σκοπού, αλλά ένα μέρος των εξαγορών προκλήθηκε από την επιδίωξη της Διοίκησης μίας τράπεζας για “empire building”.

Μία ακόμα σημαντική μελέτη⁵⁸ παρατήρησε ότι πολλές φορές τα μέλη της Διοίκησης αμείβονται σημαντικά περισσότερο από «ότι αξίζουν». Η συγκεκριμένη μελέτη – η οποία αφορούσε την ανάλυση εννέα υποθέσεων εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο και παρουσιάστηκε σε προηγούμενο υποκεφάλαιο - εξέτασε και την περίπτωση της τράπεζας Boulevard στο Σικάγο, της οποίας η απόδοση δεν ήταν ικανοποιητική με κανένα τρόπο. Όμως, λίγο πριν (δύο μήνες) την εξαγορά της από τη First Bank, τα μέλη της Διοίκησης έλαβαν σημαντικές αμοιβές, τη στιγμή που οι μέτοχοί της εισέπραξαν μόνο ένα μικρό premium.

⁵⁸ Calomiris C. & Karceski J. (1998): “Is the Bank Merger Wave of the 1990s Efficient? Lessons from Nine Case Studies”; American Enterprise Institute Press, Washington D.C.

Η Διοίκηση μίας τράπεζας θεωρείται θα επιδιώξει να μεγαλώσει το μέγεθός της, καθώς οι αμοιβές της Διοίκησης σε έναν μεγαλύτερο οργανισμό θα είναι μεγαλύτερες. Μία μελέτη που εξετάζει τη σχέση μεταξύ του μεγέθους της τράπεζας και την αμοιβή των μελών της Διοίκησης είναι αυτή των Bliss και Rosen⁵⁹. Η πρωτοτυπία τους έγκειται στο γεγονός ότι εξετάζουν και τη σχέση μεταξύ των αμοιβών της Διοίκησης και την απόδοσή της. Οι Bliss και Rosen χρησιμοποιούν ένα δείγμα από 64 αμερικανικές τράπεζες για την περίοδο 1986-1995. Χωρίζουν δε τις αμοιβές της Διοίκησης σε μετρητά (το άθροισμα μισθού και bonus) και στη συνολική αμοιβή, η οποία αποτελείται από τα παραπάνω στοιχεία και επιπρόσθετα από τα stock options. Επιπλέον προσθέτουν την αντικανονική απόδοση (abnormal return) των μετοχών μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς, η οποία – όπως είδαμε και σε προηγούμενο υποκεφάλαιο - είναι αρνητική για την εξαγοράζουσα τράπεζα. Επιπλέον για να εξετάσουν κατά πόσο η μεγέθυνση της τράπεζας μόνο από εξαγορές αυξάνει την αμοιβή των μελών της Διοίκησης, χρησιμοποιούν δεδομένα για το αρχικό μέγεθος του ενεργητικού της τράπεζας, το μέγεθος μετά την εξαγορά και το μέγεθος λόγω της οργανικής της ανάπτυξης. Τα βασικά συμπεράσματα των Bliss και Rosen είναι:

1. Μία συμφωνία εξαγοράς προκαλεί σχεδόν πάντα αύξηση στις καθαρές αμοιβές του Διευθύνοντος Συμβούλου (δηλαδή πριν ληφθεί υπ' όψη η αντικανονική απόδοση των μετοχών). Μάλιστα στο 75% των περιπτώσεων η αύξηση ξεπέρασε το 10%, ενώ μόνο σε μία περίπτωση από τις 64 που εξετάστηκαν παρουσιάστηκε μείωση των αμοιβών.
2. Ο πλούτος του Διευθύνοντος Συμβούλου παρουσιάζει σημαντική αύξηση, συνήθως σε βάρος των μετόχων.
3. Υφίσταται θετική σχέση μεταξύ των αμοιβών του Διευθύνοντος Συμβούλου και το μέγεθος της τράπεζας.
4. Η αύξηση του μεγέθους της τράπεζας – ανεξαρτήτως αν αυτή προέρχεται από μία συμφωνία εξαγοράς ή από οργανική ανάπτυξη – έχει θετικό αντίκτυπο στο επίπεδο αμοιβών του Διευθύνοντος Συμβούλου .

⁵⁹ Bliss R.T. & Rosen R.J. (2001): "CEO Compensations and Bank Mergers", Journal of Financial Economics 61, pp 107-138

5. Προκύπτει ότι το Διοικητικό Συμβούλιο εξετάζει τις πτυχές της συμφωνίας της εξαγοράς ή της συγχώνευσης όταν κρίνει το επίπεδο αμοιβών του Διευθύνοντος Συμβούλου .
6. Ο Διευθύνων Σύμβουλος μίας τράπεζας που συμμετέχει συχνά σε συμφωνίες εξαγορών ή συγχωνεύσεων παρουσιάζουν σχετικά μικρή μεταβολή στις αμοιβές τους μετά από κάθε συμφωνία, σε αντίθεση με το Γενικό Διευθυντή μίας τράπεζας που προχωράει σπάνια σε μία συμφωνία. Αυτό το φαινόμενο οι Bliss και Rosen το αποδίδουν στη στρατηγική επέκτασης μέσω εξαγορών που έχουν κάποιες τράπεζες.
7. Ακριβώς επειδή η αμοιβή του Διευθύνοντος Συμβούλου σε τράπεζες με σημαντική δραστηριότητα στον τομέα των εξαγορών εξαρτάται σχετικά λιγότερο από την πορεία της τιμής της μετοχής, είναι πιο πιθανό αυτοί οι Γενικοί Διευθυντές να προχωρήσουν σε μία εξαγορά, ακόμα και αν αυτή δεν είναι προς το συμφέρον των μετόχων. Αντιθέτως, οι Γενικοί Διευθυντές, των οποίων οι αμοιβές εξαρτώνται και από την πορεία των μετοχών, είναι πιο σπάνιο να προχωρήσουν σε εξαγορές.
8. Τα αποτελέσματα της μελέτης των Bliss και Rosen μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι είναι πιθανό μεγάλο μέρος των συμφωνιών των εξαγορών και συγχωνεύσεων να μην ήταν προς το συμφέρον των μετόχων. Όμως επισημαίνουν στον επίλογό τους ότι το συμπέρασμα της έρευνάς τους δε θα πρέπει να είναι ότι οι εξαγορές και συγχωνεύσεις έγιναν για να αυξηθούν οι αμοιβές του Διευθύνοντος Συμβούλου. Ο λόγος είναι ότι όλες αυτές οι συμφωνίες έλαβαν χώρα σε μία περίοδο που οι τράπεζες είναι στο απόγειο της ισχύος τους, και είχαν να δούνε τέτοια επίπεδα ισχυροποίησης από το 1950. Επιπλέον η δραστηριότητα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο είναι ένα παγκόσμιο φαινόμενο και ήρθε ως αποτέλεσμα της άρσης πολλών νομοθετικών περιορισμών αλλά και της επίδρασης οικονομικών παραγόντων.

Μία ακόμα μελέτη⁶⁰ που καταλήγει στο συμπέρασμα ότι το κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων ήταν οικονομικά δικαιολογημένο και δεν οφείλεται κύρια σε αποφάσεις της Διοίκησης οι οποίες αποστρέφονται τα συμφέροντα των μετόχων είναι αυτή των Berger A.N., Dick A.A., Goldberg L.G. & White L.J. Αυτοί χρησιμοποίησαν

⁶⁰ Berger A.N., Dick A.A., Goldberg L.G. & White L.J. (2005): "The Effects of Competition from Large Multimarket Firms on the Performance of Small, Single-Market Firms: Evidence from the Banking Industry"; www.federalreserve.gov

ένα δείγμα από συγχωνεύσεις και εξαγορές στις ΗΠΑ για την περίοδο 1982-2000 και εξέτασαν κατά πόσο οι συμφωνίες αυτές οδήγησαν σε βελτίωση της αποτελεσματικότητας των νέων μεγαλύτερων ιδρυμάτων σε σχέση με τα μικρότερα ή όχι. Θεωρείται ότι η σημαντική πρόοδος της τεχνολογίας σε συνδυασμό με την ανάπτυξη πιο ικανών συστημάτων διαχείρισης των κινδύνων βοήθησε ώστε η διοίκηση των μεγαλύτερων πιστωτικών ιδρυμάτων να είναι πιο εύκολη τη δεκαετία του 1990. Για αυτό το λόγο οι συγγραφείς χώρισαν το δείγμα τους σε δύο περιόδους, και συγκεκριμένα στην περίοδο 1982-1990 και στην περίοδο 1991-2000. Το βασικό συμπέρασμα των τεσσάρων συγγραφέων είναι ότι το κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων ήταν οικονομικά δικαιολογημένο, αν και δεν αποκλείεται τελείως η υπόθεση ότι κάποιες αποφάσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων δεν ήταν απαραίτητα προς το συμφέρον των μετόχων. Το συμπέρασμα αυτό παραμένει ακόμα και αν αλλαχθούν κάποιες παράμετροι όπως η χρησιμοποίηση κερδοφορίας αντί κόστους για τη μέτρηση της απόδοσης, αν χρησιμοποιηθούν άλλες χρονικές περίοδοι κλπ. Ένα ακόμα σημαντικό συμπέρασμα είναι ότι η βελτίωση της αποτελεσματικότητας ήταν σημαντικότερη σε τράπεζες ήταν όχι απλά μεγάλες, αλλά είχαν παρουσία σε παραπάνω από μία αγορές, αν και αναφέρεται ότι απαιτείται περαιτέρω έρευνα για να αποδειχθεί αυτό.

Πρέπει να επισημάνουμε ότι πολλοί συγγραφείς εκτιμούν την όλη θεωρία ότι οι εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι αποτέλεσμα προσωπικών επιδιώξεων του Διευθύνοντος Συμβούλου ή και άλλων μελών της Διοίκησης ως υπερβολική. Για παράδειγμα οι Pilloff & Santomero⁶¹ σημειώνουν τα ακόλουθα:

- ✓ Δεν είναι δυνατό να πιστεύουμε ότι οι μέτοχοι επιτρέπουν συνεχώς στη Διοίκηση να προχωρά σε συμφωνίες εξαγορών και συγχωνεύσεων που ρίχνουν την αξία των μετοχών τους.
- ✓ Υφίσταται το επιχείρημα ότι οι Γενικοί Διευθυντές των τραπεζών διακρίνονται από μεγαλύτερο εγωισμό στον τραπεζικό κλάδο από ότι σε άλλους κλάδους, ειδικά όσον αφορά σε συμφωνίες εξαγορών και συγχωνεύσεων. Αυτό το επιχείρημα όμως επίσης δεν έχει κάποια λογική βάση.

⁶¹ Pilloff S.J. & Santomero A.M., (1996): “ The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions”, The Wharton Financial Institutions Center 97-07

- ✓ Τα μέλη της Διοίκησης μίας τράπεζας θεωρείται ότι δεν λειτουργούν προς το συμφέρον των μετόχων όταν εξαγοράζουν μία τράπεζα, όταν όμως διαπραγματεύονται για την πώληση της τράπεζας την οποία διοικούν διεκδικούν την υψηλότερη δυνατή τιμή. Αυτή η αντίθεση επίσης δε δείχνει να έχει λογική βάση.

Από τις παραπάνω μελέτες που παρουσιάσαμε προκύπτει ότι υπάρχουν κάποιες περιπτώσεις όπου η διευθυντική ομάδα μίας τράπεζας δεν έδρασε σύμφωνα με τα συμφέροντα των μετόχων. Για να ελαχιστοποιηθεί η «κόντρα» μεταξύ μετόχων και μελών της Διοίκησης έχουν προταθεί κάποιοι μηχανισμοί. Σημειώνουμε πάντως ότι η εταιρική διακυβέρνηση στον τραπεζικό κλάδο είναι διαφορετική από ότι σε άλλους κλάδους, λόγω νομοθεσίας και άλλων πιθανών περιορισμών. Οι πιο σημαντικοί από αυτούς τους περιορισμούς είναι⁶²:

- Η σχέση μεταξύ της αμοιβής του Διευθύνοντος Συμβούλου και της απόδοσης της μετοχής. Έχει βρεθεί ότι όσο πιο πολλά options δίδονται, η «κόντρα» μεταξύ μετόχων και Διοίκησης μειώνεται σε σχετικά αποτελεσματικές τράπεζες με μικρότερες επενδυτικές ευκαιρίες⁶³.
- Τα χαρακτηριστικά του Διοικητικού Συμβουλίου. Έχει βρεθεί ότι όταν τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου δεν είναι και στελέχη της τράπεζας, τα αποτελέσματα είναι καλύτερα, καθώς τα συγκεκριμένα μέλη είναι ανεξάρτητα και στις περισσότερες περιπτώσεις πολύ έμπειρα, ενώ επιπλέον η αξία των μετοχών τείνει να επηρεάζεται θετικά. Το μειονέκτημα αυτής της λύσης είναι ότι ουσιαστικά διπλασιάζονται τα έξοδα επίβλεψης (monitoring costs). Το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι καλό να είναι σχετικά μικρό.
- Η ηλικία του Διευθύνοντος Συμβούλου. Όσο μεγαλύτερη η ηλικία του Διευθύνοντος Συμβούλου, τόσο πιο ικανός θεωρείται αυτός να διαχειριστεί μία υπόθεση εξαγοράς ή συγχώνευσης.
- Το ποσοστό των μετοχών που ελέγχουν οι μεγαλομέτοχοι. Όταν αυτοί ελέγχουν ένα σχετικά μεγάλο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της τράπεζας, τότε ο

⁶² Cornett M.M., Gayane H., Palia D. & Tehranian H., (2003) "The Impact of the Manager – Shareholder Conflict on Acquiring Bank Returns", Journal of Banking & Finance 27, pp 103-131

⁶³ Hughes J.P., Lang W.W., Mester L.J., Moon C.G., Pagano M.S., (2003) "Do Bankers Sacrifice Value to Build Empires? Managerial Incentives, Industry Consolidation and Financial Performance", Journal of Banking & Finance 27, pp 417-447

έλεγχος είναι πιο άμεσος και με μικρότερο κόστος. Σημειώνουμε βέβαια ότι έχει βρεθεί ότι το ποσοστό των μεγαλομετόχων δε δείχνει να παίζει σημαντικό ρόλο στην αποδοτικότητα της τράπεζας⁶⁴.

- Τέλος, αναφέρουμε ότι αυτοί οι μηχανισμοί δεν είναι ιδιαίτερα αποτελεσματικοί όταν μία εξαγορά γίνεται για να επιτευχθεί καλύτερη διασπορά.

Κλείνοντας το παρόν υποκεφάλαιο, μπορούμε να πούμε ότι υπάρχουν ενδείξεις ότι μερικές συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο είναι πιθανό να προέκυψαν από Γενικούς Διευθυντές που έβαζαν το προσωπικό συμφέρον πάνω από αυτό των μετόχων. Άλλωστε, τα στοιχεία των ερευνών που παρουσιάσαμε υποδεικνύουν ότι οι μεγαλύτερες τράπεζες έχουν άμεσα οικονομικά οφέλη για το Γενικό Διευθυντή τους. Από την άλλη πλευρά όμως θα πρέπει να συμφωνήσουμε τους Pilloff & Santomero ότι η τάση να γίνεται προσπάθεια κάθε συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης να γίνεται προσπάθεια να εξηγηθεί με μη οικονομικά κριτήρια είναι μάλλον υπερβολική.

⁶⁴ Hughes J.P., Lang W.W., Mester L.J., Moon C.G., Pagano M.S., (2003) "Do Bankers Sacrifice Value to Build Empires? Managerial Incentives, Industry Consolidation and Financial Performance", Journal of Banking & Finance 27, pp 417-447

στ. Ο Ρόλος του Κράτους

Ο ρόλος του κράτους στις εξαγορές και συγχωνεύσεις τραπεζών μπορεί να είναι ενθαρρυντικός ή αποθαρρυντικός.

Πιο συγκεκριμένα, μπορεί να είναι αποθαρρυντικός όταν νομοθετεί με έναν τέτοιο τρόπο ώστε να εμποδίζει τις συγχωνεύσεις – ή τουλάχιστον κάποιες μορφές συγχωνεύσεων. Επιπλέον έχει να κάνει με το πόσο αυστηρά αντιμετωπίζονται περιπτώσεις συγχωνεύσεων σε μία αγορά, οι οποίες ενδέχεται να προκαλέσουν συγκέντρωση δύναμης σε μία τράπεζα. Τέλος, δε θα πρέπει να μας διαφεύγει ότι το κράτος παίζει σημαντικό ρόλο στις διασυνοριακές εξαγορές. Είναι γνωστό ότι στην Ευρώπη, τα διάφορα κράτη έβαζαν εμπόδια σε οποιαδήποτε ξένη τράπεζα ήθελε να εξαγοράσει κάποια σημαντικού μεγέθους εγχώρια τράπεζα (π.χ. Ιταλία). Επιπλέον οι νομοθετικοί περιορισμοί που υπήρχαν μέχρι πριν δέκα περίπου χρόνια σε πολλές χώρες της Ευρώπης και τις ΗΠΑ, ενώ δεν απαγόρευαν άμεσα την εξαγορά κάποιας εγχώριας τράπεζας, οι εσωτερικοί νομοθετικοί περιορισμοί θα επέβαλαν στην υποψήφια εξαγοράζουσα τράπεζα να προβεί σε σημαντικές αλλαγές στη δομή της προκειμένου να της επιτραπεί να προβεί στην επιθυμητή για αυτήν εξαγορά.

Ο ρόλος του κράτους μπορεί να είναι όμως και ενθαρρυντικός, ιδίως στις περιπτώσεις που υπάρχει κρίση στον κλάδο. Αυτό συνέβη στις ΗΠΑ για την περίοδο 1984-1991 όταν πάνω από 1.000 τράπεζες (κυρίως thrift institutions) εξαγοράστηκαν από υγιείς τράπεζες. Στην Ευρώπη, τα κράτη θέλησαν κυρίως μετά το 1992 να αναδείξουν εθνικούς πρωταθλητές.

Η Ευρωπαϊκή Ένωση προσπαθεί τα τελευταία χρόνια να άρει τους περιορισμούς και τις διαφορές στις νομοθεσίες των επιμέρους κρατών-μελών της ώστε να γίνει πιο εύκολη η οικονομική ενοποίηση, και με αυτόν τον τρόπο ουσιαστικά υποβοηθά και τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις. Επιπλέον, σε ένα άρθρο τους για τη

Βασιλεία II, οι Hannan & Pilloff⁶⁵ αναφέρουν ότι η αναμενόμενη (τότε) υιοθέτησή της από τις μεγάλες τράπεζες των ΗΠΑ θα αυξήσει τη δραστηριότητά τους στις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις.

⁶⁵ Hannan T.H. & Pilloff S.J. (2004): "Will the Proposed Application of Basel II in the United States Encourage Increased Bank Merger Activity? Evidence from Past Merger Activity.", www.federalreserve.gov

ζ. Άλλοι Λόγοι που υποβοηθήσαν την Ανάπτυξη των Εξαγορών και των Συγχωνεύσεων στον Τραπεζικό Κλάδο

Άλλοι λόγοι που υποβοηθήσαν την ανάπτυξη των εξαγορών και των συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο είναι⁶⁶:

1. Ο πιο σημαντικός λόγος θεωρείται ότι είναι η σημαντική τεχνολογική πρόοδος που συντελέστηκε τη δεκαετία του 1990 (και η οποία συνεχίζεται) και αφορά τόσο στα πληροφοριακά συστήματα, τα συστήματα πληρωμών, αλλά και τις τεχνικές ελέγχου και διαχείρισης των κινδύνων στις οποίες είναι εκτεθειμένη μία τράπεζα στην καθημερινή της λειτουργία. Η τεχνολογική πρόοδος θεωρείται ότι δημιούργησε σημαντικές ευκαιρίες για οικονομίες κλίμακας στα πληροφοριακά συστήματα, τις βοηθητικές λειτουργίες (back-office operations) και τη διαχείριση κινδύνων (risk management). Από την άλλη πλευρά βέβαια, η σημαντική εξέλιξη της τεχνολογίας έδωσε τη δυνατότητα σε μικρότερες εταιρείες να ανταγωνιστούν τις τράπεζες σε συγκεκριμένα τμήματα της αγοράς. Πάντως υφίστανται στοιχεία ότι η ανάπτυξη της τεχνολογίας έχει βοηθήσει μέχρι σήμερα κύρια τις μεγαλύτερες τράπεζες.
2. Η βελτίωση της οικονομικής κατάστασης των τραπεζικών ιδρυμάτων είναι πιθανό να τις οδήγησε σε αυξημένες εξαγορές αν και πρέπει να σημειωθεί ότι οι περισσότερες εξαγορές υλοποιούνται με ανταλλαγές μετοχών.
3. Η ύπαρξη μεγάλης προσφοράς τραπεζικών υπηρεσιών σε κάποιες αγορές.
4. Η παγκοσμιοποίηση οδήγησε πολλές τράπεζες στην απόφαση να έχουν παρουσίασε πολλές διαφορετικές χώρες. Η απόφαση να επενδύσουν και να κερδίσουν γρήγορα ένα σημαντικό μερίδιο αγοράς σε μία χώρα τις οδηγεί στην απόφαση για εξαγορά. Ειδικά στην Ευρώπη, η τάση αυτή υποβοηθήθηκε από το ευρώ.

⁶⁶ Berger A.N., Demsetz R.S. & Strahan P.E. (1999a): "The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences and Implications for the Future", Journal of Banking & Finance 23, pp135-194

η. Τελικά ποιες Τράπεζες είναι πιθανό να αποτελέσουν Στόχο Εξαγοράς;

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάσαμε μέχρι στιγμής τους λόγους που οδηγούν μία τράπεζα στην απόφαση να προβεί σε εξαγορά ή συγχώνευση. Μέσα στα διάφορα άρθρα που παρουσιάσαμε, υπήρχαν και συμπεράσματα για το ποιες τράπεζες είναι πιθανό να εξαγοραστούν, ανάλογα με τα οικονομικά ή άλλα χαρακτηριστικά τους (π.χ. δομή του Διοικητικού Συμβουλίου κλπ). Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζεται ένα άρθρο των Hannan & Pilloff⁶⁷, το οποίο συνοψίζει την αρθρογραφία (μέρος της οποίας έχουμε ήδη παρουσιάσει) και παρουσιάζει ποια χαρακτηριστικά κάνουν μία τράπεζα ελκυστικό στόχο για εξαγορά.

Οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν ένα δείγμα από 1.422 εξαγορές τραπεζών στις ΗΠΑ για την περίοδο 1996 έως 2003. Επίσης έδωσαν βάρος στην εξέταση των διαπολιτειακών εξαγορών και εξέτασαν κατά πόσο τα χαρακτηριστικά των τραπεζών που εξαγοράζονται σε αυτή την περίπτωση είναι διαφορετικά από όταν πρόκειται για εξαγορές εντός της ίδιας πολιτείας. Τα βασικά συμπεράσματα της έρευνας ήταν τα ακόλουθα:

- Οι λιγότερο κερδοφόρες τράπεζες είναι πιο πιθανό να εξαγοραστούν.
- Όταν μία τράπεζα παρουσιάζεται σχετικά λιγότερο αποτελεσματική, τότε είναι πιο πιθανό αυτή να εξαγοραστεί. Η εξαγορά αυτή όμως είναι πιθανό να γίνει από τράπεζα που λειτουργεί στην ίδια αγορά και όχι τράπεζα που λειτουργεί σε άλλη αγορά. Αυτό εξηγείται από το ότι μία τράπεζα που λειτουργεί στην ίδια αγορά πιθανότατα γνωρίζει τους λόγους της αναποτελεσματικότητας και πώς να τη διορθώσει.
- Τράπεζες με υψηλότερη σχέση ιδίων κεφαλαίων προς ενεργητικό είναι πιθανότερο να εξαγοραστούν. Μία πιθανή εξήγηση που δίνεται από τους συγγραφείς για αυτό έχει να κάνει με το ότι η εξαγοράζουσα τράπεζα μπορεί να αναμένει σημαντικότερη βελτίωση στην αποτελεσματικότητα, όσο μεγαλύτερο είναι το ενεργητικό της τράπεζας στόχου και η τιμή που

⁶⁷ Hannan T.H. & Pilloff S.J. (2006): "Acquisition Targets and Motives in the Banking Industry", www.federalreserve.gov

πρέπει να πληρωθεί είναι μικρότερη όσο μικρότερη είναι η καθαρή θέση της τράπεζας στόχου. Δηλαδή ο δείκτης των ιδίων κεφαλαίων προς ενεργητικό αποτελεί τον ανεστραμμένο δείκτη των κερδών προς τα έξοδα.

- Όσο σημαντικότερες οι καταθέσεις στην τράπεζα, τόσο πιο πιθανό είναι αυτή να γίνει στόχος εξαγοράς. Αυτό εξηγείται από το ότι δίνεται δυνατότητα για συνεργίες, όπως π.χ. για διασταυρούμενες πωλήσεις προϊόντων σε υφιστάμενους πελάτες.
- Όσο μεγαλύτερο το μερίδιο αγοράς μίας τράπεζας σε μία τοπική αγορά, τόσο μεγαλύτερο είναι το ενδεχόμενο αυτή να εξαγοραστεί από μία τράπεζα από άλλη αγορά, είναι όμως σπάνιο να εξαγοραστεί από μία άλλη τράπεζα που λειτουργεί στην ίδια αγορά. Αυτό εξηγείται από το ότι κάτι τέτοιο δε θα ήταν επιτρεπτό από τις ρυθμιστικές αρχές.
- Μία μεγάλη τράπεζα είναι απίθανο να εξαγοραστεί από μία μικρή τράπεζα, πράγμα λογικό. Αυτό όμως που προκάλεσε εντύπωση είναι ότι μία μικρή τράπεζα είναι σχετικά δύσκολο να γίνει στόχος εξαγοράς από μία μεγάλη τράπεζα. Αυτό που βρέθηκε είναι ότι όσο μεγαλύτερο το ενεργητικό μίας τράπεζας, τόσο πιο πιθανό είναι αυτή να γίνει στόχος εξαγοράς από μία άλλη τράπεζα.
- Τέλος, στις διαπολιτειακές εξαγορές προτιμάται μία τράπεζα που δραστηριοποιείται κυρίως σε αστικές περιοχές.

5. Διασυνοριακές Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζουμε κάποια στοιχεία για τις διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις στον τραπεζικό κλάδο. Η ανάλυση και τα στοιχεία που παρουσιάζονται στη συνέχεια βασίζονται στο άρθρο του G-10, καθώς επίσης και σε μερικά ακόμα άρθρα.

Το κεφάλαιο χωρίζεται στη συνέχεια ανάλογα με την κάθε περιοχή. Πιο συγκεκριμένα παρατίθενται στοιχεία για τις ΗΠΑ, την Ευρώπη και τις αναπτυσσόμενες χώρες. Προφανώς, επειδή πρόκειται για διασυνοριακές συμφωνίες, μερικά από τα στοιχεία που παρουσιάζουμε μπορεί να περιλαμβάνονται άμεσα ή έμμεσα και σε προηγούμενους πίνακες. Καθώς και οι ελληνικές τράπεζες έχουν σημαντική παρουσία με τις εξαγορές τους στην Ανατολική Ευρώπη αλλά και την Τουρκία, παρουσιάζουμε και κάποια στοιχεία για την ελληνική δραστηριότητα.

Πριν προχωρήσουμε στην αναλυτική παρουσίαση των στοιχείων, σημειώνουμε κάποια σημεία που αναφέρουν οι επιμέρους πηγές και κρίναμε ως ιδιαίτερα σημαντικά.

Κατ' αρχήν θα πρέπει να εξετάσουμε αν συμφέρει μία τράπεζα να έχει γενικότερα μέρος του ενεργητικού της επενδυμένο σε άλλες χώρες, τη στιγμή που μία τέτοια επένδυση έχει επιπλέον πολιτικό και συναλλαγματικό κίνδυνο και κίνδυνο μεταφοράς των κεφαλαίων (transfer risk), λόγω πιθανών περιορισμών που υφίστανται ή που μπορεί να τεθούν ξαφνικά. Οι Buch, Driscoll & Ostergaard⁶⁸ χρησιμοποίησαν την πραγματική διασπορά τραπεζών από τις ΗΠΑ, τη Γερμανία, τη Γαλλία και την Αγγλία για την περίοδο 1995-1999 και έφτασαν στο συμπέρασμα ότι αν ένα μέρος του ενεργητικού της τράπεζας ήταν επενδυμένο σε άλλη χώρα, αυτό θα είχε σημαντικά οφέλη για τη σχέση κινδύνου – απόδοσης για την τράπεζα. Η μέθοδός τους βασίζεται στον υπολογισμό ενός βέλτιστου χαρτοφυλακίου για κάθε χώρα, στη σύγκριση αυτού του χαρτοφυλακίου με το πραγματικό χαρτοφυλάκιο της κάθε τράπεζας και στο «τρέξιμο» της παλινδρόμησης.

⁶⁸ Buch C.M., Driscoll J.C. & Ostergaard C. (April 2004): "Cross-Border Diversification in Bank Asset Portfolios", www.ecb.int

Τα τελευταία χρόνια έχει δοθεί μεγάλη βαρύτητα στις συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο. Όμως, με μία πιο στενή παρατήρηση των συνολικών αριθμών εξαγορών και συγχωνεύσεων σε όλους τους κλάδους, μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο δεν είναι τόσο έντονες, γεγονός που μπορεί να εξηγηθεί τόσο από τη διαφορετική νομοθεσία που διέπει την κάθε τραπεζική αγορά αλλά και από τα ειδικά χαρακτηριστικά της.

Σύμφωνα με το άρθρο του G-10⁶⁹, οι διασυνοριακές συμφωνίες στις χώρες του G-10, την Ισπανία και την Αυστραλία ήταν κατά κύριο λόγο στρατηγικές συμμαχίες και συνεργασίες και όχι καθαρά εξαγορές και συγχωνεύσεις. Μάλιστα, ο Vennet αναφέρει⁷⁰ ότι μέχρι το 1996 στην Ευρώπη καμία συμφωνία δεν οδήγησε σε πλήρη συγχώνευση, απλά η εξαγοράζουσα τράπεζα αποκτούσε πλειοψηφικό πακέτο μετοχών. Την τάση αυτή την παρατηρήσαμε πρόσφατα και με τις εξαγορές της Γενικής και της Εμπορικής, στις οποίες οι Societe Generale και Credit Agricole αντίστοιχα διατηρούν ένα πλειοψηφικό πακέτο και έχουν τη διοίκηση, αλλά δεν έχουν προχωρήσει σε πλήρη απορρόφηση της ελληνικής τράπεζας.

Τέλος, οι Focarelli & Pozzolo⁷¹ βρήκαν – χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 2.148 τραπεζών με ενεργητικό άνω του 1 δισεκατομμυρίου δολαρίων το Δεκέμβριο του 1997 και με έδρα στις 29 χώρες του ΟΟΣΑ για την περίοδο από 1990 μέχρι το 1999 – ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του τραπεζικού τομέα και της αποδοτικότητάς του και το βαθμό διεθνοποίησής του. Αντιθέτως, ο πληθωρισμός και το μέγεθος της χρηματιστηριακής αγοράς παρουσιάζουν αρνητική συσχέτιση με το βαθμό διεθνοποίησής του τραπεζικού τομέα μίας χώρας.

⁶⁹ Group of Ten (2001), Report on Consolidation in the Financial Sector, Bank for International Settlements, Basel Switzerland, www.bis.org

⁷⁰ Vander Vennet R. (1996): "The Effect of Mergers and Acquisitions on the Efficiency and the Profitability of EC Credit Institutions", Journal of Banking & Finance 20, pp 1531-1558

⁷¹ Focarelli D. & Pozzolo A.F. (2001): "The Patterns of Cross-Border Bank Mergers and Shareholdings in OECD Countries"; Journal of Banking & Finance 25, pp 2305-2337

α. Στοιχεία για Ευρωπαϊκή Ένωση

Οι Ευρωπαϊκές χώρες, είχαν η κάθε μία τη δικιά της τραπεζική νομοθεσία, ενώ οι διασυνοριακές εξαγορές ήταν απαγορευμένες. Η ντιρεκτίβα 89/646 της Ευρωπαϊκής Ένωσης όμως κατέργησε όλους τους περιορισμούς για επέκταση τραπεζών σε περιοχές ή σε συγκεκριμένες χώρες, δίνοντας το σήμα για να αρχίσει μία σταδιακή επιτάχυνση των εξαγορών και των συγχωνεύσεων.

Οι Altunbas Y., Molyneux Ph., Thornton J. (1997)⁷² χρησιμοποίησαν ένα δείγμα από Γαλλικές, Γερμανικές, Ιταλικές και Ισπανικές τράπεζες το 1988 και προσπάθησαν να προβλέψουν τις πιθανές επιπτώσεις από διασυνοριακές συγχωνεύσεις των εν λόγω τραπεζών. Αν και τα αποτελέσματα σε κάθε συνδυασμό χωρών δεν ήταν ακριβώς τα ίδια, το γενικό συμπέρασμα ήταν ότι αυτές οι συγχωνεύσεις θα οδηγούσαν μάλλον σε αύξηση των λειτουργικών εξόδων, παρά σε οικονομίες κλίμακας. Πάντως – όπως τονίζουν και ίδιοι – τα αποτελέσματά τους μπορεί να οφείλονται στη μεθοδολογία που χρησιμοποίησαν, αφού δεν έλαβαν υπ' όψη πιθανή μείωση του λειτουργικού κόστους που μπορεί να προκύψει από την αναδιοργάνωσή τους.

Δύο άλλοι ερευνητές που χρησιμοποίησαν δείγμα ευρωπαϊκών τραπεζών⁷³ έφτασαν ουσιαστικά στο ίδιο συμπέρασμα. Πιο συγκεκριμένα εξέτασαν το κατά πόσο μία διασυνοριακή εξαγορά ή συγχώνευση εταιρειών του χρηματοπιστωτικού τομέα (δηλαδή όχι μόνο τράπεζες) θα μπορούσε να έχει θετικό αντίκτυπο στη μετοχή της εξαγοράζουσας επιχείρησης και έφτασαν σε αρνητική απάντηση. Μία πιθανή αιτιολογία για αυτήν την απάντηση έχει να κάνει με το γεγονός ότι η εξαγοραζόμενη τράπεζα είναι συνήθως πολύ μικρότερου μεγέθους και δεν επηρεάζει τη συνολική κεφαλαιοποίηση της εξαγοράζουσας τράπεζας. Ο Vennet αναφέρει⁷⁴ πάντως ότι τουλάχιστον η αποδοτικότητα της εξαγοραζόμενης τράπεζας αυξάνει, μετά από τη διασυνοριακή εξαγορά της – πράγμα λογικό αφού η εξαγοράζουσα τράπεζα θα φέρει

⁷² Altunbas Y., Molyneux Ph., Thornton J. (1997): "Big-Bank Mergers in Europe: An Analysis of the Cost Implications", *Economica* 64, pp 317-329

⁷³ Cybo-Ottone A. & Murgia M. (2000) "Mergers and Shareholder Wealth in European Banking", *Journal of Banking and Finance* 24, pp 831-859

⁷⁴ Vander Vennet R. (1996): "The Effect of Mergers and Acquisitions on the Efficiency and the Profitability of EC Credit Institutions", *Journal of Banking & Finance* 20, pp 1531-1558

μαζί της συστήματα και τεχνογνωσία. Συνεπώς μπορούμε να αναμένουμε ότι μεσομακροπρόθεσμα θα αυξηθεί και η τιμή της μετοχής της εξαγοράζουσας τράπεζας, αφού η αύξηση της αποδοτικότητας της τράπεζας στόχου θα οδηγήσει σε αύξηση των κερδών της και συνεπώς και σε αύξηση των κερδών της μητρικής, οπότε και σε αύξηση της μετοχικής της αξίας.

β. Στοιχεία για ΗΠΑ

Μετά τη σταδιακή απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος στις ΗΠΑ, ευρωπαϊκές τράπεζες προχώρησαν σε εξαγορές τοπικών τραπεζών. Οι DeYoung & Nolle (1996) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα από 62 θυγατρικές και 240 αμερικανικές τράπεζες, οι οποίες ανήκουν σε τράπεζες ξένων χωρών. Το συμπέρασμα από την ανάλυση των στοιχείων τους ήταν ότι αυτές ήταν κατά μέσο όρο λιγότερο κερδοφόρες από τις αμερικάνικες ντόπιες τράπεζες, καθώς είχαν πρόβλημα στην προσέλκυση καταθέσεων, μεγάλο μέρος των δανείων τους ήταν αγορασμένο στη δευτερογενή αγορά, ενώ είχαν και σχετικά μεγαλύτερο ποσοστό δανείων σε καθυστέρηση.

Οι Berger A.N, DeYoung R., Genay H. & Udell G.F.(2000a)⁷⁵ έφτασαν στο ίδιο συμπέρασμα με τους DeYoung & Nolle⁷⁶, αν και απέδωσαν τη διαφορά αυτή στο γεγονός ότι οι αμερικάνικες τράπεζες έχουν καλύτερη πληροφόρηση για την αγορά και τους πελάτες τους. Παρατήρησαν όμως και κάτι σημαντικό: Οι αμερικανικές τράπεζες ήταν πιο κερδοφόρες και στο εξωτερικό.

⁷⁵ Berger A.N, DeYoung R., Genay H. & Udell G.F.(2000a): "Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance", www.federalreserve.gov

⁷⁶ DeYoung R. & Nolle D.E. (1996): "Foreign-Owned Banks in the U.S.: Earning Market Share or Buying it?" *Journal of Money Credit and Banking* 28 (4): 622-636

γ. Στοιχεία για Αναδυόμενες Αγορές

Η Τράπεζα των Διεθνών Διακανονισμών (Bank of International Settlements - BIS) ενδιαφέρεται ιδιαίτερα για την πορεία του παγκόσμιου τραπεζικού συστήματος. Για αυτό και έχει εξετάσει και την πορεία των εξαγορών και συγχωνεύσεων στο χρηματοπιστωτικό τομέα δηλαδή όχι μόνο τράπεζες) και στις αναδυόμενες χώρες.

Στη μελέτη του Dario Focarelli⁷⁷ παρουσιάζεται το μοτίβο για την είσοδο μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων σε 100 αναδυόμενες χώρες (30 στην Αφρική και τη Μέση Ανατολή, 17 στην Ασία, 26 στην Ανατολική Ευρώπη και οι υπόλοιπες στη Λατινική Αμερική) για την περίοδο 1990 μέχρι 2002. Η μελέτη εξετάζει περιπτώσεις που ανακοινώθηκαν και ολοκληρώθηκαν μέχρι και τον Ιανουάριο του 2003, όπου εξαγοράστηκε πάνω από το 50% των μετοχών της εξαγοράζόμενης τράπεζας.

Οι κυριότερες παρατηρήσεις του Focarelli είναι οι εξής (τα παρουσιαζόμενα στοιχεία προέρχονται από την Thomson Financial):

- Στην εξεταζόμενη περίοδο έγιναν 13.500 συμφωνίες εξαγορών και συγχωνεύσεων, συνολικής αξίας 2,5 τρισεκατομμυρίων δολαρίων και μέσης αξίας 340 εκατομμυρίων δολαρίων έκαστη. Μάλιστα, τα 2,5 τρισεκατομμύρια υποεκτιμούν λίγο την πραγματική αξία των εξαγορών και συγχωνεύσεων, καθώς σε αυτά δεν περιλαμβάνονται οι συμφωνίες που έγιναν και δεν ανακοινώθηκε το ύψος της συμφωνίας – αν και αυτές ήταν σχετικά λίγες και μικρής αξίας. Το 77% αυτών των χρημάτων αφορούσε συμφωνίες στις οποίες συμμετείχαν τράπεζες (πιθανόν σε συνδυασμό με ασφαλιστική ή χρηματοπιστηριακή εταιρεία), αν και μόνο στο 45% η εταιρεία στόχος ήταν τράπεζα.
- Υπάρχει μία θετική συσχέτιση μεταξύ της πορείας του χρηματιστηρίου και του αριθμού και του ύψους της συνολικής συμφωνίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Πιο συγκεκριμένα, μεταξύ των ετών 1997 και 2000 γίνονταν κατά μέσο όρο 1.325 συμφωνίες εξαγορών και συγχωνεύσεων κάθε μέρα,

⁷⁷ Focarelli D. (2003): "The Pattern of Foreign Entry in the Financial Markets of Emerging Countries", www.bis.org

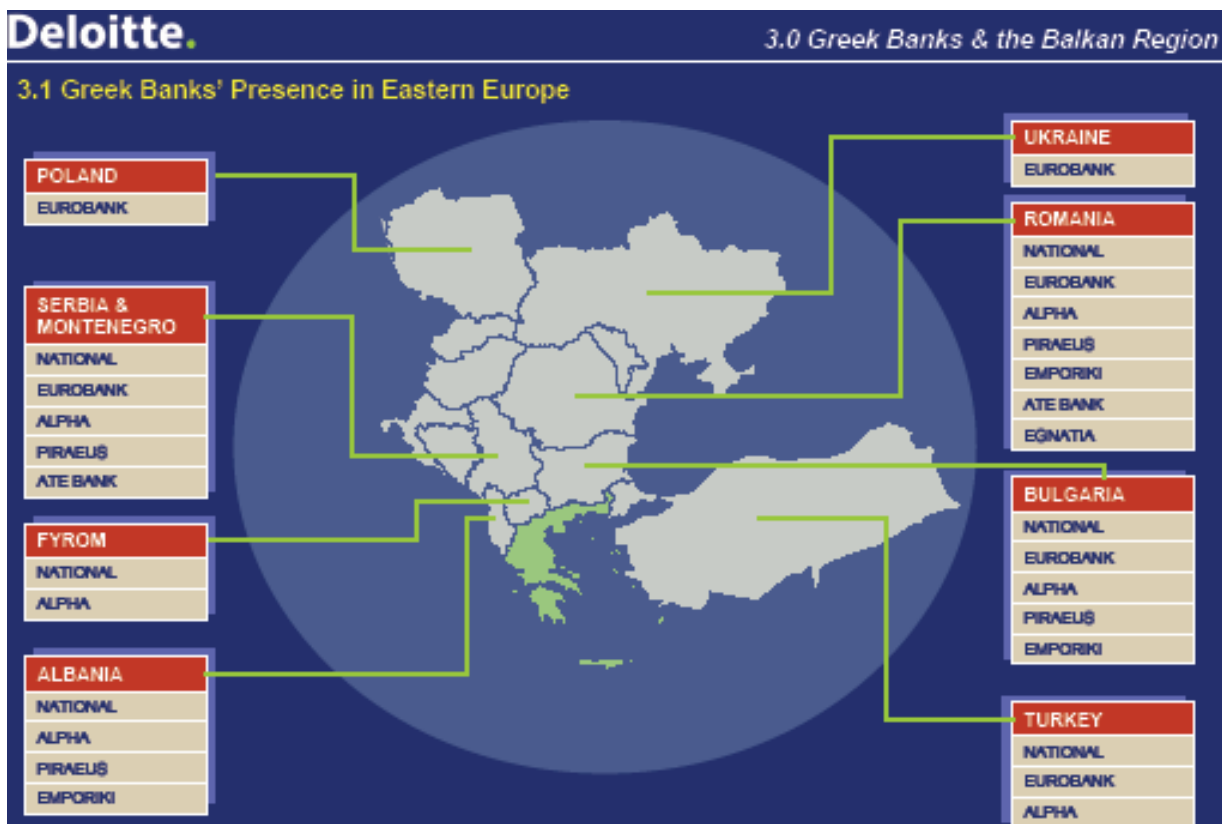
έναντι 872 την περίοδο μεταξύ των ετών 1990 και 1996. Την περίοδο 2001 – 2002 ο αριθμός των συμφωνιών έπεσε περίπου 20% ετησίως.

- Στο 90% των εξαγορών και συγχωνεύσεων σε αξία και το 70% σε απόλυτους αριθμούς, αφορούσε χρηματοπιστωτικό οργανισμό από χώρες του G-10, την Αυστραλία και την Ισπανία.
- Με την πάροδο των χρόνων, ένα αυξανόμενο ποσοστό εξαγορών και συγχωνεύσεων αφορούσε χρηματοπιστωτικό οργανισμό από αναδυόμενη αγορά. Το συγκεκριμένο ποσοστό ήταν 18% την περίοδο 1990-1996, 30% την περίοδο 1997-2000 και 41% την περίοδο 2001-2002. Αυτό υποδεικνύει την ανάγκη κεφαλαίων που έχουν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί στις αναδυόμενες χώρες.
- Η αναλογία των διασυννοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων ανά περιοχή προς τη συνολική αξία των συμφωνιών για την περίοδο 1990-2002 είναι 7,6% στην Αφρική και τη Μέση Ανατολή, 24% στην Ασία, 15,5% στην Ανατολική Ευρώπη και 52,9% στη Λατινική Αμερική).

δ. Στοιχεία για την Ελλάδα

Οι ελληνικές τράπεζες έχουν παρουσιάσει την τελευταία περίοδο έντονη εξωστρέφεια, με σημαντικές εξαγορές τραπεζών στην Ανατολική Ευρώπη, την Τουρκία και αλλού. Μάλιστα λέγεται, ότι οι πρόσφατες εξαγορές ελληνικών τραπεζικών οργανισμών αλλά και οι σχετικά υψηλές χρηματιστηριακές αποτιμήσεις οφείλονται κατά ένα μεγάλο ποσοστό στη διείσδυσή τους στις αγορές της Ανατολικής Ευρώπης, οι οποίες αναμένεται να έχουν σημαντική οικονομική ανάπτυξη με την ένταξή τους στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Παρουσιάζουμε τους τρεις παρακάτω πίνακες⁷⁸, οι οποίοι παρουσιάζουν την παρουσία των ελληνικών τραπεζών στις Βαλκανικές χώρες και την Τουρκία, αλλά και την πρόσφατη δραστηριότητα εξαγορών:



⁷⁸ Deloitte: "Highlights of the Greek Banking Sector", December 2006

3.11 Greek Banks' Presence in Eastern Europe

The following table presents a summary of the Greek Banks' presence in Eastern Europe.

Country	NATIONAL		EUROBANK		ALPHA		PIRAEUS		EMPORIKI		ATE BANK ¹		EGNATIA	
	No of Branches	Market Share (%)	No of Branches	Market Share (%)	No of Branches	Market Share (%)	No of Branches	Market Share (%)	No of Branches	Market Share (%)	No of Branches	Market Share (%)	No of Branches	Market Share (%)
Romania	48	2.6%	172	4.9% ²	66	3.8% ²	36	2.0%	7	0.4%	12	0.2%	3	0.3%
Serbia ³	210	8.6%	95	4.1%	90	3.8%	17	1.5%	-	-	31 ⁴	3.0%	-	-
Bulgaria ⁵	132	9.6%	271	9.3%	26	1.0% ⁶	46	3.9%	9	0.3%	-	-	-	-
Albania	11	7.2%	-	-	11	11.9%	35	12.9%	4	1.3%	-	-	-	-
FYROM	49	36.5%	-	-	8	3.6%	-	-	-	-	-	-	-	-
Turkey ⁷	221	3.3%	30	0.2%	n/a	n/a	-	-	-	-	-	-	-	-
Cyprus	32	3.1%	-	-	26	9.8%	-	-	-	-	-	-	-	-
Poland ⁸	-	-	36 ¹	0.04%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ukraine ⁹	-	-	32	0.2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Egypt ¹	-	-	-	-	-	-	28	0.7%	-	-	-	-	-	-

Sources: Press-Releases (Kathimerini 17.09.2006 & 16.10.2006), National Bank of Serbia, National Bank of Romania, Bank of Albania, ATE BANK, EMPORIKI

Notes:

1. Market shares according to Total Assets as of 31.12.2005.

2. Market Share according to Loans (June 2006).

3. Market Share according to Total Assets (June 2006).

4. Including 17 branches & 14 outlets.

5. Market Share according to Loans (April 2006)

6. Market Share according to Total Assets (March 2006).

7. Data do not include DOMINET's figures.

3.12 Recent Transactions in Eastern Europe (2003 – Nov. 2006) (amounts in USD mn.)

A. Serbia, Albania, FYROM

The following table presents Price to Book Value and Price to Profit Before Taxes (PBT) multiples from recent transactions in Balkan countries and specifically in Serbia, Albania and FYROM.

#	Date Announced	Target / Unit Sold	Buyer	Origin of Acquiring Bank	Deal Size (USD mn.)	Percent Bought	Price / Book Value ^{1,2}	Price / PBT ^{1,3}
SERBIA								
1	16-Sep-06	ARK Bank	ATE Bank	Greece	101.78	29.00%	2.85	12.35
2	28-Jul-06	Parosenska banka	Sarpado IMI	Italy	155.40	87.36%	5.30	n/a
3	15-Jun-06	Vojvodjanska Banka	National Bank of Greece	Greece	489.57	100.00%	5.31	143.42
4	10-May-06	Kuleva banka	OTP Bank	Hungary	152.23	67.00%	2.80	15.08
5	27-Mar-06	Komercijalna banka	EBRD	UK	84.21	25.00%	2.66	42.88
6	17-Mar-06	National Savings Bank	EPG Bankbank	Greece	42.39	37.70%	6.11	1,136.91
7	24-Feb-06	Zepter Banka	OTP Bank	Hungary	41.31	75.10%	2.82	65.93
8	07-Nov-05	Centrobanka	Lafit Bank	Cyprus	47.91	78.00%	2.81	36.40
9	04-Nov-05	Atlas Banka	Piraeus Bank	Greece	8.98	8.23%	5.05	50.82
10	17-Oct-05	Novosadska Banka	Erste Bank	Austria	17.70	16.71%	2.66	n/a
11	25-Aug-05	National Savings Bank	EPG Bankbank	Greece	50.88	62.50%	5.66	92.61
12	10-Aug-05	Jubanka	Alpha Bank	Greece	23.69	11.36%	1.40	n/a
13	08-Jul-05	Nova Banka	Indosuez Bank	Italy	26.12	66.00%	1.73	39.40
14	05-Jul-05	Continental Banka	Nova Ljubljanska banka	Slovenia	59.93	66.97%	1.59	n/a
15	26-Apr-05	Novosadska Banka	Erste Bank	Austria	91.38	83.28%	3.06	n/a
16	16-Feb-05	Atlas Banka	Piraeus Bank	Greece	25.47	80.00%	1.74	14.83
17	14-Feb-05	Delta Banka	Sanco Intesa	Italy	432.08	90.00%	3.10	16.98
18	31-Aug-04	Jubanka	Alpha Bank	Greece	183.00	68.64%	2.04	n/a
ALBANIA								
19	07-Dec-05	Rellen-Albanian Bank	Sarpado IMI	Italy	40.89	80.00%	3.00	495.89
20	19-Dec-03	Savings Bank of Albania	Raffaello	Austria	128.00	100.00%	3.21	6.41
FYROM								
21	29-Nov-04	ProCredit Bank	Internationale Micro Inv.	Germany	4.83	37.17%	2.23	n/a

Sources: Mergerstat, Bloomberg, Published Financial Statements, National Bank of Serbia, ISI Emerging Markets, Factiva.

Notes: n/a: not available

1. No marketability discount was applied on the aforementioned multiples. Control premium of 30% was applied on transaction multiples of Komercijalna banka.

2. Transaction multiples have been calculated on the basis of the historical financials of the target banks of the year ending prior to the conclusion of the transaction.

3. PBT: Profit before Tax.

ε. Επίλογος κεφαλαίου

Παρατηρούμε ένα αυξανόμενο ενδιαφέρον για εξαγορές και συγχωνεύσεις σε όλο το χρηματοπιστωτικό κλάδο. Ταυτόχρονα όμως η αρθρογραφία δεν μπορεί να τη δικαιολογήσει με αυστηρά οικονομικά κριτήρια, καθώς δεν προκύπτει να υπάρχουν κέρδη για τους μετόχους ή μείωση του λειτουργικού κόστους, τουλάχιστον βραχυχρόνια.

Γενικότερα πάντως οι διασυνοριακές εξαγορές είναι σημαντικά λιγότερες και μικρότερες σε αξία από τις εξαγορές και συγχωνεύσεις εντός του ίδιου κράτους, ιδιαίτερα μέσα στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Αυτό οφείλεται σε δύο λόγους⁷⁹:

1. Υφίστανται σημαντικοί πολιτικοί και νομικοί περιορισμοί οι οποίοι λειτουργούν ανασταλτικά σε μία τέτοια απόφαση. Πιο συγκεκριμένα, στη Γαλλία οι μεγάλες τράπεζες ελέγχονται από το Δημόσιο τομέα, στη Γερμανία οι περισσότερες μεγάλες τράπεζες, αλλά και πολλές μικρές επίσης ανήκουν στο κράτος, ενώ στην Ιταλία οι εποπτικές αρχές περιόριζαν τις δυνατότητες εξαγοράς μίας τράπεζας.
2. Οι αναμενόμενες οικονομίες κλίμακας από την εξαγορά μίας τράπεζας σε άλλο κράτος δεν προσφέρει τη δυνατότητα σημαντικών οικονομιών κλίμακας (γεγονός που συμφωνεί και με τη σχετική θεωρία που παρουσιάσαμε στην αρχή του κεφαλαίου), ενώ αντίθετα απαιτεί σημαντικές επενδύσεις σε τομείς όπως την ενοποίηση (integration) των διαφόρων υπηρεσιών και συστημάτων, καθώς και των προϊόντων (με την έννοια ότι άλλες ανάγκες έχουν οι καταναλωτές σε μία χώρα όπως π.χ. η Μεγάλη Βρετανία και άλλες στην Ελλάδα όπου το σύστημα λειτουργεί πολύ διαφορετικά σε ορισμένα θέματα). Επιπλέον, οι ξένες τράπεζες – όταν το όνομά τους δεν είναι ιδιαίτερα γνωστό στην αγορά – είναι δύσκολο να κερδίσουν μερίδιο στην αγορά, ιδιαίτερα τη λιανική. Για αυτό στις πρόσφατες εξαγορές ελληνικών τραπεζών από τις γαλλικές, οι τελευταίες δεν προχώρησαν στην αλλαγή επωνυμίας των εξαγοραζόμενων τραπεζών. Μία τέτοια απόφαση αυξάνει όμως τα έξοδα

⁷⁹ The Economist: «Τραπεζική Αγορά». Ένθετο στην Καθημερινή, 25/7/2005

μάρκετινγκ και επιβάλλει ενδεχομένως και το σχεδιασμό διαφορετικών στρατηγικών.

3. Ένας τρίτος λόγος είναι ότι οι εξαγοραζόμενες τράπεζες είναι πολλές φορές πολύ μικρότερες από τις εξαγοράζουσες με αποτέλεσμα να μην προκαλούν καμία ουσιαστική μεταβολή στα μεγέθη της τελευταίας, οπότε δεν απασχολούν ιδιαίτερα τους μετόχους και τα ανώτατα στελέχη της.

Στην περίπτωση των τραπεζών στην Ανατολική Ευρώπη τα πράγματα είναι τελείως διαφορετικά. Εκεί η τραπεζική αγορά αναπτύσσεται μόλις τα τελευταία χρόνια με πολύ ικανοποιητικούς ρυθμούς. Για αυτό είναι σημαντικό για μία τράπεζα να έχει ένα ικανοποιητικό μερίδιο σε αυτές τις αγορές.

Σε αντίθεση με την άποψη που παρουσιάζεται στο Economist, ο κ. Νανόπουλος σε άρθρο του⁸⁰ υποστηρίζει απόλυτα τη λογική των διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων, χωρίς να παραβλέπει πρόσφατη έρευνα της Deutsche Bank, η οποία έχει εκτιμήσει τη μέση απόδοση των ιδίων κεφαλαίων για τέτοιες επενδύσεις στο σχετικά χαμηλό 10%. Η αισιοδοξία του για την ανάπτυξη των διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο τα επόμενα χρόνια οφείλεται στους ακόλουθους λόγους:

- Μπορεί οι εγχώριες συμφωνίες εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο να είχαν αποδειχθεί στο παρελθόν πιο αποδοτικές από τις διασυνοριακές, αυτό όμως δεν ισχύει για το σύνολό τους. Συνεπώς οι εξαγοράζουσες τράπεζες θα είναι διατεθειμένες να πληρώσουν ένα premium για τις εξαγοραζόμενες, ακόμα και στην περίπτωση των διασυνοριακών εξαγορών, επιταχύνοντας την εν λόγω κίνηση.
- Οι δείκτες συγκέντρωσης στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες έχουν φτάσει σε υψηλά επίπεδα, συνεπώς μία επιπλέον συγχώνευση πιθανόν να απαγορευόταν από τις αρχές του ανταγωνισμού.
- Το νομικό πλαίσιο για εξαγορές και συγχωνεύσεις βελτιώθηκε σημαντικά με το «Πρόγραμμα Δράσης για τις Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες» της Ευρωπαϊκής Ένωσης του 1999. Οι 39 διατάξεις του έχουν πλέον εφαρμοστεί στο

⁸⁰ Νανόπουλος Νικόλαος: «Οι Διεθνείς Τάσεις στις Τραπεζικές Συγχωνεύσεις και Εξαγορές και πιθανές Επενέργειες στον Τραπεζικό Κλάδο των Χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης», Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 4^ο τρίμηνο 2005, www.hba.gr

μεγαλύτερο μέρος τους και συνεπώς οι διάφορες χώρες που ήθελαν να αναδείξουν τους «εθνικούς τους πρωταθλητές» δεν έχουν πια την ικανότητα να παρεμποδίσουν μία εξαγορά. Για παράδειγμα η ABN/AMRO με την επιμονή της κατάφερε τελικώς να εξαγοράσει την ιταλική τράπεζα.

- Γενικότερα οι διαφορετικές ρυθμιστικές αρχές απέτρεπαν μία πιθανή εξαγορά εγχώριας από κάποια ξένη τράπεζα. Πλέον όμως με την έλευση της Βασιλείας II και της υποχρεωτικής της εφαρμογής από όλα τα κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η τραπεζική νομοθεσία γίνεται ενιαία.
- Το πλεόνασμα των 50 μεγαλύτερων ευρωπαϊκών τραπεζών εκτιμάται στα 150-200 δισεκατομμύρια ευρώ. Αυτά αναμένεται να διατεθούν για την ανάπτυξη των τραπεζών πέραν των εθνικών τους συνόρων. Αυτή η διαδικασία έχει ήδη ξεκινήσει, καθώς οι 25 μεγαλύτερες τράπεζες της Ευρώπης έχουν επεκταθεί πέραν των εθνικών τους συνόρων.
- Η διαχείριση των κινδύνων που αφορούν τις διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις γίνεται με μεγαλύτερη ευκολία, λόγω της ανάπτυξης ενιαίων συστημάτων πληροφορικής, αλλά και εναρμόνισης των συστημάτων πληρωμών.
- Υπάρχει πλέον έμπειρο στελεχιακό δυναμικό στον τομέα των εξαγορών και συγχωνεύσεων.
- Η άποψη του κου Νανόπουλου επιβεβαιώνεται και από την εμπειρική έρευνα⁸¹: Έχει βρεθεί ότι σε αναπτυσσόμενες αγορές (όπως αυτές της Ανατολικής Ευρώπης), οι ξένες τράπεζες είναι πιο κερδοφόρες και πιο αποδοτικές από τις τοπικές τράπεζες, ενώ το αντίθετο συμβαίνει στις ανεπτυγμένες χώρες, ενώ επιπλέον προκαλούν μία μέση μείωση στα επιτόκια δανεισμού της τάξης του 1,33-1,48%.

Στο σημείο αυτό επισημαίνουμε ότι οι Altunbas & Ibenez⁸² σε άρθρο τους που παρουσιάστηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο έφτασαν στο συμπέρασμα ότι υπό κάποιες προϋποθέσεις που έχουν να κάνουν με τη στρατηγική των τραπεζών

⁸¹ Claey S. & Hainz C. (July 2006): "Acquisition versus Greenfield: The Impact of the Mode of Foreign Bank Entry on Information and Bank Lending Rates", working paper No 653, www.ecb.int

⁸² Altunbas Y. & Ibenez M.D. (October 2004): "M&As Performance in Europe: The Role of Strategic Similarities", working paper no. 398, www.ecb.int

απέναντι σε σημαντικά ζητήματα όπως το επίπεδο της τεχνολογίας, το επίπεδο ρευστότητας και πολιτικής δανείων και καταθέσεων, οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις στην Ευρώπη μπορεί να είναι πιο αποδοτικές από συγχωνεύσεις μεταξύ τραπεζών από τις ίδιες χώρες. Αντιθέτως, οι Bos & Scmiedel⁸³ – εξετάζοντας την αποτελεσματικότητα – έφτασαν στο συμπέρασμα ότι είναι μάλλον δύσκολο οι διασυνοριακές συμφωνίες να αποδώσουν, καθώς τοπικοί παράγοντες και χαρακτηριστικά θέτουν περιορισμούς

Η άποψή μας είναι ότι οι διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι μία πιο μακροπρόθεσμη επένδυση από ότι οι εξαγορές στην ίδια χώρα, καθώς απαιτείται σημαντικός χρόνος και διάθεση πόρων για να γίνει πραγματική ένωση δύο ιδρυμάτων τόσο σε οργανωτικό επίπεδο, αλλά ακόμα σπουδαιότερο σε επίπεδο κουλτούρας. Πιστεύουμε όμως ότι μακροπρόθεσμα μία τέτοια επένδυση – αν γίνει σωστή διαχείριση – θα είναι ιδιαίτερα αποδοτική, καθώς η εξαγοράζουσα τράπεζα μεταφέρει μία καλύτερη γνώση σύγχρονων χρηματοοικονομικών προϊόντων και ανεβάζοντας τον πήχη του ανταγωνισμού μπορεί να γίνει πιο κερδοφόρος και σε ορισμένα μέρη της αγοράς ακόμα και leader.

Τελειώνοντας, παρουσιάζουμε έναν πίνακα που παρουσιάζει συνοπτικά όλη τη διασυνοριακή δραστηριότητα εξαγορών και συγχωνεύσεων για την περίοδο 1985-1997⁸⁴.

	Οργανισμός – Στόχος (σε δις δολάρια)								
	ΗΠΑ – μη ΗΠΑ			Εντός Ευρώπης			Ευρώπη – Μη Ευρώπη		
	Τράπεζα	Χρηματη- στηριακή	Ασφαλι- στική	Τράπεζα	Χρηματη- στηριακή	Ασφαλι- στική	Τράπεζα	Χρηματη- στηριακή	Ασφαλι- στική
Εξαγοράζων Οργανισμός									
Τράπεζα	9.5	4.4	0.2	15	8.7	0.4	14.5	4.3	0.3
	13.6%	6.3%	0.3%	17.9%	10.4%	0.5%	14.5%	4.3%	0.3%
Χρηματη- στηριακή	3	14.7	7.7	4.3	5.8	1.1	15.6	15.9	12.9
	4.3%	21%	11%	5.1%	6.9%	1.3%	15.6%	15.9%	12.9%
Ασφαλι- στική	0.6	3.9	25.9	11.2	0.3	37	1	3.1	32.7
	0.8%	5.6%	37.1%	13.4%	0.4%	44.2%	1%	3.1%	32.7%

⁸³ Bos J.W.B. & Scmiedel H. (December 2006): “Is there a Single Frontier in a Single European Banking Market?”, working paper No. 701, www.ecb.int

⁸⁴ Berger A.N, DeYoung R., Genay H. & Udell G.F.(2000a): “Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance”, www.federalreserve.gov

6. Οι Επιπλοκές του Κύματος των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών στον Τραπεζικό Τομέα

α. Εισαγωγή

Το⁸⁵ κύμα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στον τραπεζικό τομέα είχε συνήθως θετικές συνέπειες για την κερδοφορία και την ενδυνάμωση των τραπεζών. Όμως το ίδιο κύμα είναι αμφισβητήσιμο κατά πόσο έχει θετικές συνέπειες για τους καταναλωτές, αλλά και την ίδια τη σταθερότητα του τραπεζικού τομέα. Για παράδειγμα, ο Pilloff⁸⁶ αναφέρει ότι από το κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων, κατά μέσο όρο το 70% του πληθυσμού των ΗΠΑ κάθε χρόνο ήταν σε μία περιοχή όπου έλαβε χώρα μία εξαγορά τράπεζας. Μάλιστα, το 1998 – οπότε και συντελέστηκαν οι τρεις μεγαλύτερες συμφωνίες – το ποσοστό αυτό ανέβηκε στο 94%.

Στο παρόν κεφάλαιο εξετάζουμε τις «κατηγορίες» που έχουν ακουστεί για το κύμα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στον τραπεζικό τομέα και εξετάζουμε κατά πόσο αυτά ευσταθούν, σύμφωνα με εμπειρικές έρευνες. Επίσης παρουσιάζουμε και πιθανές λύσεις ή διάφορες διορθωτικές ενέργειες που μπορούν να λάβουν οι ρυθμιστικές και εποπτικές κάθε χώρας για τον όσο το δυνατόν έλεγχο των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων.

Η παρουσίαση των επιπτώσεων από το κύμα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στον τραπεζικό τομέα αποκτά μία ολοένα μεγαλύτερη σημασία, καθώς το ύψος των συμφωνιών δείχνει ολοένα και να μεγαλώνει. Οι συγχωνεύσεις θεωρείται ότι μειώνουν τον ανταγωνισμό με αποτέλεσμα οι μικρές επιχειρήσεις να έχουν δυσκολότερη ή ακριβότερη πρόσβαση στον τραπεζικό δανεισμό. Επιπλέον η δημιουργία μεγάλων τραπεζικών οργανισμών εγείρει σημαντικά ερωτήματα, για το κατά πόσο αυτοί μπορούν να ελεγχθούν και με ποιους τρόπους.

⁸⁵ Carletti El., Hartmann Ph. & Spagnolo G. (2003): “Implications of the Bank Merger Wave for Competition and Stability”, www.bis.org

⁸⁶ Pilloff S.J. (May 2004): “Bank Merger Activity in the United States”, Staff Study 176, www.federalreserve.gov

Η παρουσίαση των κατωτέρω βασίζεται κατά κύριο λόγο στη μελέτη της τραπεζικής αγοράς των ΗΠΑ. Η αρθρογραφία για την ευρωπαϊκή αγορά είναι πολύ πιο περιορισμένη.

β. Οι Επιπλοκές των Εξαγορών και των Συγχωνεύσεων των Τραπεζών στον Ανταγωνισμό

Στον τραπεζικό κλάδο υπήρχαν πάντα σημαντικές συμφωνίες εξαγορών και συγχωνεύσεων. Το κύμα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων στον τραπεζικό τομέα πήρε ακόμα μεγαλύτερες διαστάσεις στη δεκαετία του 1990 και ιδιαίτερα προς το τέλος της. Στην πλειοψηφία των περιπτώσεων, αυτές αφορούσαν ενδοσυναριακές συμφωνίες. Για παράδειγμα ο δείκτης Herfindahl - Hirschman στις ΗΠΑ (δείκτης που μετράει τη συγκέντρωση σε μία περιοχή) παρουσίασε πτώση από 2.020 το 1988 σε 1949 το 1997 (δηλαδή οι τραπεζικές εργασίες παρουσίασαν συγκέντρωση σε λιγότερες τράπεζες). Αυτά τα δείγματα προκάλεσαν φόβους για το επίπεδο του ανταγωνισμού. Οι συγκεκριμένοι φόβοι αφορούν την αγορά δανείων προς τους καταναλωτές και ιδιαίτερα τις μικρές επιχειρήσεις, το ύψος των επιτοκίων των δανειακών προϊόντων αλλά και το ύψος των επιτοκίων για καταθέσεις καταναλωτών και επιχειρήσεων. Τα συγκεκριμένα παρουσιάζονται πιο λεπτομερώς στα υποκεφάλαια που ακολουθούν.

β-1 Επιπτώσεις στα δάνεια μικρών επιχειρήσεων και καταναλωτών

Οι μικρές επιχειρήσεις θεωρούνται γενικά ως η ραχοκοκαλιά κάθε οικονομίας, ενώ οι νέες μικρές επιχειρήσεις και οι καινοτομίες τους είναι «το μέλλον». Η συγκέντρωση του τραπεζικού κλάδου θα μπορούσε όμως να έχει σημαντικές επιπτώσεις σε αυτές, καθώς συνήθως οι συγχωνεύσεις σε τοπικό επίπεδο προκαλούν μείωση των καταστημάτων. Μία τέτοια έκβαση θα είχε σημαντικές αρνητικές συνέπειες καθώς έχει βρεθεί⁸⁷ ότι για πολλές τραπεζικές υπηρεσίες, το 93.3% των επιχειρήσεων προτιμούν καταστήματα τα οποία είναι σε απόσταση μικρότερη των 30 μιλίων από την έδρα τους.

Ο προβληματισμός για την προσφερόμενη ποσότητα δανείων εξηγείται από την ακόλουθη θεωρία: Τα μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα προτιμούν να δανείζουν σε μεγάλες εταιρείες, καθώς τους είναι οικονομικά πιο συμφέρον (από πλευράς παρακολούθησης - monitoring) να ελέγχουν την πορεία μερικών μεγάλων εταιρειών αντί πολλών μικρών. Αντίθετα, στις μικρές τράπεζες ένα πολύ μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού τους αποτελείται από δάνεια προς μικρές επιχειρήσεις⁸⁸. Αυτό βέβαια είναι μέχρι ενός σημείου απόλυτα λογικό, καθώς οι μικρές επιχειρήσεις πιθανόν δε θα έχουν τα απαραίτητα κεφάλαια και σχεδόν σίγουρα δε θα έχουν καλή διασπορά να δανείσουν μεγάλες επιχειρήσεις.

Αντίθετα, οι συνέπειες των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στην ποσότητα των δανείων είναι πιο περίπλοκο να εκτιμηθούν. Μάλιστα τα αποτελέσματα είναι αντιφατικά μεταξύ διαφόρων ερευνητών, αλλά και ανάλογα της στατιστικής μεθόδου που έχει χρησιμοποιηθεί. Οι Berger A.N., Saunders A., Scalise J.M. & Udell G.F.⁸⁹ προχώρησαν ένα βήμα παραπέρα και εξέτασαν κατά πόσο μία συγχώνευση ή εξαγορά σε μία τραπεζική αγορά προκαλεί την είσοδο άλλων τραπεζικών ιδρυμάτων σε αυτήν και πιθανόν να καταργεί τις όποιες επιπτώσεις της συγχώνευσης.

⁸⁷ Kwast M.L., Starr-McCluer M. & Wolken J.D. (10/1997): "Market Definition and the Analysis of Antitrust in Banking", www.federalreserve.gov

⁸⁸ Berger A.N., Saunders A., Scalise J.M. & Udell G.F. (1998a): "The Effects of Bank Mergers and Acquisitions on Small Business Lending"; *Journal of Financial Economics* 50 pp 187-229

⁸⁹ Berger A.N., Saunders A., Scalise J.M. & Udell G.F. (1998a): "The Effects of Bank Mergers and Acquisitions on Small Business Lending"; *Journal of Financial Economics* 50 pp 187-229

Χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο δείγμα από εξαγορές που έλαβαν τόπο στις ΗΠΑ φτάνουν στα ακόλουθα συμπεράσματα:

- Οι συγχωνεύσεις τραπεζών έχουν συνήθως αρνητικές συνέπειες στο ύψος των δανείων προς τις μικρές επιχειρήσεις και θετικές προς τις μεσαίες και τις μεγαλύτερες. Αυτό όμως δε γίνεται άμεσα, αλλά τρία χρόνια μετά τη συγχώνευση.
- Σημειώνεται πάντως ότι το μέγεθος των συγχωνευόμενων τραπεζών παίζει σημαντικό ρόλο. Συγκεκριμένα, αν συγχωνευθούν μέχρι μεσαίες τράπεζες, τότε το ύψος των δανείων προς τις μικρές επιχειρήσεις παρουσιάζει αύξηση. Αν όμως στη συγχώνευση συμμετέχει και μεγάλη τράπεζα, τότε το ύψος των δανείων προς τις μικρές επιχειρήσεις μειώνεται.
- Αντιθέτως με τις συγχωνεύσεις, οι εξαγορές δε δείχνουν να επηρεάζουν είτε αρνητικά είτε θετικά το ύψος των δανείων προς τις μικρές επιχειρήσεις, χωρίς βέβαια να είναι σίγουρο αν θα το επηρεάσουν στο μέλλον.
- Οι επιπτώσεις από τις συγχωνεύσεις τελικώς όμως καταργούνται, καθώς το κενό σπεύδουν να καλύψουν – με το παραπάνω – νέες τράπεζες ή νέες εισόδοι στις εν λόγω αγορές. Σε επόμενη μελέτη⁹⁰ το θέμα αυτό μελετήθηκε σε πιο βάθος χρησιμοποιώντας δεδομένα από 10.000 συγχωνεύσεις και εξαγορές και 4.000 νέες εισόδους για την περίοδο 1980-1998 στις ΗΠΑ και βρήκαν ότι το 20% των εισόδων σε μητροπολιτικές αγορές και το 10% σε επαρχιακές αγορές έγινε μετά από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές που έγιναν στο συγκεκριμένο μέρος. Βρέθηκε όμως στην ίδια έρευνα ότι όσο η ηλικία της τράπεζας μεγαλώνει, μειώνεται η αναλογία του δανεισμού προς τις μικρές επιχειρήσεις.
- Ζητήματα όπως η τεχνολογική πρόοδος αλλά και το φαινόμενο ότι οι λιγότερο αποδοτικές τράπεζες είναι αυτές που εξαγοράζονται (όπως είδαμε και σε προηγούμενο κεφάλαιο) μπορεί να αυξήσει τις χορηγήσεις δανείων προς τις μικρές επιχειρήσεις, καθώς καθίσταται οικονομικά πιο συμφέρον για μία τράπεζα να μπει σε αυτήν την αγορά.

⁹⁰ Berger A.N., Bonime S.D., Goldberg L.G. & White L.J. (1999b): “The Dynamics of Market Entry: The Effects of Mergers and Acquisitions on De Novo Entry and Small Business Lending in the Banking Industry”, www.federalreserve.gov

Η τεχνολογία δείχνει να έχει παίξει πολύ σημαντικό ρόλο στην πραγματική ροή δανειακών κεφαλαίων προς μικρές επιχειρήσεις. Πιο συγκεκριμένα, οι μεγάλες τράπεζες εξειδικεύονται⁹¹ σε δανεισμούς επιχειρήσεων χρησιμοποιώντας περισσότερο ποσοτικά και λιγότερο ποιοτικά δεδομένα, καθώς τα τελευταία είναι πιο δύσκολο να ελεγχθούν σε επίπεδο μεγάλης τράπεζας. Όμως η ανάπτυξη εξελιγμένων τεχνικών (π.χ. credit scoring) και η χρησιμοποίησή τους πιο σύντομα από τις μεγαλύτερες τράπεζες, τις βοήθησε να κάνουν ομαδοποιήσεις και να εισέλθουν δυναμικά στα δάνεια των μικρών επιχειρήσεων, κερδίζοντας μέρος των μεριδίων αγοράς που ενδεχομένως είχε χαθεί με τη συγχώνευση.

Μία ακόμα έρευνα σε αμερικανικά δεδομένα⁹² εξέτασε την ποσότητα των δανείων προς τις μικρές επιχειρήσεις σε σχέση με το μέγεθος των τραπεζών που λειτουργούν στη συγκεκριμένη αγορά. Η έρευνα αυτή έδειξε ότι η πιθανότητα μία μικρή επιχείρηση να δανειστεί από μία τράπεζα είναι ίση με το μερίδιο αγοράς αυτής της τράπεζας στην τοπική αγορά. Επιπλέον, σε αγορές όπου υπάρχουν μεγάλες τράπεζες, οι μικρές επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη ευχέρεια να δανειστούν και μάλιστα και σε χαμηλότερο επιτόκιο.

Για την Ευρώπη η βιβλιογραφία είναι ιδιαίτερα περιορισμένη. Μία σημαντική έρευνα για τις επιδράσεις των εξαγορών και των συγχωνεύσεων τραπεζών στη χρηματοδότηση μικρών επιχειρήσεων έγινε από τον Sapienza⁹³, ο οποίος χρησιμοποίησε δεδομένα από την Ιταλική αγορά από τον Ιανουάριο του 1989 μέχρι το Δεκέμβριο του 1995. Σημειώνουμε ότι το τραπεζικό σύστημα της Ιταλίας έμοιαζε σημαντικά στη δομή με το αμερικάνικο, με την έννοια ότι δεν επιτρεπόταν μία τράπεζα να έχει υποκαταστήματα σε άλλους «νομούς», και όταν αυτό επιτράπηκε ακολούθησε ένα κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων. Το βασικό του συμπέρασμα όσον αφορά το θέμα της χρηματοδότησης μικρών επιχειρήσεων είναι ότι οι πιθανότητες για έναν μικρό δανειστή να δανειοδοτηθεί από μία συγχωνευμένη τράπεζα είναι μειωμένη.

⁹¹ Berger A.N., Dick A.A., Goldberg L.G. & White L.J. (2005): "The Effects of Competition from Large Multimarket Firms on the Performance of Small, Single-Market Firms: Evidence from the Banking Industry"; www.federalreserve.gov

⁹² Berger A.N., Rosen R.R. & Udell G.F. (1998b): "The Effect of Market Size Structure on Competition: The Case of Small Business Lending", www.federalreserve.gov

⁹³ Sapienza P., (2002): "Competition, Cncentration and their Relationship: An Empirical Analysis on the Banking Industry", Journal of Banking & Finance 26, pp 2191-2214

β-2 Επιπτώσεις στα επιτόκια των δανείων

Η θεωρία, καθώς και εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι η αυξημένη συγκέντρωση γενικά τείνει να αυξάνει τα επιτόκια των δανείων, τόσο στην Ευρώπη όσο και στις ΗΠΑ⁹⁴. Τα ίδια ισχύουν γενικά και στις εξαγορές και συγχωνεύσεις. Πιο κάτω παρουσιάζουμε αναλυτικότερα ορισμένες μελέτες πάνω στο θέμα.

Όσον αφορά τις ΗΠΑ, μελέτη έδειξε ότι⁹⁵ όταν υπάρχει σημαντικός αριθμός μεγάλων τραπεζών σε μία αγορά, τα επιτόκια – ακόμα και για τις μικρές επιχειρήσεις – μειώνονται. Αυτό ερμηνεύεται από τον αυξημένο ανταγωνισμό που αναπτύσσεται μεταξύ των μεγάλων τραπεζών. Αντίθετα σε μία αγορά που δραστηριοποιούνται κυρίως μικρές τράπεζες, συμβαίνει το αντίθετο, γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία.

Μία άλλη μελέτη⁹⁶ για την τραπεζική αγορά των ΗΠΑ – χρησιμοποιώντας στοιχεία από 57 μεγάλες συγχωνεύσεις τραπεζών - έφτασε στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις δεν επέφεραν αύξηση στα επιτόκια που χρεώνουν οι τράπεζες.

Τα βασικά συμπεράσματα του Sapienza⁹⁷ όσον αφορά την τιμολόγηση των δανείων είναι τα ακόλουθα:

1. Οι συγχωνεύσεις μικρών τραπεζών οδηγούν σε βελτίωση της αποτελεσματικότητάς τους και εν συνεχεία σε μείωση των επιτοκίων που χρεώνουν. Εδώ ο Sapienza έρχεται σε αντίθεση με το συμπέρασμα των Berger A.N., Rosen R.R.. & Udell G.F.

⁹⁴ Carletti E., Hartmann Ph. & Spagnolo G. (2003): "Implications of the Bank Merger Wave for Competition and Stability", www.bis.org

⁹⁵ Berger A.N., Rosen R.R.. & Udell G.F. (1998b): "The Effect of Market Size Structure on Competition: The Case of Small Business Lending", www.federalreserve.gov

⁹⁶ Akhavein J.D., Berger A.N. & Humphrey D.B. (1997): "The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from a Bank Profit Function.", *Review of Industrial Organization* 12, pp 95-139

⁹⁷ Sapienza P., (2002): "Competition, Concentration and their Relationship: An Empirical Analysis on the Banking Industry", *Journal of Banking & Finance* 26, pp 2191-2214

2. Οι εξαγορές τραπεζών με σημαντικά μερίδια αγοράς μπορεί να προκαλέσουν άνοδο των επιτοκίων δανεισμού μέχρι και 0,80%. Εδώ ο Sapienza έρχεται σε αντίθεση με το συμπέρασμα των Akhavein J.D., Berger A.N. & Humphrey D.B. για τις ΗΠΑ.
3. Οι συγχωνεύσεις τραπεζών συνήθως προκαλούν αύξηση των επιτοκίων σε δανειστές που χρησιμοποιούν 3-8 τράπεζες.

Όσον αφορά την Ευρώπη, οι Corvoisier & Gropp⁹⁸ κατασκεύασαν συγκεκριμένα μέτρα για το προϊόν και τη χώρα. Χρησιμοποίησαν δεδομένα από την Ολλανδία – της οποίας το τραπεζικό σύστημα είναι πολύ συγκεντρωμένο – και το Βέλγιο – του οποίου το τραπεζικό σύστημα θεωρείται ανταγωνιστικό - και διεπίστωσαν ότι τα δάνεια στην Ολλανδία ήταν σχεδόν 1-2 ποσοστιαίες μονάδες ακριβότερα. Οι Corvoisier & Gropp σημειώνουν πάντως ότι τα υψηλότερα επιτόκια πιθανόν να οφείλονται σε χαμηλότερη ποιότητα δανειζόμενων οι οποίοι σε ένα μη συγκεντρωμένο τραπεζικό σύστημα πιθανόν να μη έβρισκαν καν χρηματοδότηση. Το συμπέρασμά τους ήταν ότι οι εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι πιθανό να είναι η αιτία για υψηλότερα επιτόκια, αλλά πιθανόν να εντείνουν τον ανταγωνισμό σε άλλες.

Σε μία άλλη έρευνα για την Ευρώπη, οι Bikker & Haaf⁹⁹ χρησιμοποίησαν τη μέθοδο Panar-Rose για να εκτιμήσουν το επίπεδο του ανταγωνισμού σε 23 βιομηχανικές χώρες για την περίοδο 1988-1998. Το βασικό τους συμπέρασμα ήταν ότι ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών είναι μεγαλύτερος όπου υπάρχουν μεγαλύτερες τράπεζες οι οποίες ανταγωνίζονται στο διεθνές περιβάλλον και μικρότερος σε μικρές τράπεζες. Επιπλέον, προκύπτει από τη μέθοδό τους ότι ο ανταγωνισμός στις ευρωπαϊκές χώρες είναι μεγαλύτερος από ότι στις ΗΠΑ.

⁹⁸ Corvoisier S. & Gropp R., (2002): "Bank Concentration and Retail Interest Rates", *Journal of Banking & Finance* 26, pp 2155-2189

⁹⁹ Bikker J.A. & Haaf K., (2002): "The Effects of Banking Mergers on Loan Contracts", *Journal of Finance* LVII, pp 329-367

β-3 Επιπτώσεις στα επιτόκια καταθέσεων

Η θεωρία καθώς και οι περισσότερες εμπειρικές έρευνες τόσο για τις ΗΠΑ όσο και για την Ευρώπη δείχνουν ότι η αυξημένη συγκέντρωση, και οι συγχωνεύσεις προκαλούν μείωση του προσφερόμενου επιτοκίου για καταθέσεις από τις τράπεζες.

Ίσως η πιο ολοκληρωμένη έρευνα στο συγκεκριμένο θέμα είναι αυτή που έγινε στη Μεγάλη Βρετανία¹⁰⁰. Η συγκεκριμένη μελέτη κατέληξε στο συμπέρασμα ότι στις περισσότερες περιοχές, το 90% των συναλλαγών γινόταν από τέσσερα ιδρύματα, γεγονός που δημιουργούσε ολιγοπωλιακές καταστάσεις με αποτέλεσμα και υψηλές χρεώσεις και χαμηλά προσφερόμενα επιτόκια καταθέσεων. Χωρίς να προβεί σε συγκεκριμένες διαρθρωτικές προτάσεις, η εν λόγω επιτροπή πρότεινε την καταβολή ελάχιστου επιτοκίου σε καταθετικούς λογαριασμούς.

Ειδικά όσον αφορά την Ευρώπη, οι Corvoisier & Gropp¹⁰¹ είχαν αντικρουόμενα συμπεράσματα:

- Οι καταθέσεις προθεσμίας έχουν μικρότερα επιτόκια σε συγκεντρωμένες αγορές, γεγονός αναμενόμενο.
- Οι καταθέσεις ταμειυτηρίου έχουν αντιθέτως υψηλότερα επιτόκια, γεγονός παράξενο.
- Δεν υφίστανται διαφορές στους υπόλοιπους καταθετικούς λογαριασμούς.

¹⁰⁰ Competition Commission (2002): "The Supply of Banking Services by Clearing Banks to small and medium-sized enterprises"

¹⁰¹ Corvoisier S. & Gropp R., (2002): "Bank Concentration and Retail Interest Rates", Journal of Banking & Finance 26, pp 2155-2189

γ. Προτεινόμενη Λύση

Το κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων και οι επιπτώσεις τους κυρίως πάνω στον ανταγωνισμό έχουν προκαλέσει το ενδιαφέρον των ρυθμιστικών αρχών. Για να ανακουφίσουν τις τοπικές οικονομίες από τις πιθανές επιπτώσεις, έχουν κατά καιρούς προταθεί διάφορες λύσεις, με επικρατούσα την υποχρεωτική πώληση (divestiture) ορισμένων υποκαταστημάτων σε διάφορες εξαγοραζόμενες περιοχές.

Η χρησιμοποίηση¹⁰² της πώλησης ορισμένων υποκαταστημάτων σε περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων σαν τακτική έχει ξεκινήσει από τις ΗΠΑ από τη δεκαετία του 1970, ακολουθώντας το τότε έντονο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων. Εκείνη τη δεκαετία, η Κεντρική Τράπεζα είχε απορρίψει 65 αιτήσεις εξαγορών τραπεζών από άλλες τράπεζες για λόγους ανταγωνισμού, μερικές από τις οποίες τελικώς επιτράπηκαν μετά από σχετική ένσταση των ενδιαφερομένων μερών στο Δικαστήριο. Προς αποφυγή παρομοίων φαινομένων, οι ρυθμιστικές αρχές σε συνεργασία με το Υπουργείο Δικαιοσύνης υιοθέτησαν κάποιες αριθμητικές οδηγίες σχετικά με το ποιες συγχωνεύσεις μπορούσαν να προχωρήσουν και ποιες όχι. Το αποτέλεσμα είναι από το 1987 μέχρι το 1997, μόνο πέντε προτεινόμενες συγχωνεύσεις έχουν απορριφθεί από την Κεντρική Τράπεζα για λόγους ανταγωνισμού, παρά το συνεχώς αυξανόμενο μέγεθος των συμφωνιών.

Σύντομα τα ενδιαφερόμενα μέλη αντιληφθήκαν ότι ήταν εύκολο να γίνει δεκτή μία πρόταση εξαγοράς από τις ρυθμιστικές αρχές, αν η πρόταση περιλάμβανε και την πώληση ορισμένων υποκαταστημάτων της εξαγοραζόμενης ή της εξαγοράζουσας τράπεζας σε μία περιοχή. Γενικότερα οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται από τις εξαγοράζουσες τράπεζες ήταν οι ακόλουθες:

- Σε μερικές περιπτώσεις καταθετικές και δανειακές συμβάσεις με ορισμένους πελάτες δεν μεταβιβάζονται.
- Υπάρχει δέσμευση να μην επιδιωχθεί να αποσπασθούν πελάτες από τα πωλούμενα καταστήματα.

¹⁰² Burke J.: "Divestiture as an Antitrust Remedy in Bank Mergers", www.federalreserve.gov

- Υφίσταται συμφωνία να μη δημιουργηθούν νέα καταστήματα σε περιοχές όπου βρίσκονται καταστήματα που έχουν πουληθεί κατά τη συγχώνευση.
- Υφίστανται συμφωνίες για διατήρηση του υπάρχοντος προσωπικού.
- Η τιμή εξαγοράς εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον αριθμό των καταστημάτων και του ενεργητικού μετά την πώληση ορισμένων καταστημάτων και γενικότερα από όλα τα παραπάνω.

Τα παραπάνω σημεία αποτελούσαν τις προτάσεις των ενδιαφερομένων τραπεζών. Συνήθως η πρόταση για τα πωλούμενα καταστήματα αφορούσε καταστήματα της εξαγοραζόμενης τράπεζας. Το Υπουργείο Δικαιοσύνης όμως έχει αποφασίσει να μην αφήνεται αποκλειστικά στις τράπεζες η επιλογή ποια καταστήματα θα πωλούνται. Μάλιστα, έχουν υπάρξει περιπτώσεις στις οποίες το ίδιο το Υπουργείο Δικαιοσύνης επέλεξε ποια καταστήματα θα έπρεπε να πουληθούν (το Υπουργείο Δικαιοσύνης προτιμά να πωλούνται καταστήματα της εξαγοραζόμενης τράπεζας), ενώ μπορεί να επιλεγεί σε ποιους αγοραστές θα πρέπει να πωληθούν τα εν λόγω καταστήματα (η Κεντρική Τράπεζα δίνει ιδιαίτερο βάρος στο μέγεθος της τράπεζας στην οποία αυτά θα πωληθούν).

Μέχρι πρόσφατα όμως δεν υπήρχε κάποια εμπειριστατωμένη μελέτη με αριθμητική απόδειξη κατά πόσο αυτή η μέθοδος των αρχών όντως είχε τα επιθυμητά αποτελέσματα. Σημειώνεται ότι ο βασικότερος φόβος είχε να κάνει με το κατά πόσο τα καταστήματα τα οποία πωλούνταν μετά τη συγχώνευση κατάφερναν να επιβιώσουν και να διατηρήσουν τα μερίδιά τους στην αγορά, αφού άλλωστε αυτή ήταν και η επιθυμία της Κεντρικής Τράπεζας. Αν τα πωλούμενα καταστήματα κλείνουν εντός λίγων μηνών ή ετών μετά την πώλησή τους, τότε απλά το πρόβλημα του μειωμένου ανταγωνισμού μετατίθεται για μικρή περίοδο μετά.

Ο Burke για να απαντήσει σε αυτά τα ερωτήματα χρησιμοποίησε τις περισσότερες εξαγορές που έγιναν στην περίοδο 1985 έως 1992. Πιο συγκεκριμένα εξέτασε 21 συγχωνεύσεις, οι οποίες περιλάμβαναν 210 πωλήσεις υποκαταστημάτων σε 83 διαφορετικές αγορές. Το μειονέκτημα της μεθόδου του ήταν ότι χρησιμοποίησε μόνο τις καταθέσεις. Στη συνέχεια χρησιμοποίησε στατιστικές μεθόδους (κύρια παλινδρόμηση) για να φτάσει σε συμπεράσματα, τα σημαντικότερα των οποίων μπορούμε να συνοψίσουμε ως εξής:

- Σχεδόν όλα (το 97%) τα πωληθέντα (divested) καταστήματα συνέχιζαν να λειτουργούν 3 έως 10 χρόνια μετά την πώλησή τους. Μάλιστα, στο τέλος της περιόδου των παρατηρήσεων, υπήρξε μία καθαρή αύξηση των καταστημάτων στις συγκεκριμένες περιοχές κατά δέκα καταστήματα.
- Το 42,2% των καταστημάτων κατάφερε να αυξήσει το μερίδιο αγοράς του στην περιοχή που λειτουργούσε. Όμως το μέσο μερίδιο της αγοράς όλων των καταστημάτων παρουσίασε τελικώς αύξηση κατά 2,5% στην περίοδο μετά την πώλησή τους.
- Όσο μεγαλύτερη η τράπεζα –α αγοραστής των πωλούμενων καταστημάτων, τόσο καλύτερη η πορεία τους κατά μέσο όρο.

Το βασικό συμπέρασμα της μελέτης του Burke είναι ότι η μέθοδος της πώλησης επιλεγμένων καταστημάτων (κυρίως αυτών που ανήκουν στη εξαγοραζόμενη τράπεζα) αποδεικνύεται ως μία ικανοποιητική μέθοδος για την αντιμετώπιση ενδεχόμενων επιπτώσεων από τις συγχωνεύσεις τραπεζικών ιδρυμάτων. Ο Pilloff¹⁰³ χρησιμοποιώντας και αυτός ένα δείγμα από αμερικανικές τράπεζες έφτασε στο ίδιο συμπέρασμα.

¹⁰³ Pilloff S.J. (2002): “What’s Happened at Divested Bank Offices? An Empirical Analysis of Antitrust Divestitures in Bank Mergers” www.federalreserve.gov

δ. Οι Επιπλοκές των Εξαγορών και των Συγχωνεύσεων των Τραπεζών στη Σταθερότητα του Τραπεζικού Συστήματος

Το κύμα των εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο έχει προκαλέσει και ανησυχία για τις πιθανές επιπτώσεις του στη σταθερότητα του συστήματος αλλά και για τη δυνατότητα των εποπτικών αρχών να ασκούν εποπτεία και τον τρόπο που αυτή οφείλει να γίνεται.

Ξεκινώντας θα πρέπει να πούμε ότι η εμπειρική έρευνα στο συγκεκριμένο ζήτημα έχει συγκεχυμένα αποτελέσματα¹⁰⁴. Μερικές έρευνες κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνευμένες τράπεζες είναι πιο σταθερές, για δύο κυρίως λόγους:

1. Όταν η συγκέντρωση αυξάνει τη δύναμη της τράπεζας στην αγορά, τότε αυτή δεν έχει λόγους να αναλάβει αυξημένους κινδύνους για να έχει και αυξημένα κέρδη.
2. Η εξαγορά ή συγχώνευση τραπεζών σε διαφορετικές αγορές θα επέφερε πλεονεκτήματα από τη διαφοροποίηση. Σε προηγούμενα κεφάλαια παρουσιάστηκαν τέτοιες μελέτες που αφορούσαν τόσο τις διασυννοριακές συμφωνίες όσο και τις «διαπολιτειακές» συμφωνίες στις ΗΠΑ μετά την άρση των σχετικών απαγορεύσεων.

Αντιθέτως άλλες εμπειρικές έρευνες έφτασαν στο ακριβώς αντίθετο συμπέρασμα, ότι δηλαδή συγχωνευμένες τράπεζες είναι λιγότερο σταθερές, για δύο κυρίως λόγους:

1. Η δημιουργία μεγάλων τραπεζικών οργανισμών δημιουργεί το θέμα «too big to fail», δηλαδή ουσιαστικά εκτιμάται ότι μία μεγάλη τράπεζα είναι ικανή να αντέξει λόγω του μεγέθους της αρκετές ατυχείς επιλογές και δεν κινδυνεύει να αποτύχει.
2. Όσο πιο μεγάλη είναι μία οποιαδήποτε επιχείρηση, τόσο πιο δύσκολος είναι ο έλεγχός της, ενώ επιπλέον εμπειρικές έρευνες έχουν δείξει ότι οι μεγαλύτερες

¹⁰⁴ Carletti El., Hartmann Ph. & Spagnolo G. (2003): "Implications of the Bank Merger Wave for Competition and Stability", www.bis.org

τράπεζες έχουν την τάση να μετακινούν τα χαρτοφυλάκιά τους σε μία σχέση υψηλότερης απόδοσης και κινδύνου (higher risk-return tradeoff). Μία σημαντική μελέτη για τις τράπεζες των ΗΠΑ¹⁰⁵ έδειξε ότι οι μεγαλύτερες τράπεζες είχαν μεγαλύτερα ποσοστά αποτυχίας από ότι οι μικρότερες μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1980, από τότε και ύστερα (μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990) όμως οι μεγαλύτερες τράπεζες παρουσίαζαν μικρότερα ποσοστά αποτυχίας. Η εξήγηση αυτής της αλλαγής δίνεται από τους Berger A.N., Demsetz R.S. & Strahan P.E.¹⁰⁶: Η βελτίωση των πληροφοριακών συστημάτων αλλά και των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων και οι μεγαλύτερες δυνατότητες που έχουν οι διαχειριστές των κινδύνων (περισσότερα χρηματοοικονομικά προϊόντα), η δυνατότητα επίβλεψης από τις εποπτικές αρχές και την αγορά και η βελτιωμένη αποδοτικότητα των συστημάτων πληρωμών μειώνουν τους κινδύνους.

Η σημαντική ανάπτυξη των τραπεζικών ιδρυμάτων είναι μία μεγάλη πρόκληση για τις ρυθμιστικές αρχές. Από τη μία πλευρά πρέπει η εποπτεία τους να είναι αποτελεσματική, από την άλλη πλευρά η ενοποίηση των τραπεζικών συστημάτων δεν πρέπει να εμποδίζεται, συνεπώς απαιτείται μία σύγκλιση (convergence) της νομοθεσίας σε παγκόσμιο επίπεδο και αυξημένη συνεργασία των εποπτικών αρχών. Οι εποπτικές αρχές αντιλήφθηκαν αυτές τις ανάγκες και για αυτό δημιουργήθηκε η Βασιλεία II, η οποία μέσω των τριών πυλώνων της δείχνει ακριβώς το πώς θα πρέπει να διαμορφωθεί ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο ελέγχου των τραπεζών. Σημειώνουμε ότι η διασυννοριακή ανάπτυξη των τραπεζών έχει το μεγάλο πλεονέκτημα ότι προσδίδει βάθος στις αγορές, γεγονός που γενικά αυξάνει τη ρευστότητα των αγορών και την κατανομή των κινδύνων.

Ειδικά στην Ευρώπη η σύγκλιση των τραπεζικών συστημάτων είναι επιβεβλημένη από την αγορά, αλλά και τους νόμους. Η Βασιλεία II έχει γίνει με οδηγία

¹⁰⁵ Boyd J. & Graham S. (December 1996): "Consolidation in US Banking: Implications for Efficiency and Risk", Federal Reserve Bank of Minneapolis Working Paper, no 572

¹⁰⁶ Berger A.N., Demsetz R.S. & Strahan P.E. (1999a): "The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences and Implications for the Future", Journal of Banking & Finance 23, pp135-194

της Ευρωπαϊκής Ένωσης υποχρεωτική σε όλα τα κράτη-μέλη της. Οι κυριότερες εξελίξεις στην αγορά είναι¹⁰⁷:

- Τα διασυνοριακά διατραπεζικά δάνεια αναλογούσαν το 2005 στο 30% των διατραπεζικών δανείων, από 20% το 1997.
- Υφίσταται ένας μεγάλος αριθμός τραπεζικών ιδρυμάτων, των οποίων οι δραστηριότητες επεκτείνονται σε παραπάνω από μία χώρες. Τα 14 από αυτά τα ιδρύματα αναλογούν στο 33% του συνολικού ενεργητικού όλων των τραπεζών στην Ευρωπαϊκή Ένωση.
- Τα τραπεζικά ιδρύματα με διεθνείς δραστηριότητες τείνουν να συγκεντρώνουν τις υπηρεσίες έγκρισης των πιστοδοτήσεων και της διαχείρισης της ρευστότητας σε μία χώρα.
- Υπάρχει σημαντικός αριθμός εξαγορών στις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης.

Η Βασιλεία II αναμένεται να βοηθήσει σημαντικά στη δυνατότητα ελέγχου των περίπλοκων σύγχρονων τραπεζικών κολοσσών. Μπορεί η αποδοχή της να είναι γεγονός στην Ευρώπη, στις ΗΠΑ όμως μόνο περίπου 20 μεγάλες τράπεζες με διεθνείς δραστηριότητες αναμένεται να την εφαρμόσουν (καθώς στις ΗΠΑ η Βασιλεία II δεν είναι υποχρεωτική).

Οι Berger A.N. & DeYoung R.¹⁰⁸ αναφέρουν ακόμα ένα πρόβλημα ειδικά για τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ευρώπη: Δεν υπάρχει κάποια ενιαία εποπτική αρχή, στην οποία να υπάγεται μία πολυεθνική τράπεζα. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική τράπεζα ασχολείται κατά κύριο λόγο με τη νομισματική πολιτική. Η απάντηση σε αυτό το πρόβλημα δίνεται από τη Βασιλεία II, η οποία καθορίζει σαφώς τις αρμοδιότητες ανάμεσα στα κράτη, αλλά και από την πρόταση για τον κύριο επόπτη “lead supervisor”. Αντιθέτως, οι ΗΠΑ έχουν αρχές με συγκεκριμένες αρμοδιότητες (οι τράπεζες έχουν κάποιο δικαίωμα επιλογής από ποιον φορέα θα ελέγχονται), ενώ υπάρχει και η Κεντρική Τράπεζα (federal reserve).

¹⁰⁷ Παπαδήμος Λ. (4^ο τρίμηνο 2005): Banking Supervision and Financial Stability in Europe”, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, www.hba.gr

¹⁰⁸ Berger A.N. & DeYoung R. (2002): “Technological Progress and the Geographic Expansion of the Banking Industry”, www.federalreserve.gov

Ως τώρα αναφερθήκαμε στον προληπτικό κυρίως έλεγχο των τραπεζών. Εκκρεμούν όμως και άλλα τρία ζητήματα και συγκεκριμένα¹⁰⁹:

- Η παρακολούθηση της οικονομικής σταθερότητας του κάθε ιδρύματος. Για αυτό το θέμα έχει συσταθεί στην Ευρώπη το “Financial Stability Table”.
- Η διαχείριση κρίσεων. Για αυτό το θέμα έχει γίνει αποδοχή στην Ευρώπη των “Memoranda of Understanding” από τις Κεντρικές Τράπεζες, τις εποπτικές αρχές και τους Υπουργούς Οικονομικών.
- Η ασφάλιση των καταθέσεων.

Τέλος, το G-10 αναφέρει δύο ακόμα επιπλοκές των συγχωνεύσεων των τραπεζών¹¹⁰:

- Είναι πιθανό να γίνει πιο δύσκολη η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής από τις Κεντρικές Τράπεζες, αν και μέχρι τώρα (2002) οι μεταβολές ήταν μικρές.
- Είναι πιθανό να περιοριστεί η ρευστότητα του συστήματος, καθώς τα διατραπεζικά δάνεια θα αρχίσουν να μετατρέπονται σε δάνεια εντός του ομίλου.

Γενικότερα μπορούμε να πούμε ότι οι επιπλοκές που προκαλεί το κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο ειδικά όσον αφορά την ασφάλεια του τραπεζικού συστήματος είναι μεν σημαντικές, αλλά οι εποπτικές αρχές φαίνεται να είναι σε θέση να το ελέγξουν αποτελεσματικά – τουλάχιστον στην Ευρώπη -, αν τηρηθούν τα συμφωνηθέντα μεταξύ τους. Όσον αφορά τις ΗΠΑ, εκεί τα πράγματα είναι μάλλον πιο ξεκάθαρα, καθώς με εξαίρεση τις μεγάλες πολυεθνικές τράπεζες οι υπόλοιπες δείχνουν να ελέγχονται επαρκώς.

¹⁰⁹ Παπαδήμος Λ. (4^ο τρίμηνο 2005): Banking Supervision and Financial Stability in Europe”, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, www.hba.gr

¹¹⁰ Group of Ten (2001), Report on Consolidation in the Financial Sector, Bank for International Settlements, Basel Switzerland, www.bis.org

7. Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα των Εξαγορών και των Συγχωνεύσεων

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζουμε σε έναν πίνακα περιληπτικά τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο, βασισμένοι στα συμπεράσματα των άρθρων που παρουσιάσαμε στα προηγούμενα κεφάλαια.

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ	ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ
✓ Γρήγορη αύξηση μεγέθους και μεριδίου στην αγορά. ✓ Δυνατότητα για οικονομίες κλίμακας και σκοπού. Στην πράξη αποδεικνύεται ότι επιτυγχάνεται μείωση των εξόδων, με μείωση όμως και των εσόδων (λόγω π.χ. κλεισίματος υποκαταστημάτων). ✓ Κέρδη για τους μετόχους: Κυρίως για την τράπεζα στόχο, αλλά και για την εξαγοράζουσα με στοιχεία μετά τη δεκαετία του 1990. ✓ Αύξηση αποδοτικότητας (κερδοφορίας ως αναλογία επί των ιδίων κεφαλαίων). ✓ Δυνατότητα για βελτίωση της σχέσης απόδοσης – κινδύνου. ✓ Αύξηση αποτελεσματικότητας: ναι, για δεδομένα της δεκαετίας του 1990, αν και όχι από όλες τις μελέτες. Μείωση αποτελεσματικότητας σε διασυνοριακές εξαγορές ανεπτυγμένων χρηματοοικονομικά	✓ Πιθανή αστάθεια του χρηματοοικονομικού συστήματος, λόγω του μεγέθους των ιδρυμάτων και της δυσκολίας ελέγχου τους. ✓ Πιθανές επιπτώσεις στην αγορά: Αύξηση επιτοκίων χορηγήσεων, μείωση επιτοκίων καταθέσεων, μείωση ύψους χορηγήσεων προς νοικοκυριά και μικρομεσαίες επιχειρήσεις. ✓ Πιθανότητα οι εξαγορές να μην είναι οικονομικά ορθές επιλογές αλλά απόφαση της Διοίκησης για ίδια οφέλη. ✓ Σημαντικά έξοδα για την ενοποίηση των πληροφοριακών συστημάτων των συγχωνευόμενων ιδρυμάτων.

χωρών, αλλά αύξηση αν εξαγοράζεται τράπεζα σε μία χώρα με λιγότερο ανεπτυγμένο τραπεζικό σύστημα.	
--	--

8. Επίλογος

Σε αυτή την εργασία έγινε προσπάθεια να παρουσιαστούν αναλυτικά οι λόγοι που βρίσκονται πίσω από το κύμα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο. Το φαινόμενο αυτό μάλιστα δεν περιορίζεται όπως είδαμε σε κάποια περιοχή του κόσμου, αλλά αντίθετα έχει επηρεάσει όλες τις ανεπτυγμένες και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Οι συμφωνίες που έχουν επιτευχθεί τα τελευταία χρόνια ήταν κυρίως μεταξύ τραπεζικών ιδρυμάτων που λειτουργούν στην ίδια χώρα, χρόνο με το χρόνο σημειώνεται μία ανάπτυξη των διασυνοριακών συμφωνιών.

Οι εμπειρικές μελέτες – ιδίως αυτές της δεκαετίας του 1990 που αφορούν κυρίως τις ΗΠΑ – δε δείχνουν να έχουν να προσφέρουν σημαντικά πλεονεκτήματα. Μάλιστα, οι περισσότερες μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα για αρνητική ή ασήμαντη απόδοση στους μετόχους της εξαγοράζουσας τράπεζας, ενώ αυτοί της τράπεζας στόχου έχουν συνήθως κάποια μεγαλύτερη απόδοση. Οι οικονομίες κλίμακας δείχνουν να εξανεμίζονται όταν εξετάζεται η αποτελεσματικότητα. Η χρησιμοποίηση δεδομένων από τη δεκαετία του 1990 δείχνει καλύτερα αποτελέσματα, χωρίς όμως η βελτίωση να είναι τόσο σημαντική ώστε να δικαιολογεί αυτό το κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων. Αυτά τα συμπεράσματα οδήγησε κάποιους στη σκέψη ότι σημαντικό μέρος των συμφωνιών οφείλεται σε αποφάσεις της Διοίκησης της κάθε τράπεζας, οι οποίες αντιτίθενται στα συμφέροντα των μετόχων. Τέτοιες όμως απόψεις – αν και δεν αποκλείονται σε κάποιες περιπτώσεις – είναι μάλλον υπερβολικές όταν αναφέρονται στην πλειοψηφία των συμφωνιών, για λόγους που παρουσιάστηκαν σε αντίστοιχο κεφάλαιο.

Η εικόνα για τις διασυνοριακές συμφωνίες ήταν ακόμα πιο αρνητική για τις εξαγοράζουσες τράπεζες. Μελέτες όμως που χρησιμοποιούν στοιχεία από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 και μετά δείχνουν μία μάλλον πιο θετική εικόνα, η οποία εξηγεί και τη σταδιακή ανάπτυξή τους.

Το κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων προκάλεσε βέβαια και κάποιους φόβους, κυρίως όσον αφορά τη σταθερότητα του συστήματος, αλλά και την παροχή επαρκών δανειακών κεφαλαίων προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και καταναλωτές, καθώς και την τιμολόγηση προς αυτούς. Τα συμπεράσματα από την παρουσίαση της σχετικής αρθρογραφίας συγκλίνουν μάλλον προς το συμπέρασμα ότι η μεν

σταθερότητα του συστήματος ορθά απασχολεί τις ρυθμιστικές αρχές, αλλά με τη Βασιλεία II υπάρχουν πλέον ολοκληρωμένοι τρόποι ελέγχου, ενώ η παροχή δανειακών κεφαλαίων και η τιμολόγηση δείχνει να μην επηρεάζεται τελικά και τόσο από τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις.

Το ερώτημα που τίθεται είναι αν το κύμα αυτό των εξαγορών και των συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο θα συνεχιστεί και με ποιο ρυθμό. Για την Ευρώπη θεωρείται σίγουρο ότι θα συνεχιστεί, για τρεις κυρίως λόγους¹¹¹:

- Οι λόγοι που υποβοήθησαν την ανάπτυξη των εξαγορών και των συγχωνεύσεων συνεχίζουν να υφίστανται. Οι σπουδαιότεροι από αυτούς ήταν η τεχνολογική πρόοδος, η άρση νομοθετικών περιορισμών και η παγκοσμιοποίηση.
- Η αναλογία των τραπεζών στην Ευρώπη ανά 1.000 κατοίκους είναι διπλάσιος από τις ΗΠΑ.
- Οι διαφορές ανάμεσα στη δομή και τη συγκέντρωση των τραπεζικών συστημάτων ανάμεσα στις χώρες της Ευρώπης είναι σημαντικές.

Στους παραπάνω λόγους θα προσθέταμε ότι οι πιο πρόσφατες μελέτες υποδεικνύουν ότι τα κέρδη από εξαγορές και συγχωνεύσεις υφίστανται, ενώ η σημαντική ανάπτυξη της τεχνολογίας μαζί με τις χρηματοοικονομικές δυνατότητες διαχείρισης των κινδύνων δείχνουν να έχουν μετατοπίσει το βέλτιστο μέγεθος της τράπεζας προς τα πάνω. Συνεπώς υφίστανται ικανά επιχειρήματα για να συνεχιστεί το κύμα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων.

Είναι σίγουρο ότι οι εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο δε θα σταματήσουν, αν και ο ρυθμός τους είναι πιθανό να περιοριστεί. Από την άλλη πλευρά, οι διασυνοριακές συμφωνίες είναι σε ανάπτυξη, επιταχύνοντας την ενοποίηση της παγκόσμιας τραπεζικής αγοράς. Πιστεύουμε ότι σε μερικά χρόνια από σήμερα ο τραπεζικός κλάδος παγκοσμίως θα αριθμεί έναν πολύ μικρότερο αριθμό τραπεζών, οι οποίες όμως θα είναι σημαντικά μεγαλύτερου μεγέθους.

¹¹¹ Altunbas Y. & Ibenez M.D. (October 2004): "M&As Performance in Europe: The Role of Strategic Similarities", working paper no. 398, www.ecb.int

9. Βιβλιογραφία

1. Akhavein J.D., Berger A.N. & Humphrey D.B. (1997): "The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from a Bank Profit Function.", *Review of Industrial Organization* 12, pp 95-139
2. Allen L. & Rai A.: *Operational Efficiency in Banking: An International Comparison*"; *Journal of Banking & Finance* 20, pp 655-672
3. Altunbas Y., Gardener E.P.M., Molyneux P. & Moore B. (1998): "Efficiency in European Banking", John Wiley Ch. 8
4. Altunbas Y. & Ibenez M.D. (October 2004): "M&As Performance in Europe: The Role of Strategic Similarities", working paper no. 398, www.ecb.int
5. Altunbas Y., Molyneux Ph., Thornton J. (1997): "Big-Bank Mergers in Europe: An Analysis of the Cost Implications", *Economica* 64, pp 317-329
6. Amel D., Barnes C., Panetta F, Salleo C., (2002) "Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence", www.federalreserve.gov
7. Berger A.N., Bonime S.D., Goldberg L.G. & White L.J. (1999b): "The Dynamics of Market Entry: The Effects of Mergers and Acquisitions on De Novo Entry and Small Business Lending in the Banking Industry", www.federalreserve.gov
8. Berger A.N., Demsetz R.S. & Strahan P.E. (1999a): "The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences and Implications for the Future", *Journal of Banking & Finance* 23, pp135-194
9. Berger A.N. & DeYoung R. (2002): "Technological Progress and the Geographic Expansion of the Banking Industry", www.federalreserve.gov
10. Berger A.N, DeYoung R., Genay H. & Udell G.F.(2000a): "Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance", www.federalreserve.gov
11. Berger A.N., Dick A.A., Goldberg L.G. & White L.J. (2005): "The Effects of Competition from Large Multimarket Firms on the Performance of Small, Single-Market Firms: Evidence from the Banking Industry"; www.federalreserve.gov
12. Berger A.N. & Mester L.J. (1999c): "What explains the Dramatic Changes in Cost and Profit Performance of the U.S. Banking Industry?"; www.federalreserve.gov

13. Berger A.N. & Mester L.J. (1997): "Inside the Black Box: What Explains Differences in the Efficiencies of Financial institutions"; Journal of Banking and Finance Vol.21
14. Berger A.N., Rosen R.R. & Udell G.F. (1998b): "The Effect of Market Size Structure on Competition: The Case of Small Business Lending", www.federalreserve.gov
15. Berger A.N., Saunders A., Scalise J.M. & Udell G.F. (1998a): "The Effects of Bank Mergers and Acquisitions on Small Business Lending", Journal of Financial Economics 50 pp 187-229
16. Benston G.J. (1994): "Universal Banking", The Journal of Economic Perspectives Vol. 8, No 3, pp 121-143
17. Bikker J.A. & Haaf K., (2002): "The Effects of Banking Mergers on Loan Contracts", Journal of Finance LVII, pp 329-367
18. Bliss R.T. & Rosen R.J. (2001): "CEO Compensations and Bank Mergers", Journal of Financial Economics 61, pp 107-138
19. Bos J.W.B. & Schmiedel H. (December 2006): "Is there a Single Frontier in a Single European Banking Market?", working paper No. 701, www.ecb.int
20. Boyd J. & Graham S. (December 1996): "Consolidation in US Banking: Implications for Efficiency and Risk", Federal Reserve Bank of Minneapolis Working Paper, no 572
21. Buch C.M., Driscoll J.C. & Ostergaard C. (April 2004): "Cross-Border Diversification in Bank Asset Portfolios", www.ecb.int
22. Burke J.: "Divestiture as an Antitrust Remedy in Bank Mergers", www.federalreserve.gov
23. Calomiris C. & Karceski J. (1998): "Is the Bank Merger Wave of the 1990s Efficient? Lessons from Nine Case Studies", American Enterprise Institute Press, Washington D.C.
24. Calomiris C.W. & Ramirez C.D. (6/1997): "The Role of Financial Relationships in the History of American Corporate Finance", www.federalreserve.gov
25. Carletti E., Hartmann Ph. & Spagnolo G. (2003): "Implications of the Bank Merger Wave for Competition and Stability", www.bis.org

26. Claey's S. & Hainz C. (July 2006): "Acquisition versus Greenfield: The Impact of the Mode of Foreign Bank Entry on Information and Bank Lending Rates", working paper No 653, www.ecb.int
27. Competition Commission (2002): "The Supply of Banking Services by Clearing Banks to small and medium-sized enterprises"
28. Cornett M.M. & De S., (1991) "Common Stock Returns in Corporate Takeover Bids: Evidence from Interstate Bank Mergers", Journal of Banking and Finance 15, pp 273-295
29. Cornett M.M., Gayane H., Palia D. & Tehranian H., (2003) "The Impact of the Manager – Shareholder Conflict on Acquiring Bank Returns", Journal of Banking & Finance 27, pp 103-131
30. Corvoisier S. & Gropp R., (2002): "Bank Concentration and Retail Interest Rates", Journal of Banking & Finance 26, pp 2155-2189
31. Cybo-Ottone A. & Murgia M. (2000) "Mergers and Shareholder Wealth in European Banking", Journal of Banking and Finance 24, pp 831-859
32. Cyree K.B. (2000): "The Erosion of the Glass-Steagall Act: Winners and Losers in the Banking Industry", Journal of Economics & Business, 52, pp 343-363
33. Deloitte: "Highlights of the Greek Banking Sector", December 2006
34. DeLong G.L., (2001) "Stockholder Gains from focusing versus diversifying Bank Acquisitions", Journal of Financial Economics 59, pp 221-252
35. DeYoung R. & Nolle D.E. (1996): "Foreign-Owned Banks in the U.S.: Earning Market Share or Buying it?" Journal of Money Credit and Banking 28 (4): 622-636
36. Diamond D.F. & Dybvig P.H. (1983): "Bank runs, Deposit Insurance and Liquidity", Journal of Political Economy 91, pp. 401-419
37. Dos Santos J.C. (1998): "Commercial Banks in the Securities Business: A Review"; working paper No.9610; Federal Reserve Bank of Cleveland Economics & Business, 52, pp 343-363
38. Dowd K. (1996): Competition and Finance", McMillan Press
39. The Economist: «Τραπεζική Αγορά». Ένθετο στην Καθημερινή, 25/7/2005
40. Focarelli D. (2003): "The Pattern of Foreign Entry in the Financial Markets of Emerging Countries", www.bis.org

41. Focarelli D. & Pozzolo A.F. (2001): "The Patterns of Cross-Border Bank Mergers and Shareholdings in OECD Countries"; Journal of Banking & Finance 25, pp 2305-2337
42. Group of Ten (2001), Report on Consolidation in the Financial Sector, Bank for International Settlements, Basel Switzerland, www.bis.org
43. Hannan T.H. & Pilloff S.J. (2004): "Will the Proposed Application of Basel II in the United States Encourage Increased Bank Merger Activity? Evidence from Past Merger Activity.", www.federalreserve.gov
44. Hannan T.H. & Pilloff S.J. (2006): "Acquisition Targets and Motives in the Banking Industry", www.federalreserve.gov
45. Houston J.F, James C.M. & Ryngaert M.D.,(2001): "Where do Merger Gains come from? Bank Mergers from the Perspective of Insiders and Outsiders", Journal of Financial Economics 60, pp 285-331
46. Houston J.F. & Ryngaert M.D., (1994) "The Overall Gains from Large Bank Mergers", Journal of Banking and Finance 18, pp 1155-1176
47. Houston J.F. & Ryngaert M.D., (1997) "Equity Issuance and Adverse Selection: A Direct Test Using Conditional Stock Offers", Journal of Finance 52, pp 197-219
48. Hughes J.P., Lang W.W., Mester L.J., Moon C.G., Pagano M.S., (2003) "Do Bankers Sacrifice Value to Build Empires? Managerial Incentives, Industry Consolidation and Financial Performance", Journal of Banking & Finance 27, pp 417-447
49. Kane E.J., (2000) "Incentives for Banking Megamergers: What Motives Might Regulators Infer from Event-Study Evidence?", Journal of Money, Credit & Banking pp 671-695
50. Kwan S.H. (21-3-1997): "Cracking the Glass-Steagall Act Barriers", No. 97-08, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter
51. Kwan S.H. (1998): "Securities Activities by Commercial Banking Firms, Section 20 Subsidiaries", www.federalreserve.gov
52. Kwast M.L., Starr-McCluer M. & Wolken J.D. (10/1997): "Market Definition and the Analysis of Antitrust in Banking", www.federalreserve.gov
53. McLaughlin S. (5/1995): "The Impact of Interstate Banking and Branching Reform: Evidence from the States"; Current Issues in Economics and Finance Vol.1, No.2; Federal Reserve Bank of New York

54. Νανόπουλος Νικόλαος: «Οι Διεθνείς Τάσεις στις Τραπεζικές Συγχωνεύσεις και Εξαγορές και πιθανές Επενέργειες στον Τραπεζικό Κλάδο των Χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης», Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 4^ο τρίμηνο 2005, www.hba.gr
55. Παπαδήμος Λ. (4^ο τρίμηνο 2005): Banking Supervision and Financial Stability in Europe”, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, www.hba.gr
56. P&K Research (23/10/2006): “Banking Sector”
57. Pilloff S.J., (1996) “Performance Changes and Shareholder Wealth Creation Associated with Mergers of Publicly Traded Banking Institutions”, Journal of Money, Credit & Banking, 28, pp 294-310
58. Pilloff S.J. (2002): “What’s Happened at Divested Bank Offices? An Empirical Analysis of Antitrust Divestitures in Bank Mergers” www.federalreserve.gov
59. Pilloff S.J. (May 2004): “Bank Merger Activity in the United States”, Staff Study 176, www.federalreserve.gov
60. Pilloff S.J. & Santomero A.M., (1996): “ The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions”, The Wharton Financial Institutions Center 97-07
61. Rhoades S.A. (1998): “The efficiency effects of Bank Mergers: An overview of case studies of nine mergers.”, Journal of Banking & Finance 22, pp273-291
62. Rhoades S.A. (2000): “Bank Mergers and Banking Structure in the United States, 1980-98, Staff Study 174, www.federalresrve.gov
63. Sapienza P., (2002): “Competition, Concentration and their Relationship: An Empirical Analysis on the Banking Industry”, Journal of Banking & Finance 26, pp 2191-2214
64. Steinherr A. (1998): “Derivatives: The Wild Beast of Finance”; Wiley
65. Vander Vennet R. (1996): “The Effect of Mergers and Acquisitions on the Efficiency and the Profitability of EC Credit Institutions”, Journal of Banking & Finance 20, pp 1531-1558
66. Wheelock D.C. & Wilson P.W. (2000): “Why Do Banks Disappear: The Determinants of U.S. Bank Failures and Acquisitions”, Review of Economics and Statistics, February 2000, pp 127-138
67. www.federalresrve.gov
68. Zhang Hao, (1995) “Wealth Effects of US Bank Takeovers”, Applied Financial Economics 5, pp 329-336