

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής
Διοικητικής
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών
στη «Χρηματοοικονομική Ανάλυση»

ΘΕΜΑ:

ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ

Παναγοπούλου Αικατερίνη

Πειραιάς 2002

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	4
2. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ ΚΥΜΑΤΩΝ Ε & Σ ..	5
2.1.Τα κύματα των Ε & Σ στις ΗΠΑ.....	5
2.2.Τα κύματα των Ε & Σ στην Ευρωπαϊκή Ένωση	11
2.3.Τα κύματα των Ε & Σ στο Ηνωμένο Βασίλειο	17
2.4. Θεωρία εξήγηση των κυμάτων των Ε & Σ	22
3. ΤΑ ΕΙΔΗ Ε & Σ ΚΑΙ ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	23
3.1. ΕΙΔΗ ΚΑΙ ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ ΤΩΝ Ε&Σ.....	23
3.2 ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	27
4. ΚΙΝΗΤΡΑ ΚΑΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΩΝ Ε & Σ.....	30
4.1. Κίνητρα που ωθούν σε Ε & Σ.....	30
4.2.Οι κύριοι παράγοντες αύξησης των Ε & Σ στην Ελλάδα	36
4.3. Οικονομικές συνέπειες.....	40
(α) Συνέπειες των Ε & Σ στον πλούτο των μετόχων.....	40
(β) Συνέπειες των Ε & Σ στην λειτουργική αποτελεσματικότητα	43
4.4.Οικονομικές συνέπειες στον τραπεζικό χώρο.....	51
4.5.Εμπειρικά πορίσματα και πληροφορίες σχετικά με Ε & Σ στην Ελλάδα.....	56
4.6 Συνέπειες των Ε &Σ στη διοίκηση ανθρώπινου δυναμικού (Δ.Α.Δ) . επιχειρησιακή ολοκλήρωση και Δ.Α.Δ	62
5.ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ	67
5.1.Συνέπειες της συγκέντρωσης στην αποτελεσματικότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων.....	67
5.2. Συγκέντρωση και ανταγωνισμός στο Διεθνές και Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα	73

6 .ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΙΔΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ ΣΤΟΝ ΤΟΜΕΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ.....	77
7. Ε & Σ ΜΕΤΑΞΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ.....	81
7.1. Ε & Σ Μεταξύ εισηγμένων χρηματοοικονομικών εταιρειών στο Χ.Α.Α.....	81
7.2. Τράπεζες και χρηματιστηριακές εταιρείες στην Ελλάδα.....	85
7.3. Τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες.....	87
CASE STUDIES	92
(α) ΤΟ ΝΕΟ ΚΥΜΑ : CITICORP / TRAVELERS.....	92
(β) ING GROUP.....	98
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	103
<i>Βιβλιογραφία.....</i>	<i>105</i>

1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα τελευταία χρόνια, οι σημαντικές θεσμικές και διαρθρωτικές αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν στον χώρο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών καθώς και οι σπουδαίες εξελίξεις στο επιχειρηματικό περιβάλλον, όπως η αλματώδης πρόοδος της τεχνολογίας, η απελευθέρωση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου και η ανάπτυξη των διεθνών αγορών, δημιούργησαν ένα περιβάλλον όπου η αύξηση του μεγέθους των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων προέβαλε ως επιτακτική ανάγκη επιβίωσης.

Οι συγχωνεύσεις εταιρειών δεν αποτελούν καινούργιο φαινόμενο, ειδικά για τις Η.Π.Α. όπου η πρώτη περίοδος που έλαβαν χώρα ήταν το 1895-1904. Την περασμένη δεκαετία όμως παρατηρήθηκε μια δραματική αύξηση του φαινομένου διεθνώς όπου το μεγαλύτερο ποσοστό των συγχωνεύσεων αντιπροσωπεύεται από αμερικανικές επιχειρήσεις. Αλλά και στην Ευρώπη η πολιτική και οικονομική ολοκλήρωση των χωρών της, δημιουργούν πρόσφορο έδαφος για ένα κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών ανάλογο με αυτό των Η.Π.Α. Ειδικά στον χώρο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, οι ολοένα αυξανόμενες απαιτήσεις των πελατών για πιο σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα ανάγκασαν τα τραπεζικά ιδρύματα να εστιάσουν την προσοχή τους σε πιο εξειδικευμένες αγορές, προκειμένου να αποκτήσουν μεγαλύτερο βαθμό τεχνογνωσίας και να γίνουν πιο ανταγωνιστικά. Το μικρό όμως μέγεθος πολλών ιδρυμάτων δεν επιτρέπει τη δημιουργία ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος στις απελευθερωμένες σε εγχώριο και παγκόσμιο επίπεδο αγορές. Μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων, τα χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα προσπάθησαν να εκμεταλλευθούν τις οικονομίες κλίμακας, τις συνέργιες και να μειώσουν το κόστος των παρεχόμενων υπηρεσιών ώστε να καλύψουν αποτελεσματικά τις ανάγκες για νέα προϊόντα τόσο εγχώρια όσο και διασυνοριακά.

Στις αρχές της δεκαετίας του 1990 πέρα από τις «κλασσικές» Τραπεζικές συγχωνεύσεις, παρατηρούνται και συγχωνεύσεις μεταξύ Τραπεζών και Ασφαλιστικών Εταιρειών, κάτι που στις αρχές της δεκαετίας του 1980 φαινόταν τελείως άγνωστο. Η παροχή χρηματοοικονομικών και ασφαλιστικών προϊόντων από ένα μόνο φορέα έχει γίνει πια πραγματικότητα. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές των Τραπεζών και των Ασφαλιστικών είναι πιο συχνές στην Κεντρική Ευρώπη, παρόλο που υπάρχουν παραδείγματα και στις Η.Π.Α., στην Αυστραλία και πρόσφατα στην Ν. Αφρική. Η Ευρωπαϊκή Ένωση τα τελευταία χρόνια έχει λάβει μέτρα για να επιτύχει μια ενιαία αγορά στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες.

Με αυτή την παρουσίαση, επιχειρείται η σκιαγράφηση των βασικών τάσεων και των ευρημάτων της διεθνούς και της ελληνικής βιβλιογραφίας σχετικά με:

- την εξέλιξη των εξαγορών και συγχωνεύσεων (εφεξής, Ε&Σ),
- τις γενικότερες επιπτώσεις των Ε&Σ στην οικονομική και την κοινωνική οργάνωση, με έμφαση σε θέματα Ανθρώπινου Δυναμικού καθώς και την συγκέντρωση και τον ανταγωνισμό που δημιουργούνται.

Ειδικότερα, καλύπτονται τα ακόλουθα σημεία:

1. Βασικά είδη, αίτια, κίνητρα και οικονομικές επιπτώσεις των Ε&Σ
2. Σύντομο ιστορικό – έκταση του φαινομένου στην Ελλάδα και διεθνώς
3. Ειδικές επιπτώσεις των Ε&Σ στην Οργάνωση και τη Διοίκηση του Ανθρώπινου Δυναμικού
4. Αναγκαίες προεκτάσεις και ανοικτά ζητήματα

2.ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ ΚΥΜΑΤΩΝ Ε & Σ

Οι συγχωνεύσεις δεν αποτελούν καινούργιο φαινόμενο , ιδιαίτερα για τις ΗΠΑ που έχουν τη μεγαλύτερη ιστορία συγχωνεύσεων. Πράγματι, διακρίνουμε σημαντικά κύματα συγχωνεύσεων ,τα οποία έλαβαν χώρα σε περιόδους που η οικονομία απελάμβανε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και συνέπεσαν με σπουδαίες εξελίξεις στο επιχειρηματικό περιβάλλον. Ειδικά για τις ΗΠΑ διακρίνουμε πέντε τουλάχιστον σημαντικά κύματα συγχωνεύσεων : α) το κύμα της περιόδου 1895-1904, β) το κύμα της περιόδου 1922-1929 γ)το κύμα των ετερογενών συγχωνεύσεων της δεκαετίας του 1960,δ)το κύμα της δεκαετίας του 1980 και τέλος ε) τη μετά το 1990 εκδηλωθείσα μανία συγχωνεύσεων. Πιο αναλυτικά παρακάτω θα παρουσιάσουμε τα χαρακτηριστικά κάθε περιόδου καθώς και τους πιθανούς λόγους δημιουργίας αυτών των κυμάτων .

2.1.ΤΑ ΚΥΜΑΤΑ ΤΩΝ Ε & Σ ΣΤΙΣ ΗΠΑ

Αρκετές χώρες έχουν παρουσιάσει υψηλά επίπεδα δραστηριότητας Ε & Σ τις τελευταίες δεκαετίες . Οι ΗΠΑ έχουν την μεγαλύτερη ιστορία των σημαντικότερων συγχωνεύσεων, η οποία ξεκινάει από τη δεκαετία του 1890. Το Διάγραμμα 2.1 παρουσιάζει το επίπεδο της δραστηριότητας των συγχωνεύσεων με βάση τον αριθμό τους από το 1890 έως το 1978. Παρατηρούμε τρεις μεγάλες κορυφώσεις : α) το 1899 ,β) το 1929 και γ) το 1970. Σε όρους αξίας των συγχωνεύσεων η τελευταία κορύφωση στην πραγματικότητα πραγματοποιήθηκε το 1968 κι όχι το 1970. Τα τρία κύματα χαρακτηρίζονται αντίστοιχα από :

- Συγχώνευση για μονοπώλιο (1890-1905)
- Συγχώνευση για ολιγοπώλιο (δεκαετία 1920)
- Συγχώνευση για ανάπτυξη (δεκαετία 1960)

Το πρώτο κύμα

Η πρώτη κορύφωση συνέβη σε μια περίοδο οικονομικής επέκτασης , ακολουθώντας μια δεκαετία οικονομικής στασιμότητας .Η βιομηχανική παραγωγή αναπτύχθηκε κατά 100 % .Ένα σημαντικό χαρακτηριστικό αυτού του κύματος συγχώνευσης ήταν η ταυτόχρονη ενοποίηση παραγωγών μέσα στις ίδιες βιομηχανίες , δηλαδή η οριζόντια συγχώνευση. Πολύ δυνατές και μεγάλες εταιρείες των ΗΠΑ σχηματίστηκαν μέσα από αυτές τις ενοποιήσεις . Σχεδόν 71 σημαντικές ολιγοπωλιακές ή σχεδόν ανταγωνιστικές βιομηχανίες μετατράπηκαν σε μονοπωλιακές .Από τις 93 συγχωνεύσεις , οι 72 έλεγχαν τουλάχιστον το 40 % του μεριδίου αγοράς και οι 42 έλεγχαν τουλάχιστον το 70 % των βιομηχανιών τους. Αυτή η μαζική αναδόμηση της Αμερικανικής Βιομηχανίας παρέμεινε άθικτη για τα επόμενα 50 χρόνια. Για αυτό το λόγο ο George Stigler περιέγραψε το πρώτο κύμα ως «συγχώνευση για μονοπώλιο». Παρόλο που υπήρχε ο νόμος του Sherman για έλεγχο και αποτροπή των μονοπωλίων , αυτό είχε μικρή επίδραση στην εξέλιξη του πρώτου κύματος.

Το δεύτερο κύμα

Αυτό ήταν πολύ μικρότερο κύμα συγκριτικά με το πρώτο καθώς φαίνεται και στο Διάγραμμα 2,1. Ακολουθεί το κραχ της περιόδου 1903- 04 και τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο.

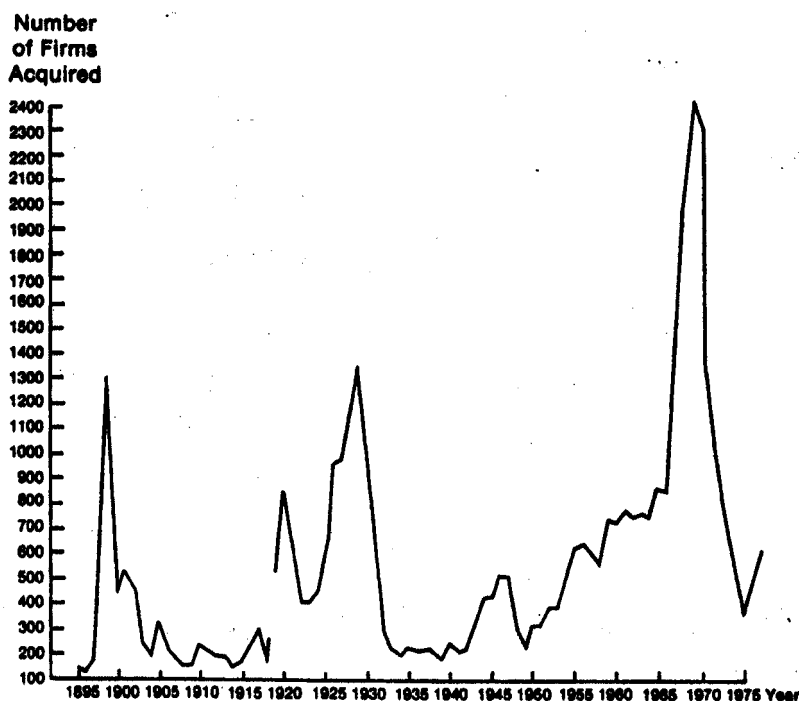
Κατά τη διάρκεια αυτής της δύσκολης περιόδου και ακολουθώντας την τεράστια δημόσια υπόθεση σχετικά με την τεράστια αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης των μεγάλων επιχειρήσεων , που ήταν το αποτέλεσμα του πρώτου κύματος , μια τεράστια αντιμονοπωλιακή δύναμη έδρασε. Το 1911, το Ανώτατο Δικαστήριο των ΗΠΑ διέταξε την διάλυση της Standard Oil, δύναμης και εξουσίας του Rockefeller κατά τη διάρκεια του πρώτου κύματος. Οι Μονοπωλιακές Αγορές αποδεικνύονταν ξεκάθαρα ως παράνομες. Το 1914 πέρασε ο Νόμος του Clayton «για να σταματήσει την δημιουργία των trusts, των συννομοσίων και των μονοπωλίων από το ξεκίνημα τους και πριν την τελειοποίηση τους».

Το δεύτερο κύμα ακολουθήθηκε από μια οικονομική ανάπτυξη και μια άνθηση του χρηματιστηρίου. Περίπου 12.000 εταιρείες εξαφανίστηκαν κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Για πολλούς λόγους , η επίδραση πάνω στην δομή της Αγοράς των βιομηχανιών ήταν λιγότερο δραματική σε σχέση με το πρώτο κύμα. Στις προηγούμενες βιομηχανίες κυριαρχούσε μια γιγάντια εταιρεία, ενώ τώρα οι συγχωνεύσεις οδήγησαν στη δημιουργία δυο δυνατών εταιρειών. Επομένως , το δεύτερο κύμα παρουσιάζει μια κίνηση προς την ολιγοπωλιακή δομή σε πολλές βιομηχανίες . Αυτό όμως κατέρρευσε το 1929 με το κραχ στο χρηματιστήριο και με την παγκόσμια οικονομική κρίση των επόμενων τεσσάρων χρόνων , όπου πολλές utility holding εταιρείες που είχαν σχηματιστεί κατά τη διάρκεια του πρόσφατου κύματος κατέρρευσαν και οδηγήθηκαν στην χρεοκοπία.

Το τρίτο κύμα της δεκαετίας του 1960

Το τέλος του Δεύτερου Παγκόσμιου Πολέμου έδειξε μια σταθερή αύξηση στην δραστηριότητα των E & Σ μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1960 όπου οι συγχωνεύσεις έφτασαν σε υψηλό επίπεδο. Το 1950 πέρασε η τροποποίηση των Celler- Kefauver σχετικά με το Νόμο του Clayton(1914) προκειμένου να περιορίσουν το αντιμονοπωλιακό σύστημα , αλλά στα μέσα της δεκαετίας του 1950 το τρίτο κύμα ήδη είχε ξεκινήσει. Το τρίτο κύμα υπερέβη σε διάρκεια σε σχέση με τα δυο προηγούμενα και διάρκησε μέχρι το 1971. Οι συγχωνεύσεις αυτή την περίοδο δεν ήταν μεγάλες και δεν περιείχαν μεγάλες εξαγορές . Ήταν σχεδόν ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις(conglomerates mergers) στοχεύοντας στην επίτευξη της ανάπτυξης μέσα από την διαφοροποίηση νέων διαφορετικών αγορών και προϊόντων.

Ανάμεσα σε 500 εταιρείες , το ποσοστό των εταιρειών που ανήκαν στην κατηγορία των διαφορετικών επιχειρήσεων και προϊόντων αυξήθηκε από 4 % το 1949 σε 9% το 1964 προτού ξεπεράσει το 21 % το 1974. Στην κατηγορία των σχετικών-επιχειρήσεων , το ποσοστό αυξήθηκε από 26 % σε 42%. Αυτές οι δραματικές αυξήσεις έρχονται σε αντίθεση με τις μειώσεις της ίδιας περιόδου στα ποσοστά των απλών επιχειρήσεων (από 42% σε 14%) και των κυρίαρχων επιχειρήσεων (από 15% σε 10%)[R Rumelt,1982]. Το τρίτο κύμα επομένως είχε σαν αποτέλεσμα την μαζική στρατηγική μετακίνηση στις επιχειρήσεις των ΗΠΑ προς την μεγαλύτερη διαφοροποίηση. Υπήρξε μια μικρή μόνο επίδραση στην δομή της αγοράς των ατομικών επιχειρήσεων ή στην συνολική συγκέντρωση από τις μεγάλες εταιρείες .[Gilson and Black] . Επομένως δίκαια χαρακτηρίστηκε το τρίτο κύμα ως «συγχώνευση για ανάπτυξη».



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1 : ΤΑ ΤΡΙΑ ΚΥΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΗΠΑ,1890-1978

Πηγή: M S Salter and W A Weinhold, Diversification through Acquisition(New York,1979)

Η ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΤΡΙΩΝ ΚΥΜΑΤΩΝ

Οι Gilson και Black [Gilson and Black ,*ibid*,p23]διέκριναν τέσσερα χαρακτηριστικά στα τρία πρώτα κύματα συγχωνεύσεων :

- Σχετικά λίγες συγχωνεύσεις φαίνεται να έχουν σαν στόχο τους την μονοπωλιακή αγορά. Ενώ το πρώτο κύμα αύξησε την αγοραστική δύναμη των συγχωνευθέντων εταιρειών , τα επόμενα δυο κύματα τη μείωσαν.
- Και τα τρία κύματα συνέβησαν κατά την διάρκεια παρατεταμένων περιόδων οικονομικής ευημερίας και ραγδαίων αναπτυσσόμενων επιπέδων χρηματιστηριακής αγοράς και κάθε συγχώνευση αποκορυφωνότανε σχεδόν μαζί με το χρηματιστήριο και στη συνέχεια υποχωρούσε με την ακόλουθη οικονομική ύφεση.
- Πολλές από τις συγχωνεύσεις ήταν απλές επιχειρηματικές συναλλαγές μεταξύ επιχειρηματιών οι οποίοι έψαχναν κερδοφόρες βιομηχανίες μέσα από τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές.
- Πολλές από τις συγχωνεύσεις συνοδεύτηκαν από μαζικές μεταβολές στην υποδομή της οικονομίας.

Το τέταρτο και πέμπτο κύμα της δεκαετίας του 1980 και 1990

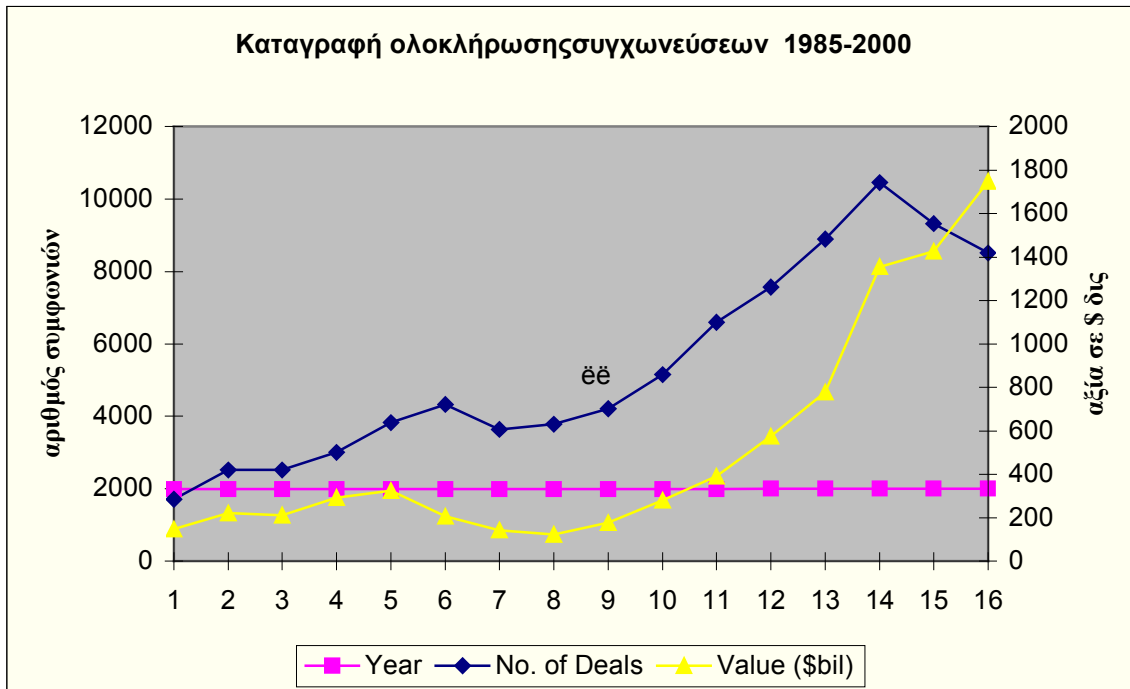
Το τέλος της δεκαετίας του 1970 μαρτυρά μια μικρή αναβίωση των εξαγορών , η οποία όμως δεν διήρκεσε πολύ εξαιτίας της δεύτερης πετρελαϊκής κρίσης το 1979 και της βαθιάς οικονομικής ύφεσης στις αρχές της δεκαετίας του 1980(Πίνακας 2.1 και Διάγραμμα 2.2α). Στα μέσα του 1980 εμφανίστηκε το τέταρτο μεγάλο κύμα στην Αμερικανική Ιστορία , το οποίο αποτελείται στην ουσία από δυο κύματα :τις εξαγορές και τις αποεπενδύσεις (divestitures) (Διάγραμμα 2.2β) .Οι δύο τύποι της εταιρικής αναδιοργάνωσης ήταν πολύ υψηλά συσχετισμένοι με συντελεστή συσχέτισης 0.95. Οι αποεπενδύσεις αποτέλεσαν το 20 % με 30% των Ε & Σ κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Πολλές Αμερικάνικες εταιρείες προχώρησαν ταυτόχρονα σε επέκταση και σε μείωση της παραγωγής των επιχειρήσεων τους ,επεκτείνοντας αυτές που πρόσφεραν ευκαιρίες για μεγαλύτερα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα και αποχωρώντας αυτές που οι ευκαιρίες για κέρδος ήταν περιορισμένες . Σε αντίθεση με τις άλλες περιόδους , αυτή εδώ χαρακτηρίζεται από μια δυναμική αγορά στα εταιρικά περιουσιακά στοιχεία. Οι Maksimovic και Phillips το επιβεβαιώνουν στην μελέτη που έκαναν για τις μεταβολές που επέρχονται στο επίπεδο των ιδιόκτητων παραγωγικών μέσων μέσα από τις συγχωνεύσεις και αποεπενδύσεις των επιμέρους ή ολόκληρων τμημάτων των Αμερικάνικων εταιρειών. Πριν από το 1984, ο διαμελισμός των περιουσιακών στοιχείων ή επιχειρήσεων παρουσίαζε ένα σχετικά επίπεδο ποσοστό αναδιανομής των παραγωγικών πόρων ενώ μετά το 1984, ο διαμελισμός των περιουσιακών στοιχείων αυξήθηκε και έπεσε περισσότερο σε σχέση με τις Ε & Σ.

Πίνακας 2.1: Αξία των Αμερικανικών Εξαγορών και Αποεπενδύσεων , 1985- 2000

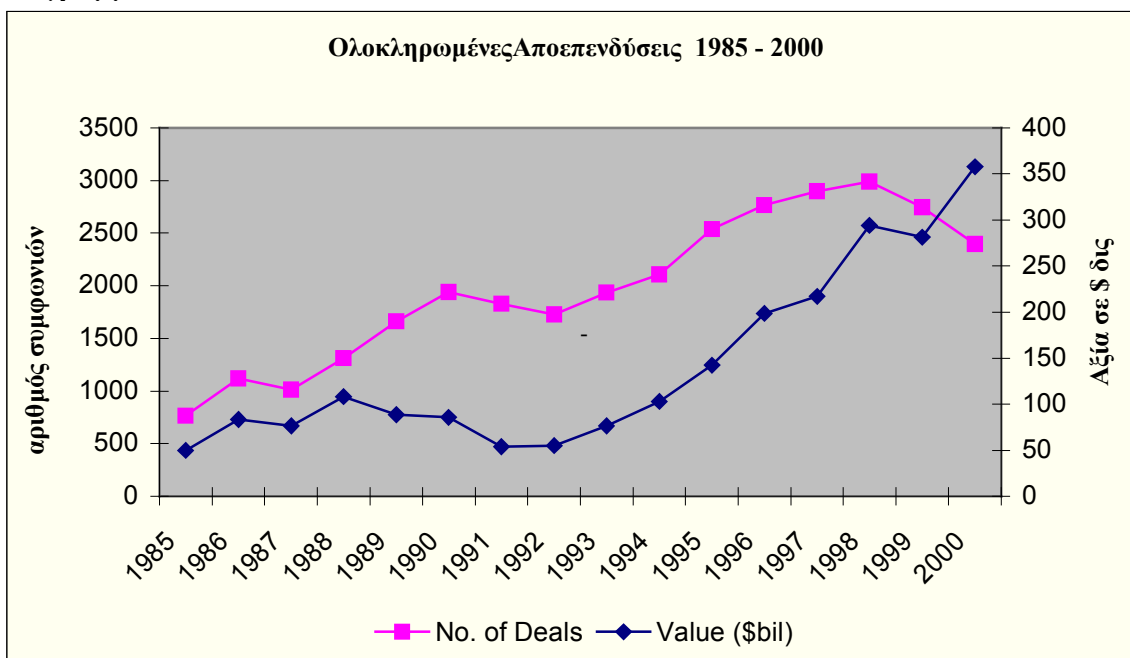
Έτος	Εξαγορές		Αποεπενδύσεις		Αποεπενδύσεις / Εξαγορές
	Αριθμός	Αξία \$bn	Αριθμός	Αξία \$bn	
1985	1713	148.0	767	49.9	0.34
1986	2523	220.8	1117	83.2	0.38
1987	2517	210.7	1014	76.7	0.36
1988	3011	291.3	1310	108.0	0.37
1989	3828	323.9	1660	88.7	0.27
1990	4324	206.5	1942	85.7	0.42
1991	3642	141.4	1829	54.1	0.38
1992	3781	122.8	1725	55.2	0.45
1993	4213	176.5	1933	76.2	0.43
1994	5155	278.9	2108	103.0	0.37
1995	6595	389.9	2539	142.6	0.37
1996	7562	573.5	2767	198.3	0.35
1997	8896	778.7	2897	216.9	0.28
1998	10459	1354.8	2987	294.3	0.22
1999	9319	1424.9	2745	281.2	0.20
2000	8505	1747.5	2394	357.9	0.20

Πηγή: Thomson Financial SDC database

Πολλές εταιρείες όχι απλά έκαναν πολλές εξαγορές αλλά και πούλησαν ένα μέρος των επιχειρήσεών τους, αυξάνοντας την προσοχή τους στο χαρτοφυλάκιο των επιχειρήσεών τους και περιορίζοντας την στις βασικές επιχειρήσεις που έκριναν ότι είχαν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Στην ουσία, αυτές οι επιχειρήσεις αντέστρεψαν πολλές από τις ποικίλες εξαγορές που είχαν πραγματοποιήσει στην διάρκεια του κύματος ανομοιογενών συγχωνεύσεων της δεκαετίας του 1960. Οι Shleifer και Vishny περιέγραψαν την ανομοιογενή επέκταση και την ακόλουθη επιστροφή στην βασική επιχείρηση ως 'κυκλικό ταξίδι' [A Shleifer and R W Vishny, 1991]. Το πέμπτο και πιο πρόσφατο κύμα κάλυψε την Αμερικανική οικονομία από το 1993 έως το 1999.



Διάγραμμα 2.2 α



Διάγραμμα 2.2. β

Το πέμπτο κύμα χαρακτηρίστηκε από μια σειρά νέων εξελίξεων στο τομέα των E & Σ :

- Την εμφάνιση των εχθρικών εξαγορών
- Την αρπακτική εξαγορά, όπου ο 'επιδρομέας' εκμεταλλεύεται μια προσφορά της υπό εξαγορά διαφοροποιημένης εταιρείας και μετά την εξαγορά της αποσυνθέτει το χαρτοφυλάκιο της, πουλώντας τα διάφορα μέρη της [P G Berger and E Ofek, September 1996].
- Το υψηλό επίπεδο των αποεπενδύσεων από διαφοροποιημένες εταιρείες με σκοπό την στρατηγική εστίασης πάνω σε περιορισμένο εύρος δραστηριοτήτων, στις οποίες αυτές οι εταιρείες είχαν ένα συγκριτικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα με το να ξαναδιευθύνουν επενδύσεις σ' αυτές τις κύριες δραστηριότητες.
- Ένα πιο ευνοϊκό αντιμονοπωλιακό σύστημα προς τις σχετικές συγχωνεύσεις σε σχέση με αυτό της δεκαετίας του 1960 και 1970. Πολλές από τις αποστερήσεις ακολουθώντας τις (αρπακτικές) εξαγορές πουλήθηκαν σε σχετικούς acquirers [S Bhagat, A Shleifer and R W Vishny, 1990]
- Την εμφάνιση των Εξαγορών δια δανεισμού (LBOs) όπου αναφέρεται στην εξαγορά όλων των μετοχών ή των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας, από μια μικρή ομάδα επενδυτών δια μέσου μιας συναλλαγής που χρηματοδοτείται κυρίως δια δανεισμού.
- Την εμφάνιση των εξαγορών από διοικητικά στελέχη (MBOs), οι οποίες αναφέρονται στην πρωτοβουλία μιας ομάδας διοικητικών στελεχών που εξαγοράζουν τμήμα των μετοχών της νέας επιχείρησης.
- Το σταθμικό μέσο μέγεθος των εξαγορών ελαχιστοποίησε το ανταποκρινόμενο μέγεθος των συμφωνιών της δεκαετίας του 1960.

Η δεκαετία του 1990

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 2.2 α, το πέμπτο κύμα είναι η μητέρα όλων των κυμάτων, έχοντας πραγματικά γιγάντιες αναλογίες. Το 2000 η αξία των συμφωνιών των E & Σ ήταν \$ 1,75 τρις συγκριτικά με το προηγούμενο peak του 1989 που ήταν \$327 δις. Η αξία των απεκδώσεων το ίδιο έτος ήταν \$358 δις συγκριτικά με το προηγούμενο peak που ήταν \$108 δις το 1988.

Οι εταιρείες προχώρησαν στις εξαγορές με βάση την ανάγκη που είχαν για αύξηση των πηγών και των ικανοτήτων τους προκειμένου να ενδυναμώσουν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα. Η δεκαετία του 1990 χαρακτηρίστηκε από την παρουσία της νέας τεχνολογίας όπως είναι το Διαδίκτυο, η καλωδιακή τηλεόραση και η δορυφορική επικοινωνία που δημιούργησαν νέες βιομηχανίες και εταιρείες.

Το πέμπτο κύμα επίσης χαρακτηρίστηκε από τα παρακάτω :

- Νέα υπερεθνικά συγκροτήματα κρατών όπως η Ενιαία Αγορά που δημιουργήθηκε από την Ευρωπαϊκή Ένωση, η Βορειοαμερικανική Ζώνη Ελεύθερων Συναλλαγών (NAFTA) που περιλαμβάνει τις ΗΠΑ, τον Καναδά και το Μεξικό και τέλος η δημιουργία του Παγκόσμιου Εμπορικού Οργανισμού όπου χαμήλωσε τα όρια για το εμπόριο και την κίνηση κεφαλαίου και αύξησε τις ευκαιρίες για εταιρική ανάπτυξη.
- Την παγκοσμιοποίηση των προϊόντων, των υπηρεσιών και των κεφαλαιαγορών.
- Την επιτακτική ανάγκη της αξίας των μετόχων ως οδηγό για τις εταιρικές επενδύσεις και τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις.
- Την μείωση της κρατικής παρέμβασης στους τομείς της οικονομίας ειδικά στον Τραπεζικό τομέα και την ιδιωτικοποίηση των δημοσίων επιχειρήσεων.

- Ωριμες βιομηχανίες όπως τράπεζες , τρόφιμα και αυτοκινητοβιομηχανίες προχώρησαν σε ουσιώδη αναδιοργάνωση.
- Η σύγκλιση των τεχνολογιών στον ήχο και στα δεδομένα μεταβίβασης οδήγησαν στην κατάρριψη των συνόρων μεταξύ των βιομηχανιών πουλώντας αγαθά και υπηρεσίες βασισμένα σε αυτές τις τεχνολογίες.
- Συνέχιση των κινήσεων προς τις κύριες επιχειρήσεις ή την εξειδίκευση που ξεκίνησε το 1980 με τις αποεπενδύσεις και άλλους τύπους αναδιοργάνωσης προκειμένου να βελτιωθεί η αξία των μετόχων[Roundtable discussion , May/ June 1998]

2.2.ΤΑ ΚΥΜΑΤΑ ΤΩΝ Ε & Σ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ

Η τεράστια αύξηση της δραστηριότητας των εξαγορών συμπεριλαμβανομένων των αποεπενδύσεων στις ΗΠΑ κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 και 1990 ήταν μέρος ενός παγκόσμιου φαινομένου όπως μαρτυρεί και η εμπειρία στην Ευρωπαϊκή Ένωση και ειδικά στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) των 15 κρατών μελών της Ευρώπης είναι σήμερα ο μεγαλύτερος οικονομικός συνασπισμός στον κόσμο σε όρους Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος(ΑΕΠ).

Τα μέλη κράτη της ΕΕ αύξησαν το ποσοστό των εξαγορών τα τελευταία δεκαπέντε χρόνια όπως φαίνεται στον Πίνακα 2.2. Ο πίνακας περιλαμβάνει μόνο Ε & Σ με διαπραγματεύσιμες αξίες άνω των \$50 εκ.. Μπορούμε να διακρίνουμε δύο κύματα , ένα μικρό κατά τη διάρκεια 1987-1992 και ένα πολύ μεγαλύτερο μεταξύ 1995-2001. Κατά το πρώτο κύμα , η αξία των συγχωνεύσεων αυξήθηκε από \$21 δις το 1985 σε \$158 δις το 1989 και στην συνέχεια έπεσε στα \$90 δις το 1992. Μετά αυξήθηκε κατά το δεύτερο κύμα, σε \$1083 δις το 2000 προτού μειωθεί ξανά κατακόρυφα σε \$462 δις το 2001. Αυτά τα δυο πρόσφατα κύματα συγχωνεύσεων στην ΕΕ μπορούν να παραλληλιστούν με αυτά της αντίστοιχης περιόδου στις ΗΠΑ.

Το επίπεδο των αποεπενδύσεων στην ΕΕ παρουσίασε μεγαλύτερη σταθερή ανάπτυξη σε αριθμητικά δεδομένα και αξίες όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 2.4. Το σχήμα του κύματος είναι λιγότερο σαφές . Η συνολική αξία των μεγάλων αποεπενδύσεων αυξήθηκε από \$173 εκ το 1985 σε \$49,5 δις το 1998 προτού μειωθεί σε \$33 δις το 2001. Οι αποεπενδύσεις ως ποσοστό των Ε & Σ αυξήθηκαν από 5% σε 20% με εξαίρεση το 2000 όπου ο δείκτης έπεσε στο 3% εξαιτίας της εξαιρετικά τεράστιας εξαγοράς της Γερμανικής Mannesmann από την Αγγλική Vodafone με μια διαπραγματεύσιμη αξία των \$200 δις .Επομένως οι αποεπενδύσεις παίζουν μικρότερο ρόλο στην εταιρική αναδιοργάνωση στην ΕΕ απ' ότι στις ΗΠΑ.

Πίνακας 2.2

Αξία(\$εκ) των εξαγορών και αποεπενδύσεων στην Ε.Ε. (αξία συμφωνίας > \$50εκ)

Χρόνος	Εξαγορές \$εκ		Αποεπενδύσεις \$εκ		Αποεπενδύσεις / Εξαγορές
	Αξία σε		Αξία σε		
	Αριθμός	\$δισ	Αριθμός	\$δισ	
1984	1	1.5	0	0	0
1985	44	211.4	1	1.7	0.01
1986	73	464.2	3	85.9	0.19
1987	135	572.5	6	48.4	0.08
1988	212	994.4	11	73.8	0.07
1989	261	1585.4	19	125.9	0.08
1990	291	1210.2	26	154.9	0.13
1991	277	1227.5	28	190.1	0.15
1992	211	899.6	20	73.0	0.08
1993	232	881.9	28	172.5	0.20
1994	263	1179.0	37	243.4	0.21
1995	322	1863.1	33	133.0	0.07
1996	382	1864.0	36	154.7	0.08
1997	457	2979.2	33	195.5	0.07
1998	610	4567.9	44	494.6	0.11
1999	786	9689.3	37	473.5	0.05
2000	888	10829.3	49	303.8	0.03
2001	554	4615.5	50	329.8	0.07

Πηγή: Thomson Financial SDC database.

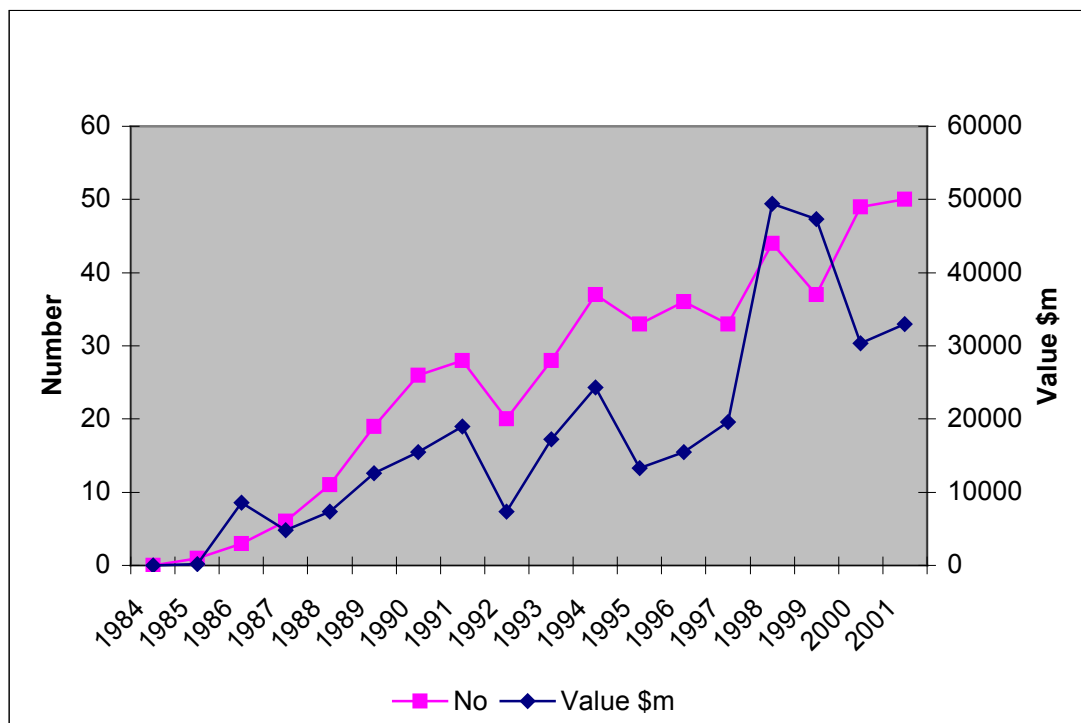
ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΤΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ Ε & Σ ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ ΚΡΑΤΩΝ ΜΕΛΩΝ ΤΗΣ ΕΕ

Ο Πίνακας 2.3 παρέχει μια ανάλυση των Ε & Σ με βάση τον αριθμό των συναλλαγών για τη δεκαετία του 1990 μεταξύ των 15 μελών κρατών της ΕΕ και το συγκρίνει με το μερίδιο του κάθε μέλους στο ΑΕΠ της ΕΕ. Στον πίνακα όλες οι συμφωνίες των Ε & Σ και οι αποεπενδύσεις είναι συμπεριλαμβανόμενες. Το κράτος με το μεγαλύτερο ποσοστό δράσης στις Ε & Σ είναι το ΗΒ (κατέχει το 30% του συνόλου των ΕΕ συμφωνιών), μετά ακολουθούν η Γερμανία (17%), η Γαλλία (14%) και η Ολλανδία(7%). Η Ιταλία η οποία κατέχει την τέταρτη μεγαλύτερη οικονομική θέση στην ΕΕ έχει μόνο 6,4% ποσοστό Ε & Σ. Συγκριτικά με το μερίδιο της στο ΑΕΠ (13%) το ΗΒ χαρακτηρίζεται ως μια υπερδραστήρια χώρα. Άλλες χώρες οι οποίες είναι ομοίως υπερδραστήριες είναι οι Βόρειες Ευρωπαϊκές χώρες όπως είναι η Σουηδία, η Φιλανδία και η Ολλανδία. Αντίθετα η δραστηριότητα στην Γερμανία και στις Νότιες Ευρωπαϊκές Χώρες όπως η Γαλλία, Ιταλία και Ισπανία είναι μικρότερη αναλογικά με το μέγεθος των οικονομιών τους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3: Κατανομή της δραστηριότητας των Ε & Σ και του ΑΕΠ μεταξύ των Μελών Κρατών, 1991-1999		
Κράτος Μέλος	Μερίδιο στη δραστηριότητα των Ε & Σ (%)	Μερίδιο στο ΑΕΠ (%)
Βέλγιο	2.80	3.2
Δανία	2.54	2.1
Γερμανία	16.54	28.4
Ελλάδα	0.67	1.4
Ισπανία	4.84	6.9
Γαλλία	14.38	18.1
Ιρλανδία	1.58	0.8
Ιταλία	6.39	12.7
Λουξεμβούργο	0.47	0.2
Ολλανδία	6.90	4.9
Αυστρία	1.91	2.7
Πορτογαλία	1.06	1.3
Φιλανδία	4.15	1.6
Σουηδία	5.34	2.8
Ηνωμένο Βασίλειο	30.45	13.0
ΕΕ	100	100
Σημείωση : οι υπολογισμοί στον παραπάνω πίνακα σχετικά με τις ενδό- κοινοτικές διαδικασίες είναι διπλοί, μια για την χώρα –αγοραστή και μια για την χώρα –αγοραζόμενη		
<i>Πηγή: Thomson Financials DSc database</i>		

Όπως φαίνεται και από το πίνακα , οι ελληνικές επιχειρήσεις ήταν οι λιγότερο ελκυστικές για εξαγορές εξασφαλίζοντας ένα μερίδιο μόλις 0,67 % , ενώ η Πορτογαλία με ανάλογο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν είχε ένα πολύ μεγαλύτερο ποσοστό εξαγοραζομένων επιχειρήσεων 1,06%.

Η αναδιάρθρωση του δημόσιου τομέα , η ανάπτυξη της ιδιωτικής οικονομίας και η οικονομική ανασυγκρότηση ολόκληρης της Ευρώπης δημιουργούν ευκαιρίες για περισσότερες και μεγαλύτερες εξαγορές επιχειρήσεων , αποεπενδύσεις (divestitures)και επιχειρησιακές συνεργασίες (joint ventures) στην Ελλάδα στο προσεχές μέλλον.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.4

Η ανάλυση της κατανομής της δραστηριότητας των E & Σ στην ΕΕ δείχνει ότι κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, οι καθαρά εγχώριες E & Σ π.χ. οι συναλλαγές μεταξύ δυο ή περισσότερων εταιρειών που ανήκουν στο ίδιο μέλος κράτος, αποτελούν τον κύριο όγκο της δραστηριότητας. Όπως φαίνεται και στον πίνακα 2.4, αυτή η αναλογία εκτείνεται από 68% το 1992 σε 57% το 1999. Στην περίοδο των 9 χρόνων υπάρχει μια αισθητή μείωση στην αναλογία των εθνικών E & Σ. Συγχωνεύσεις που έγιναν από εταιρείες διαφορετικών μελών κρατών της ΕΕ, Κοινοτικές Συγχωνεύσεις δηλαδή, παρουσιάζουν μια σταθερή αναλογία, 13% με 15%. Ομοίως, οι μη-ΕΕ διεθνείς εξαγορές των εταιρειών της ΕΕ έχουν ένα σχετικά σταθερό εύρος από 11% μέχρι 16%. Αντιθέτως, οι εξαγορές των μη ΕΕ εξαγοραζομένων εταιρειών από εταιρείες της ΕΕ αυξήθηκαν από 7% το 1992 στο 17% το 1999. Οι διεθνείς εξαγορές συμπεριλαμβάνοντας και τις εταιρείες της ΕΕ είτε ως αγοράζουσες είτε ως αγοραζόμενες, αυξήθηκαν από 21% το 1991 στο 29% την περίοδο 1996-99.

Το σχήμα των E & Σ μας προτρέπει στο ότι όταν η δραστηριότητα των εξαγορών αυξάνει μέσα στην ΕΕ, τότε η δραστηριότητα μεταξύ της ΕΕ και του υπόλοιπου κόσμου αυξάνει ακόμα πιο ραγδαία. Αυτό οφείλεται τόσο στην παγκοσμιοποίηση όσο και στην μεγαλύτερη εξωτερική στρατηγική ώθησης από τις εταιρείες της ΕΕ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.4: Η Εξέλιξη σε Εθνικό, Κοινωνικό και Διεθνές Επίπεδο στον τομέα των E & Σ στην Ε.Ε.					
Χρόνος	έθνος	Κοινότητα	Διεθνές ΕΕ-υπο εξαγορά	Διεθνές κράτος Ε.Ε. αγοραστής	Σύνολο
1991	65.1%	14.0%	12.8%	8.1%	100.0%
1992	67.9%	12.9%	12.2%	7.1%	100.0%
1993	63.5%	12.5%	14.9%	9.1%	100.0%
1994	62.7%	13.6%	13.5%	10.2%	100.0%
1995	61.0%	13.5%	12.7%	12.7%	100.0%
1996	57.9%	13.5%	14.8%	13.8%	100.0%
1997	56.8%	14.3%	15.6%	13.3%	100.0%
1998	55.0%	14.5%	15.5%	14.9%	100.0%
1999	56.5%	15.0%	11.2%	17.4%	100.0%

Πηγή: Thomson Financials SDC database

Κύρια χαρακτηριστικά των κυμάτων των Ευρωπαϊκών Συγχωνεύσεων

Το τέλος της δεκαετίας του 1980 και όλη η δεκαετία του 1990 σηματοδεύτηκε από παραχώδη και έντονα ιστορικά γεγονότα. Αυτή ήταν η περίοδος των πολλών αλλαγών με πρωτοβουλίες που προέκυψαν κάτω από την σφαίρα των πολιτικών, οικονομικών και κοινωνικών οργανισμών για την περαιτέρω Ευρωπαϊκή ενοποίηση. Μεταξύ αυτών είναι η πρωτοβουλία της Ενιαίας Αγοράς που προήλθε σαν αποτέλεσμα το 1992 και το σχέδιο της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης που εισήγαγε 12 από τα 15 μέλη κράτη στην νομισματική ένωση με την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος το 1999, του Ευρώ. Αυτή επίσης ήταν η περίοδος του τέλους του Ψυχρού Πολέμου, της κατάρρευσης του τείχους του Βερολίνου και της υιοθέτησης των ελεύθερων αγορών και ιδιωτικών επιχειρήσεων των κρατών της Ανατολικής και Κεντρικής Ευρώπης.

Αυτά τα ιστορικά γεγονότα συνοδεύτηκαν επίσης από την εξάπλωση της αποκανονικοποίησης και της ιδιωτικοποίησης των Μελών Κρατών προκειμένου να βελτιώσουν την συναγωνιστικότητα της οικονομίας της ΕΕ. Παρόλο που το χρηματιστήριο υπήρξε παραδοσιακά λιγότερο σημαντική πηγή χρηματοδότησης για τις ΕΕ εταιρείες (με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο) σε σχέση με τις εταιρείες στις ΗΠΑ, παρουσίασε φάσεις παρατεταμένης ανοδικής πορείας. Οι τεχνολογικές μεταβολές στην πληροφορική, στις τηλεπικοινωνίες, βιοτεχνολογίες παρείχαν νέες ευκαιρίες ανάπτυξης, τις οποίες φαίνεται να εκμεταλλεύθηκαν οι εταιρείες της ΕΕ μέσα από τις E & Σ. Γαλλικές και Ιταλικές Τράπεζες, οι οποίες πρόσφατα ιδιωτικοποιήθηκαν έχουν παίξει σημαντικό ρόλο στη δημιουργία του κύματος της δεκαετίας του 1990 μέσα από τις εγχώριες, εντός ΕΕ, εκτός ΕΕ E & Σ. Εταιρείες Χρηματοοικονομικών υπηρεσιών όπως η Deutsche Bank τόλμησαν να κατευθυνθούν προς τις ΗΠΑ και να εξαγοράσουν επενδυτικές τράπεζες.

Το ΗΒ απέχει από όλα τα μέλη κράτη της ΕΕ σε όρους έντασης της δραστηριότητας των E & Σ καθώς και έκθεσης του στις διεθνείς E & Σ. Την περίοδο 1998-99, στο ΗΒ λογίζονταν το 26% όλων των διεθνών συγχωνεύσεων συμπεριλαμβάνοντας εταιρείες ΕΕ είτε ως αγοράζουσες είτε ως αγοραζόμενες, ενώ η Γερμανία είχε μόλις το 16%, η Γαλλία το 13% και η Ολλανδία το 9% [Directorate General for economic and Financial Affairs, European Commission]. Το ΗΒ έχει

επίσης μεγάλη ιστορία στις συναλλαγές των συγχωνεύσεων και παρουσιάζει πολλές ομοιότητες με τις ΗΠΑ στον τομέα της κυβερνητικής laissez faire συμπεριφοράς στις εξαγορές, καθώς και της σημασίας που δίνει στο χρηματιστήριο ως πηγή εταιρικής χρηματοδότησης και εταιρικής διακυβέρνησης. Στους τομείς της ιδιωτικοποίησης, των εξαγορών και της οικονομικής απελευθέρωσης το ΗΒ θεωρείται ειδήμων.

Εξαγορές στην Ελλάδα

Το θεσμικό πλαίσιο και το οικονομικό περιβάλλον δεν ευνόησαν μια ενεργό και ανταγωνιστική αγορά επιχειρηματικού ελέγχου στο πρόσφατο παρελθόν. Ο μικρός αριθμός εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, σε συνδυασμό με τη μετοχική τους σύνθεση (οικογενειακές επιχειρήσεις, κρατικές επιχειρήσεις) αποτελέσαν βασικά εμπόδια ανάπτυξης των εξαγορών. Όμως το οικονομικό περιβάλλον σήμερα δικαιολογεί μια ενεργό αγορά εξαγορών. Η Βιομηχανία, το Εμπόριο και οι Υπηρεσίες έχουν εισέλθει σε ένα κρίσιμο στάδιο ανάπτυξης, που απαιτεί εκτεταμένη αναδιοργάνωση, νέα επιχειρηματική στρατηγική και εισαγωγή νέας τεχνολογίας.

Η ολοκλήρωση της ένταξης της ελληνικής οικονομίας στην ΕΕ και οι εξελίξεις στις βαλκανικές χώρες και τις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης δημιουργούν σημαντικές προκλήσεις και ευκαιρίες για τις ελληνικές επιχειρήσεις. Οι εξαγορές αναμένεται να παίξουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση επιχειρηματικής στρατηγικής προς αντιμετώπιση των προκλήσεων του μέλλοντος. Οι πρόσφατες εξελίξεις στον τραπεζικό κλάδο επιβεβαιώνουν αυτή την προοπτική και αποτελούν την αρχή μόνον μιας γενικότερης τάσης σε ολόκληρο τον χώρο των Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών, της Βιομηχανίας και του Εμπορίου.

Πίνακας 2.5

Συχνότητα Εξαγορών στην Ελλάδα ανά κλάδο (περίοδος 1987-1994)

ΚΛΑΔΟΣ		ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΣΥΧΝΟΤΗΤΑ
ΤΡΟΦΙΜΑ	63	19
ΠΟΤΑ/ ΑΝΑΨΥΚΤΙΚΑ	22	7
ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	23	4
ΠΛΑΣΤΙΚΑ	9	3
ΥΠΕΡΚΑΤ.ΤΡΟΦΙΜΑ	30	9
ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟΣ	19	6
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΟΣ	15	5
ΥΠΟΛΟΙΠΟΙ ΚΛΑΔΟΙ	155	47
ΣΥΝΟΛΟ	326	100

Ενδεικτικά, ο πίνακας 3.12 παρουσιάζει 326 εξαγορές (ολικές ή μερικές) και συνεργασίες (joint ventures) στην Ελλάδα την περίοδο 1987-1994 (ΠΗΓΗ : άρθρο Τραυλού στο περιοδικό Τάσεις 2000)

Ανάμεσα στις επιχειρήσεις-στόχους (εξαγοραζόμενες), οι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αντιπροσωπεύουν ένα ελάχιστο ποσοστό. Οι περισσότερες επιχειρήσεις-στόχοι προέρχονται από τη Βιομηχανία. Σε αυτή την ομάδα οι κλάδοι με τη συχνότερη δραστηριότητα εξαγορών είναι τα Τρόφιμα, Ποτά/Αναψυκτικά, Κλωστοϋφαντουργία και Πλαστικά. Άλλοι κλάδοι με μεγάλη δραστηριότητα είναι τα Υπερκαταστήματα Τροφίμων, οι Ασφαλιστικές Επιχειρήσεις και οι Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις.

2.3.ΤΑ ΚΥΜΑΤΑ ΤΩΝ Ε & Σ ΣΤΟ ΗΒ

Τα έντονα σημάδια των συγχωνεύσεων στο ΗΒ εμφανίζονται στη δεκαετία του 1960 , παρόλο που δυο μικρά ξεσπάσματα συγχωνεύσεων συνέβησαν τη δεκαετία του 1980 και του 1920.[G Bannock,1990)] .Ο πίνακας 2.6 παρουσιάζει τον αριθμό και την αξία των εξαγορών και αποεπενδύσεων στο ΗΒ από το 1964 έως το 1992.Υπάρχουν ξεκάθαρα ανοδικά ξεσπάσματα εξαγορών το 1968,το 1972και το 1989 σε όρους αξίας και σε όρους μέσου όρου μεγέθους των εξαγορών καθώς φαίνεται στο Διάγραμμα 2.5.

Το πρώτο , δεύτερο και τρίτο κύμα

Υπήρξε μια μικρή κίνηση εξαγορών μεταξύ του 1945 και του τέλους της δεκαετίας του 1950 στο ΗΒ, μια περίοδος μετά-πολεμικής αναδιάρθρωσης . Μετά το ανοδικό ξέσπασμα του 1968, το κύμα υποχώρησε για λίγο μέχρι που ξαναεμφανίστηκε το 1972. Το τρίτο κύμα ήταν την περίοδο 1984-1989.Η ονομαστική αξία των συγχωνεύσεων το 1968 ήταν £ 1,95 δις. Αυτή αυξήθηκε σε £ 2,5 δις το 1972 και έφτασε το υψηλό ποσό των £ 27 δις το 1989. Ο μέσος όρος της αξίας των διαπραγματευόμενων συμφωνιών σε αυτά τα ξεσπάσματα ήταν αντίστοιχα £ 2εκ, £2 εκ και £20,4 εκ. Τα peak του 1968 και του 1972 ήταν της ίδιας τάξεως. Η κατά μέσο όρο διαπραγματευόμενη αξία του 1989 ήταν δεκαπλάσια των άλλων δυο και η συνολική αξία των εξαγορών , σε τιμές του 1990, ήταν διπλάσια σε μέγεθος των προηγούμενων δύο.

Τα κύρια χαρακτηριστικά των δύο πρώτων κυμάτων συγχωνεύσεων στο ΗΒ

Το πρώτο κύμα ,το οποίο κορυφώθηκε το 1968, αποτελείτο κυρίως από οριζόντιες συγχωνεύσεις σε αντίθεση με το αντίστοιχο κύμα στις ΗΠΑ , το οποίο παρουσίαζε μια μετακίνηση από τις μονοπωλιακές και ολιγοπωλιακές συγχωνεύσεις στις ανομοιογενείς συγχωνεύσεις. Το κύμα του 1960 στο ΗΒ is intriguing από τη στιγμή που ακολούθησε πιστά το πέρασμα του Νόμου των Μονοπωλίων και Συγχωνεύσεων και τη δημιουργία της Επιτροπής για τον έλεγχο των μονοπωλιακών καταστάσεων και συγχωνεύσεων (MMC) . Εφόσον η αρχική φύση του αντιμονοπωλιακού συστήματος μπορεί να εξηγήσει την μη ελεγχόμενη επίδραση των οριζόντιων συγχωνεύσεων υπάρχει μια εναλλακτική αιτία για αυτό το παράδοξο.

Υπό την εργατική κυβέρνηση του 1964, μια νέα βιομηχανική πολιτική υιοθετήθηκε με σκοπό να ενδυναμώσει τις Αγγλικές εταιρείες και να τις κάνει άξιες να συναγωνιστούν στις παγκόσμιες αγορές .Ο Οργανισμός Βιομηχανικής Αναδιάρθρωσης (IRC) αποτέλεσε το όργανο που θα έφερνε αυτόν τον μετασχηματισμό. Κατά τη διάρκεια 1965-69, ο Οργανισμός Βιομηχανικής αναδιάρθρωσης υποστήριξε περίπου 50 οριζόντιες συγχωνεύσεις .Οι συγχωνεύσεις που υποστηρίχθηκαν από τον IRC κατάφεραν να ξεφύγουν από μονοπωλιακή λεπτομερή εξέταση του MMC.[J Fairburn, *The Evolution of Merger Policy in Britain* , in J A Fairburn and JA Kay , *Mergers and Merger Policy* ,(Oxford: Oxford University Press, 1989)]. Αυτή η έξαρση μπορεί να εξηγήσει το παράδοξο του νέου μονοπωλιακού συστήματος που συνόδευσε μια μαζική άνθιση των οριζόντιων συγχωνεύσεων.

Πίνακας 2.6

Έτος	Εξαγορές		Αποεπενδύσεις		Αποεπένδ/ Εξαγορά
	Αριθμός	Αξία (£εκ)	Αριθμός	Αξία (£εκ)	(%)
1964	940	505			
1965	1000	517			
1966	807	500			
1967	763	822			
1968	946	1946			
1969	906	935	102	100	9.3
1970	793	1122	179	126	11.2
1971	884	911	264	166	18.2
1972	1210	2532	272	185	7.3
1973	1205	1304	254	247	18.9
1974	504	508	137	49	9.6
1975	315	291	115	70	24.1
1976	353	448	111	100	22.3
1977	481	824	109	94	11.4
1978	567	1140	126	163	14.3
1979	534	1656	117	186	11.2
1980	469	1475	101	210	14.2
1981	452	1144	125	262	22.9
1982	463	2206	164	804	36.5
1983	447	2343	142	436	18.6
1984	568	5474	170	1121	20.5
1985	474	7090	134	793	11.2
1986	842	15 370	221	3093	20.1
1987	1528	16 486	340	4667	28.3
1988	1499	22 839	376	5532	24.2
1989	1337	27 250	441	5677	20.8
1990	779	8329	342	2941	35.3
1991	506	10 434	214	2945	28.2
1992	433	5803	199	1832	31.6

πηγή: 'Acquisitions and Mergers within the UK', Central Statistical Office Bulletin, London, May 1993.

Το δεύτερο κύμα , το οποίο κορυφώθηκε το 1972, χαρακτηρίζεται επίσης από τις οριζόντιες συγχωνεύσεις αλλά σε μικρότερο βαθμό. Υπήρξε επίσης μια μεγαλύτερη επίδραση στις ανομοιογενείς συγχωνεύσεις .Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις αποτελούσαν το 82% σε αριθμό και το 89% σε περιουσιακά στοιχεία κατά τη διάρκεια του 1965-69 , ενώ στο ακόλουθο κύμα της περιόδου 1970-74 αποτελούσαν το 73% και το 65% αντίστοιχα. Οι διαφοροποιημένες συγχωνεύσεις κατά τη διάρκεια του πρώτου κύματος αποτελούσαν το 13% σε αριθμό και το 7% σε αξία στο ίδιο δείγμα συγχωνεύσεων αλλά στη διάρκεια του δεύτερου κύματος αποτελούσαν το 23% και το 27% αντίστοιχα. Είναι φανερό ότι υπάρχει μια αισθητή κίνηση προς τις ποικίλες συγχωνεύσεις στο δεύτερο κύμα.[A Huges]

Το πρώτο κύμα συγχωνεύσεων μπορεί επίσης να συνέβαλε στην αύξηση της συγκέντρωσης της αγοράς και της συνολικής συγκέντρωσης στο ΗΒ. Παρόλο το γεγονός της μεγάλης αναλογίας των οριζόντιων συγχωνεύσεων στο δεύτερο κύμα , ο 5-εταιρειών δείκτης συγκέντρωσης αυξήθηκε οριακά από το 45,5% το 1970 στο 47,2% το 1975 προτού πέσει στο 46,4 % το 1979. Ο δείκτης συγκέντρωσης των 100-εταιρειών ήταν ακόμα πιο σταθερός γύρω στο 25% για το διάστημα από 1968-1980. Επομένως η επίδραση του δεύτερου κύματος στην αγοραστική δύναμη των συγχωνευθέντων εταιρειών ήταν πολύ οριακή[A Hughes, ibid, Tables 1.7 and 1.8].

Τα κύρια χαρακτηριστικά του κύματος της δεκαετίας του 1980

Όπως και στις ΗΠΑ, αυτό το κύμα συμπίπτει με την ανοδική πορεία του χρηματιστηρίου από την ύφεση του 1980-81 στο κραχ της αγοράς το 1987 και η τελική κορύφωση ολοκληρώθηκε το 1989.Το κύμα της δεκαετίας του 1980 χαρακτηρίζεται από την συμπαγή αναδιάρθρωση στην κατασκευαστική βιομηχανία αλλά και στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Η Μεγάλη Έκρηξη της αποκανονικοποίησης στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στην πόλη του Λονδίνου κήρυξε την άφιξη των αμερικάνικων επενδυτικών τραπεζών ,που όχι μόνο έφερε την τεράστια ικανότητα τους για αύξηση κεφαλαίου αλλά και την εμπειρία τους στην επενδυτική τραπεζική και τις τεχνικές τους στον τομέα των συμβουλευτικών εργασιών για Ε & Σ ,στην εταιρική αναδιοργάνωση, στη διαχείριση κινδύνου, στις συναλλαγές χρεογράφων και στις αγοραπωλησίες του χρηματιστηρίου.

Η εξειδίκευση στις τακτικές και άμυνες των επιθετικών εξαγορών μεταφυτεύτηκαν στο Λονδίνο με την πρόσφατη άφιξη των Αμερικανικών επενδυτικών τραπεζών ,και οδήγησαν σε πιο επιθετικές εχθρικές εξαγορές σε σχέση με αυτές του παρελθόντος παρόλο που οι εχθρικές εξαγορές ήταν ήδη γνωστές στο ΗΒ από τα τέλη της δεκαετίας του 1960. Μερικές από τις 'αρπακτικές 'τακτικές των Αμερικάνων εφαρμόστηκαν και στο ΗΒ. Νέες χρηματοοικονομικές τεχνικές όπως η εξαγορά μέσω υψηλού δανεισμού(LBOs) μεταφέρθηκε επίσης από τις ΗΠΑ στο ΗΒ αλλά βέβαια σε μικρότερη κλίμακα.

Οι Αγγλικές εταιρείες καθώς και οι επενδυτές Οργανισμών υφίσταντο μια ανανέωση της πίστη στην διοίκηση της αξίας των μετόχων. Το αποτέλεσμα ήταν η επιστροφή στην ειδίκευση που οδήγησε στις αποεπενδύσεις σε μια άνευ προηγουμένου κλίμακα, όπως φαίνεται στον Πίνακα 2.5. Οι αγγλικές εταιρείες διευθέτησαν πάλι το χαρτοφυλάκιο των επιχειρήσεων τους μέσα από τις εξαγορές και αποεπενδύσεις και παράλληλα προσπάθησαν να κερδίσουν μεγαλύτερη εστίαση και αύξηση των κεφαλαίων με σκοπό την χρηματοδότηση τους.

Το τέταρτο κύμα συγχωνεύσεων

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, το ΗΒ πέρασε το τέταρτο κύμα καθώς φαίνεται στο Πίνακα 2.7 , το οποίο μοιράζεται πολλά κοινά χαρακτηριστικά με το αντίστοιχο των ΗΠΑ αλλά και της ΕΕ. Πολλοί νέοι τομείς ιδιωτικοποιήθηκαν όπως για παράδειγμα ο ηλεκτρισμός , το νερό και το αέριο .Η περαιτέρω αποεπένδυση της τηλεπικοινωνιακής βιομηχανίας αύξησε την

πίεση στην British Telecom , η οποία είχε προηγουμένως το μονοπώλιο, να αναδιοργανωθεί. Επομένως ,όπως και στις ΗΠΑ, στο ΗΒ υπήρξε μεγάλο ποσοστό divestiture που συνόδευσε την άνθηση των συγχωνεύσεων.

Η άποψη για τα κύματα των συγχωνεύσεων

Τα κύματα των συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ, στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στο Ηνωμένο Βασίλειο δείχνουν ότι ενώ τα αρχικά κύματα επηρεάστηκαν από τις συνθήκες που επικρατούσαν σε μεμονωμένες χώρες και από τις εταιρείες που έψαχναν να μεταβάλλουν την ανταγωνιστική τους θέση απέναντι στους εγχώριους αντιπάλους τους , τα κύματα της δεκαετίας του '80 και '90 χαρακτηρίζονται από παρόμοιες τάσεις σε διαφορετικές χώρες και από την αυξανόμενη παγκοσμιοποίηση του προϊόντος και των κεφαλαιαγορών καθώς και από την ομοιότητα στον τρόπο προσέγγισης του κρατικού ρόλου στη βιομηχανία ,στην εταιρική διακυβέρνηση και στην αξία των μετόχων σαν ένας σημαντικός αποφασιστικός παράγοντας για τις εταιρικές αποφάσεις. Η αύξηση επίσης των διασυνοριακών Ε & Σ αντανakλά τις στρατηγικές των επιχειρήσεων για να αντιμετωπίσουν τις αλλαγές στην ΕΕ όπως είναι η Ενιαία Αγορά και το Ενιαίο Νόμισμα αλλά και για να μπορέσουν να συναγωνιστούν στις παγκόσμιες αγορές και τεχνολογίες.

Πίνακας 2.7

Σύγκριση των Εξαγορών και Αποεπενδύσεων στο Η Β από 1984 έως 2001					
Έτος	Εξαγορές		Αποεπενδύσεις		Αποεπένδυση/ Εξαγορά
	Αριθμός	αξία £εκ	Αριθμός	Αξία £εκ	
1984	507	5,240	0	0	0
1985	968	9,793	3	146	0.01
1986	1,323	25,133	6	5813	0.23
1987	1,937	27,698	468	7,210	0.26
1988	2,241	37,623	608	13,254	0.35
1989	2,078	47,232	676	10,816	0.23
1990	1,524	27,678	612	10,221	0.37
1991	1,189	18,181	442	6,001	0.33
1992	1,152	19,747	468	5,319	0.27
1993	1,248	17,360	503	8,640	0.50
1994	1,555	25,272	538	7,430	0.29
1995	1,694	67,747	570	13,412	0.20
1996	1,689	55,898	543	13,228	0.24
1997	1,801	64,077	561	12,862	0.20
1998	2,278	90,107	798	18,193	0.20
1999	2,279	113,068	30	1,647	0.01
2000	2,675	225,972	59	3,370	0.01
2001	1,929	95,109	46	4945	0.05

Πηγή: Thomson Financial SDC database

2.4. ΘΕΩΡΙΑ ΕΞΗΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΚΥΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Ο Michael Gort ανέπτυξε την θεωρία των οικονομικών αναταραχών σχετικά με τα κύματα συγχωνεύσεων.[M Gort,1969]. Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό ,τα κύματα συμβαίνουν όταν μια αύξηση στην γενική οικονομική δραστηριότητα προκαλεί μια ανισορροπία στην αγορά προϊόντων και κάποιοι επενδυτές κρατούν μεγαλύτερη θετική προσδοκία για μελλοντική ζήτηση από κάποιους άλλους και υψηλότερη αξία εξαγοραζόμενων εταιρειών. Οι συγχωνεύσεις είναι αποτέλεσμα προσπαθειών για να αποκτήσουν το πλεονέκτημα αυτών των διαφορετικών αξιών. Όταν κάποια πρωτοπόρος εταιρεία κάνει κινήσεις συγχώνευσης ,τότε και οι ανταγωνιστές της θα την ακολουθήσουν φοβούμενοι πως αλλιώς θα μείνουν πίσω. Έτσι αρχίζουν οι κινήσεις για την ανάπτυξη του κύματος. Το μοντέλο του Gort αποτελείται από την επίδραση των κυμάτων συγχώνευσης κατά την διάρκεια περιόδων δυνατής οικονομικής ανάπτυξης και αύξησης των χρηματιστηριακών αγορών στις ΗΠΑ, ΗΒ και ΕΕ.

Όταν οι οικονομικές αναταραχές μπορούν να προκαλέσουν εν μέρει κύματα συγχωνεύσεων, τότε αυτές οι αναταραχές μαζί με τα κύματα μπορούν να υποβληθούν σε ευρύτερες επιρροές .Είναι επίσης εύλογο ότι ένα αρχικό κύμα συγχώνευσης δημιουργεί από μόνο του οικονομική ανισορροπία. Ακόμα πολλοί συναφείς παράγοντες μπορεί να αλλάξουν ακριβώς πριν ή κατά τη διάρκεια αυτών των κυμάτων. Σε μερικές περιπτώσεις οι εταιρείες επιχειρούν συγχωνεύσεις όταν έχουν προβλέψει νέες αλλαγές . Για παράδειγμα , πολλές Ευρωπαϊκές εταιρείες προχώρησαν σε συγχωνεύσεις στα τέλη του '80 προβλέποντας την δημιουργία της Ενιαίας Αγοράς στην ΕΕ το 1992 .Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα η ανάπτυξη των Ε & Σ εντός ΕΕ , να είναι γρηγορότερη από την ανάπτυξη στην εθνικές συγχωνεύσεις [S Davies and B Lyons , 1996) .Επομένως οι αναταραχές θέτουν σε ενέργεια ή προσφέρουν τις συνθήκες για μεγάλη κλίμακα πραγματοποίησης συγχωνεύσεων.

Το μοντέλο PEST(Political Economic Social Techniques) συνενώνει τις Πολιτικές , Οικονομικές, Κοινωνικές και Τεχνικές διαστάσεις και παρέχει ένα άλλο πλαίσιο για να ερμηνευθούν τα κύματα των συγχωνεύσεων. Για παράδειγμα οι τεχνολογικές καινοτομίες τη δεκαετίας του 1980 στην μαζική παραγωγή και μεταφορά και οι καινοτομίες στην πληροφορική τεχνολογία το 1990 ,παρέχουν την ώθηση για έναν αριθμό συγχωνεύσεων. Οι μεταβολές στο φορολογικό σύστημα ή οι δημογραφικές αλλαγές ,οι κυβερνητικές αλλαγές στις συντάξεις των πολιτών είναι παραδείγματα αλλαγών στους συναφείς παράγοντες που μπορούν να παρέχουν στις εταιρείες την ευκαιρία για ανάπτυξη νέων πηγών ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μέσα από τις Ε & Σ . Για παράδειγμα , τη δεκαετία του 1990, συγχωνεύσεις πολλών τραπεζών , ασφαλιστικών εταιρειών, εταιρειών διαχείρισης ενεργητικού οδήγηθηκαν από την ευκαιρία για ανάπτυξη νέας εξοικονόμησης και επενδυτικών προϊόντων για τις Ηπειρωτικές Χώρες των οποίων οι κυβερνήσεις εύχονταν να μετακινήσουν το βάρος της συνταξιοδότησης από την γενική φορολογία στην ιδιωτική παροχή ,ενθαρρύνοντας αυτή την κίνηση με κάποια φορολογικά κίνητρα (όπως συνέβη στην Γερμανία).

Στο δεύτερο κύμα συγχώνευσης στην δεκαετία του 1920 στις ΗΠΑ, πολιτικοί και ρυθμιστικοί παράγοντες επηρέασαν την πορεία των συγχωνεύσεων οδηγώντας από το μονοπώλιο στο ολιγοπώλιο καθώς ο πληθυσμός ανησύχησε από την δημιουργία των μονοπωλίων κατά το πρώτο κύμα και δημιουργήθηκαν νέοι αυστηροί αντιμονοπωλιακοί νόμοι. Νέα διοικητικά μοντέλα όπως ο τύπος Πολυδιοικητικής Κατάτμησης (multidivisional form management) έκανε ικανά τα Διοικητικά Στελέχη να προχωρήσουν σε εξαγορές ασυσχέτιστων επιχειρήσεων.[A Shliefer and R W Vishny, ibid]. Η προτίμηση των διοικητικών στελεχών για ανάπτυξη την περίοδο του '60 και τα νέα διοικητικά εργαλεία πιθανώς ώθησαν την ανομοιογενή ανάπτυξη του '60. Τη δεκαετία του '80 , με πιο χαλαρό αντιμονοπωλιακό σύστημα , οι πολιτικοί παράγοντες υποχώρησαν αλλά οι οικονομικοί και κοινωνικοί παράγοντες όπως είναι η παγκοσμιοποίηση ή η έμφαση στην αξία των μετόχων παρείχαν την ώθηση για το τέταρτο κύμα στις ΗΠΑ. Τέλος

πολιτικές και ιδεολογικές τάσεις προς την αποκανονικοποίηση και την ιδιωτικοποίηση στα μέλη κράτη της ΕΕ καθώς και οι προσπάθειες για οικονομική ενοποίηση επέδρασαν στις Ε & Σ. Η ανάπτυξη της πληροφορικής και η σύγκλιση των τεχνολογιών στην επικοινωνία του internet , στα μέσα μαζικής ενημέρωσης και στις τηλεπικοινωνίες συνέβαλαν στις συγχωνεύσεις της 'νέας οικονομίας'.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση , πέρα από τους τεχνολογικούς και πολιτικούς παράγοντες , επικράτησαν και κοινωνιολογικοί παράγοντες όπως είναι ηλικιακή κατανομή των πληθυσμών και η μακροβιότητα οδήγησαν τις κυβερνήσεις σε αλλαγές της πολιτικής τους σχετικά με την συνταξιοδότηση των πολιτών τους. Η μετακίνηση της συνταξιοδότησης από το κράτος στον ιδιωτικό τομέα δημιούργησε νέες ευκαιρίες για τις εταιρείες χρηματοοικονομικών υπηρεσιών που μπορούν τώρα να πωλούν τα υπάρχοντα προϊόντα τους σε νέες αγορές ή να δημιουργήσουν καινούργια προκειμένου να τα προσαρμόσουν στους νέους πελάτες. Αυτό έθεσε σε ενέργεια τις συγχωνεύσεις στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών τόσο σε εγχώρια όσο και διεθνή επίπεδα.

3. ΤΑ ΕΙΔΗ Ε & Σ ΚΑΙ ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

3.1. ΕΙΔΗ ΚΑΙ ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ ΤΩΝ Ε&Σ.

Εταιρική Συγχώνευση είναι η οικονομική πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις λύνονται με σκοπό το σχηματισμό ενός συνδυασμού επιχειρήσεων που δημιουργεί μια κατά κανόνα μεγαλύτερη και ισχυρότερη οικονομική μονάδα. (Λεονταρής ,2000)

Τα κύρια είδη των Ε & Σ διακρίνονται σε τρεις βασικές κατηγορίες :

(Α) *Ανάλογα με τον τρόπο προσφοράς σε :*

- i. Συγχώνευση :όπου είναι η πλήρης απορρόφηση από μια επιχείρηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού μιας άλλης επιχείρησης. Η απορροφούμενη επιχείρηση σταματάει να υπάρχει σαν νομική οντότητα και τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού της αναλαμβάνονται από την αγοράζουσα επιχείρηση. Οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης επιχείρησης πληρώνονται είτε με μετρητά είτε με αξιόγραφα της αγοράζουσας επιχείρησης. Αυτός ο επιχειρηματικός συνδυασμός απαιτεί συμφωνία των μετόχων και των δύο επιχειρήσεων. Η διοίκηση έχει το δικαίωμα να αρνηθεί μια πρόταση για συγχώνευση πριν η πρόταση υποβληθεί στους μετόχους προς συζήτηση.
- ii. Ενοποίηση : είναι ο συνδυασμός δύο ξεχωριστών επιχειρήσεων σε μια νέα επιχείρηση με ξεχωριστή νομική υπόσταση . Σ 'αυτήν την περίπτωση και οι δύο προηγούμενες επιχειρήσεις παύουν να υφίστανται , η έγκριση των μετόχων είναι αναγκαία και τα διοικητικά στελέχη διατηρούν την ευχέρεια να αρνηθούν την πρόταση ενοποίησης.
- iii. Απόκτηση στοιχείων ενεργητικού : μια επιχείρηση αγοράζει συγκεκριμένα στοιχεία ενεργητικού από μια άλλη επιχείρηση . Σ 'αυτή τη συναλλαγή η αγοράζουσα επιχείρηση αποκτά μόνο ενεργητικά στοιχεία κι όχι υποχρεώσεις . Επίσης η πωλήτρια διατηρεί τη νομική της υπόσταση.
- iv. Απόκτηση μετοχών : η αγοράζουσα επιχείρηση επενδύει σε μετοχές της αγοραζόμενης επιχείρησης , συνήθως μέσω χρηματιστηρίου .
- v. Εξαγορά δια δημοσίας προσφοράς : η αγοράζουσα εταιρεία απευθύνει δημοσίως πρόσκληση να αγοράσει ένα μέρος (συνήθως περισσότερο από 51%) από τις κοινές μετοχές της αγοραζόμενης επιχείρησης σε μια συγκεκριμένη τιμή και σε μια συγκεκριμένη ή και πριν από αυτήν ημερομηνία . Αυτή συνήθως η προσφορά υπόκειται σε ορισμένους περιορισμούς , όπως είναι ο αριθμός των προσφερόμενων μετοχών. Οι μέτοχοι που προσφέρουν τις μετοχές τους πληρώνονται σε χρήμα ή σε αξιόγραφα της αγοράζουσας εταιρείας, συνήθως σε κοινές μετοχές. Σε αντίθεση με τις συγχωνεύσεις και τις ενοποιήσεις οι εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς δεν απαιτούν γενική συνέλευση των μετόχων προς έγκριση. Οι μέτοχοι που αποδέχονται τους όρους της πρόσκλησης απλά προσφέρουν τις μετοχές τους. Επιπρόσθετα , δεν απαιτείται συγκατάθεση των διοικητικών στελεχών. Η συνεργασία όμως της διοίκησης συντελεί κατά κανόνα στην επιτυχή ολοκλήρωση της εξαγοράς.

(Β) *Ανάλογα με την θέση που θα πάρει η διοίκηση απέναντι στην πρόταση εξαγοράς σε:*

- i. Φιλικές εξαγορές ,όπου η διοίκηση της αγοραζόμενης επιχείρησης συνεργάζεται με τη διοίκηση της αγοράζουσας για την ολοκλήρωση της εξαγοράς.

- ii. Εχθρικές εξαγορές, όπου η διοίκηση δεν δέχεται την προταθείσα εξαγορά και προκειμένου να αποφύγει ή να καθυστερήσει την συγχώνευση που δεν επιθυμεί, καταφεύγει σε αμυντικές τακτικές. Οι τακτικές αυτές διακρίνονται στις παρακάτω κατηγορίες :
- iii. Οι διοικήσεις προσπαθούν να καθυστερήσουν την ανεπιθύμητη εξαγορά προκαλώντας δικαστικές επεμβάσεις που βασίζονται συνήθως σε αντιμονοπωλιακές νομοθεσίες.
- iv. Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις αγοράζουν άλλες επιχειρήσεις , συνήθως του ίδιου κλάδου , προκαλώντας με αυτό τον τρόπο δικαστικές επεμβάσεις .
- v. Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις πωλούν ένα μέρος από τα περιουσιακά τους στοιχεία , που συνήθως είναι αυτά που επιθυμεί η αγοράζουσα επιχείρηση ("τα κοσμήματα του στέμματος"-crown jewels).
- vi. Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις έναν άλλο αγοραστή να υποβάλλει πρόταση εξαγοράς .("Λευκός Ιππότης"-white knight). Συνήθως οι διοικήσεις της αγοραζόμενης επιχείρησης και του Λευκού Ιππότη έχουν καλές σχέσεις.
- vii. Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις συνήθως δανειζονται αρκετά χρήματα που είναι πληρωτέα αμέσως μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς.
- viii. Οι διοικήσεις των υπό εξαγορά επιχειρήσεων προσφέρουν στους εαυτούς τους υπερβολικές αποζημιώσεις σε περίπτωση αντικατάστασης τους από τον αγοραστή (Χρυσά Αλεξίπτωτα-Golden Parachutes).
- ix. Οι διοικήσεις των υπό εξαγορά επιχειρήσεων δημιουργούν αξιόγραφα που δίνουν στους κατόχους τους ειδικά δικαιώματα , όπως να αγοράσουν μετοχές τις αγοράζουσας ή αγοραζόμενης επιχείρησης ,που ασκούνται μόνο σε περίπτωση ιδιοκτησιακής αλλαγής (Δηλητηριώδη Χάπια- Poison Pills).

(Γ) Ανάλογα με τη συσχέτιση των δραστηριοτήτων των συγχωνευμένων εταιρειών ή το λεγόμενο βαθμό ολοκλήρωσης σε :

- Οριζόντια συγχώνευση, όπου λαμβάνει μέρος ανάμεσα σε δύο επιχειρήσεις που έχουν την ίδια επιχειρηματική γραμμή ,παράγουν τα ίδια προϊόντα , και τα πουλούν στις ίδιες αγορές . Πρόσφατα παραδείγματα αποτελούν η συγχώνευση μεταξύ της Nationsbank με την Bank America.
- Κάθετη συγχώνευση, όπου αναφέρεται σε εταιρείες με διαφορετικό στάδιο παραγωγής. Οι δύο αυτές εταιρείες είχαν μια πιθανή σχέση αγοραστή-πωλητή πριν την συγχώνευση. Συχνά μια επιχείρηση εξαγοράζει τον κύριο προμηθευτή ή διανομέα της. Ένα παράδειγμα τέτοιου είδους συνένωσης αποτελεί η εξαγορά της ABC τηλεόρασης από την Walt Disney . Η Disney προγραμματίσει να χρησιμοποιήσει το δίκτυο της ABC για να προβάλει και να προωθήσει τις μεγάλες παραγωγές της.
- Ανομοιογενής συγχώνευση, όπου περιλαμβάνει εταιρείες από διαφορετικές επιχειρηματικές γραμμές , που παράγουν διαφορετικά προϊόντα (συγχώνευση επέκτασης προϊόντος)ή πουλούν τα προϊόντα τους σε ξεχωριστές αγορές(συγχώνευση επέκτασης αγορών). Η πρώτη μορφή πραγματοποιείται όταν οι επιχειρήσεις σχετίζονται λειτουργικά στην παραγωγή και διανομή των προϊόντων τους αλλά πουλούν προϊόντα που δεν ανταγωνίζονται ευθέως μεταξύ τους. Η δεύτερη μορφή είναι η καθαρή ανομοιογενής συγχώνευση διότι οι δυο επιχειρήσεις δεν είναι καθόλου συσχετιζόμενες. Αυτές οι συγχωνεύσεις ήταν πολύ γνωστές στην δεκαετία του 1960 και 1970 ενώ την δεκαετία του 1980 μειώθηκαν αισθητά.

Τη τελευταία δεκαετία παρατηρείται μια νέα μορφή συγχωνεύσεων γνωστή ως μετατροπή σε επιχειρήσεις κλειστού τύπου(going private transactions). Αυτές οι συγχωνεύσεις διευκολύνονται με υψηλό τραπεζικό δανεισμό και διακρίνονται στις παρακάτω κατηγορίες :

- *Εξαγορές δια δανεισμού (LBOs)* : είναι η εξαγορά όλων των μετοχών ή των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο , από μια μικρή ομάδα επενδυτών μέσω μιας συναλλαγής που χρηματοδοτείται κυρίως δια δανεισμού. Οι επενδυτές συνήθως υποστηρίζονται χρηματοδοτικά από επιχειρήσεις που εξειδικεύονται στις εξαγορές ή από επενδυτικές Τράπεζες που διακανονίζουν τέτοιες συναλλαγές . Μετά την εξαγορά η αγοραζόμενη επιχείρηση λειτουργεί σαν εξωχρηματιστηριακή εταιρεία λίγων μετόχων. Αυτές οι εξαγορές οδηγούν σε υψηλό δανεισμό.
- *Εξαγορές από διοικητικά στελέχη (MBOs.)* : μερικές εξαγορές ξεκινούν με την πρωτοβουλία μιας ομάδας διοικητικών στελεχών που εξαγοράζουν βέρος των μετοχών της νέας επιχείρησης. Τα υπόλοιπα χρήματα καταβάλλονται από επενδυτικές τράπεζες με τη μορφή είτε μετοχικού κεφαλαίου είτε δανείων.
- *Εξαγορά εταιρικών μονάδων (unit MBOs)* : είναι η ειδική μορφή εξαγοράς μιας επιχείρησης όπου οι αγοραστές , συνήθως καθοδηγούμενοι από ένα διευθυντικό στέλεχος της μητρικής εταιρείας , αγοράζουν μια θυγατρική εταιρεία της μητρικής. Οι αγοραστές καταβάλλουν ένα μέρος του κεφαλαίου ενώ τα υπόλοιπα κεφάλαια αντλούνται από επενδυτικές τράπεζες με τη μορφή μετοχικού και δανειακού κεφαλαίου.
- *Αντίστροφες εξαγορές (reverse LBOs)*: σύμφωνα με αυτή την μορφή οι μέτοχοι μιας μη εισηγμένης εταιρείας στο Χρηματιστήριο συμμετέχουν στην έκδοση δικαιωμάτων μιας εισηγμένης , η οποία χρησιμοποιεί τα αντληθέντα κεφάλαια για να εξαγοράσει την πρώτη και να εξασφαλίσει τη δική της εισαγωγή στο Χρηματιστήριο. Με αυτό τον τρόπο στην Ελλάδα η TELESIS Χρηματιστηριακή εξαγόρασε τη μικρή Δωρική Επενδυτική Τράπεζα , αποκτώντας τόσο την τραπεζική της άδεια όσο και τη θέση της στο Χρηματιστήριο , μέχρι που τελικά ονομάστηκε σε TELESIS Επενδυτική Τράπεζα.

ΑΠΟΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (DIVESTITURES)

Οι παραδοσιακές μορφές συγχωνεύσεων συνδυάζουν τα περιουσιακά στοιχεία ή τις επιχειρήσεις ενώ αντίθετα οι αποεπενδύσεις διαμελίζουν τα περιουσιακά στοιχεία ή τις επιχειρήσεις. Υπάρχουν πολλές μορφές αποεπενδύσεων όπου και παρουσιάζονται παρακάτω :

- *Εκποιήσεις – sell offs* : στις εκποιήσεις η πωλούσα επιχείρηση πωλεί μέρος της επιχείρησης με αντάλλαγμα μετρητά ή αξιόγραφα της αγοράζουσας επιχείρησης.
- *Αποσκιρτήσεις – spin offs* : η μητρική εταιρεία διανέμει αναλογικά τις μετοχές μιας θυγατρικής της εταιρείας στους μετόχους της μητρικής . Η θυγατρική εταιρεία μετατρέπεται σε ανεξάρτητη επιχείρηση.
- *Αποσχίσεις – split offs* : είναι η μεταβίβαση μιας θυγατρικής εταιρείας στους μετόχους της μητρικής μέσω ανταλλαγής των μετοχών τους στη μητρική εταιρεία με μετοχές στη θυγατρική εταιρεία.
- *Κατατμήσεις – split- ups* : η μητρική εταιρεία διαμελίζεται σε πολλές ξεχωριστές εταιρείες μέσω μιας αλυσίδας αποσκιρτήσεων.
- *Αποκοπές – carve outs* : είναι η άντληση μετοχικού κεφαλαίου δια δημόσιας εγγραφής των θυγατρικών εταιρειών .
- *Εκκαθαρίσεις – liquidations* : αφορά την πώληση όλων των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης , με συνέπεια να παύει η ύπαρξη της .

Για τη μελέτη των οικονομικών και κοινωνικών επιπτώσεών τους, οι εξαγορές ομαδοποιούνται και αξιολογούνται συνήθως με βάση τα ακόλουθα **κριτήρια**:

A) Είδος εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Εάν η εξαγοραζόμενη επιχείρηση ανήκει στο δημόσιο τομέα και αγοράζεται από ιδιωτική επιχείρηση, έχουμε, παράλληλα με την εξαγορά, τη λεγόμενη **ιδιωτικοποίηση**.

B) Προέλευση εξαγοράζουσας επιχείρησης. Η εξαγοράζουσα μπορεί να είναι ξένη, πολυεθνική ή εδρεύουσα σε άλλη χώρα, ή εγχώρια επιχείρηση.

Γ) Οικονομικοί και επιχειρηματικοί στόχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Τέτοιοι στόχοι μπορεί να είναι:

- αμυντική ή επιθετική προσπάθεια προσαρμογής στον ανταγωνισμό
- αύξηση μεγέθους για πιο αποδοτική λειτουργία
- απορρόφηση ανταγωνιστών
- ενίσχυση της θέσης της στην αγορά,
- αξιοποίηση συμπληρωματικότητας δραστηριοτήτων
- προοπτική συγχώνευσης και ολοκληρωμένης ανάπτυξης,
- συντονισμένη ανάπτυξη δραστηριοτήτων με τη μορφή ομίλου εταιρειών,
- ανάπτυξη και επικερδής μεταπώληση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης,
- επιλεκτική συρρίκνωση ή κλείσιμο εξαγοραζόμενης επιχείρησης,
- είσοδος σε νέα αγορά /χώρα, περιοχή,
- διαφοροποίηση προϊόντων – υπηρεσιών κ.α

Μια εξαγορά δεν οδηγεί πάντοτε σε συγχώνευση της εξαγοράζουσας με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Η επιχειρηματική πρακτική δείχνει ότι εάν η εξαγορά μιας επιχείρησης, η ένταξη και ο συντονισμός της στο πλαίσιο ενός ευρύτερου ομίλου είναι ήδη ένα σύνθετο εγχείρημα, η συγχώνευση με την εξαγοράζουσα εταιρεία ή και με άλλες θυγατρικές της είναι ακόμα δυσκολότερο και σπάνια αποφέρει τα αναμενόμενα οφέλη, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα.

Η υλοποίηση της συγχώνευσης μπορεί να πάρει διαφορετικές μορφές στην πράξη. Μπορεί να είναι άμεση ή σταδιακή, ολική ή επιλεκτική, οδηγώντας αντίστοιχα σε ολική ή μερική συνένωση μονάδων, καταστημάτων, υπηρεσιών, με μεταπώληση ή κλείσιμο άλλων κλπ. Η διαδικασία της λειτουργικής συγχώνευσης, ολικής ή μερικής, δεν συμπίπτει απαραίτητα με την τυπική-νομική διαδικασία ολοκλήρωσής της. Έτσι, οι διάφορες συνέπειές της, ιδίως αυτές που αφορούν στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις, μπορεί να εμφανίζονται πριν, κατά τη διάρκεια ή και πολύ μετά την τυπική ολοκλήρωση μιας συγχώνευσης, κάτι που έχει ιδιαίτερη σημασία για τη ρύθμιση και την προστασία των αντίστοιχων εργασιακών δικαιωμάτων.

Συνήθως ο συνδυασμός εξαγοράς με συγχώνευση εξαρτάται:

- από τη στρατηγική και τους στόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης,
- από το αντικείμενο και ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά της εξαγοραζόμενης επιχείρησης (συναφής δραστηριότητα, συμπληρωματικότητα λειτουργιών, συμβατότητα πολιτισμικών, διοικητικών και εργασιακών δεδομένων, αλλά και της προϋπάρχουσας επιχειρησιακής κουλτούρας)
- από τη γενικότερη κοινωνική-οικονομική συγκυρία στη χώρα ή και διεθνώς.

Σε κάθε περίπτωση, η υπάρχουσα εμπειρία για τις συγχωνεύσεις αναδεικνύει τη δυσκολία τους και επισημαίνει, ανάμεσα στις σπουδαιότερες **προϋποθέσεις επιτυχίας** τους,

- τον **προσεκτικό και λεπτομερή σχεδιασμό των Ε&Σ**
- τη **σημασία του παράγοντα «Ανθρώπινο Δυναμικό»** και ειδικότερα της επιτυχούς ένταξης του στο νέο, ενιαίο επιχειρησιακό και διοικητικό πλαίσιο.

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω, **ο όρος Ε&Σ καλύπτει μεγάλη ποικιλία πραγματικών καταστάσεων και επιλογών**. Γι' αυτό το λόγο, οι συνέπειές τους στην οργάνωση και την πορεία των επιχειρήσεων, της απασχόλησης και των εργασιακών σχέσεων είναι στις περισσότερες περιπτώσεις ανάλογα διαφοροποιημένες.

3.2 ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Όταν δυο ανώνυμες εταιρείες συγχωνεύονται , η μια διαλύεται (δεν ρευστοποιείται) και τα στοιχεία του Ενεργητικού και του Παθητικού της μεταβιβάζονται στην άλλη. Οι μέτοχοι της απορροφώμενης εταιρείας λαμβάνουν νέες μετοχές της άλλης εταιρείας , οι οποίες διανέμονται με βάση έναν προσυμφωνημένο λόγο ανταλλαγής .(ν.2190/20)

Η νομοθεσία απαιτούσε να γίνεται αποτίμηση σε δίκαιες τιμές από τη διεύθυνση εμπορίου του Υπουργείου Ανάπτυξης. Ο Νόμος όμως έχει πλέον τροποποιηθεί έτσι ώστε να μπορούν οι εταιρείες να λαμβάνουν μόνες τις αποφάσεις τους , με βάση την εκπροσώπηση και τις εγγυήσεις των διοικητικών συμβουλίων. Ορκωτοί Ελεγκτές γνωμοδοτούν περί της ορθότητας των αποτιμήσεων για λογαριασμό κάθε πλευράς.

Σύμφωνα με τον ν.2166/93 δεν γίνεται εκτίμηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων, προκειμένου να προσδιοριστεί η καθαρή θέση αυτών. Οι μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις συντάσσουν τη συμφωνημένη ημερομηνία ισολογισμό μετασχηματισμού. Τα στοιχεία του ισολογισμού αυτού θα αποτελέσουν τον ισολογισμό ενάρξεως της νέας εταιρείας. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, δεν γίνεται εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων ,αλλά απλή διαπίστωση της λογιστικής αξίας αυτών από όργανα της αρμόδιας Δυο ή από Ορκωτό Ελεγκτή ή και από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων του άρθρου 9 του Κ.Ν.2190/20.

Μετά τον ισολογισμό μετασχηματισμού όλες οι συναλλαγές που πραγματοποιούνται θεωρείται πως έχουν γίνει για λογαριασμό της απορροφώσας επιχείρησης.

Η συμφωνία που κλείνουν οι αντίστοιχες διοικήσεις μπορεί να ολοκληρωθεί μόνο μετά την έγκριση του ισολογισμού και του λόγου ανταλλαγής μετόχων από τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων και το Υπουργείο Ανάπτυξης.

Οι εταιρείες πρέπει να ανακοινώσουν την πρόθεση τους για συγχώνευση και οι πιστωτές έχουν ένα μήνα προθεσμία για να διατυπώσουν επιφυλάξεις. Αν η συγχώνευση προχωρήσει , παρά τις επιφυλάξεις ή χωρίς να έχουν ικανοποιηθεί οι πιστωτές , τότε οι τελευταίοι έχουν το δικαίωμα να ασκήσουν αγωγή. Στην περίπτωση των μεγαλύτερου μεγέθους συγχωνεύσεων , πρέπει επίσης να ενημερωθεί η Επιτροπή Ανταγωνισμού. Δεν επιτρέπεται η ανταλλαγή μετοχών με δικαίωμα ψήφου μέχρι να δώσει την έγκριση της.

Όταν μια ανώνυμος εταιρεία εξαγοράζει κάποια άλλη είτε καταβάλλει μετρητά είτε προσφέρει ισοδύναμο μερίδιο των μετοχών της. Αν η εταιρεία είναι εισηγμένη απαιτείται αποτίμηση από ορκωτό ελεγκτή , ο οποίος επίσης λαμβάνει υπόψη τη δίκαιη αξία των

αντίστοιχων μετοχών(η υπεραξία –η διαφορά σε σχέση με τη λογιστική αξία- παρουσιάζεται ως υποσημείωση στις οικονομικές καταστάσεις των ελληνικών εταιρειών. Δεν εκπίπτει για φορολογικούς σκοπούς. Οι εταιρείες που τηρούν τα βιβλία τους με βάση τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα υποχρεούνται να την αποσβέσουν σε διάστημα είκοσι ετών). Ωστόσο δεν μεταβάλλεται η υπόσταση της εταιρείας που αποτελεί αντικείμενο εξαγοράς. Εξακολουθεί να αποτελεί ξεχωριστό νομικό πρόσωπο και η μόνη αλλαγή αφορά τους μετόχους.

Οι συγχωνεύσεις αποτελούν κοινό τόπο στην Ελλάδα , επειδή ουσιαστικά απαλλάσσονται από φορολόγηση , ενώ η εξαγορά μιας μη εισηγμένης εταιρείας επιβαρύνεται με φόρο 5% επί των εσόδων από την πώληση. Τα κέρδη από την πώληση μετοχών μέσω Χρηματιστηρίου μπορούν να μεταφερθούν σε ειδικά αποθεματικά και η καταβολή του φόρου μπορεί να αναβληθεί μέχρι να γίνει η διανομή των σχετικών ποσών. Συνήθως όταν οι τιμές των μετοχών ανεβαίνουν ο κόσμος αποδέχεται ευκολότερα τις μετοχές παρά τα μετρητά. Το 2001 οι πωλητές προτιμούσαν τα μετρητά , επειδή οι μετοχές δεν τα πήγαιναν καλά και θεωρούσαν πως η αξία των προσφερόμενων μετοχών δεν ήταν ρεαλιστική.

ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ

Κανονικά ,η συγκέντρωση κεφαλαίου φορολογείται στην Ελλάδα. Όμως έχουν θεσπιστεί νόμοι που επονομάζουν τις συγχωνεύσεις «οικονομική αναγκαιότητα» και ουσιαστικά τους εξασφαλίζουν το αφορολόγητο των συναλλαγών.

Το 1972 θεσπίστηκε ο νόμος 1297 ,με ισχύ τόσο για τις ελληνικές εταιρείες όσο και για τις θυγατρικές ξένων, ο οποίος προέβλεπε :

- εξαίρεση της μεταβίβασης ακινήτων από τον φόρο μεταβίβασης
- εξαίρεση της μεταβίβασης περιουσιακών στοιχείων και της συμφωνίας αυτής καθ αυτής από τα τέλη χαρτοσήμου κι άλλα τέλη
- αναστολή φορολόγησης στη μεταβίβαση αφορολόγητων αποθεματικών
- συνέχιση τυχόν φορολογικών κινήτρων που ίσχυαν προηγουμένως και
- αναβολή φορολόγησης της υπεραξίας που προκύπτει από την υπερτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού ,μέχρι να ρευστοποιηθεί η εταιρεία.

Η εταιρεία που προκύπτει από την συγχώνευση πρέπει να είναι ΕΠΕ με ενεργητικό μόλις 146.735 Ευρώ ή ΑΕ με ενεργητικό 293.470 Ευρώ.

Το 1993, η τελευταία συντηρητική κυβέρνηση εισήγαγε έναν άλλο νόμο ,τον Ν.2166, ο οποίος δεν ίσχυε μόνο όταν οι εταιρείες συγχωνεύονταν για να ανέβουν ένα ακόμα σκαλί στην ιεραρχία ,αλλά και όταν :

- μια ΕΠΕ ή ΑΕ εξαγόραζε μια άλλη εταιρεία
- μια ΑΕ εξαγόραζε τμήματα τα οποία αποσχίζονταν από μια άλλη ΑΕ
- μια ΑΕ εξαγόραζε τμήματα μιας άλλης ΑΕ η οποία διασπάτο.

Ισχύουν τα ίδια φορολογικά κίνητρα με τον προηγούμενο νόμο ,αλλά δεν υπάρχει επανεκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων ,άρα δεν τίθεται θέμα υπεραξίας .

Τα κατώτατα όρια για να επωφεληθεί μια επιχείρηση από αυτά τα κίνητρα είναι τα ίδια εκείνα με το Ν.1297/72.

Οι εταιρείες πρέπει να επιλέξουν ποιον από τους δύο νόμους θα εφαρμόσουν. Δεν έχουν το δικαίωμα να αξιώσουν τα οφέλη και των δύο.

Τα νέα μέτρα που θεσπίστηκαν φέτος ,στο πλαίσιο ενός πακέτου με στόχο τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των ΑΕ(Ν.2992/02), προβλέπουν ότι οι εταιρείες που θα συγχωνευθούν μεταξύ 1^{ης} Ιανουαρίου 2002 και 31^{ης} Δεκεμβρίου 2004 θα απολαύσουν μείωση του φορολογικού

συντελεστή κατά 10% τον πρώτο χρόνο μετά την συγχώνευση και κατά 5% το δεύτερο. Σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία , ο συντελεστής μειώνεται σε 25% και 30% αντίστοιχα.

Προκειμένου να αποτραπούν οι μεγάλες επιχειρήσεις με υψηλές φορολογικές υποχρεώσεις να συγχωνευθούν με μικρές εταιρείες , μόνο και μόνο για να εκμεταλλευθούν τα φορολογικά κίνητρα, το κεφάλαιο της απορροφούσας εταιρείας δε μπορεί να υπερβαίνει το δεκαπλάσιο του κεφαλαίου της απορροφώμενης. Αυτό ισχύει για τις εισηγμένες εταιρείες. Για τις μη εισηγμένες ο λόγος αυτός είναι ακόμα πιο αυστηρός και καθορίζεται στο πέντε προς ένα.

Τα φορολογικά κίνητρα δεν ισχύουν ,όταν οι συγχωνευμένες εταιρείες είναι θυγατρικές ή συνδεδεμένες επιχειρήσεις στο πλαίσιο ενός ομίλου, εκτός αν η σχέση τους υπήρχε πριν από την 31^η Δεκεμβρίου 1996. Αν τηρείται αυτός ο όρος ,τότε η μητρική εταιρεία δικαιούται μείωση του συντελεστή φορολόγησης κατά 5%(σε 30%) για δύο χρόνια.

ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ

Για τις συγχωνεύσεις τραπεζών ίσχυαν παλαιότερα οι διατάξεις των άρθρων 1-15 του Ν.2292/53 , που καταργήθηκαν με το άρθρο 16 παρ.18 του Ν.2515/97. Σύμφωνα με το άρθρο 16 του Ν.2515/97 η συγχώνευση πιστωτικών ιδρυμάτων πραγματοποιείται είτε με απορρόφηση είτε με σύσταση νέας εταιρείας κατά τους ορισμούς του άρθρου 68 του Ν.2190/20.

Για την εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευομένων πιστωτικών ιδρυμάτων συντάσσεται έκθεση προς τη γενική συνέλευση των μετόχων από την Επιτροπή εμπειρογνομόνων του άρθρου 9 του Ν.2190/20. Αντί αυτής της εκτίμησης , μπορεί να γίνει ενοποίηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των υπό συγχώνευση ιδρυμάτων , όπως αυτά εμφανίζονται σε ισολογισμούς τους που συντάσσονται για το σκοπό αυτό και μεταφέρονται ως στοιχεία του ισολογισμού του πιστωτικού ιδρύματος , απορροφώντος ή νέου. Η ημερομηνία των ισολογισμών αυτών είναι κοινή και μπορεί να ανατρέχει μέχρι τη ληκτική ημερομηνία της τελευταίας κλεισμένης χρήσης.

Στην περίπτωση αυτή ο έλεγχος της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων γίνεται από έναν τουλάχιστον ορκωτό ελεγκτή, που ορίζεται από κάθε πιστωτικό ίδρυμα και συντάσσει σχετική έκθεση, όπου σε αυτή περιλαμβάνεται δήλωση ελέγχου του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης και διατύπωση της γνώμης για το αν η σχέση ανταλλαγής των μετοχών είναι δίκαιη. Ως μετοχικό κεφάλαιο του πιστωτικού ιδρύματος που προέρχεται από τη συγχώνευση θεωρείται το άθροισμα των μετοχικών κεφαλαίων των υπό συγχώνευση πιστωτικών ιδρυμάτων. Όλες οι πράξεις που γίνονται μετά την ημερομηνία των ισολογισμών συγχώνευσης θεωρούνται ότι έγιναν για λογαριασμό του προερχόμενου από τη συγχώνευση πιστωτικού ιδρύματος .

Για το φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίου εφαρμόζονται οι διατάξεις του Ν.1676/86και του Ν.2166/93.

4. ΚΙΝΗΤΡΑ ΚΑΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΩΝ Ε & Σ

4.1 ΚΙΝΗΤΡΑ ΠΟΥ ΩΘΟΥΝ ΣΤΙΣ Ε & Σ

Σύμφωνα με τη σχετική βιβλιογραφία, τα **βασικά κίνητρα** που ωθούν στις εξαγορές είναι:

- Η δημιουργία και αξιοποίηση **λειτουργικών συνεργιών** ανάμεσα στις επιχειρήσεις, με συνέπεια την εξοικονόμηση κόστους και την εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας (με το ίδιο σταθερό κόστος παράγονται περισσότερες μονάδες προϊόντος/ υπηρεσίας) ή/ και οικονομιών φάσματος (διασφάλιση μικρότερου κόστους παραγωγής με προσθήκη συναφών- συμπληρωματικών παραγωγικών διαδικασιών ή δικτύων διανομής). Πιο συγκεκριμένα :

(α) Εξοικονόμηση κόστους. Η κάθετη συγχώνευση , η συγχώνευση δηλαδή επιχειρήσεων που βρίσκονται σε διαφορετικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας , προκαλεί μείωση του κόστους παραγωγής γιατί διευκολύνει τον συντονισμό και τη διαχείριση, μειώνει το κόστος επικοινωνίας, καταργεί κάποιες διαπραγματεύσεις και διευκολύνει την εφαρμογή σε ένα τομέα παραγωγής της τεχνολογίας και επιδεξιότητας που αναπτύχθηκε σε έναν άλλο παραγωγικό τομέα

(β) Οικονομίες κλίμακος. Συνήθως σχετίζονται με οριζόντιες συγχωνεύσεις , όπου υποτίθεται πως υπάρχουν οικονομίες κλίμακος στον κλάδο και ότι πριν από την συγχώνευση οι επιχειρήσεις λειτουργούν κάτω από το επίπεδο παραγωγής που επιτυγχάνει οικονομίες κλίμακος . Βέβαια , οικονομίες κλίμακος μπορεί να σχετίζονται και με κάθετες και ανομοιογενείς συγχωνεύσεις . Σε αυτές τις περιπτώσεις οι συνεργίες προκύπτουν από την κοινή χρήση των υπηρεσιών της κεντρικής διοίκησης , όπως του λογιστηρίου , του οικονομικού ελέγχου και του προγραμματισμού και ανάπτυξης στελεχών.

(γ) Συμπληρωματικοί συντελεστές παραγωγής. Λειτουργικές συνεργίες μπορούν να προκύψουν και όταν μια επιχείρηση διαθέτει κάτι που η άλλη το χρειάζεται και το έχει ανάγκη. Αυτό συνήθως γίνεται στις εξαγορές μικρών επιχειρήσεων από μεγάλες. Σε αυτήν την περίπτωση συνήθως η μικρή επιχείρηση έχει ένα αποκλειστικό ή πατέντα αλλά δεν έχει τους ανάλογους οικονομικούς πόρους και την υποδομή στο marketing που απαιτούνται για την εισαγωγή του προϊόντος στην αγορά. Η επιχείρηση αυτού του είδους έχει συγκριτικά πλεονεκτήματα στην τεχνολογία και συγκριτικά μειονεκτήματα στη διοίκηση. Η εξαγορά αυτής της επιχείρησης από μια μεγαλύτερη και ωριμότερη επιχείρηση δίνει ευκαιρίες και δημιουργεί ωφέλειες με λιγότερο κόστος που καμία από τις δυο πριν δεν θα μπορούσαν να είχε.

- Η δημιουργία και αξιοποίηση **χρηματοοικονομικών συνεργιών**, λόγω φορολογικών οφελών, μεγαλύτερου μεγέθους, βελτίωσης της αξιοπιστίας του συνόλου των επιχειρήσεων, καλύτερης πρόσβασης σε κεφάλαια Πρόσθετα φορολογικά οφέλη δημιουργούνται από τους υψηλότερους τόκους ,από την εκμετάλλευση των αχρησιμοποίητων φορολογικών απαλλαγών, από την αναπροσαρμογή των αποσβέσεων και από τη μείωση των φορολογικών υποχρεώσεων της συνενωμένης επιχείρησης λόγω της διασποράς κινδύνου. Πιο αναλυτικά :

(α) Αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα. Η συγχώνευση δυο επιχειρήσεων των οποίων οι ταμειακές ροές δεν συσχετίζονται τέλεια μειώνει τον κίνδυνο(διασπορά κινδύνου). Αποτέλεσμα αυτής της μείωσης είναι το φαινόμενο της συνασφάλισης , που μειώνει την πιθανότητα χρεοκοπίας και αυξάνει τη δανειοληπτική ικανότητα της νέας επιχείρησης , με συνέπεια την δημιουργία περισσότερων τόκων και μεγαλύτερων φορολογικών απαλλαγών[W.O.Lewellen, 1997].Υπάρχει βέβαια η περίπτωση η επιχείρηση να μην αξιοποιήσει την ευκαιρία για περισσότερο δανεισμό και να μεταβιβαστεί ο πλούτος από τους μετόχους στους πιστωτές .

(β) Αχρησιμοποίητες φορολογικές απαλλαγές. Μια επιχείρηση μπορεί να έχει φορολογικές απαλλαγές λόγω συσσωρευμένων ζημιών αλλά να μη μπορεί να τις ενεργοποιήσει λόγω έλλειψης κερδών. Μια επιχείρηση αυτού του είδους θα μπορούσε να μεταβιβάσει αυτές τις φορολογικές απαλλαγές σε μια επικερδή επιχείρηση μετά από μια εξαγορά. Αυτό ισχύει στις Η.Π.Α. , όπου επιτρέπεται οι καθαρές λειτουργικές ζημιές να μεταφέρονται προς τα πίσω (3 χρόνια) και προς τα εμπρός (15 χρόνια). Έτσι η επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει τις τρέχουσες ζημιές για την αντιστάθμιση φορολογητέου εισοδήματος και να εξαλείψει φόρους που πληρώθηκαν στα 3 τελευταία χρόνια. Οι ζημιές που απομένουν μπορεί να χρησιμοποιηθούν για τη μείωση του φορολογητέου εισοδήματος για τα επόμενα 15 χρόνια. Εάν αυτή η επιχείρηση αγοραστεί από μια επικερδή επιχείρηση τότε οι ζημιές αποκτούν αξία γιατί μπορεί να μεταβιβαστούν στην αγοράζουσα επιχείρηση και να χρησιμοποιηθούν για τη μείωση του φορολογητέου εισοδήματος της.

(γ) Αναπροσαρμογή αποσβέσεων. Αναφέρεται στην αύξηση της βάσης στην οποία υπολογίζεται η απόσβεση των παγίων της επιχείρησης. Αυτή η αύξηση προκαλείται όταν η τιμή που πληρώνει η αγοράζουσα εταιρεία για τα πάγια που υπόκεινται σε απόσβεση ξεπερνά τη λογιστική τους αξία. Η αγοράζουσα επιχείρηση αναπροσαρμόζει τη βάση των αποσβέσεων των αγοραζόμενων ενεργητικών στοιχείων στην αγοραία τους αξία και υπολογίζει την απόσβεση σ' αυτή την υψηλότερη αξία. Έτσι η μελλοντική φορολογική επιβάρυνση της νέας επιχείρησης διαμορφώνεται σε χαμηλότερο επίπεδο από το άθροισμα των φορολογικών υποχρεώσεων των ξεχωριστών επιχειρήσεων. Η αναπροσαρμογή της αξίας των παγίων δημιουργεί φορολογικά κέρδη από δυο πηγές : α) η αγοράζουσα επιχείρηση μπορεί να αναπροσαρμόσει την αξία των αγορασθέντων παγίων στην αντικειμενική τους αξία, όπως προσδιορίζεται από τη μεταβολή του πληθωρισμού και β) η αγοράζουσα επιχείρηση μπορεί επίσης να αποσβέσει και τη διαφορά μεταξύ της αγοραίας αξίας και της αντικειμενικής αξίας. Η Hayn υπολογίζει πως στις ΗΠΑ αυτό το ποσό είναι κατά μέσον όρο 18% της αξίας των αγοραζόμενων παγίων [C. Hayn, 1989]

Τα φορολογικά κέρδη από την αναπροσαρμογή των παγίων μπορεί να αντισταθμιστούν μερικώς από τον φόρο λόγω επαναπροσδιορισμού των αποσβέσεων. Αυτός ο φόρος επιβάλλεται στη διαφορά ανάμεσα στο αποσβεσθέν ποσό με βάση οποιαδήποτε μέθοδο επιταχυνόμενης απόσβεσης και στο αποσβεσθέν ποσό με βάση τη μέθοδο της σταθερής απόσβεσης. Αυτός ο φόρος υπάρχει σε χώρες όπως είναι οι ΗΠΑ, όπου οι επιχειρήσεις έχουν το δικαίωμα να χρησιμοποιούν διαφορετική μέθοδο απόσβεσης για φορολογικούς λόγους και διαφορετική για τις λογιστικές τους καταστάσεις. Κατά κανόνα αυτός ο φόρος είναι πολύ μικρότερος από τα φορολογικά κέρδη της αναπροσαρμογής. Αν και κατά κανόνα η αγοράζουσα εταιρεία καρπώνεται τα φορολογικά κέρδη της αναπροσαρμογής, οι φορολογικές επιβαρύνσεις λόγω επαναπροσδιορισμού των αποσβέσεων επιβαρύνουν την αγοραζόμενη εταιρεία. Επομένως το πριμ εξαγοράς που προσφέρεται στην αγοραζόμενη επιχείρηση θα πρέπει να αντανakλά τις φορολογικές επιπτώσεις. Το πριμ εξαγοράς θα πρέπει επίσης να αντανakλά τον φόρο υπεραξίας (όπου ισχύει αυτός ο νόμος) που οι μέτοχοι της αγοραζόμενης επιχείρησης οφείλουν να πληρώσουν επί της διαφοράς ανάμεσα στα μετρητά που η αγοράζουσα επιχείρηση πληρώνει για τις μετοχές της αγοραζόμενης και στην τιμή αρχικής απόκτησης μετοχών. Δηλαδή αναμένεται πως αυτή η φορολογική επιβάρυνση θα μετακυλιθεί στην αγοράζουσα επιχείρηση μέσω ενός υψηλότερου πριμ εξαγοράς σε σχέση με την περίπτωση της αφορολόγητης εξαγοράς

(δ) Μείωση φορολογικών υποχρεώσεων λόγω διασποράς κινδύνου. Ένα ακόμη ευνοϊκό υποπροϊόν των συγχωνεύσεων μεταξύ επιχειρήσεων με μη πλήρως συσχετιζόμενες ταμειακές ροές είναι η μείωση των φορολογικών υποχρεώσεων της νέας επιχείρησης σε σχέση με το άθροισμα των φορολογικών υποχρεώσεων των ξεχωριστών επιχειρήσεων. Αυτή η μείωση είναι δυνατή διότι σε μελλοντικές περιόδους τα κέρδη μιας επιχείρησης μπορεί να αντισταθμιστούν ή να μειωθούν από τις ζημιές της άλλης. Τα φορολογικά κέρδη σ' αυτή την περίπτωση θα είναι μεγαλύτερα όσο μικρότερος είναι ο συντελεστής συσχέτισης των ταμειακών ροών των δυο

επιχειρήσεων. Άρα η διασπορά των δραστηριοτήτων της επιχείρησης μπορεί να έχει θετικά αποτελέσματα στην αξία της λόγω αυτού του φορολογικού αποτελέσματος.

- Η αντικατάσταση μιας μη αποτελεσματικής διοίκησης, με στόχο την εξυγίανση και ανάπτυξη της εξαγοραζόμενης εταιρείας και ενδεχόμενη προοπτική την απορρόφηση ή τη μεταπώλησή της με κέρδος. Αυτό το κίνητρο είναι σύνηθες στις λεγόμενες «εχθρικές» (hostile) εξαγορές, δηλαδή σε αυτές που γίνονται χωρίς τη συναίνεση της εξαγοραζόμενης εταιρείας.

Οι σύγχρονες επιχειρήσεις διαχωρίζουν την ιδιοκτησία από την διοίκηση, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται σημαντικά κοινωνικά κέρδη αλλά ταυτόχρονα και κάποια κόστη. Όπως διαπιστώνουν οι Berle και Means, όταν τα διευθυντικά στελέχη κατέχουν λίγες μετοχές και υπάρχει διασπορά των μετόχων, οι πόροι της επιχείρησης πιθανά να χρησιμοποιούνται για τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητας των διευθυντικών στελεχών αντί των μετόχων. Αυτό συμβαίνει με τη σπατάλη πόρων σε μη αναγκαίες διοικητικές δαπάνες και σε δραστηριότητες που δεν οδηγούν στη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Εξ' αιτίας αυτών των δραστηριοτήτων οι αγοραζόμενες επιχειρήσεις είναι υποτιμημένες σε σχέση με τη δυνατή τους αξία. Άρα υπάρχουν πιο αποδοτικές δραστηριότητες που μια νέα διοίκηση θα μπορούσε να εφαρμόσει και να αυξήσει την αξία της επιχείρησης. [A. Berle and G.C. Means, 1932]

Οι μέτοχοι βέβαια δεν αφήνονται απροστάτευτοι στις διαθέσεις των διευθυντικών στελεχών. Υπάρχουν μηχανισμοί που τους προστατεύουν όπως για παράδειγμα προτάθηκε από τους Jensen and Meckling, ότι όσο αυξάνει η συμμετοχή των διευθυντικών στελεχών στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης, τα διευθυντικά στελέχη πληρώνουν τόσο και μεγαλύτερο μέρος του κόστους απόκλισης από τις δραστηριότητες μεγιστοποίησης της αξίας και τόσο είναι λιγότερο πιθανό να καταχρώνται τον πλούτο της επιχείρησης [M.C. Jensen and W.H.Meckling, 1976].

Εναλλακτικά ακόμα και τα διευθυντικά στελέχη με μικρή συμμετοχή στο εταιρικό κεφάλαιο μπορεί να ακολουθούν δραστηριότητες που μεγιστοποιούν την αξία. Αυτό οφείλεται στην πίεση των διορθωτικών δυνάμεων της αγοράς όπως είναι η αγορά εργασίας [E.F. Fama, 1980], η αγορά προϊόντων [O.D.Hart, 1983] και η αγορά για τον διαχειριστικό έλεγχο των επιχειρήσεων [M.C. Jensen and R.S.Ruback, 1983]. Όμως όπως παρατηρείται από τον Jensen (1986), οι διορθωτικές δυνάμεις στις αγορές εργασίας και προϊόντων είναι συνήθως ασθενέστερες στους κλάδους που απολαμβάνουν σημαντικά μονοπωλιακά κέρδη. Σε αυτές τις περιπτώσεις η παρακολούθηση μέσω συστημάτων εσωτερικού ελέγχου (σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου) και η αγορά για τον διαχειριστικό έλεγχο των επιχειρήσεων που προστατεύουν τα συμφέροντα των μετόχων. Επομένως μερικές εξαγορές μπορούν να εξαναγκάσουν τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις να κάνουν καλύτερη χρήση των περιουσιακών τους στοιχείων και να ωφελήσουν τους μετόχους και των δύο επιχειρήσεων.

Σε αυτές τις εξαγορές οι αγοραζόμενες επιχειρήσεις μπορεί να υποστούν ανατίμηση της αξίας τους κατά την ανακοίνωση της πρότασης εξαγοράς. Η ανατίμηση αυτή σύμφωνα με τους Bradley, Desai and Kim (1983) πιθανά οφείλεται σε τρεις λόγους : α) η νέα πληροφορία οδηγεί την αγορά σε νέα αποτίμηση των προηγούμενα υποτιμημένων μετόχων της αγοραζόμενης επιχείρησης. β) η νέα πληροφορία θα παρακινήσει την τρέχουσα διοίκηση να εφαρμόσει καλύτερες πολιτικές και γ) προβλέπεται πως η αγοραζόμενη επιχείρηση τελικά θα εξαγορασθεί από κάποια άλλη επιχείρηση που θα χρησιμοποιήσει τα περιουσιακά της στοιχεία στο σημείο πλήρους δυνατότητας. Επιπλέον η αγοράζουσα επιχείρηση μπορεί να συνδυάσει εξειδικευμένους πόρους με πόρους της αγοραζόμενης επιχείρησης (Θεωρία Συνεργίας)

Η θεωρία αντικατάστασης μη αποδοτικής διοίκησης στην ακραία της περίπτωση υποστηρίζει πως η διοίκηση είναι ολοκληρωτικά άικανη και επομένως οποιαδήποτε άλλη διοίκηση θα μπορούσε να αποδώσει περισσότερο. Συνεπώς αυτή η θεωρία θα μπορούσε να εξηγήσει ακόμη και συγχωνεύσεις ανάμεσα σε μη συσχετιζόμενες επιχειρήσεις. Επιπλέον, αυτή η

θεωρία προβλέπει πως οι αγοραζόμενες επιχειρήσεις έχουν σημειώσει χαμηλές αποδόσεις πριν από την συγχώνευση.

- **Η ενίσχυση της δύναμης της εξαγοράζουσας επιχείρησης στην εθνική ή/ και στη διεθνή αγορά**, με στόχο τον περιορισμό του ανταγωνισμού και πρόσθετα, ολιγοπωλιακά κέρδη.

Ο Eckbo υποστηρίζει πως ο συνδυασμός, ειδικά στις οριζόντιες συγχωνεύσεις, μειώνει τον ανταγωνισμό και αυξάνει την πιθανότητα επιτυχούς συνεργασίας ανάμεσα σε ανταγωνιζόμενες επιχειρήσεις. Σαν αποτέλεσμα, οι συγχωνεύσεις αυξάνουν τις τιμές των προϊόντων και δημιουργούν κέρδη τόσο στις επιχειρήσεις που συγχωνεύονται όσο και στις άλλες επιχειρήσεις του κλάδου. Αυτό έχει επίδραση στις τιμές των μετοχών οι οποίες αναμένεται να αυξηθούν μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης. [B.E. Eckbo, 1983]

- **Προσωπικές επιδιώξεις των διευθυντικών στελεχών της εξαγοράζουσας επιχείρησης**, με στόχο να αυξήσουν το κύρος και τις αμοιβές τους ή να διατηρήσουν τα προνόμιά τους. Σε αντίθεση με όλες τις προηγούμενες περιπτώσεις, όπου κεντρικό κριτήριο είναι η αύξηση των περιουσιακών στοιχείων και της συνολικής χρηματοοικονομικής αξίας της εξαγοράζουσας επιχείρησης ή του ομίλου της, το κίνητρο αυτό δεν εξυπηρετεί απαραίτητα τα συμφέροντα των μετόχων.

Ο διαχωρισμός ανάμεσα σε ιδιοκτησία και διοίκηση στη σύγχρονη επιχείρηση δημιουργεί αντιθέσεις συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των πιστωτών. Μερικές από αυτές τις αντιθέσεις εκδηλώνονται με τις δραστηριότητες συγχωνεύσεων και παίρνουν μορφές όπως μεγέθυνση πωλήσεων, μεγέθυνση περιουσιακών στοιχείων, διασπορά κινδύνου και διαφορετικοί Ορίζοντες αποφάσεων. Πιο συγκεκριμένα :

(α) **Μεγέθυνση πωλήσεων**. Ο Murphy βρήκε πως οι μεταβολές στις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών συσχετίζονται θετικά με την αύξηση των πωλήσεων [K.J. Murphy, 1985]. Τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να αυξήσουν τις πωλήσεις πέρα από το βέλτιστο μέγεθος.

(β) **Μεγέθυνση στοιχείων ενεργητικού**. Η αύξηση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης συνεπάγεται αύξηση των πόρων που βρίσκονται υπό τον έλεγχο της διοίκησης, αύξηση της δύναμης των διευθυντικών στελεχών, μείωση της πιθανότητας χρεοκοπίας και της συνεπαγόμενης απώλειας αμοιβών. Επιπλέον, η τάση των επιχειρήσεων να επιβραβεύουν τα μεσαία στελέχη με προαγωγές δημιουργεί μια ισχυρή οργανωτική προκατάληψη για τη δημιουργία αυτοκρατοριών που προσφέρουν τις νέες θέσεις που απαιτεί ένα τέτοιο σύστημα προαγωγών [G. Baker, 1986]. Επιπροσθέτως, οι Shleifer και Vishny καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η επέκταση των επιχειρήσεων, ιδιαίτερα σε τομείς που σχετίζονται με το υπόβαθρο και τις εμπειρίες των διευθυντικών στελεχών, βοηθά τα διευθυντικά στελέχη να βελτιώσουν τη θέση τους υπό τη μορφή της μείωσης της πιθανότητας αντικατάστασης τους και της απομύζησης από τους μετόχους υψηλότερων μισθών και άλλων μη χρηματικών ωφελειών [A. Shleifer and R.W. Vishny, 1989].

(γ) **Διασπορά κινδύνου**. Το μεγαλύτερο μέρος πλούτου των διευθυντικών στελεχών αποτελείται από μισθούς και άλλα εισοδήματα από την επιχείρησή τους (ανθρώπινο κεφάλαιο). Ο πλούτος αυτός δεν είναι διασπαρμένος σε πολλές επενδύσεις, με αποτέλεσμα τα διευθυντικά στελέχη να αποστρέφονται τον κίνδυνο περισσότερο από τους καλά διαφοροποιημένους μετόχους. Το γεγονός αυτό παρέχει κίνητρα στα διευθυντικά στελέχη για υποεπένδυση σε επενδύσεις υψηλού κινδύνου και για χρησιμοποίηση πολλών πόρων σε δραστηριότητες που μειώνουν τη μεταβλητικότητα των κερδών, προκαλώντας έτσι απώλεια πλούτου στους μετόχους [Y. Amihud and B. Lev, 1981]. Τα διευθυντικά στελέχη προχωρούν σε ανομοιογενείς συγχωνεύσεις προκειμένου να μειώσουν τον κίνδυνο.

(δ) **Διαφορετικοί ορίζοντες αποφάσεων**. Οι Jensen και Smith και Jensen και Meckling βρήκαν πως οι απαιτήσεις των διευθυντικών στελεχών έναντι στην επιχείρηση περιορίζονται στην περίοδο απασχόλησής τους, με αποτέλεσμα τα στελέχη να έχουν κίνητρα που δίνουν λιγότερη βαρύτητα στις ταμειακές ροές που πραγματοποιούνται μετά την αποχώρησή τους, σε σχέση με τη

βαρύτητα που συνεπάγεται η αγοραία αξία της συνολικής σειράς ταμειακών ροών της επιχείρησης [(α) M.C. Jensen and C. Smith, 1985 και (β) M.C. Jensen and W.H. Meckling, 1979] .

Επιπλέον οι Tehranian, Travlos and Waagelein (1987) αναφέρουν πως η ανάληψη επιχειρηματικών συγχωνεύσεων ενδεχομένως επηρεάζεται από αυτόν τον παράγοντα (διαφορετικοί ορίζοντες) λόγω της επίδρασης των συγχωνεύσεων στα επιχειρηματικά κέρδη και στις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών [H. Tehranian, N.G. Travlos and J.F. Waagelein, 1987]. Συγκεκριμένα τα διευθυντικά στελέχη των οποίων οι αμοιβές τους σχετίζονται με τα βραχυπρόθεσμα κέρδη της επιχείρησης πιθανόν να προωθούν συγχωνεύσεις που οδηγούν στην αύξηση των βραχυπρόθεσμων κερδών ανεξάρτητα από την Καθαρή Παρούσα Αξία τους. Αντίθετα, οι αμοιβές που συνδέονται με τη μακροπρόθεσμη απόδοση της επιχείρησης δίνουν κίνητρα στα διευθυντικά στελέχη για αποφάσεις που μεγιστοποιούν τα μακροπρόθεσμα κέρδη.

(ε) Ελεύθερες ταμειακές ροές. Η πολιτική εκταμειώσεων μπορεί επίσης να προκαλέσει συγκρούσεις μεταξύ των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών. Τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να μειώνουν τις ταμειακές εκροές προς τους μετόχους, γιατί αυτές οι εκροές μειώνουν τους πόρους που υπόκεινται στον έλεγχο τους και θέτουν τους εαυτούς τους υπό τον έλεγχο των κεφαλαιαγορών όταν καταφεύγουν σε αυτές για άντληση νέων κεφαλαίων. [M. Rozeff, 1982]. Οι συγκρούσεις που προέρχονται από αυτή την κατεύθυνση είναι ισχυρές όταν η επιχείρηση συσσωρεύει σημαντικά ποσά ελεύθερων ταμειακών ροών. Ο Jensen ορίζει σαν ελεύθερες ταμειακές ροές αυτές που ξεπερνούν τις ανάγκες κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση όλων των επενδυτικών σχεδίων που έχουν θετική παρούσα αξία. Σε μια επιχείρηση που ακολουθεί πολιτική μεγιστοποίησης της αγοραίας αξίας της οι ελεύθερες ταμειακές ροές πρέπει να διανέμονται στους μετόχους υπό τη μορφή μερισμάτων ή εξαγοράς των ιδίων μετοχών της (όπου επιτρέπεται).

Αντιθέτως, σε μια επιχείρηση που δεν ακολουθεί πολιτική μεγιστοποίησης της αγοραίας αξίας, οι ελεύθερες ταμειακές ροές σπαταλώνται σε μη παραγωγικές χρήσεις. Ακόμα ο Jensen αναφέρει πως οι συγχωνεύσεις είναι ένας τρόπος με τον οποίο τα διευθυντικά στελέχη δαπανούν ταμειακά διαθέσιμα αντί να τα διαθέτουν στους μετόχους [M.C. Jensen, May 1986].

Υπό αυτή την έννοια αποτελούν και απόδειξη σύγκρουσης συμφερόντων ανάμεσα σε μετόχους και διευθυντικά στελέχη, αλλά και λύση του προβλήματος. Επομένως, η θεωρία προβλέπει ότι τα διευθυντικά στελέχη επιχειρήσεων με σημαντικά ποσά ελεύθερων ταμειακών ροών είναι πιθανό να πραγματοποιούν συγχωνεύσεις χαμηλής αξίας –ακόμη και αρνητικής. Προγράμματα διαφοροποίησης δραστηριοτήτων (για παράδειγμα ανομοιογενείς συγχωνεύσεις) εμπίπτουν σε αυτή την κατηγορία και σχετίζονται με χαμηλά κέρδη. Αυτές οι συγχωνεύσεις είναι περισσότερο πιθανές σε φθίνοντες κλάδους που δημιουργούν ελεύθερες ταμειακές ροές αλλά στερούνται αναπτυξιακών ευκαιριών. Από την άλλη, αυτή η θεωρία προβλέπει επωφελείς συγχωνεύσεις σε περιπτώσεις που οι επιχειρήσεις εξαγοράζουν άλλες που διαθέτουν σημαντικά ποσά ελεύθερων ταμειακών ροών, που όμως σπαταλούνται λόγω αναποτελεσματικής διοίκησης και οργάνωσης.

Σε σχέση με το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον, οι Ε&Σ φαίνεται να ανταποκρίνονται σε μια διαπιστωμένη τάση της αγοράς για δημιουργία ισχυρών επιχειρήσεων και ομίλων, ικανών:

- να αντεπεξέλθουν στις σύγχρονες συνθήκες της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, στο διεθνή ανταγωνισμό και στις διαρκώς εντεινόμενες διεθνείς νομισματικές αναταράξεις και πιέσεις, μέσα και έξω από το χώρο της ΟΝΕ.
- να βελτιώσουν την αξιοποίηση του συνολικού επιχειρησιακού και ανθρώπινου δυναμικού, με στόχο τη διατήρηση - επέκταση των μεριδίων αγοράς, την αποτελεσματική προώθηση νέων προϊόντων, την καλύτερη εξυπηρέτηση του πελάτη, τη βελτίωση των επιτελικών λειτουργιών, την κεφαλαιακή τους εξυγίανση και ενίσχυση

- να αξιοποιήσουν τις νέες τεχνολογίες συγκέντρωσης, διαχείρισης και διάχυσης της πληροφορίας, που ευνοούν και επιβάλλουν την αναδιοργάνωση, την ολοκλήρωση και τη δικτύωση στο διεθνές περιβάλλον.
- να αξιοποιήσουν τις συνέργιες που οφείλουν ν' αναπτύσσονται στα πλαίσια των σύγχρονων επιχειρηματικών οργανισμών, εξαλείφοντας τα μειονεκτήματα και τις γραφειοκρατικές αγκυλώσεις των επιχειρησιακών σχημάτων μεγάλου μεγέθους.

Στις περισσότερες περιπτώσεις Ε&Σ ωφελούνται οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης και, υπό προϋποθέσεις, οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων. Ωστόσο, οι συνέπειες των Ε&Σ για το σύνολο της οικονομίας είναι πολλαπλές, σε ορισμένες μάλιστα περιπτώσεις αντιφατικές.

4.2 ΟΙ ΚΥΡΙΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΩΝ Ε & Σ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Κύριο χαρακτηριστικό του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος ήταν η πρωτεύουσα θέση που κατείχαν στην αγορά οι τράπεζες που ελέγχονταν από το Κράτος. Η λειτουργία του τραπεζικού συστήματος τελούσε μέχρι τελευταία υπό διοικητικούς περιορισμούς, που εμπόδιζαν τον ανταγωνισμό. Τα επιτόκια και η κατανομή των χρηματοδοτικών πόρων καθορίζονταν διοικητικά και οι κινήσεις κεφαλαίων ελέγχονταν από το Κράτος.

Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων γινόταν και γίνεται ακόμη σε μεγάλο βαθμό έμμεσα. Κατά την έμμεση χρηματοδότηση οι τράπεζες συλλέγουν τη ρευστή αποταμίευση των νοικοκυριών και τη μετασχηματίζουν σε μακροχρόνιες τοποθετήσεις, δανείζοντας μεσοχρονίως και μακροχρονίως τις επιχειρήσεις. Υπό καθεστώς έμμεσης χρηματοδότησης το πυκνό δίκτυο υποκαταστημάτων των κρατικών τραπεζών και οι πελατειακές σχέσεις τους με τις χρηματοδοτούμενες επιχειρήσεις αποτελούσαν σημαντικά εμπόδια στον ανταγωνισμό. Εξαιτίας του πυκνού δικτύου υποκαταστημάτων, οι κρατικές τράπεζες συνέλεγαν το μεγαλύτερο μέρος της εθνικής αποταμίευσης και επιτύγχαναν έτσι τη φθηνή χρηματοδότηση τους. Επιπλέον, διέθεταν προνομιακές πηγές χρηματοδότησης από το Κράτος. Δεδομένου ότι τι κεφάλαιο τους ανήκε κατά πλειοψηφία στο Κράτος, οι κρατικές τράπεζες διέθεταν αυτομάτως την κρατική εγγύηση φερεγγυότητας, η οποία τους εξασφάλιζε δυνατότητες δανεισμού και εξεύρεσης κεφαλαίων με σχετικώς χαμηλό κόστος από το εσωτερικό και το εξωτερικό.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό των ελληνικών τραπεζών ήταν το υψηλό κόστος εργασίας κυρίως στις κρατικές τράπεζες. Παρά το υψηλό κόστος εργασίας, οι κρατικές τράπεζες δεν απειλούνταν από ανταγωνιστές. Εξαιτίας των διοικητικών και οικονομικών εμποδίων στον ανταγωνισμό, οι κρατικές τράπεζες κατόρθωναν να επιβάλλουν για τα κλασσικά τραπεζικά προϊόντα τιμές που υπερκαλύπτουν το κόστος τους και άφηναν ένα ικανοποιητικό περιθώριο κέρδους στις λοιπές τράπεζες που κατείχαν μικρό μερίδιο της αγοράς κι ως εκ του μεγέθους τους αδυνατούσαν να ανταγωνιστούν. Η ύπαρξη διοικητικών και οικονομικών εμποδίων και μη ανακτήσιμων εξόδων κατά την έξοδο από τον κλάδο, καθιστούσαν την αγορά των κλασσικών τραπεζικών προϊόντων «μη διεκδικούμενη».

Από την εποχή της ενιαίας πράξης και κυρίως μετά τη δεύτερη Οδηγία του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Κοινότητας σχετικά με την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικού ιδρύματος, άρχισε και στη χώρα μας να επιχειρείται αναδιοργάνωση, εκσυγχρονισμός και απελευθέρωση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου και βαθμιαία προσαρμογή προς τις νέες συνθήκες.

Οι κρατικές αρχές άρχισαν και στη χώρα μας να μειώνουν τις κρατικές παρεμβάσεις στις αγορές και οι μεγάλες επιχειρήσεις στράφηκαν στην άμεση χρηματοδότηση τους ,δηλαδή στην άμεση προσφυγή στις αγορές για την άντληση κεφαλαίων.

Η λειτουργική διαφοροποίηση των τραπεζικών ιδρυμάτων και ο ανταγωνισμός , που βαθμιαία εμφανίζεται ως συνέπεια της απελευθέρωσης των αγορών και της έκτασης που αποκτά η άμεση χρηματοδότηση και η ανάπτυξη των συναλλαγών επί των νέων χρηματοπιστωτικών προϊόντων , ασκούν πίεση στις τράπεζες να προβούν σε εσωτερικές αναδιαρθρώσεις , με σκοπό τη μείωση κόστους και σε αύξηση του μεγέθους τους κυρίως για στρατηγικούς σκοπούς με εξαγορές ,συγχωνεύσεις ή άλλες συμφωνίες συνεργασίας. Οι κύριοι παράγοντες που ωθούν σε Ε & Σ είναι οι παρακάτω :

▪ **Η ένταξη στην ΟΝΕ**

Ο βασικότερος παράγοντας που επιβάλλει την αναδιάρθρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος , είναι η ένταξη της ελληνικής οικονομίας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση και η καθιέρωση του Ευρώ ως κοινού νομίσματος. Τα πιστωτικά ιδρύματα θα μπορούν στο εξής να χορηγούν πιστώσεις σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ ,χωρίς κίνδυνο συναλλάγματος ή επιτοκίου. Από την άλλη πλευρά, η Ένωση θα συντελέσει στην αύξηση της διαφάνειας όσον αφορά τη διαμόρφωση των τιμών των τραπεζικών προϊόντων έτσι ώστε οι πελάτες των τραπεζών να είναι περισσότερο επιλεκτικοί. Θα έχουν τη δυνατότητα να επιλέξουν τα τραπεζικά ιδρύματα ,εντός της ζώνης του Ευρώ, που παρέχουν το υψηλότερο επιτόκιο στις καταθέσεις τους ή το χαμηλότερο επιτόκιο για τα δάνεια τους. Οι συνθήκες αυτές θα οξύνουν τον ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζών της Ένωσης και θα ασκήσουν πίεση επί των επιτοκίων και των περιθωρίων κέρδους. Η πίεση θα είναι πιο έντονη σε τραπεζικά ιδρύματα όπως τα Ελληνικά που τα περιθώρια μεταξύ των επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων είναι μεγάλη.

Η καθιέρωση του ευρώ θα συμβάλει στη δημιουργία μιας ενιαίας ευρείας ρευστής ευρωπαϊκής αγοράς κεφαλαίου. Η διεύρυνση της αγοράς θα επιφέρει μείωση των ποσοστών αυτής που θα κατέχει κάθε τράπεζα της ζώνης σε σύγκριση με το ποσοστό της εθνικής αγοράς που κατέχει μέχρι σήμερα. Το μέγεθος της κάθε τράπεζας θα γίνει πολύ μικρό σε σχέση με το μέγεθος της ευρωπαϊκής αγοράς , όπου αναγκαστικά θα δραστηριοποιείται. Οι νέες διαστάσεις της αγοράς οδηγούν τις τράπεζες στην επιδίωξη της μεγένθυσης τους προκειμένου να αποκτήσουν το βέλτιστο μέγεθος που θα αντιστοιχεί στο νέο μέγεθος της αγοράς ώστε να παρέχουν ικανά τις απαιτούμενες υπηρεσίες και να μπορούν να αντιμετωπίσουν τον ανταγωνισμό.

Οι μεγάλες δυνατότητες που παρέχει η ενιαία ευρωπαϊκή αγορά στους επενδυτές αλλά και στους δανειζόμενους, ευνοεί τη διαδικασία ανάπτυξης της άμεσης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις θα έχουν μεγάλες δυνατότητες να χρηματοδοτούνται προσφεύγουσες απευθείας στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου με την προσφορά τίτλων ,παρά να προσφεύγουν στις τράπεζες για τη χορήγηση πιστώσεων. Παράλληλα , ένας μεγάλος αριθμός αποταμιευτών θα απευθύνονται απευθείας στην αγορά κεφαλαίου με σκοπό την επίτευξη απόδοσης μεγαλύτερης αυτής των κλασικών καταθέσεων. Οι Τράπεζες , για να ανταποκριθούν στις νέες αυτές δραστηριότητες του συμβούλου και του διαχειριστή χαρτοφυλακίων, οφείλουν να έχουν το απαιτούμενο μέγεθος ,την αναγκαία οικονομική επιφάνεια , τις απαιτούμενες γνώσεις και εμπειρίες , αλλά επίσης διασημότητα και αρμόζουσα θέση στην κατάταξη των τραπεζών που επιχειρείται από γνωστούς υπεύθυνους οργανισμούς.

▪ **Η τεχνολογική πρόοδος**

Ένας άλλος κύριος παράγοντας που επιβάλλει αναδιαρθρώσεις στις τράπεζες , είναι η σημειούμενη τεχνολογική πρόοδος στην πληροφορική και στις τηλεπικοινωνίες. Εξαιτίας της προόδου που σημειώνεται στον εν λόγω τομέα, οι Τράπεζες μπορούν να εκτελούν αποτελεσματικά βασικές εργασίες τους , όπως είναι για παράδειγμα η συλλογή , η επεξεργασία και η παροχή πληροφοριών. Η ανάπτυξη της τεχνολογίας της πληροφορίας και των επικοινωνιών

καθιστά εφικτή τη λειτουργία νέων δικτύων μέσω τηλεφώνου και Internet. Μεγάλος όγκος συναλλαγών πραγματοποιείται σήμερα μέσω internet ,των προσωπικών υπολογιστών και του phone banking. Ο όγκος των εν λόγω συναλλαγών θα αυξάνεται μελλοντικά με γρήγορους ρυθμούς , λαμβάνοντας υπόψη ότι οι νέες γενιές θα είναι πλήρως εξοικειωμένες. Οι καταναλωτές τραπεζικών προϊόντων δεν θα πρέπει να μεταβούν στις τράπεζες για τις συναλλαγές τους παρά μόνο όταν πρόκειται για πολύ μεγάλες υποθέσεις. Μέσω του internet θα επιτυγχάνεται μεγάλη διαφάνεια και οι δυνατές επιλογές θα είναι πολυάριθμες. Η συνεχής ανανέωση και αύξηση των επενδύσεων σε νέες τεχνολογίες συνεπάγεται υψηλά σταθερά έξοδα. Οι τράπεζες, που θα μπορούν να καταλείψουν τα εν λόγω σταθερά έξοδα σε έναν μεγάλο όγκο συναλλαγών , θα επιτυγχάνουν σημαντικές οικονομίες κλίμακας και μείωση του κόστους. Έτσι , η ταχεία εξέλιξη της τεχνολογίας επαυξάνει το βέλτιστο μέγεθος των τραπεζικών δραστηριοτήτων. Μόνο τα τραπεζικά ιδρύματα , που θα έχουν το απαιτούμενο μέγεθος για τη βέλτιστη κατανομή των σταθερών εξόδων σε έναν μεγάλο όγκο συναλλαγών, θα είναι σε θέση να διατηρούν τα συστήματά τους στο πλέον σύγχρονο και αποτελεσματικότερο τεχνολογικό επίπεδο.

Οι τράπεζες που διαθέτουν ήδη πυκνό παραδοσιακό δίκτυο υποκαταστημάτων, τα οποία δεν μπορούν να μειώσουν σε βραχύ χρονικό διάστημα , θα βρεθούν να έχουν μια πλεονάζουσα ικανότητα δικτύου και υψηλά σταθερά έξοδα, όταν, πιεζόμενες από τον ανταγωνισμό, εισαγάγουν τη νέα τεχνολογία και τα νέα δίκτυα διανομής. Το πρόβλημα θα επιδιορθωθεί να αντιμετωπιστεί με κατάλληλη μορφή συνεργασίας ή συγχώνευσης μεταξύ τραπεζών που έχουν συμπληρωματικές δομές .

▪ Ο ρόλος του Κράτους

Το κράτος βαθμιαία περιορίζεται σε δραστηριότητες που αποβλέπουν καθαρά στην εξυπηρέτηση του δημόσιου συμφέροντος και αποσύρεται από τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες. Για λόγους κυρίως δημοσιονομικούς ,αλλά και οικονομικής πολιτικής , το Κράτος μειώνει τη συμμετοχή του στον τραπεζικό τομέα. Προβαίνει ή προγραμματίζει ιδιωτικοποιήσεις κρατικών τραπεζών ,ενώ παράλληλα συμμορφούμενο προς τους κοινοτικούς κανόνες ,αποφεύγει τις έμμεσες βοήθειες και εγγυήσεις προς αυτές. Ακόμα , προσπαθεί να μεταβιβάσει στον ιδιωτικό τομέα μερικές αποστολές του, όπως είναι η χρηματοδότηση των συντάξεων ,οι οποίες απαιτούν τραπεζικοασφαλιστικούς οργανισμούς μεγάλης οικονομικής επιφάνειας. Με δεδομένη την κατάσταση των δημόσιων οικονομικών , η γήρανση του πληθυσμού ευνοεί την ανάπτυξη κοινωνικών υπηρεσιών που θα παρέχονται από τον ιδιωτικό τομέα.

Συνέπεια του γεγονότος αυτού είναι η δημιουργία νέων δυνατοτήτων ανάπτυξης, για τον τραπεζικό τομέα , σε δραστηριότητες όπως η διαχείριση περιουσιών, οι τραπεζικο-ασφαλιστικές εργασίες και το private banking. Οι εξελίξεις αυτές οδηγούν όχι μόνο στη δημιουργία συγκροτημάτων , που θα παρέχουν όλους τους δυνατούς συνδυασμούς χρηματοπιστωτικών και ασφαλιστικών προϊόντων ,αλλά και στην ίδρυση θυγατρικών μονάδων εξειδικευμένων σε χρηματιστηριακές εργασίες , διαχείριση χαρτοφυλακίων και παροχή επενδυτικών συμβούλων , venture capital ,leasing κ.α.

Η πίεση των μετόχων για ικανοποιητικές αποδόσεις και δημιουργία αξίας αποτελεί σημαντικό λόγο πίεσης κυρίως για μείωση κόστους ,και για επιλογή νέων στρατηγικών επιδιώξεων. Η πίεση αυτή γίνεται ολοένα και μεγαλύτερη όσον αυξάνεται ο αριθμός των θεσμικών μετόχων ,των αλλοδαπών επενδυτών αλλά και των «κερδοσκόπων».

Μεγέθυνση με εξαγορές και συγχωνεύσεις

Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα προκειμένου να επιτύχουν την αναδιάρθρωση ,προβαίνουν σε εσωτερικές αναδιοργανώσεις με σκοπό τη μείωση του κόστους και επιδιώκουν την αύξηση του μεγέθους τους .

Οι παραπάνω δύο επιδιώξεις δεν είναι ανεξάρτητες : η μεγέθυνση ,μέχρι ένα ορισμένο επίπεδο και για ορισμένες δραστηριότητες ,συντελεί σε οικονομίες κλίμακας και συνοδεύεται από μείωση του κόστους.

Η αύξηση του μεγέθους επιδιώκεται κυρίως με Ε & Σ. Μέσω αυτής της στρατηγικής η αύξηση του μεγέθους επιτυγχάνεται ευκολότερα και ταχύτερα συγκριτικά με την «εσωτερική» ανάπτυξη με ίδια μέσα. Σε ένα περιβάλλον ταχύτατα μεταβαλλόμενο εξαιτίας της τεχνολογικής προόδου και των νέων συνθηκών λειτουργίας της αγοράς , ο αντίστοιχος ρυθμός προσαρμογής και ανάπτυξης επιτυγχάνεται ευκολότερα με τις συγχωνεύσεις. Επιπλέον , μια συγχώνευση μεταξύ τραπεζών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο χώρο, επιτρέπει την άμεση απόκτηση δικτύου για την εξαγοράζουσα τράπεζα εκεί όπου δεν διαθέτει ή το κλείσιμο υποκαταστημάτων εκεί όπου πλεονάζουν. Ακόμα , η ανθηρή κατάσταση του Χρηματιστηρίου ευνοεί την ανάπτυξη με εξαγορές.

Η συνέργια , που επιτυγχάνεται με τις συγχωνεύσεις , δεν εκδηλώνεται μόνο με την πραγμάτωση λειτουργικών οικονομιών κλίμακας και μείωση κόστους. Εκφράζεται αμεσότερα με τη συμπληρωματικότητα των προσφερόμενων προϊόντων ,των γνώσεων και εμπειριών ,της φήμης και πελατείας. Με τις Ε & Σ για την απόκτηση μεγέθους που ανταποκρίνεται αποτελεσματικότερα στις νέες διαστάσεις της αγοράς ,αποκτώνται επίσης η οικονομική επιφάνεια που είναι αναγκαία για την ανάληψη και κατανομή νέων κινδύνων ,καθώς και η θέση ,το γόητρο και η εμπιστοσύνη στην αγορά, που απαιτούνται για την προσέλκυση πελατείας και μεγαλύτερη διαπραγματευτική ικανότητα εξεύρεσης κεφαλαίων και εξειδικευμένου και έμπειρου προσωπικού.

Κατά τον τελευταίο χρόνο παρατηρείται μεγάλη, για τα ελληνικά δεδομένα ,κίνηση εξαγορών και στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Για να διαδραματίσουν ρόλο εντός της ΟΝΕ και στις βαλκανικές χώρες , οι ελληνικές τράπεζες πρέπει να διαθέτουν την οικονομική επιφάνεια ,το μέγεθος, τις εξειδικεύσεις ,τη διαφοροποίηση και συμπληρωματικότητα στην προσφορά προϊόντων ,που επιβάλλουν οι διαστάσεις και οι συνθήκες αγοράς .

Παρά τον αυξανόμενο ρυθμό των Ε & Σ τα τελευταία έτη, η απάντηση στο ερώτημα αν θα συνεχιστεί ο ίδιος ρυθμός και μακροπρόθεσμα δεν είναι ξεκάθαρα καταφατική. Η σημερινή μεγέθυνση μπορεί να μετατραπεί σε αυριανή διάσπαση και σμίκρυνση. Αιτία είναι η επανάσταση στη διάχυση της πληροφόρησης στην εποχή μας, η οποία δυνητικά θα μπορούσε να διευκολύνει την είσοδο ανταγωνιστών εκτός τραπεζικού χώρου στην παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Οι ανταγωνιστές αυτοί θα μπορούσαν να παρέχουν εξειδικευμένες εργασίες, σπάζοντας έτσι την αλυσίδα της προστιθέμενης αξίας που παράγει μία τράπεζα, διαμεσολαβώντας ανάμεσα στους καταθέτες και τους δανειολήπτες.

Παραδοσιακά, οι τραπεζικοί όμιλοι φρόντιζαν να προσφέρουν όλο το φάσμα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε όλη την αγορά, από τους καταθέτες έως τους δανειολήπτες. Από τη δεκαετία του 1960 και αργότερα, όμως, το περιοριστικό κανονιστικό πλαίσιο στις περισσότερες χώρες σε συνδυασμό με το πληθωριστικό οικονομικό περιβάλλον, που διήρκεσε περίπου δύο δεκαετίες και επέφερε σημαντικές αλλαγές στο ύψος και τη διακύμανση των επιτοκίων αγοράς, συνέβαλαν σε σημαντική αποδιαμεσολάβηση (disintermediation), δηλαδή απευθείας σύνδεση καταθετών-δανειοληπτών μέσω φορέων εκτός τραπεζικού συστήματος. Σημαντικό μέρος των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών μεταφέρθηκε στις αγορές, καθώς και σε

νεοϊδρυθείσες εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων, παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών, πιστωτικών καρτών, χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing), κ.ά.

Η αποδιαμεσολάβηση συνέβαλε σε μεγαλύτερη εξειδίκευση του χρηματοοικονομικού συστήματος και αύξησε την ολική αποτελεσματικότητά του. Για παράδειγμα, διαφοροποιήθηκαν οι μηχανισμοί χρηματοδότησης των εταιρειών. Η χρηματοδότηση μιας νέας και άγνωστης εταιρείας συνήθως απαιτεί ιδιωτικές τοποθετήσεις υψηλού κινδύνου (venture capital), μια αναγνωρισμένη εταιρεία με προοπτικές ανάπτυξης ίσως αποφασίσει να αντλήσει κεφάλαια από το Χρηματιστήριο μέσω δημόσιας εγγραφής, ενώ μια ώριμη εταιρεία πιθανόν να επιλέξει το τραπεζικό δάνειο ή την έκδοση εταιρικού ομολόγου.

Η αποδιαμεσολάβηση ώθησε τις τράπεζες να αντιδράσουν στην ανταγωνιστική αυτή πρόκληση και να δημιουργήσουν θυγατρικές εταιρείες, οι οποίες είχαν την ευελιξία και τη δυνατότητα να αποφεύγουν τους εκάστοτε περιορισμούς του θεσμικού πλαισίου, προσφέροντας χρηματοοικονομικές υπηρεσίες με ανταγωνιστικούς όρους. Έτσι, σταδιακά επήλθε μια σχετική επαναδιαμεσολάβηση (reintermediation), δηλαδή η εκ νέου παροχή όλου του φάσματος των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών μέσω τραπεζικών ομίλων με την ταυτόχρονη συνύπαρξη άλλων εξειδικευμένων φορέων.

Το ερώτημα που τίθεται σήμερα είναι αν η ανάπτυξη της τεχνολογίας και η αυξανόμενη γνώση (sophistication) και εξειδίκευση των αναγκών των πελατών προκαλέσουν μια νέα αποδιαμεσολάβηση, ή αποδόμηση (deconstruction), γεγονός που πιθανόν να επιδράσει αρνητικά στην αύξηση του μεγέθους των τραπεζών και ίσως ακόμα και να συμβάλει στη διάσπαση των σημερινών ομίλων. Ως γνωστόν, η προσφορά τραπεζικών υπηρεσιών έχει δύο πτυχές: τη διεκπεραίωση (processing) και τη διανομή (distribution). Οι τράπεζες δημιουργούν προστιθέμενη αξία στη διαμεσολάβηση μεταξύ καταθετών-δανειοληπτών, επειδή επωφελούνται από τις οικονομίες κλίμακας στη διεκπεραίωση και οικονομίες κλίμακας και φάσματος στη διανομή, ώστε να παρέχουν υπηρεσίες με μικρό κόστος.

Ένα σημαντικό μέρος του κέρδους των τραπεζών προέρχεται από το γεγονός ότι μπορούν να προσφέρουν ένα πακέτο υπηρεσιών στον πελάτη σε σχετικά χαμηλή τιμή, αλλά όχι την ελάχιστη δυνατή για την κάθε διαφορετική υπηρεσία. Ο πελάτης παραμένει στην τράπεζα και συνεχίζει να χρησιμοποιεί τις υπηρεσίες της επειδή το κόστος έρευνας της αγοράς εκ μέρους του για κάθε λεπτομέρεια του πακέτου των υπηρεσιών είναι πολύ μεγαλύτερο από το αναμενόμενο όφελος. Όμως, οι νέες τεχνολογίες της πληροφορικής και οι αυξανόμενες γνώσεις των πελατών ελαττώνουν αυτό το κόστος και καθιστούν τις τράπεζες ευάλωτες σε επιθέσεις από δυνητικούς ανταγωνιστές εκτός τραπεζικού συστήματος.

Στην πλευρά της διεκπεραίωσης, σημαντικό ρόλο κατέχει η αυτοματοποίηση των συναλλαγών με την τεχνολογική αναβάθμιση και τις αυξανόμενες υποστηρικτικές εργασίες (back office), η οποία προϋποθέτει σοβαρές επενδύσεις στον τομέα της πληροφορικής. Τίποτα όμως δεν εγγυάται ότι η αυτοματοποίηση των τραπεζικών συναλλαγών και οι οικονομίες κλίμακας θα παραμείνουν στην αποκλειστικότητα των τραπεζών. Αν η διεκπεραίωση γίνεται με μικρότερο κόστος από μια εταιρεία πληροφορικής, τότε μια τράπεζα πιθανόν να επιλέξει την εταιρεία αυτή για τη διεκπεραίωση των συναλλαγών της (outsourcing).

Στην πλευρά της διανομής, σημαντικό ρόλο έχουν οι σταυροειδείς πωλήσεις και οι δίοδοι επικοινωνίας με τους πελάτες. Εκεί, οι γνώσεις και απαιτήσεις των πελατών συνεχώς αυξάνονται με συνέπεια την αυξανόμενη κινητικότητά τους, την οποία μπορεί να εκμεταλλευτούν δυνητικοί ανταγωνιστές, όπως οι επιχειρήσεις λιανικής και οι παραγωγοί υπηρεσιών ηλεκτρονικής διακίνησης, για να τους προσελκύσουν. Εκτιμάται ότι το 10% των ευρωπαϊκών νοικοκυριών το 1998 είχε πρόσβαση στο Διαδίκτυο, ενώ έως το 2003 το ποσοστό αυτό θα ανέλθει στο 25%. Το Διαδίκτυο σε συνδυασμό με το κατάλληλο λογισμικό θα δώσουν σύντομα τη δυνατότητα στο κοινό να βλέπει στην οθόνη του και να συγκρίνει τις τιμές των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών των τραπεζών με ένα απλό πάτημα του “ποντικιού”.

4.3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΩΝ Ε & Σ

▪ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΩΝ Ε & Σ ΣΤΟΝ ΠΛΟΥΤΟ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Οι Ε & Σ αποτελούν κοινό αξιοσημείωτο ενδιαφέρον για όλους τους μετόχους, τα διοικητικά στελέχη, τους υπαλλήλους, τους πελάτες καθώς και για την ευρύτερη κοινωνία. Επομένως η εκτίμηση της 'επιτυχίας' των συγχωνεύσεων εξαρτάται από τις ιδιαίτερες προοπτικές όλων των παραπάνω και από τα κριτήρια της επιτυχίας, τα οποία απορρέουν από αυτές τις προοπτικές. Ο ορισμός των κριτηρίων για την επιτυχία, όπως επίσης και τα μέσα που την υπολογίζουν, πρέπει να επιλέγονται προσεκτικά για να εκτιμούνται σωστά τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων.

Παρακάτω παρουσιάζονται μελέτες που έχουν γίνει σχετικά με την επίδραση που έχουν οι Ε & Σ στην απόδοση της μετοχής. Αρχικά εστιάζεται η βραχυχρόνια επίδοση και αργότερα η μακροχρόνια. Η βραχυχρόνια προσέγγιση υποθέτει την αποτελεσματικότητα της χρηματιστηριακής αγοράς. Συνεπώς η αντίδραση του χρηματιστηρίου απέναντι στις ανακοινώσεις των εξαγορών ή απέναντι στην ολοκλήρωση τους παρέχει ένα αξιόπιστο μέτρο για την αναμενόμενη αξία των εξαγορών. Η μακροχρόνια επίδοση υποθέτει ότι οι αγορές χρειάζονται χρόνο για να εκτιμήσουν την αξία των συνεπειών των εξαγορών και περιμένουν νέες πληροφορίες σχετικά με την πρόοδο της συγχώνευσης και την πιθανότητα ότι τα οφέλη της συγχώνευσης θα πραγματοποιηθούν.

Μελέτες των ΗΠΑ-βραχυχρόνια απόδοση

Ο πίνακας 4.1 παρουσιάζει τα περιληπτικά αποτελέσματα μερικών βασικών μελετών σχετικά με την βραχυχρόνια απόδοση της εξαγοράς του μεγαλύτερου ελέγχου των αγοραζόμενων εταιρειών. Ο πίνακας αναφέρεται στις μη κανονικές αποδόσεις που κερδίζουν οι μέτοχοι. Οι μη κανονικές αποδόσεις είναι η διαφορά μεταξύ πραγματικών αποδόσεων και προβλεπόμενων αποδόσεων, εάν δεν γινόταν η εξαγορά. Οι Δημόσιες Προσφορές στις ΗΠΑ είναι δημόσιες προσκλήσεις των αγοραστών στις αγοραζόμενες εταιρείες να αγοράσουν ένα μέρος από τις κοινές τους μετοχές σε μια συγκεκριμένη τιμή. Αυτές γίνονται κατευθείαν στους μετόχους της αγοραζόμενης εταιρείας με ή χωρίς την συγκατάθεση της διοικήσεως της. Οι συγχωνεύσεις είναι συμφωνίες που γίνονται με τη διοίκηση της αγοραζόμενης εταιρείας και έχουν κατά κανόνα φιλική πρόθεση. Ο Πίνακας 4.2 συνοψίζει τα αποτελέσματα των μελετών για την μακροχρόνια επίδοση της αξίας των μετόχων μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς ή μετά την ολοκλήρωση της. Μερικές από αυτές τις μελέτες ερευνούν ποιο ποσοστό των δειγμάτων των αγοραστών κερδίζει θετική μη κανονική απόδοση. Μια στατιστικά ασήμαντη μη κανονική απόδοση επίσης συνιστά ότι τουλάχιστον το 50% του δείγματος των αγοραστών κερδίζει μηδενική ή αρνητική απόδοση. Οι Loderer και Martin βρήκαν ότι θετική απόδοση έχουν μόνο το 49% του δείγματος των αγοραστών στις δημόσιες προσφορές και μόνο το 54% στις συγχωνεύσεις. Αυτό το ποσοστό δείχνει ότι μια μεγάλη μειοψηφία των αγοραστών μπορεί να επιτύχει στην δημιουργία αξίας.

Μερικές από τις μελέτες αναφέρουν το σχετικό μέγεθος των αγοραστών και αγοραζομένων. Γενικά αυτό είναι 3 ή 4 φορές ή ακόμα μεγαλύτερο. Όταν οι μη κανονικές αποδόσεις είναι value-weighted and added, μπορούμε να πάρουμε την συνδυασμένη μη κανονική απόδοση για τους μετόχους και των αγοραστών αλλά και των αγοραζόμενων εταιρειών. Από αυτές τις μελέτες προκύπτει ότι η συνολική απόδοση είναι σημαντικά θετική. Αυτό σημαίνει ότι οι συνολικές εξαγορές προσθέτουν αξία.

Πίνακας 4.1: Μη κανονικές αποδόσεις των μετόχων σε επιτυχείς εξαγορές των ΗΠΑ μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς

Μελέτη Δείγμα περιόδου: δείγμα μεγέθους	Διάστημα μελέτης (γύρω από την ανακοίνωση) ¹	Μοντέλο σημείο αναφοράς	Η μη κανονική απόδοση του αγοραζομένου (%)	Η μη κανονική απόδοση του αγοραστή (% θετική)
Μέρος Α: Δημόσιες Προσφορές				
Jensen & Ruback (1983) 1958-81; 17 to 161	20 - 60 ημέρες	Προσαρμοσμένη αγορά	29	4
Jarrell & Poulsen (1989) 1963-86; 526	31 ημέρες	Δεν αναφέρεται	29	1
Magenheim and Mueller (1988) 1976-81; 78	1 μήνας	Αγορά		1
Bradley, Desai and Kim (1988) 1963-84; 236	11 ημέρες	Αγορά	32	1
Loderer and Martin (1990) 1966-84; 274	6 ημέρες	Αγορά		1
Μέρος Β: Συγχωνεύσεις				
Jensen & Ruback (1983) 1962-79; 60 to 256	1 μήνας	Αγορά	16	1
Loderer and Martin (1990) 1966-84; 1135	6 ημέρες	Αγορά	Δεν αναφέρεται	1

Σημείωση: .

¹το διάστημα γενικά μετράει την ημέρα ή μήνα της ανακοίνωσης της δημόσιας προσφοράς ή της πρότασης για συγχώνευση. Οι ημέρες είναι εργάσιμες χρηματιστηρίου κι όχι ημερολογιακές .

Πίνακας 4.2: μακροχρόνιες επιδράσεις των μη κανονικών αποδόσεων για τους μετόχους στις ΗΠΑ

Μελέτη Δείγμα Περιόδου : Δείγμα μεγέθους	Event window Months ²	Benchmark return Model	Bidder abnormal return (%) (% positive)
Πλαίσιο Α: Δημόσιες Προσφορές			
Magenheim and Mueller (1988) 1976-81; 26	36	Market	6
Agrawal, Jaffe and Mandelker (1992). 1955-87; 227	60	Size & beta adjusted	2
Loderer and Martin (1992) 1965-86; 155	60	Size & beta adjusted	-1
Loughran and Vijh (1997) 1970-89; 135	60	Size & book to market adjusted	43
Rau and Vermaelen (1998) 1980-91; 316	36	Size & book to market adjusted	9
Πλαίσιο Β: Συγχωνεύσεις			
Agrawal, Jaffe and Mandelker (1992). 1955-87; 937	60	Size and beta adjusted	-10 ^s
Loderer and Martin (1992) 1965-86; 304	60	Size & beta adjusted	-1
Loughran and Vijh (1997) 1970-89; 788	60	Size & book to market adjusted	-16 ^s
Rau and Vermaelen (1998) 1980-91; 2823	36	Size & book to market adjusted	-4 ^s

Τα παραπάνω αποτελέσματα οδηγούν στα εξής συμπεράσματα σχετικά με την περίοδο μετά την συγχώνευση :

- Βραχυχρόνια, οι μέτοχοι των αγοραζόμενων εταιρειών κάνουν ουσιαστικά κέρδη και αυτά τα κέρδη είναι πολύ περισσότερα στις Δημόσιες Προσφορές από ότι στις συγχωνεύσεις
- Οι μέτοχοι των αγοραστών έχουν ασήμαντα ή ελάχιστα κέρδη και τα οποία είναι οριακά μεγαλύτερα στις Δημόσιες Προσφορές από ότι στις Συγχωνεύσεις
- Από τη στιγμή που οι αγοραστής είναι πολύ μεγαλύτεροι από ότι οι αγοραζόμενοι , τα παραπάνω αποτελέσματα μεταφράζονται σε μικρά θετικά συνολικά κέρδη όταν οι μέτοχοι των δυο ομάδων λαμβάνονται μαζί. Οι Δημόσιες προσφορές δημιουργούν περισσότερη αξία από ότι οι Συγχωνεύσεις.
- Μακροχρόνια, οι αγοραστής στις συγχωνεύσεις υποφέρουν από απώλεια πλούτου των μετόχων αλλά στις Δημόσιες Προσφορές κερδίζουν ασήμαντη θετική απόδοση .

Το αποτέλεσμα που αναφέρει ότι οι εξαγορές δημιουργούν συνολική αξία αλλά σχεδόν το μεγαλύτερο μέρος των κερδών μεταφέρεται στους μετόχους των αγοραζόμενων προτείνει ότι οι αγοραστής χάνουν παζαρεύοντας με τους αγοραζόμενους. Αυτό αντανακλά τον τρόπο που οι συμφωνίες των εξαγορών είναι δομημένες και διαπραγματεύσιμες.

Μελέτες του HB- βραχυχρόνια απόδοση

Στο HB η διάκριση μεταξύ συγχώνευσης και Δημόσιας Προσφοράς είναι ασήμαντη από τη στιγμή που σχεδόν όλες οι προσφορές που γίνονται στους μετόχους είναι όμοιες και στις φιλικές συγχωνεύσεις .

Τα αποτελέσματα των μελετών σχετικά με την επίδραση των E & Σ πάνω στον πλούτο των μετόχων είναι παρόμοια με τα προηγούμενα ,δηλαδή ουσιαστικά κέρδη στους μετόχους των αγοραζόμενων και μηδενική ή ελάχιστα θετική ή αρνητική απόδοση των μετόχων των αγοραστών. Τα μακροχρόνια αποτελέσματα είναι και αυτά όμοια με τα αντίστοιχα των ΗΠΑ. Τα αποτελέσματα είναι μοντέλα ευαισθησίας αλλά υπάρχει μια πλήρη συμφωνία μέσα από τα μοντέλα . Στο μοντέλο των Sudarsanam, Mahate και Freeman(2002) η μη κανονική απόδοση είναι αξιοσημείωτα αρνητική. Επίσης αυτοί βρήκαν ότι μόνο η μειοψηφία των αγοραστών (35% με 45%) κερδίζει θετική απόδοση. Οι Sudarsanam ,Holl και Salami (1996) βρήκαν σημαντική αρνητική απόδοση. Η μελέτη του Michael Firth (1980)είναι η μοναδική που ερευνά το νεκρό σημείο, αλλά αυτό είναι βασισμένο σε ένα μόνο μοντέλο, αυτό της Αγοράς . Συνολικά οι αγοραστές στο HB επιτυγχάνουν έλλειμμα στην αξία παρά κέρδος με τις εξαγορές .

Μελέτες για την Ηπειρωτική Ευρώπη

Η ουσιαστική δράση των E & Σ ξεκίνησε στην Ηπειρωτική Ευρώπη στα μέσα του 1980. Σύμφωνα με σχετικές μελέτες ,οι οποίες βασίζονται σε Δημόσιες Προσφορές καθώς και Συγχωνεύσεις στην Σουηδία, στο Βέλγιο και τη Γαλλία, οι μέτοχοι των αγοραζόμενων εταιρειών κερδίζουν ουσιαστικά εκεί που οι μέτοχοι των αγοραστών βρίσκονται στο νεκρό σημείο. Τα κέρδη είναι περισσότερα στις Δημόσιες Προσφορές απ' ότι στις Συγχωνεύσεις .Για τους αγοραστές ο τρόπος προσφοράς δεν παίζει κάποιο ιδιαίτερο ρόλο. Συμπερασματικά , οι συγχωνεύσεις αυξάνουν την περιουσία των μετόχων των αγοραζόμενων εταιρειών χωρίς να τον ελαττώσουν από τους μετόχους των αγοραστών, αλλά οι Δημόσιες Προσφορές είναι πιο επικερδείς για τους πρώτους .

▪ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΩΝ E & Σ ΣΤΗΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η τιμή της μετοχής μεταβάλλεται και επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες. Για παράδειγμα οι αποδόσεις των μετοχών βασίζονται στα αναμενόμενα οφέλη των συγχωνεύσεων και η αναμονή αυτή διαμορφώνεται με βάση τις διαθέσιμες πληροφορίες που παρέχονται στους επενδυτές των χρηματιστηρίων. Η τιμή της μετοχής μπορεί συχνά να επηρεάζεται και από άλλους παράγοντες πέρα από την αναμενόμενη επίδοση της εταιρείας όπως είναι οι διακυμάνσεις της αγοράς , οι ιδιομορφίες κ.α. . Υπάρχει δηλαδή πιθανότητα οι κινήσεις της τιμής της μετοχής να μην αντανακλούν την βασική επίδοση της εταιρείας .

Επιπρόσθετα , οι μεταβολές της τιμής της μετοχής δεν παρέχουν ένα άμεσο μέτρο της επίδρασης των E & Σ πάνω στο κόστος , στα έσοδα, στα κέρδη και στις ταμειακές ροές . Η στρατηγική των εξαγορών θεωρείται ότι βελτιώνει αυτές τις μεταβλητές ως αποτέλεσμα της ενδυνάμωσης της εταιρείας στο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα μέσα από αυτήν την στρατηγική. Η βελτίωση της λειτουργικής αποτελεσματικότητας θεωρείται πιο κατάλληλη να εκτιμήσει τις εξαγορές με βάση τις μεταβολές στις παραπάνω μεταβλητές .Η εστίαση αυτής της εκτίμησης χρησιμοποιεί λογιστικά δεδομένα. Πριν την άφιξη του YAKΣ (Capital Asset Pricing Model) , οι έννοιες της αποτελεσματικής αγοράς και της αύξησης του πλούτου των μετόχων ως κύριος στόχος

των εταιρικών αποφάσεων στην χρηματοοικονομική θεωρία γύρω στο 1970, χρησιμοποιούσαν λογιστικά δεδομένα .

Εκτιμώντας τις εξαγορές με βάση την λειτουργική απόδοση παρέχεται η επιπρόσθετη επίγνωση για την επίδραση της εξαγοράς .Ταυτόχρονα όμως υπάρχουν και περιορισμοί που πρέπει να λαμβάνουμε υπόψη χρησιμοποιώντας για μέτρο μόνο αυτή την απόδοση , όπως :

- Τα μέτρα της λειτουργικής απόδοσης υποτάσσονται σε προβλήματα μέτρησης όπως για παράδειγμα είναι η χρήση διαφορετικών λογιστικών αρχών για τον υπολογισμό μιας εξαγοράς
- Τα μέτρα της λειτουργικής απόδοσης υπόκεινται στο χειρισμό και στην προαιρετική επιλογή των λογιστικών κανόνων όπως για παράδειγμα είναι η αποτίμηση των αποκτημένων περιουσιακών στοιχείων, η αναδιάρθρωση εξόδων και η εκτίμηση της υπεραξίας
- Το κατάλληλο επίπεδο στο οποίο η απόδοση θα μετρηθεί π.χ. στο επίπεδο του οργανικών εσόδων ή στο επίπεδο κερδών ανά μετοχή ;
- η σχέση μεταξύ βελτίωσης της λειτουργικής απόδοσης και απόδοσης μετόχων μπορεί να είναι αδύναμη[P Healy, K Palepu & R Ruback,1992]
- Η κατάλληλη χρονική υστέρηση στο μέτρημα της βελτίωσης της απόδοσης δεν είναι ξεκάθαρη. Σε αντίθεση με τις τιμές των μετοχών που αντανakλούν το μέλλον γρήγορα, η λειτουργική απόδοση μπορεί να μην αντανakλάται στις χρηματοοικονομικές αναφορές για αρκετά χρόνια.
- Τα λογιστικά μεγέθη μετρούν την ιστορική απόδοση ενώ οι τιμές των μετοχών συνενώνουν τις πληροφορίες για το μέλλον αλλά και για το παρελθόν.

Μερικά από αυτά τα προβλήματα είναι κοινά για την λειτουργική απόδοση καθώς και για την απόδοση των μετοχών. Η Αρχή της δεδουλευμένης λογιστικής δίνει στις εταιρείες το δικαίωμα της κατανομής των εσόδων και εξόδων, όπως η απόσβεση, σε διαφορετικά λογιστικά χρόνια και παρέχει την δυνατότητα για δημιουργική λογιστική ώστε τα οικονομικά στοιχεία να εμφανίζουν ευνοϊκή εικόνα της επιχείρησης . Το τρωτό των μέτρων κέρδους στον χειρισμό των λογιστικών κανόνων τα καθιστά πιο ύποπτα σε σχέση με τα μέτρα που βασίζονται στην λογιστική των ταμειακών ροών που περιορίζουν το αποτέλεσμα της κατανομής της διακριτικής ευχέρειας κόστους και εσόδων.

Αποτίμηση της λειτουργικής απόδοσης των εξαγορών στις ΗΠΑ

Οι παρακάτω μελέτες αναφέρονται στην λειτουργική απόδοση των εταιρειών που πραγματοποίησαν εξαγορές με εγχώριες εταιρείες στις ΗΠΑ. Οι Ravenscraft και Scherer(1988) βρήκαν ότι , όταν μετριέται η απόδοση με την λογιστική αποδοτικότητα , οι συγχωνεύσεις οδηγούν σε μείωση της προ συγχώνευσης απόδοσης των συγχωνευμένων εταιρειών. Αυτή η μείωση εξαρτάται αποκλειστικά από το πώς έχουν εφαρμοστεί οι λογιστικές αρχές . Όπου εφαρμόζεται η purchase accounting , η απόδοση είναι χειρότερη από όταν χρησιμοποιείται η pooling accounting. Εν τούτοις , όταν η απόδοση υπολογίζεται με τις ταμειακές ροές , η μετά την συγχώνευση απόδοση είναι ίδια με την μετά την συγχώνευση απόδοση των Ravenscraft, Scherer. Αλλά οι Healy, Palepu και Ruback (HPR-1992) αναφέρουν σημαντική βελτίωση της λειτουργικής απόδοσης . Αυτή η βελτίωση είναι επίσης θετικά και σημαντικά σχετιζόμενη με τις αποδόσεις των μετοχών.

Παρόλο που οι HPR αναφέρουν ότι η προ συγχώνευσης λειτουργική απόδοση των merging firms , σχετικά με τους διάμεσους των βιομηχανιών τους , εξακολουθεί να είναι η ίδια και μετά την συγχώνευση, αυτοί δεν ενσωματώνουν την καθαυτή προ συγχώνευσης απόδοση σαν σημείο αναφοράς .Τέτοια ενσωμάτωση είναι απαραίτητη εάν η προ συγχώνευσης σχετική απόδοση οφείλεται σε σταθερούς παράγοντες όπως για παράδειγμα το παρατεταμένο

ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και όχι σε προσωρινούς παράγοντες όπως τα απροσδόκητα κέρδη. Ο Ghosh(2001) προσαρμόζοντας το σημείο αναφοράς, κατέληξε στο συμπέρασμα πως οι εξαγορές δεν οδηγούν σε καμία βελτίωση της λειτουργικής απόδοσης.

Αυτά τα αντιμαχόμενα αποτελέσματα υπογραμμίζουν την ανάγκη να επιλέγεται το σημείο αναφοράς σωστά βασιζόμενο σε πραγματικές υποθέσεις γύρω από το τι θα συνέβαινε εάν απουσίαζε η εξαγορά. Αυτές οι υποθέσεις με τη σειρά τους πρέπει να βασίζονται σε μια αντίληψη της βιομηχανίας ως ανταγωνιστική δυναμική μιας ατομικής εταιρείας. Ακόμα, παρατηρούμε ότι τα μέτρα που βασίζονται στην λογιστική των δεδουλευμένων εσόδων κι εξόδων είναι λιγότερο αξιόπιστα από αυτά που βασίζονται στις ταμειακές ροές. Τα τελευταία μέτρα αποφεύγουν πολλά από αυτά που οφείλονται στην διαστρέβλωση που προκαλείται από την διακριτική ευχέρεια της επιλογής των λογιστικών αρχών που εφαρμόζει μια εταιρεία. Τα μέτρα των ταμειακών ροών είναι καλύτερα συσχετιζόμενα με την αποτίμηση αφού η αξία μιας εταιρείας είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών της ταμειακών ροών, καθώς προτείνει η μαρτυρία της θετικής και σημαντικής σχέσης μεταξύ των μεταβολών των λειτουργικών ταμειακών ροών και των μη φυσιολογικών αποδόσεων στην μελέτη των HPR. Βασιζόμενοι στις ταμειακές ροές για την μέτρηση της απόδοσης, μπορούμε μόνο να συμπεράνουμε ότι οι αγοράζουσες εταιρείες στις ΗΠΑ, κατά μέσο όρο, αποδίδουν όπως οι πανομοιότυπες βιομηχανίες τους ή οι όμοιες σε μέγεθος εταιρείες

Η επίδραση των εξαγορών στους άλλους δείκτες απόδοσης

Η λειτουργική απόδοση της συσσωρευμένης αποδοτικότητας και τα μέτρα των ταμειακών ροών παράγονται από την απόδοση της εταιρείας σε δραστηριότητες που της δίνουν το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Για παράδειγμα, τα κέρδη αποδοτικότητας από μια εξαγορά μπορούν να καθιστούν ικανή την αγοράζουσα εταιρεία να γίνει ηγέτης κόστους, δηλαδή να επιτύχει το χαμηλότερο δυνατό κόστος όχι μόνο κατά την παραγωγή αγαθών ή υπηρεσιών αλλά σε ολόκληρο το φάσμα των δραστηριοτήτων της, με τη μεγιστοποίηση κάθε πλεονεκτήματος. Η βελτιωμένη Έρευνα και Ανάπτυξη μπορούν να κάνουν ικανή μια αγοράζουσα εταιρεία να διανέμει νέα προϊόντα ή υπηρεσίες, κέρδη στο μερίδιο αγοράς ή να δημιουργήσει νέα και κερδοφόρα αγορά. Συνέπεια των παραπάνω είναι τα υψηλότερα κέρδη, οι ταμειακές ροές και οι αποδόσεις μετόχων.

Εξαγορές και καινοτομία

Με δεδομένη την κρίσιμη σημασία της καινοτομίας για την επιτυχημένη εταιρική στρατηγική καθώς επίσης και για την επιβίωση της εταιρείας, οι εξαγορές μπορεί να παρέχουν μια γρήγορη απόκτηση αυτής της καινοτομίας που διαθέτει η αγοραζόμενη επιχείρηση και να ικανοποιήσουν την ανάγκη της αγοράζουσας για γρήγορη ανάπτυξη (need for speed). Με αυτή την λογική, η εξαγορά είναι ένα υποκατάστατο εσωτερικής καινοτομίας από την αγοράζουσα εταιρεία. Αλλά αυτή η εξαγορά θέτει υπό συζήτηση δυο προκλήσεις. Οι αποκτημένες καινοτομικές ικανότητες χρειάζεται να ολοκληρωθούν και να επιτευχθούν αποτελεσματικά από την αγοράζουσα εταιρεία εάν είναι να συμβάλλουν στην δημιουργία της αξίας. Οι συγχωνεύσεις για συμπληρωματικούς συντελεστές παραγωγής μπορεί να υποσκελίσουν τις καινοτομικές ικανότητες της αγοράζουσας εταιρείας με δυσοίωνες συνέπειες για το μέλλον της. Οι Hitt, Hoskisson, Ireland και Harrison αναφέρουν ότι μαζί η ένταση της Έρευνας και Ανάπτυξης (ένα μέτρο για την εισαγωγή στην καινοτομία) και η ένταση της πατέντας (ένα μέτρο για την εξαγωγή της καινοτομίας) μειώνονται μετά την εξαγορά. Οι εταιρείες επίσης που πραγματοποιούν εξαγορές εισάγουν επίσης λιγότερα νέα προϊόντα στον χώρο της αγοράς [M A Hitt, R E Hoskisson, R D Ireland and J S Harrison, 1991].

Από την άλλη πλευρά, εάν η εξαγορά παρέχει τις κατάλληλες τεχνολογικές εισροές και η αγοράζουσα εταιρεία επιτύχει δημιουργικά την μέθοδο της ολοκλήρωσης, οι καινοτομικές εκροές να αυξηθούν σαν αποτέλεσμα. Οι Ahuja και Katila βρήκαν ότι η ικανότητα της αγοράζουσας εταιρείας να χρηματοδοτήσει μέσω δανεισμού τις εξαγορές για να αυξήσει την παραγωγή του μοναδικού προϊόντος, της πατέντας, σε ολόκληρη τη βιομηχανία εξαρτάται από μια σειρά χαρακτηριστικών της αγοράζουσας και αγοραζόμενης εταιρείας όπως οι συναφείς βάσεις γνώσεων των δύο εταιρειών ή τα σχετικά τους μεγέθη. Οι Ahuja και Katila υπογράμμισαν επίσης μια σειρά από εμπόδια στην αύξηση των καινοτομιών που ακολούθησαν μετά την συγχώνευση [G Ahuja and R Katila, 2001].

Εξαγορές, κέρδη παραγωγικότητας και απασχόληση

Οι αγοράζουσες εταιρείες γενικά πιστεύουν ότι οι αποφάσεις τους για τις E & Σ στηρίζονται στην αναμενόμενη αξία των κερδών μέσα από τις συνεργίες, της αποτελεσματικότητας κλίμακας –κόστους κα. Η αποτελεσματικότητα των κερδών μπορεί να αυξηθεί από την μείωση του επιπέδου απασχόλησης στην συγχωνευμένη εταιρεία. Μέσα από την διαδικασία της επίτευξης των κερδών αυτών, η αγοράζουσα εταιρεία, ειδικά στην περίπτωση της εχθρικής εξαγοράς, μπορεί να μην τηρήσει αφανή συμβόλαια της αγοραζόμενης εταιρείας, η οποία τα είχε συμφωνήσει πριν από την εξαγορά με τους πελάτες, τους προμηθευτές και τους υπαλλήλους της. Ένα αφανή συμβόλαιο αφορά μια άγραφη συμφωνία μεταξύ των δύο μερών για την συγγένεια που αναγνωρίζει τα αμοιβαία δικαιώματα τους, τις υποχρεώσεις και τις προσδοκίες. Στην περίπτωση των εργαζομένων, τα αφανή συμβόλαια μπορεί να αφορούν προσδοκίες για μελλοντικές αποζημιώσεις ή αμοιβές για την αφοσίωση και την πίστη τους στον εργοδότη. Τα αφανή συμβόλαια βασίζονται περισσότερο στην εμπιστοσύνη της αμοιβαίας εξάρτησης παρά στα νομικά δικαιώματα. Οι Shleifer και Summers συμφωνούν ότι τα κέρδη των μετόχων στις εχθρικές εξαγορές προέρχονται από την παραβίαση των αφανών συμβολαίων με τους εργαζομένους της αγοραζόμενης εταιρείας. [A Shleifer and L Summers, 1988]. Οι Lichtenberg και Siegel συμπέραναν ότι τα κέρδη στην αξία των μετόχων εμφανίζονται ως κοινωνικά κέρδη, όχι δηλαδή μόνο ιδιωτικά κέρδη στους μετόχους και δεν υπάρχει μαρτυρία ότι η αλλαγή της ιδιοκτησίας συνοδεύεται από την ακύρωση των αφανών συμβολαίων με τους εργαζομένους ή προμηθευτές. [F R Lichtenberg and D Siegel, 1992]

Όπου υπάρχει μείωση στην απασχόληση και στους μισθούς μετά από την αλλαγή της ιδιοκτησίας, αυτή η μείωση είναι τρεις φορές μεγαλύτερη στις βοηθητικές θέσεις που απασχολούν τα κορυφαία διοικητικά στελέχη, τους συμβούλους και το προσωπικό Έρευνας και Ανάπτυξης από ότι στις θέσεις της παραγωγής (production establishments). Υπάρχει, εν τούτοις, μια μικρή διαφορά μεταξύ των αγοραζόμενων και μη –αγοραζόμενων control firms. Εντός του ιδρύματος παραγωγής, οι εργαζόμενοι παραγωγής υποφέρουν περισσότερο από την ανεργία σε σχέση με τους εργαζομένους που δεν ασχολούνται με την παραγωγή.

Από 62 επιτυχημένες και μη εχθρικές εξαγορές μεταξύ του 1984 και 1986, οι Bhagat, Shleifer και Vishny κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι παύσεις της απασχόλησης των εργαζομένων από τον εργοδότη τους μετά την εξαγορά είναι σχετικά μικρές σε αριθμό και μπορούν να εξηγήσουν μόνο το 10% με 20% του πριμ της εξαγοράς κατά μέσο όρο. [S Bhagat, A Shleifer and R Vishny, 1990]. Τα υψηλά στελέχη είναι η ομάδα που κινδυνεύει περισσότερο από μιας απόλυση. Ακόμη, οι περικοπές στις επενδύσεις που προτείνονται από τις αγοραζόμενες εταιρείες είναι σημαντικές μόνο σε 9 περιπτώσεις των δειγμάτων.

Αποτίμηση της λειτουργικής απόδοσης στις εξαγορές του HB

Παρακάτω παρουσιάζονται κάποιες μελέτες σχετικά με την λειτουργική απόδοση ,μετά την συγχώνευση μεταξύ των εταιρειών του HB , η οποία είναι βασισμένη στην αποδοτικότητα της λογιστικής των δεδουλευμένων εσόδων κι εξόδων και της αποδοτικότητας των ταμειακών ροών . Οι Manson, Stark και Thomas (1994) έκαναν μια πρωτοποριακή προσέγγιση για το μέτρημα της απόδοσης μετά την εξαγορά ,προσαρμόζοντας το σημείο αναφοράς της κατά μέσου όρου απόδοσης της βιομηχανίας για την δυνητική διάβρωση της αποδοτικότητας των συγχωνευθέντων εταιρειών , εάν η συγχώνευση δεν είχε πραγματοποιηθεί. Αυτή η διάβρωση οφείλεται στις ανταγωνιστικές πιέσεις όταν οι αντίπαλες εταιρείες προσπαθούν να φτάσουν τους πιο επικερδείς αντιπάλους τους. Αυτή η μείωση είναι γνωστή ως παλινδρόμηση προς το μέσο (regression to the mean).

Κατέληξαν στο ότι μετά την συγχώνευση η προσαρμοσμένη απόδοση βελτιώνεται σημαντικά. Όπως και με τις Αμερικάνικες μελέτες , υπάρχει μια άκαμπτη διαφορά μεταξύ των αποτελεσμάτων που βασίζονται στις μεθόδους μέτρησης της accrual accounting και των ταμειακών ροών .Ενώ η πρώτη μέθοδος έδειξε μείωση της απόδοσης , η δεύτερη έδειξε βελτίωση. Η πρώτη μελέτη που έγινε από τον Meeks (1977) κάλυψε πλήρως το κύμα συγχωνεύσεων της δεκαετίας του 1960 στο HB με την κορύφωση του 1968 , ενώ οι επόμενες δύο των Kumar(1984) και Cosh(1980) καλύπτουν μόνο ένα μέρος της περιόδου αυτής. Η τελευταία μελέτη που έγινε από τους Manson, Stark και Thomas (1994)καλύπτει το αρχικό μέρος του κύματος της δεκαετίας του 1980 το οποίο κορυφώθηκε το 1989. Αυτές οι διαφορές στην επικάλυψη των κυμάτων συγχωνεύσεων μπορούν να εξηγήσουν ένα μέρος των διαφορετικών αποτελεσμάτων της απόδοσης.

Εξαγορές και μείωση της απασχόλησης

Οι Conyon, Girma ,Thompson και Wright ερεύνησαν την επίδραση των E & Σ στην απασχόληση των συγχωνευθέντων εταιρειών κατά τη διάρκεια 1967-1996[M J Conyon, S Girma , S Thompson and P W Wright,2002]. Υπάρχει ένας σημαντικός ορθολογισμός στην χρησιμότητα της εργασίας καθώς οι συγχωνευθείσες εταιρείες αυξάνουν την αποτελεσματικότητα μετά την συγχώνευση αλλά υπάρχει επίσης μια μείωση της παραγωγής .Το τελευταίο μπορεί να είναι αποτέλεσμα ουσιαστικού διαμελισμού μέρους περιουσιακών στοιχείων ή επιχειρήσεων των συγχωνευθέντων εταιρειών.Αυτά τα αποτελέσματα υποστηρίζουν την άποψη ότι η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και των εχθρικών εξαγορών προάγει την αποτελεσματικότητα , από τη στιγμή που η μείωση της απασχόλησης είναι μεγαλύτερη από την μείωση της παραγωγής. Η εχθρική εξαγορά είναι εμπόδιο στην διοίκηση της αγοραζόμενης εταιρείας .Αυτό είναι αντίθετο στις πιο πολλές απαισιόδοξες μαρτυρίες των τριών πρώτων μελετών της παραπάνω παραγράφου. Υπάρχουν τουλάχιστον δύο λόγοι για αυτή την διαφορά. Πρώτον, η περίοδος του δείγματος περιλαμβάνει τις συγχωνεύσεις κατά την διάρκεια του '80 και του '90 ,όταν οι αγοράζουσες εταιρείες είχαν διδαχθεί να αποφεύγουν τις παγίδες των συγχωνεύσεων του'60. Το αποτέλεσμα της μελέτης των Manson, Stark και Hardy , οι οποίοι καλύπτουν το διάστημα 1984-1987, υποστηρίζει αυτή την πιθανότητα. Δεύτερον, οι μετρήσεις του κέρδους είναι πιο θορυβώδεις από τα δεδομένα της παραγωγής και απασχόλησης που χρησιμοποιούνται από τον Conyon και τους συναδέλφους του.

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΕΤΑ ΤΙΣ Ε & Σ ΤΩΝ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ

Οι εξαγορές αναλαμβάνουν να επιτύχουν συγκεκριμένους στρατηγικούς σκοπούς και ανάλογα οι διαφορετικές αγοράζουσες εταιρείες ακολουθούν διαφορετικές εταιρικές και επιχειρηματικές στρατηγικές. Η επιτυχία μιας εξαγοράς κρίνεται σύμφωνα με αυτές τις στρατηγικές. Οι διαφορετικοί τύποι εξαγορών που ορίζονται από τις προηγούμενες στρατηγικές είναι οι παρακάτω :

- Ομοιογενείς εξαγορές που περιλαμβάνουν τις οριζόντιες συγχωνεύσεις επιχειρήσεων που πουλάνε τα ίδια προϊόντα και υπηρεσίες στις ίδιες αγορές και τις κάθετες συγχωνεύσεις
- Ανομοιογενείς Εξαγορές (conglomerate acquisitions)

Γενικά οι κάθετες συγχωνεύσεις δεν πραγματοποιούνται με την ίδια συχνότητα που γίνονται οι οριζόντιες συγχωνεύσεις. Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις κινούνται από την επιθυμία να επιτευχθούν κλίμακες αποτελεσματικότητας ή κλίμακες φάσματος και να ενισχυθούν τα έσοδα από πωλήσεις .Η αύξηση των εσόδων είναι επομένως μια σημαντική πηγή δημιουργίας της αξίας και μπορεί να προέλθει από τα κέρδη του μεριδίου της αγοράς ή από τις υψηλότερες τιμές . Ο Mueller βρήκε ότι οι συγχωνευθείσες εταιρείες στις ΗΠΑ συχνά αποτύγχαναν να διατηρήσουν το μερίδιο της αγοράς και το χάνουν από τους αντιπάλους που έχουν αναπτυχθεί οργανικά [D C Mueller,1985]. Τα κέρδη αποτελεσματικότητας που οδηγούν σε υψηλότερες αποδόσεις κεφαλαίου είναι επίσης δύσκολο να επιτευχθούν. Οι Alberts και Varaiya έδειξαν με βάση τις Ε & Σ των ΗΠΑ κατά τη διάρκεια 1976-1984, ότι οι βελτιώσεις στις αποδόσεις κεφαλαίου και στο ρυθμό ανάπτυξης κερδών που συνεπάγονται από το πριμ των εξαγορών που καταβλήθηκε από τους αγοραστές ,απέχουν από αυτές που επιτεύχθηκαν πέρα από το 90% των εταιριών των ΗΠΑ. Με δεδομένη τις ανταγωνιστικές πιέσεις στις εταιρείες της Αμερικής , μια τέτοια απόδοση θα ήταν σχεδόν αδύνατον να επιτευχθεί[W W Alberts and N Varaiya,1989] .

Πολλές εξαγορές απέτυχαν να διατηρήσουν το ρυθμό ανάπτυξης των εσόδων στο κατά μέσο όρο επίπεδο του κλάδου της βιομηχανίας . Μια μελέτη των συμβούλων της McKinsey για τις συγχωνεύσεις με αξία άνω των \$100 εκ. στις ΗΠΑ κατά την περίοδο 1990-1997 έδειξε ότι η ανάπτυξη των εσόδων είναι δικαίως απαιτηλή. Οι περισσότερες αγοράζόμενες εταιρείες παρουσιάζουν βραδύτερο ρυθμό ανάπτυξης από τις όμοιες εταιρείες του κλάδου κατά τα πρώτα χρόνια αλλά πέρα από τα τρία χρόνια μόνο το 12% των αγοράζουσων εταιριών κατάφερε ανάπτυξη. Η ολοκλήρωση των Ε & Σ σχετίζεται με προβλήματα όπως ακαθόριστων πελατών και ανομοιογενούς προσωπικού που συμβάλλουν στην μείωση του ρυθμού εσόδων [MM Bekier , A J Bogardus and T Oldham , 2001].

Η απόδοση μετά την εξαγορά σε διαφορετικούς τύπους εξαγορών

Οι ομοιογενείς και ανομοιογενείς εξαγορές έχουν ευκρινείς και επικαλυπτόμενες πηγές της δημιουργίας αξίας. Υπάρχει ένα εμπειρικό αποτέλεσμα όπου παράγει περισσότερη αξία αλλά η συγκριτική απόδοση των ομοιογενών και ανομοιογενών εξαγορών δεν έχει καθοριστεί. Για παράδειγμα ο Seth συμπέρανε ότι οι ομοιογενείς αλλά και οι ανομοιογενείς εξαγορές δημιουργούν συνεργίες και κέρδη στην αξία των μετόχων. Καμιά ομάδα δεν υπερβαίνει σε απόδοση την άλλη[A Seth]. Οι χρηματοοικονομικοί ερευνητές αναφέρουν ότι οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις των ενιαίων εταιριών αποτιμούνται σε χαμηλότερες τιμές από το σύνολο της αξίας

κάθε εταιρείας ξεχωριστά. Οι πιο πρόσφατες μελέτες υποστηρίζουν τις ιδιότητες των ανομοιογενών εξαγορών για δημιουργία αξίας [K Lins and H Servaes,1999και J R Graham, M L Lemmon and J G Wolf,2002.]

Η ΑΠΟΔΟΣΗ (ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ) ΤΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΤΩΝ ΣΥΜΦΩΝΙΩΝ Ε & Σ

Πολλές εμπειρικές έρευνες ξεκαθάρισαν το ρόλο που παίζουν τα χαρακτηριστικά των συμφωνιών για συγχώνευση. Αυτός ο ρόλος τονίζει την ανάγκη να κοιτάξουμε πέρα από την καθαρά οικονομική πλευρά και τις στρατηγικές συμφωνίες για την δημιουργία αξίας στις Ε & Σ και να κατανοήσουμε πως γίνονται αυτές οι συμφωνίες και ποια επίδραση έχουν αυτά τα χαρακτηριστικά των συμφωνιών στην απόδοση μετά την συγχώνευση. Μερικά από αυτά τα χαρακτηριστικά παρουσιάζονται παρακάτω :

- Η πρόθεση των αγοραστών- είναι η προσφορά της εξαγοράς φιλική ή εχθρική ;
- Ο τρόπος της εξαγοράς –δημόσια προσφορά ή συγχώνευση ;
- Είναι οι αγοραζόμενες εταιρείες σχετιζόμενες με τις αγοράζουσες ;
- Η εξαγορά χρηματοδοτείται με μετρητά ή με το κοινό μετοχικό της αγοράζουσας ή με συνδυασμό πολλών τρόπων πληρωμής ;

Επικρατεί η κοινή άποψη ότι οι εξαγορές που χρηματοδοτούνται με μετρητά αποδίδουν παραπάνω από ότι οι εξαγορές που χρηματοδοτούνται με μετοχικό κεφάλαιο σε όρους απόδοσης μετόχων. Ο Ghosh αναφέρει ότι υπάρχει σημαντική βελτίωση στο operating cash flow για τις εξαγορές με μετρητά αλλά υπάρχει αντίστοιχη μείωση στις εξαγορές με έκδοση μετοχών[A Ghosh,2001]. Ομοίως , οι δημόσιες προσφορές οι οποίες γίνονται απ' ευθείας στους μετόχους της αγοραζόμενης εταιρείας έχουν καλύτερη απόδοση για τους μετόχους , απ' ότι οι συγχωνεύσεις που πραγματοποιούνται με φιλικό τρόπο με την διοίκηση της αγοραζόμενης εταιρείας (πίνακες 3.1 και 3.2). Επίσης οι σχετικά μικρές αγοραζόμενες εταιρείες , με βάση κάποιες μελέτες , οδηγούν σε καλύτερη δημιουργία αξίας μετά την εξαγορά. Οι αγοραστές με αίγλη(glamour acquirers)φαίνεται να αποτελούν άσχημα νέα για τους μετόχους της αγοράζουσας εταιρείας [P R Rau and T Vermaelen,1998 και S Sudarsanam ,A Mahate and A Freeman,May 2002]. Από την άλλη πλευρά , οι αγοραστές χαμηλής αξίας οδηγούν σε ανώτερη απόδοση της αξίας των μετόχων. Αυτό σημαίνει ότι οι εχθρικές εξαγορές δεν αποτελούν απαραίτητα άσχημα νέα για τους μετόχους παρόλο που οι εχθρικοί αγοραστές συχνά απεικονίζονται ως άπληστοι και πλεονέκτες[S Sudarsanam, 2000].

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

Οι εξαγορές επηρεάζουν με διαφορετικό τρόπο τα διοικητικά στελέχη των αγοραζόμενων και αγοραζουσών εταιρειών. Για τους διοικητές της αγοράζουσας εταιρείας προσφέρονται νέες ευκαιρίες για να αυξήσουν το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της εταιρείας τους , την λειτουργική αποδοτικότητα και την χρηματοοικονομική απόδοση και κατά συνέπεια να αυξηθεί η αξία των μετόχων. Ακόμα οι εξαγορές επιτρέπουν στα διοικητικά στελέχη να στοχεύουν στην μεγιστοποίηση της δικιάς τους ωφελιμότητας , αυξάνοντας την αμοιβή τους και την επαγγελματική τους ασφάλεια. Για τα διοικητικά στελέχη της αγοραζόμενης εταιρείας , μια εξαγορά προκαλεί αβεβαιότητα και πίεση εξαιτίας των αναμενόμενων αλλαγών. Πρέπει να προσαρμοστούν στην νέα διοίκηση και στην νέα κουλτούρα. Για πολλούς , μια εξαγορά μπορεί να σημαίνει απώλεια της δύναμης , του κύρους και της ελευθερίας για πρωτοβουλίες ή και απόλυση.

Το αν θα τις υποστούν ή όχι όλες αυτές τις συνέπειες τα διοικητικά στελέχη της αγοραζόμενης εταιρείας εξαρτάται από τα κίνητρα και την λογική της στρατηγικής της εξαγοράς. Για παράδειγμα ,μια συγχώνευση βασισμένη στις συνεργίες κι οδηγούμενη από τον ορθολογισμό σε μια ώριμη βιομηχανία, πιθανά να μην οδηγήσει σε απολύσεις προσωπικού που πλεονάζει. Ομοίως ,μια πειθαρχική εξαγορά με την υπόθεση μιας μη αποδοτικής διοίκησης της αγοραζόμενης εταιρείας , καταλήγει σε υψηλό δείκτη αποχωρήσεων προσωπικού αυτής της διοίκησης .

Οι Franks και Mayer απέδειξαν ότι ο βαθμός αντικατάστασης της διοίκησης είναι υψηλός μετά από μια εχθρική εξαγορά σε σχέση με μια φιλική και μέσα στις μη εξαγοραζόμενες εταιρίες [J Franks and C Mayer,1996]. Σε ένα δείγμα 34 συνιστώμενων και 31εχθρικών αγγλικών προσφορών, εκτίμησαν ότι 90% των εκτελεστικών και μη διευθυντών των αγοραζομένων εταιρειών παραιτήθηκαν μετά την εξαγορά , όπου μόνο το 50% το έκανε σε φιλικές προσφορές . Μαζί αυτοί οι δείκτες αποχώρησης προσωπικού είναι πολύ υψηλότεροι από ένα μικρότερο δείγμα 10 μη εξαγοραζόμενων εταιρειών.

Τα διοικητικά στελέχη των αγοραζουσών εταιρειών , αντιθέτως, νιώθουν σίγουροι. Ένα άμεσο πλεονέκτημα από μια εξαγορά είναι ότι η εταιρεία γίνεται μεγαλύτερη. Η εξαγορά επιτυγχάνει την ανάπτυξη μιας εταιρείας συγκριτικά με την οργανική ανάπτυξη(επέκταση της επιχειρησιακής δραστηριότητας με εσωτερική ανάπτυξη κι όχι με εξαγορές). Οι διευθυντικές αποδοχές είναι συχνά θετικά συσχετιζόμενες με το μέγεθος της εταιρείας .Ο Firth απέδειξε το 1991 ότι οι εξαγορές υποκινούνται από το προσωπικό συμφέρον των διευθυντικών στελεχών[M Firth ,1991].

Για ένα δείγμα 171 αγγλικών εξαγορών κατά την περίοδο 1974-80, ο Firth ανακάλυψε ότι οι εξαγορές που είναι αποδεκτές από το χρηματιστήριο οδηγούν σε σημαντική αύξηση των διευθυντικών αμοιβών. Ακόμη και οι εξαγορές με αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις με την ανακοίνωση της προσφοράς φαίνονται να ανταμείβουν την ανώτατη διοίκηση. Ο Firth κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η διαδικασία της εξαγοράς κατά κανόνα οδηγεί στην αύξηση των διευθυντικών αμοιβών και αυτό βεβαιώνεται από το αυξανόμενο μέγεθος της εταιρείας .

Ο Walsh μελέτησε τον κορυφαίο δείκτη αντικατάστασης της διοίκησης μετά από τις εξαγορές ,χρησιμοποιώντας δείγμα 55 εξαγορών κατά τη διάρκεια 1975-9[J J Walsh,1988]. Αντιστοίχισε αυτό το δείγμα σε ένα άλλο αποτελούμενο από 30 μη εξαγοραζόμενων εταιρειών. Πέντε χρόνια μετά τις εξαγορές , το 59 % των κορυφαίων διευθυντών των εξαγοραζομένων εταιρειών μετακινήθηκε ,ενώ στο δείγμα των μη εξαγοραζομένων ο δείκτης turnover ήταν μόλις 33%. Τον πρώτο χρόνο ο δείκτης αποχώρησης διευθυντικών στελεχών είναι πολύ πιο δραματικός , με 25% και 6% αντίστοιχα στα δύο δείγματα. Ούτε ο τύπος της εξαγοράς αλλά ούτε και το διαφορετικό μέγεθος των αγοραστών και αγοραζομένων μπορούν να εξηγήσουν την υψηλή απόδοση του βαθμού αντικατάστασης της διοίκησης.

Οι Walsh και Ellwood το 1991 επέκτειναν την παραπάνω μελέτη και διερεύνησαν την σχέση που υπάρχει μεταξύ της απόδοσης πριν την συγχώνευση των εξαγοραζομένων εταιρειών και του βαθμού αντικατάστασης της διοίκησης μετά την εξαγορά.[J J Walsh and J Ellwood,1991]. Χρησιμοποιώντας ένα μεγαλύτερο δείγμα 590αγοραζομένων εταιρειών και 75 μη εξαγοραζομένων , οι Walsh και Ellwood βρήκαν ότι ο δείκτης κύκλου εργασιών είναι 61% για την αγοραζόμενη εταιρεία και 34% για τη μη αγοραζόμενη. Παραδόξως , δεν υπάρχει σχέση μεταξύ του δείκτη κύκλου εργασιών μετά την εξαγορά και της απόδοσης της αγοραζόμενης εταιρείας πριν την εξαγορά , μετρώντας τις συσσωρευμένες μη κανονικές αποδόσεις . Αυτό θέτει σε αμφισβήτηση την υπόθεση ότι ο δείκτης βαθμός αντικατάστασης της διοίκησης οφείλεται στην πειθαρχική επίδραση μιας εξαγοράς .

Οι Martin και McConnell το 1991,προέβησαν σε μια έρευνα που συνίσταται από το πειθαρχικό μοντέλο[K J Martin and J J McConnell,1991]. Αυτοί ταξινόμησαν μια εξαγορά ως πειθαρχική εάν υπάρχει βαθμός αντικατάστασης της διοίκησης στην υπό εξαγορά εταιρεία μέσα σε δύο χρόνια μετά την εξαγορά. Εξέτασαν την πεντάχρονη απόδοση πριν την εξαγορά σε όρους συσσωρευτικών μη φυσιολογικών αποδόσεων ταυτόχρονα στις πειθαρχικές και μη εξαγορές . Τα

αποτελέσματα που κατέληξαν είναι πως ο δείκτης turnover αυξάνει μετά από μια εξαγορά. Για παράδειγμα, μέσα σε δεκαπέντε μήνες μετά την εξαγορά, η αξία του turnover για τα κορυφαία στελέχη είναι 42%, όπου ο ετήσιος turnover τα προηγούμενα πέντε χρόνια είναι μόλις 10%. Ακόμα, οι υπό εξαγορά εταιρείες με υψηλό turnover υποαποδίδουν την περίοδο πριν την εξαγορά.

Συμπερασματικά, οι έρευνες πάνω στον δείκτη αντικατάστασης της διοίκησης στις εξαγορές των ΗΠΑ επιβεβαιώνουν ότι οι εξαγορές οδηγούν σε ουσιώδη βαθμό απώλειας των κορυφαίων διευθυντικών θέσεων, ειδικά τα πρώτα δύο έτη.

4.4.ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΧΩΡΟ

Παρά τον μεγάλο αριθμό ερευνητικών προσπαθειών και το πλήθος των δημοσιευμένων άρθρων ή μελετών, τα αποτελέσματα που είναι διαθέσιμα κάθε άλλο από ικανοποιητικά είναι από πλευράς ακρίβειας και οριστικότητας. Στα παρακάτω συνοψίζονται μερικά από τα λιγότερο αβέβαια και ασαφή.

Αρχικά είναι βέβαιο ότι οι επιπτώσεις που προκύπτουν από τις ενοποιήσεις δεν είναι μονοσήμαντες:

- Στις **θετικές επιπτώσεις** περιλαμβάνονται κυρίως οι οικονομίες κλίμακος και συμπαραγωγής υπηρεσιών (μερικές φορές καλούμενες «οικονομίες φάσματος ή συνεργιών»), η βελτίωση της γενικής αποτελεσματικότητας (X-Efficiency), η αξιοποίηση των δυνατοτήτων που προσφέρει η σύγχρονη τεχνολογία (π.χ. e-banking), ο περιορισμός των κινδύνων κατά μονάδα προσδοκώμενης απόδοσης, η αυξημένη ανθεκτικότητα σε αντίξοες ή ισχυρά ανταγωνιστικές συνθήκες, η μετάδοση σύγχρονων αντιλήψεων για την αναγκαιότητα εφαρμογής αποτελεσματικού συστήματος διοίκησης, η διευκόλυνση της βελτίωσης της ποιότητας και της απόδοσης του προσωπικού, η εν γένει εξυγίανση των εξαγοραζόμενων προβληματικών μονάδων, και, τέλος, η μείωση του κόστους λειτουργίας του συστήματος πληρωμών με τη διεύρυνση της δυνατότητας συμψηφιστικών πράξεων.

Πολλές από τις παραπάνω συνέπειες δεν έχουν επιβεβαιωθεί εμπειρικά. Οικονομίες κλίμακος δεν εντοπίζονται παρά μόνο στις περιπτώσεις μικρών τραπεζών που φθάνουν σε μέσο μέγεθος, ενώ σε μεγάλα μεγέθη μάλλον εμφανίζονται αρνητικές οικονομίες. Δεν υπάρχει επίσης σαφής εμπειρική ένδειξη ότι υπάρχουν προς αξιοποίηση οικονομίες συνεργιών σε συνολική έννοια, αλλά μόνο για ορισμένες συγκεκριμένες υπηρεσίες [J. A. Clark, 1988]. Θα πρέπει, πάντως, να σημειωθεί ότι τα αποτελέσματα αυτά αναφέρονται στα μέσα της δεκαετίας του 1980 και επομένως πολύ λίγο λαμβάνουν υπόψη τις πρόσφατες τεχνολογικές επιτεύξεις στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Μια τελευταία εργασία για παράδειγμα διαπιστώνει μειώσεις κόστους μέχρι και 20% λόγω οικονομιών κλίμακος για μεγέθη τραπεζών με ενεργητικό μέχρι και 10 έως 25 δις. δολ. που αποδίδεται στην αξιοποίηση νέων τεχνολογιών, αλλά και στη βελτίωση του θεσμικού και οικονομικού πλαισίου [Berger, Demsetz & Strahan, 1999]. Για μεγαλύτερα μεγέθη δεν υπάρχουν ακόμη επαρκή στοιχεία. Η ίδια περίπτωση ασάφεια επικρατεί και για τις οικονομίες συνεργιών.

Η σαφέστερη εικόνα για οικονομίες κλίμακος και οικονομίες συνεργιών εμφανίζεται στις περιπτώσεις χειρισμού του κινδύνου (risk management) ή διεύρυνσεως του γεωγραφικού χώρου καλύψεως κυρίως λόγω επεκτάσεως των δυνατοτήτων διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου (diversification) και επομένως βελτίωσης της σχέσης αποδόσεως-κινδύνου. Εμπειρική επιβεβαίωση αποτελεσματικότερης λειτουργίας από πλευράς οικονομιών εντοπίζεται στις περιπτώσεις συνδυασμών τραπεζών με μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Αντίθετα, ο συνδυασμός τραπεζικών εργασιών με χρηματιστηριακές δραστηριότητες (π.χ. underwriting) είναι πιθανό να οδηγήσει σε σύγκρουση συμφερόντων.

Μικτά εμπειρικά αποτελέσματα έχουν παρουσιασθεί στη διεθνή βιβλιογραφία και για την τυχόν βελτίωση της γενικής αποτελεσματικότητας (X-efficiency) των τραπεζών σε όλο το φάσμα μεγεθών. Οι πιο πρόσφατες μελέτες καταλήγουν στο ενδιαφέρον και εύλογο συμπέρασμα ότι το αν υπάρχουν βελτιώσεις «εξαρτάται από τον τύπο της συγχώνευσης, το κίνητρο που την προκάλεσε και τον τρόπο με τον οποίο η διοίκηση της νέας μονάδας εφαρμόζει τα σχέδιά της» (Berger)

Ο εξυγιαντικός ρόλος των συγχωνεύσεων επισημαίνεται επίσης στη διεθνή βιβλιογραφία. Δεν είναι ίσως τυχαίο το γεγονός ότι η κορύφωση του αριθμού των τραπεζικών ιδρυμάτων που κήρυξαν πτώχευση στις ΗΠΑ (περίπου 280 μονάδες) σημειώθηκε το 1988, δηλαδή πριν από την έναρξη του μεγάλου κύματος συγχωνεύσεων, ενώ κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 οι πτωχεύσεις περιορίστηκαν σε ασήμαντο αριθμό [K. Sprong & R. J. Sullivan, 1999]. Γενικότερα η πρακτική στις ΗΠΑ φαίνεται να είναι οι μεγάλες αποδοτικές τράπεζες να εξαγοράζουν μικρές, πολύ λιγότερο κερδοφόρες, τράπεζες με στόχο τη σταδιακή εξυγίανση και αξιοποίηση των όποιων πλεονεκτημάτων οι τελευταίες διαθέτουν (σε κλαδικό ή τοπικό επίπεδο). Παράλληλα υπάρχουν ενδείξεις ότι οι συγχωνεύσεις είναι υπεύθυνες για την παρατηρούμενη στις ΗΠΑ αναστροφή της πτωχικής τάσεως στη χορήγηση νέων αδειών ιδρύσεως τραπεζών που στοχεύουν κυρίως στην κάλυψη των κενών χρηματοδότησης που αφήνουν οι ενοποιούμενες τράπεζες [W. R. Keeton, 2000]. Η μείωση του κινδύνου κατά μονάδα απόδοσης λόγω ευρύτερης διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου, αλλά και η συντηρητικότερη επιλογή της σχέσης κινδύνου/ απόδοσης στις συγχωνευόμενες τράπεζες, έχουν επίσης στοιχειοθετηθεί εμπειρικά. Εξάλλου η βελτίωση του συστήματος πληρωμών (από πλευράς ταχύτητας και κόστους) είναι αυταπόδεικτη.

- Στις **αρνητικές επιπτώσεις** αναφέρονται κυρίως οι συνέπειες από την αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης στην τιμή και την ποιότητα των προσφερόμενων υπηρεσιών, η ενδεχομένως ανεπαρκής κάλυψη των πιστωτικών αναγκών των μικρών, επαρχιακών και νέων επιχειρήσεων και η αύξηση των κινδύνων του πιστωτικού συστήματος ως συνόλου (systemic risk), αφού οι μεγάλες τράπεζες γίνονται περιπτώσεις «υπεράνω πτωχεύσεως» (too big to fail) και το προστατευτικό δίκτυο που είναι σχεδιασμένο για να καλύπτει μόνο τους μικροκαταθέτες επιβαρύνεται επικίνδυνα. Η αντιμετώπιση του τελευταίου προβλήματος προϋποθέτει την άσκηση εκτεταμένων και αυστηρότερων πιστωτικών ελέγχων, δηλαδή την υπερβολική διάθεση παραγωγικών πόρων για το σκοπό αυτό [Th. M. Hoenig, 1999]

Η έρευνα που αναφέρεται στις αρνητικές επιπτώσεις των συγχωνεύσεων, ιδίως των πολύ μεγάλων, επικεντρώνεται σε τρία βασικά μέρη. Πρώτον, στις επιπτώσεις από την αύξηση του βαθμού συγκεντρώσεως στις χρηματοπιστωτικές αγορές και την ενίσχυση της μονοπωλιακής δύναμης των νέων ενοποιημένων μονάδων. Δεύτερον, στην ενδεχόμενη ανακατανομή των πιστωτικών πόρων εις βάρος ορισμένων κατηγοριών πελατών, και, τρίτον, την πιθανή - και κρίσιμη σημασία - εξασθένηση της ευστάθειας του συνόλου, του πιστωτικού συστήματος και κατά επέκταση της οικονομίας γενικότερα.

Ως προς το πρώτο μέρος, η διερεύνηση αφορά κυρίως τα στοιχεία που αποδεικνύουν την άσκηση μονοπωλιακής δύναμης είτε μέσω αυξήσεως του περιθωρίου κέρδους, είτε μέσω αυξημένων προμηθειών, είτε με την αυστηρότερη επιλογή πελατών, είτε με χαμηλότερα επιτόκια καταθέσεων κ.λπ. Στη διεθνή βιβλιογραφία αναφέρονται πράγματι αρκετές περιπτώσεις μονοπωλιακών συμπεριφορών στην τιμολόγηση των υπηρεσιών που προσφέρουν ή στην επιλογή πελατών [W. R. Keeton, 2001]

Η διακριτική μεταχείριση πελατών εις βάρος των μικρών επιχειρήσεων έχει επίσης στοιχειοθετηθεί. Ο λόγος είναι ότι οι μεγάλες συγχωνευθείσες τράπεζες τυποποιούν συνήθως τα στοιχεία που θεωρούνται απαραίτητα για να χαρακτηρισθούν οι επιχειρήσεις κατάλληλες για χρηματοδότηση - επικρατεί δηλαδή σχετικά απρόσωπη προσέγγιση των πελατών - και επομένως αποκλείονται οι μικρές ή νέες επιχειρήσεις που δεν μπορούν να παράσχουν τα στοιχεία αυτά. Το κενό φαίνεται ότι καλύπτεται από νέες μικρές τράπεζες που είτε ειδικεύονται σε ειδικές

κατηγορίες πιστώσεων, είτε δίνουν έμφαση στην άμεση επαφή με τους πελάτες και την προσωπική εκτίμηση των πιστωτικών τους αναγκών. Η ύπαρξη επαρκών πόρων για τον σκοπό αυτό είναι πάντως ένα ουσιαστικό πρόβλημα. Τέλος, για την επίπτωση στην ευστάθεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος υπάρχουν αρκετές περιπτώσεις ισχυρών κλονισμών του συστήματος, αλλά και των προστατευτικών θεσμών του από την αποτυχία ή την ισχυρή πιθανότητα καταρρεύσεως μεγάλων πιστωτικών ιδρυμάτων, για τη διάσωση των οποίων και τον περιορισμό της μετάδοσης των δυσμενών συνεπειών καταβάλλονται έντονες και ιδιαίτερα επιβαρυντικές για το κοινωνικό σύνολο προσπάθειες..

Υπάρχουν όμως και ορισμένα θετικά στοιχεία της μονοπωλιακής δομής του πιστωτικού συστήματος. Αυτά αναφέρονται κυρίως στην αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση του προβλήματος της ασυμμετρίας των πληροφοριών μεταξύ δανειστών και δανειζομένων, δεδομένου ότι το απόθεμα πληροφοριών μεγεθύνεται, αλλά και αξιοποιείται πληρέστερα [M. G. Guzman,2000].

Ανασκόπηση και συμπεράσματα για την εξάσκηση των Ε & Σ

Σύμφωνα με τις παραπάνω μελέτες καταλήγουμε στα εξής συμπεράσματα :

- (1) Οι εξαγορές επιχειρήσεων κατά μέσο όρο δημιουργούν συνέργιες, άρα και κάποια οικονομική αξία. Συγκεκριμένα, η χρηματιστηριακή αξία της νέας επιχειρηματικής οντότητας ξεπερνά το άθροισμα των χρηματιστηριακών αξιών των ξεχωριστών επιχειρήσεων πριν την εξαγορά.
- (2) Όπως προκύπτει από την ανάλυση των χρηματιστηριακών τους τιμών, οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις απολαμβάνουν τη μερίδα του λέοντος από την επιπλέον οικονομική αξία, ενώ οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις είτε καρπούνται μικρά μόνο κέρδη, είτε σημειώνουν μικρές ζημίες.
- (3) Τα κέρδη των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων, όπως αντικατοπτρίζονται στις χρηματιστηριακές τιμές των μετόχων τους, έχουν μειωθεί διαχρονικά, ενώ η αντίθετη τάση ισχύει για τις εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις, ιδιαίτερα μετά τη θέσπιση της νομοθεσίας που προστατεύει τα συμφέροντα των μετόχων των εξαγοραζόμενων εταιρειών.
- (4) Τα κέρδη που δημιουργούνται, υπό τη μορφή υψηλότερης χρηματιστηριακής τιμής, για τους μετόχους των υποψηφίων προς εξαγορά επιχειρήσεων, κατά την ανακοίνωση της δημόσιας προσφοράς της εξαγοράς, διατηρούνται τότε μόνον όταν η εξαγορά πραγματοποιείται. Αυτό το εμπειρικό εύρημα συνηγορεί με την άποψη πως η αλλαγή διοίκησης στις εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις που συνήθως ακολουθεί τις εξαγορές, βοηθά τις αγοράζουσες να επιτύχουν πιο αποδοτική χρήση των περιουσιακών στοιχείων που αποκτούν.
- (5) Ο επιμερισμός της οικονομικής αξίας που δημιουργείται από τις εξαγορές ανάμεσα στις εξαγοράζουσες και εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις εξαρτάται από τις ανταγωνιστικές συνθήκες στην αγορά εξαγορών. Ενώ τα ολικά κέρδη από εξαγορές έχουν διατηρηθεί σταθερά κατά την περίοδο 1963-1990, ο επιμερισμός τους έχει αλλάξει δραματικά υπέρ των μετόχων των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων.
- (6) Το μερίδιο των κερδών που αποκομίζει η εξαγοραζόμενη επιχείρηση εξαρτάται από τη μετοχική της σύνθεση. Συγκεκριμένα, σε προσφορές εξαγοράς με πολλαπλούς υποψήφιους αγοραστές, τα κέρδη που, υπό μορφή υψηλότερης χρηματιστηριακής τιμής, αποκομίζουν οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης επιχείρησης αυξάνονται ανάλογα με το ποσοστό μετοχικής ιδιοκτησίας των διευθυντικών στελεχών και μειώνονται ανάλογα με το ποσοστό μετοχικής ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών.
- (7) Τα εμπειρικά ευρήματα καταγράφουν συγκεκριμένες πηγές λειτουργικών συνεργιών. Ειδικότερα οι εμπειρικές μελέτες συμπεραίνουν πως οι εξαγορές βελτιώνουν τον δείκτη αποδοτικότητας περιουσιακών στοιχείων και μειώνουν το κόστος εργασίας.
- (8) Σχετικά με τη δημιουργία χρηματοδοτικών συνεργιών, υπάρχουν αρκετές ενδείξεις πως οι εξαγορές προκαλούν μια μικρή αύξηση του ποσοστού δανειακής χρηματοδότησης. Όμως, το

- γενικό συμπέρασμα είναι πως η επιπλέον δανειοδότηση δεν αποτελεί το βασικό κίνητρο εξαγορών. Επιπλέον, τα ευρήματα φανερώνουν πως συγκεκριμένα είδη εξαγορών αυξάνουν την αξία των επιχειρήσεων γιατί επιτρέπουν σε αυτές να εκμεταλλευθούν αχρησιμοποίητες φορολογικές απαλλαγές (δηλαδή μεταφερόμενες στο μέλλον φορολογικές ζημιές).
- (9) Υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις πως οι εξαγορές βελτιώνουν την απόδοση των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων με την αντικατάσταση μη αποτελεσματικής διοίκησης. Συγκεκριμένα, όπως προκύπτει από την ανάλυση των χρηματιστηριακών τιμών, οι κεφαλαιαγορές ανταμείβουν καλά διοικούμενες επιχειρήσεις που εξαγοράζουν κακά διοικούμενες επιχειρήσεις, αλλά όχι κακοδιοικούμενες επιχειρήσεις που εξαγοράζουν καλο-διοικούμενες επιχειρήσεις.
- (10) Τα εμπειρικά πορίσματα από αρκετές μελέτες στηρίζουν την άποψη πως μερικές εξαγορές υποκινούνται από κριτήρια άσχετα με τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, ιδιαίτερα όταν δεν παρέχονται στα διευθυντικά στελέχη κίνητρα μεγιστοποίησης της επιχειρηματικής αξίας. Αντίθετα, οι σχετικές μελέτες φανερώνουν πως οι εξαγορές είναι επικερδείς για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις όταν παρέχονται στα διευθυντικά στελέχη κίνητρα για μεγιστοποίηση της εταιρικής αξίας.
- (11) Οι εξαγορές που αποσκοπούν στη μείωση του συνολικού κινδύνου της εξαγοράζουσας επιχείρησης (diversifying acquisitions) δεν επιφέρουν κέρδη. Απεναντίας, οδηγούν σε μείωση της λειτουργικής αποδοτικότητας της επιχείρησης κατά την τριετία που ακολουθεί την εξαγορά. Οι εξαγορές επέκτασης της εξαγοράζουσας σε ομοιογενείς δραστηριότητες αποτελούν κατά κανόνα επικερδείς εξαγορές.
- (12) Οι διεθνείς εξαγορές δημιουργούν κέρδη στις πολυεθνικές εταιρείες όταν αυτές επεκτείνονται σε νέες χώρες, ιδιαίτερα σε λιγότερο ανεπτυγμένες. Οι εξαγοραζόμενες που δέχονται προσφορά εξαγοράς από επιχειρήσεις του εξωτερικού καρπώνονται υψηλά πριμ εξαγοράς, το μέγεθος των οποίων αυξάνεται ανάλογα με τον βαθμό ανταγωνισμού στην αγορά επιχειρηματικού ελέγχου στη χώρα της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.
- (13) Οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις έχουν κατά κανόνα μικρότερο δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E), χρησιμοποιούν λιγότερα ξένα κεφάλαια, έχουν γρηγορότερους ρυθμούς ανάπτυξης και χαμηλότερο δείκτη χρηματιστηριακής αξίας προς λογιστική αξία μετοχής σε σύγκριση με ένα τυχαίο δείγμα μη εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων. Παρότι τα χαρακτηριστικά των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων είναι γνωστά, τα υποδείγματα πρόβλεψης των εξαγορών έχουν μικρή προβλεπτική ικανότητα. Επιπλέον, τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια πιθανών υποψηφίων προς εξαγορά επιχειρήσεων, που καταρτίζονται με βάση υποδείγματα πρόβλεψης εξαγορών, δεν κερδίζουν υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με το χαρτοφυλάκιο ολόκληρης της χρηματιστηριακής αγοράς.
- (14) Τα κέρδη από τις εξαγορές δεν οφείλονται σε αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης των επιχειρήσεων.
- (15) Η δανειοδότηση των επιχειρήσεων για τη χρηματοδότηση των εξαγορών δεν έχει επηρεάσει την ασφάλεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος.
- (16) Νομοθεσίες που επιβάλλουν έγκαιρη και πλήρη αποκάλυψη των σχετικών πληροφοριών έχουν προστατεύσει τα συμφέροντα των μετόχων των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων και έχουν αποθαρρύνει ζημιολύγες εξαγορές.

Σε γενικές γραμμές η πλούσια διεθνής βιβλιογραφία καταλήγει στα εξής πορίσματα που έχουν ιδιαίτερη διδακτική σημασία για επιχειρηματικά στελέχη και για φορείς άσκησης κρατικής πολιτικής:

1. Οι εξαγορές ναι μεν δημιουργούν συνεργίες (άρα και οικονομικές αξίες), αλλά αρκετές φορές οι αγοράζουσες εταιρείες πληρώνουν πολύ ακριβά τις επιπλέον συνεργίες. Πιθανοί λόγοι αυτής της έκβασης είναι η υπερεκτίμηση των συνεργιών από την εξαγορά ή/ και η υποεκτίμηση του κόστους υλοποίησης της εξαγοράς και ένταξης της εξαγοραζόμενης

εταιρείας στην επιχειρηματική κουλτούρα της εξαγοράζουσας. Συνήθως, αυτό το πρόβλημα ανακύπτει σε περιπτώσεις που τα διευθυντικά στελέχη προβαίνουν σε εξαγορές «στρατηγικής σημασίας», όπου οι στρατηγικές ωφέλειες δεν μπορούν να ποσοτικοποιηθούν επαρκώς.

2. Επιχειρηματικές επεκτάσεις μέσω ετερογενών εξαγορών (conglomerate ή diversifying acquisitions) συνήθως οδηγούν σε αποτυχία. Απεναντίας, επεκτάσεις σε ομοιογενείς τομείς (focused acquisitions) φαίνεται πως επιτυγχάνουν.
3. Όσο περισσότερο ανταγωνιστική είναι η αγορά επιχειρηματικού ελέγχου και όσο πιο έγκαιρη και επαρκής πληροφόρηση παρέχεται σχετικά με μια εξαγορά, τόσο περισσότερο ωφελημένοι καταλήγουν οι μέτοχοι της υπό εξαγορά επιχείρησης και τόσο λιγότερα κέρδη αποκομίζουν οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας.
4. Οι εξαγορές βελτιώνουν την οικονομική αποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων, και επομένως είναι ανάγκη κάθε αντιμονοπωλιακή πολιτική να ξεχωρίζει τα κέρδη που οφείλονται σε βελτίωση της αποτελεσματικότητας από εκείνα που οφείλονται σε αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης.

Το γενικό συμπέρασμα είναι πως καλά σχεδιασμένες εξαγορές μπορούν να βελτιώσουν τη γενικότερη οικονομική αποτελεσματικότητα και να δημιουργήσουν κέρδη τόσο στις αγοράζουσες όσο και στις αγοραζόμενες επιχειρήσεις, χωρίς να δημιουργήσουν σημαντικές παρενέργειες στο οικονομικό σύστημα.

Ακόμα συμπεραίνουμε ότι υπάρχει μια ουσιαστική αποτυχία σε πολλές Ε & Σ. Παρόλα αυτά, υπάρχει επίσης ένας μεγάλος αριθμός αυτών των συναλλαγών που οδηγεί στην αύξηση της παραγωγικότητας, της καινοτομίας, της αποδοτικότητας και της αξίας των μετόχων. Ακόμα συμπεραίνουμε ότι η επιτυχία των συγχωνεύσεων ποικίλει ανάλογα με την επιχειρηματική στρατηγική που ακολουθείται για τη δημιουργία της αξίας. Τα χαρακτηριστικά επίσης των συμφωνιών επιδρούν στα κέρδη των μετόχων και στη βελτίωση της λειτουργικής απόδοσης μετά την συγχώνευση. Η πρόκληση για τα διευθυντικά στελέχη είναι επινοήσουν μια επιτυχή στρατηγική επιχείρησης και εξαγοράς. Κατευθύνοντας την συμφωνία σωστά είναι μια άλλη πρόκληση.

Πέρα από τις παραπάνω συνέπειες των εξαγορών στις επιχειρήσεις που συνενώνονται, οι εξαγορές μπορεί να έχουν επιπτώσεις στην ευρύτερη οικονομία. Οι κυριότερες παρενέργειες σχετίζονται με:

- (α) τη συγκέντρωση οικονομικής δύναμης σε περιορισμένο αριθμό επιχειρήσεων,
- (β) την ασφάλεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος και
- (γ) τη ροή πληροφοριών στις κεφαλαιαγορές.

Αναφορικά με το πρώτο θέμα, το επιχείρημα είναι πως οι εξαγορές εταιρειών μειώνουν τον αριθμό εταιρειών σε ένα συγκεκριμένο κλάδο και έτσι μπορεί να μετατρέψουν έναν ανταγωνιστικό κλάδο σε ολιγοπωλιακό ή και μονοπωλιακό, όπου οι λίγοι παραγωγοί μπορούν να επηρεάζουν την αγοραία τιμή και παραγωγή. Οι διάφορες χώρες, για να αποτρέψουν τέτοιου είδους εξελίξεις, έχουν θεσπίσει αντιμονοπωλιακές νομοθεσίες που εμποδίζουν εκείνες τις εξαγορές που δημιουργούν «κυρίαρχες» επιχειρήσεις και αναγκάζουν άλλες επιχειρήσεις σε διάσπαση όταν έχουν γίνει «κυρίαρχες» στον κλάδο τους ή στη γεωγραφική τους περιοχή.

Αναφορικά με το δεύτερο θέμα, η αύξηση των εξαγορών στη δεκαετία του '80 στις ΗΠΑ ενίσχυσε τον προβληματισμό αναφορικά με τις πιθανές αρνητικές επιπτώσεις αυτών των δραστηριοτήτων στην ασφάλεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Το βασικό ερώτημα εδώ είναι εάν οι εξαγορές οδηγούν σε σημαντική αύξηση της δανειοδότησης

των επιχειρήσεων και εάν η υψηλότερη δανειοδότηση δημιουργεί κινδύνους στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Αναφορικά με το τρίτο θέμα, αναγνωρίζεται πως οι εξαγορές εταιρειών προκαλούν επανεκτίμηση των περιουσιακών τους στοιχείων και οδηγούν σε σημαντικές αποκλίσεις των προσφερομένων τιμών εξαγοράς σε σχέση με τις τρέχουσες χρηματιστηριακές αξίες των μετοχών των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων. Το μέγεθος αυτής της απόκλισης («πριμ εξαγοράς») είναι δύσκολο να υπολογιστεί σε περιβάλλον ανεπαρκούς πληροφόρησης. Για να επιτευχθεί ένα δίκαιο πεδίο δράσης για όλους τους συναλλασσομένους, είναι απαραίτητο οι νόμοι που διέπουν την κεφαλαιαγορά να επιβάλουν άμεση και πλήρη αποκάλυψη όλων των σχετικών πληροφοριών και να προβλέπουν για την ύπαρξη επαρκών χρονικών περιθωρίων ισχύος μιας δημόσιας προσφοράς προς εξαγορά (tender offer), ώστε οι ενδιαφερόμενοι να έχουν τη δυνατότητα αξιολόγησης των σχετικών προτάσεων.

Γενικά υπάρχουν δυο αντίθετες απόψεις για τα παραπάνω θέματα. Η μια άποψη υποστηρίζει πως οι εξαγορές εξασθενίζουν τον ανταγωνισμό, μειώνουν την οικονομική αποτελεσματικότητα και επαυξάνουν τη χρηματοπιστωτική αστάθεια. Η άλλη πλευρά, υποστηρίζει πως οι εξαγορές αποτελούν ένα φυσικό και υγιές επακόλουθο των δυνάμεων της αγοράς, δηλαδή οι εξαγορές μετακινούν παραγωγικούς πόρους στις πιο ωφέλιμες χρήσεις και αναγκάζουν τα διευθυντικά στελέχη να ασκούν πιο αποτελεσματική διοίκηση. Συνεχώς, οι εξαγορές βελτιώνουν την καθολική οικονομική αποτελεσματικότητα και την ικανότητα των εταιρειών να αντιμετωπίζουν τον διεθνή ανταγωνισμό. Η θεωρία αδυνατεί να υποδείξει την επικρατέστερη άποψη και έτσι στηριζόμαστε στα εμπειρικά πορίσματα για τη διαφώτιση του σχετικού θέματος.

4.5.ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΠΟΡΙΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ Ε & Σ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Σε αντίθεση με την πλούσια διεθνή βιβλιογραφία, η βιβλιογραφία για Εξαγορές στην Ελλάδα είναι περιορισμένη. Παρακάτω παρουσιάζονται απόψεις που βασίζονται σε συζητήσεις με επιχειρηματικά στελέχη και εκπροσώπους κοινωνικών φορέων :

- α)** Οι εξαγορές και γενικότερα οι επιχειρησιακές συγκεντρώσεις και συνεργασίες είχαν θετικά αποτελέσματα στις επιχειρήσεις που συμμετείχαν σε αυτές. Ιδιαίτερη αναφορά γίνεται στις οικονομίες κλίμακος και φάσματος (economies of scale and scope), στη χρήση δικτύων διανομής που προκλήθηκαν από τις εξαγορές, καθώς επίσης και στις ευκαιρίες ανάπτυξης που προκλήθηκαν, ιδιαίτερα με τη διείσδυση σε νέες αγορές (νέα προϊόντα, νέες περιοχές).
- β)** Αναγνωρίζεται πως οι εξαγορές και οι συναφείς συνεργασίες αποτελούν ένα χρήσιμο εργαλείο άσκησης επιχειρησιακής στρατηγικής προς απόκτηση ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων της σύγχρονης επιχείρησης που λειτουργεί σε ένα ολοένα πιο ανταγωνιστικό και δυναμικά μεταβαλλόμενο περιβάλλον. Η τάση αναδιάρθρωσης των επιχειρήσεων στις ευρωπαϊκές χώρες συνεχίζεται δυναμικά και δεν αφήνει επιλογές ολιγοπρίας σε εκείνες τις ελληνικές επιχειρήσεις που επιδιώκουν να διατηρήσουν και να επαυξήσουν τα ανταγωνιστικά τους πλεονεκτήματα στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών που συναγωνίζονται Ευρωπαίους ανταγωνιστές.

γ) Οι εξαγορές έχουν δημιουργήσει σημαντικές λειτουργικές συνεργίες σε εκείνες τις επιχειρήσεις που εντάχθηκαν σε μεγάλους ομίλους.

δ) Σε μερικούς κλάδους οι εξαγορές έχουν δημιουργήσει συγκέντρωση οικονομικής δύναμης σε λίγες επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα την ενίσχυση της ολιγοπωλιακής τους θέσης.

ε) Με μερικές εξαιρέσεις, κατά κανόνα η ένταξη της εξαγορασθείσας επιχείρησης στο πλαίσιο λειτουργίας της αγοράζουσας επιχείρησης υπήρξε επιτυχής, παρότι σε μερικές περιπτώσεις η προσαρμογή ήταν χρονοβόρα και δαπανηρή.

στ) Σε μερικούς κλάδους οι εξαγορές δημιούργησαν και χρηματοδοτικές συνεργίες είτε με την τόνωση του μεγέθους των επιχειρήσεων, είτε με την εξυγίανση των ισολογισμών τους είτε ακόμη και με την εκμετάλλευση της ολιγοπωλιακής τους θέσης.

ζ) Οι εξαγορές συνετέλεσαν στη διαμόρφωση, στις επιχειρήσεις τουλάχιστον που συμμετείχαν στις εξαγορές, μιας νέας κουλτούρας διοίκησης, που είναι ευαίσθητη στις ανάγκες των καταναλωτών και επιδιώκει την προσέγγιση και συνεργασία με το εργατικό δυναμικό και τη συναίνεσή του στην αντιμετώπιση των προβλημάτων της επιχείρησης και στη χάραξη επιχειρησιακής στρατηγικής.

η) Για μερικές επιχειρήσεις και σε ορισμένους κλάδους οι εξαγορές για τους αγοραστές ήταν αμυντικής φύσης, δηλαδή οι επιχειρήσεις επεδίωκαν την προστασία τους από τον ανταγωνισμό, αλλού είχαν στρατηγικό προσανατολισμό, δηλαδή την πρόσβαση σε δίκτυα διανομής και τη διείσδυση σε νέες αγορές.

Για αρκετές εξαγορασθείσες επιχειρήσεις η εξαγορά επέλυσε μακροχρόνια προβλήματά τους, όπως ασυμφωνία μεγαλομετόχων, κληρονομικές επιπλοκές και διαμάχες, καθώς επίσης και επίπονες χρηματοδοτικές δυσχέρειες.

θ) Αν και οι εξαγορές μέσω Χρηματιστηρίου ήταν πολύ περιορισμένες, η διεύρυνση της μετοχικής βάσης αρκετών επιχειρήσεων σε συνδυασμό με την εισαγωγή πολλών εταιρειών στο Χρηματιστήριο αναμένεται να δημιουργήσουν προϋποθέσεις ανάπτυξης και στην Ελλάδα αυτής της μορφής εξαγορών. Από αυτήν την άποψη, οι επιχειρήσεις οργανώνονται καλύτερα και δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα στις σχέσεις τους με θεσμικούς επενδυτές, μικρομετόχους, χρηματιστηριακές επιχειρήσεις, μέσα ενημέρωσης και τράπεζες.

Η σύγκριση των βαθμών συγκέντρωσης της Ελλάδος με τους αντίστοιχους των ΗΠΑ και της Μ. Βρετανίας δεν μπορεί να γίνει άμεσα διότι το μικρό μέγεθος της ελληνικής αγοράς μπορεί να δικαιολογήσει μια υψηλότερη συγκέντρωση. Εν τούτοις, στην έκταση που η αύξηση της συγκέντρωσης περιορίζει αισθητά τον ανταγωνισμό στην αγορά και δημιουργεί μονοπωλιακές καταστάσεις είναι πιθανόν να δημιουργούνται παρενέργειες στην οικονομία που τελικά μειώνουν την κοινωνική ευημερία.

Από τις απόψεις των στελεχών προκύπτει πως, σε αντίθεση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες, οι επιχειρησιακές εξαγορές δεν προκάλεσαν στην Ελλάδα αισθητή μείωση της απασχόλησης. Εν τούτοις, παρατηρήθηκε κάποια αλλαγή της σύνθεσης του εργατικού δυναμικού ακόμη και σε περιπτώσεις αύξησης των θέσεων εργασίας με την αντικατάσταση ηλικιωμένου και μη εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού με νεότερο και εξειδικευμένο. Παρότι αναγνωρίζεται πως αυτή η εξέλιξη είναι αναπόφευκτη, εν τούτοις δημιουργεί κάποια κοινωνικά προβλήματα τα οποία χρειάζονται αντιμετώπιση για τη διατήρηση του συναινετικού πνεύματος που διέπει τις σχέσεις εργοδοσίας-εργαζομένων. Επίσης, έχει παρατηρηθεί και αλλαγή των εργασιακών σχέσεων (π.χ. ολική-μερική απασχόληση κ.λπ.) που και αυτή πρέπει να αντιμετωπισθεί για να υποβοηθήσει την ευελιξία και ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας χωρίς να δημιουργήσει έντονα κοινωνικά προβλήματα.

Η πρόσφατη μελέτη του καθηγητή Β. Παπαδάκη(2002) σχετικά με την αξιολόγηση των Ε & Σ στον ελληνικό χώρο καταλήγει στα εξής συμπεράσματα :

- Στη μεγαλύτερη τους πλειοψηφία οι ελληνικές επιχειρήσεις προτιμούν τις οριζόντιες ή /και συσχετισμένες Ε & Σ έναντι των ασυσχέτιστων. Η αύξηση των μεριδίων αγοράς και η αναζήτηση συνεργιών φαίνεται να τις οδηγεί στις επιλογές αυτές.
- Ο Διευθύνων Σύμβουλος των επιχειρήσεων παρουσιάζεται να έχει τον πρώτο λόγο στις στρατηγικές αυτές κινήσεις ,τόσο από άποψη σύλληψης της απόφασης , όσο και από άποψη συμμετοχής στην όλη διαδικασία λήψης της απόφασης.
- Τα βασικά κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις σε Ε & Σ σχετίζονται με την μεγέθυνση των μεριδίων αγοράς ,την προσφορά αξίας στους μετόχους και την επίτευξη συνεργιών.
- Ιδιαίτερα δραστήριες εμφανίζονται οι εισηγμένες στο ΧΑΑ ,καθώς και οι επιχειρήσεις των οποίων ο ιδρυτής είναι το σημερινό ανώτατο διοικητικό στέλεχος
- Οι μισές επιχειρήσεις δεν εξετάζουν εναλλακτικούς στόχους προς Ε & Σ
- Κατά μέσο όρο οι επιχειρήσεις καταβάλουν τιμήματα που ξεπερνούν τις αρχικές τις εκτιμήσεις. Όμως ,οι επιχειρήσεις που ήδη έχουν στο ιστορικό τους μια Ε ή Σ (έμπειρες επιχειρήσεις) κατά κανόνα καταφέρνουν να μειώσουν το αρχικά εκτιμώμενο τίμημα.
- Περίπου μια στις δύο επιχειρήσεις διενεργούν Ε ή Σ χωρίς να έχουν σχεδιάσει τις κινήσεις τους την επόμενη ημέρα αναφορικά με βασικές παραμέτρους όπως : αλλαγές στην οργανωτική δομή, αλλαγές στις εσωτερικές διαδικασίες, αλλαγές στο προσωπικό, αλλαγές στην γκάμα προϊόντων και τους τομείς δραστηριότητας.
- Τα εμπειρικά αποτελέσματα υποστηρίζουν ότι η ύπαρξη επικοινωνιακού προγράμματος σχετίζεται θετικά με τον βαθμό επίτευξης των προσδοκιών από την Ε ή Σ. Όμοια η συχνότητα επικοινωνίας προς τους εργαζομένους σχετίζεται θετικά με το βαθμό επίτευξης των προσδοκιών.
- Σχεδόν το 60% των επιχειρήσεων (του δείγματος) είδαν τη σχετική τους απόδοση (απόδοση στο σύνολο των κεφαλαίων) να μειώνεται τον επόμενο χρόνο της Ε ή Σ σε σύγκριση με την τριετία πριν την Ε ή Σ.
- Η σχετική απόδοση των επιχειρήσεων με μεγάλη διασπορά μετοχών επιδεινώνεται συγκριτικά με την απόδοση των επιχειρήσεων με μικρή διασπορά μετοχών.

ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ Ε & Σ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Τα ερωτήματα στα οποία επικεντρώνεται η παρακάτω αξιολόγηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών των ελληνικών εμπορικών τραπεζών είναι τρία: Πρώτον, εάν υπάρχουν στοιχεία που συνηγορούν για την ύπαρξη οικονομιών κλίμακας και οικονομιών συνεργιών. Δεύτερον, εάν εντοπίζονται ενδείξεις για αυξημένη μονοπωλιακή συμπεριφορά των τραπεζών μετά τις ενοποιήσεις, και τρίτον, ποιες φαίνεται να ήσαν οι γενικότερες επιπτώσεις από τη μεταβολή του βαθμού συγκεντρώσεως. Πρέπει να επισημανθεί ότι τα διαθέσιμα στοιχεία είναι πολύ περιορισμένα σε έκταση και αξιοπιστία, ώστε οι διαπιστώσεις που καταγράφονται θα πρέπει να θεωρούνται ως πρώτη προσπάθεια προσέγγισης του θέματος.

Το πρώτο ερώτημα αφορά στην ύπαρξη οικονομιών κλίμακας και συνεργιών στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Όσον αφορά τις οικονομίες κλίμακας, η διερεύνηση στηρίχθηκε στον υπολογισμό δεικτών παραγωγικότητας κατά μέγεθος τραπεζής το 1999 (έτος για το οποίο έχουν δημοσιευθεί ισολογισμοί για όλες τις εμπορικές τράπεζες πριν από τις συγχωνεύσεις) με συγκριτική βάση την Εθνική Τράπεζα. Η διατραπεζική αυτή σύγκριση σε μια ορισμένη περίοδο περιορίζει και το πρόβλημα που δημιουργεί το γεγονός ότι τα στοιχεία του προϊόντος (πολύ

δύσκολα υπολογιζόμενου) είναι σε τρέχουσες τιμές και προσεγγίζονται με τον κύκλο εργασιών κάθε τραπεζής. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα 1

1. Δείκτες παραγωγικότητας εμπορικών τραπεζών, 1999					
Βάση: Εθνική Τράπεζα 100,0					
Ομάδες Τραπεζών	Παραγ/τα Εργασίας	Παραγ/τα Ενεργητικού	Ολική Παραγ/τα	Περιθώριο Κέρδους	Αποδ/τα Ιδίων Κεφαλαίων
1. Μεγάλες Τράπεζες (Εθνική, Alpha, Εμπορική) (ενεργητικό 4.500 δις. δρχ.)	91,6	86,3	87	140,8	84,7
2. Μεσαίες Τράπεζες (Eurobank, Εργασίας, Ιονική, Πειραιώς) (ενεργητικό 1.500 δις. δρχ.)	91,2	95,4	94,9	235,5	81,5
3. Μικρές Τράπεζες (Μακ.-Θράκης, Χίος, Γενική, Εγνατία, Αττικής) (ενεργητικό 340 δις. δρχ.)	58,7	91,5	85,7	116,9	43,7
Όλες οι Τράπεζες	77,6	91,5	89,1	164,4	74,4

Πηγή: Στοιχεία Ισολογισμών και η έκδοση της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών. "Οι Τράπεζες στην Ελλάδα το 1999", 2000. Επεξεργασία του συγγραφέως.

Παρατηρήσεις: Οι στήλες ορίζονται ως εξής: Παραγωγικότητα εργασίας, ο λόγος ακαθαρσίων συνολικών εσόδων προς τον αριθμό των απασχολούμενων. Παραγωγικότητα ενεργητικού, ο λόγος συνολικών εσόδων προς αξία ενεργητικού. Ολική παραγωγικότητα, το σταθμισμένο άθροισμα των δύο προηγούμενων δεικτών. Περιθώριο κέρδους, ο λόγος καθαρών αποτελεσμάτων εκμεταλλεύσεως προς συνολικό κόστος και αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων, ο λόγος καθαρά κέρδη προς ίδια κεφάλαια.

Είναι γνωστό ότι εάν δημιουργούνται οικονομίες κλίμακος, θα πρέπει να υπάρχει καταρχήν θετική σχέση παραγωγικότητας και μεγέθους παραγωγικής μονάδας. Στις πρώτες τρεις στήλες του πίνακα εμφανίζονται τρεις εκτιμήσεις παραγωγικότητας: εργασίας, ενεργητικού (κεφαλαίου) και η ολική παραγωγικότητα. Για τον σκοπό της εργασίας αυτής χρήσιμοι είναι και οι τρεις δείκτες, αλλά κυρίως ο τρίτος, δηλαδή της ολικής παραγωγικότητας. Όπως προκύπτει, η παραγωγικότητα φαίνεται να αυξάνεται από τις μικρές προς τις μέσου μεγέθους τράπεζες, αλλά στη συνέχεια μειώνεται μεταξύ μεσαίων και μεγάλων τραπεζών. Τα στοιχεία αυτά αποτελούν μια ένδειξη πως το μέγεθος παίζει ρόλο στην αποδοτικότητα και στην παραγωγικότητα των οργανισμών. Η διαπίστωση αυτή για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα είναι συνεπής προς τα αντίστοιχα στοιχεία σε άλλες χώρες και κυρίως στις ΗΠΑ, όπως ήδη αναφέρθηκε.

Δύο άλλες παρατηρήσεις έχουν επίσης ενδιαφέρον. Από την τέταρτη στήλη εμφανίζεται ιδιαίτερα υψηλό το περιθώριο κέρδους (καθαρά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως ως ποσοστό του συνολικού κόστους) για τις μεσαίες τράπεζες, αποτέλεσμα που ασφαλώς συνδέεται με την παρατήρηση ότι είναι οι συγκριτικά περισσότερο παραγωγικές. Η αυξημένη αυτή δυνατότητα αποκομίσεως κερδών μεταφράζεται και σε υψηλότερη αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων σε σύγκριση με τις μικρές τράπεζες, όχι όμως και σε σχέση με τις μεγάλες, οι οποίες φαίνεται να απήλασαν το έτος αυτό ιδιαίτερος μεγάλα έκτακτα έσοδα (π.χ. η Εμπορική Τράπεζα καρπώθηκε 226 δις. Δρ. από την πώληση της Ιονικής Τράπεζας που φέρονται στον λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως ως έκτακτα έσοδα).

Αναφορικά με την ύπαρξη ή όχι οικονομιών «φάσματος» παραγωγής (συνεργιών) ο έλεγχος έγινε μεταξύ της παραγωγικότητας των πέντε μεγαλύτερων εμπορικών τραπεζών σε σύγκριση με την αντίστοιχη των χρηματοοικονομικών τους ομίλων, οι οποίοι προσφέρουν μια ευρεία σειρά χρηματιστηριακών και χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Χρησιμοποιήθηκαν για τον σκοπό αυτό τα στοιχεία των ενοποιημένων ισολογισμών του έτους 2000 τα οποία συγκρίθηκαν με τα αντίστοιχα στοιχεία των ισολογισμών των τραπεζών. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα 2

2. Συγκριτικός πίνακας παραγωγικότητας και αποδοτικότητας (2000)

ΤΡΑΠΕΖΑ	Παραγ/τα Εργασίας	Παραγ/τα Ενεργητικού	Ολική Παραγ/τα	Αποδ/τητα Ενεργητικού %	Αποδ/τητα Ιδίων Κεφαλ. %	Περιθώριο Κέρδους %
1. ΕΘΝΙΚΗ						
α. Τράπεζα	109,6	11,5	23,8	2,1	20,2	23
β. Όμιλος	90,2	11,7	21,2	2,2	32	23,6
2. ALPHA						
α. Τράπεζα	95,4	8,2	21,5	1,5	17,2	22,6
β. Όμιλος	88,9	9,2	21,4	2	21,5	27
3. ΕΜΠΟΡΙΚΗ						
α. Τράπεζα	73,7	9,9	22,5	2,7	18,3	36,6
β. Όμιλος	56	10,8	19,1	3,2	20,4	41,3
4. EUROBANK						
α. Τράπεζα	86,3	11,7	20,7	2,4	17,9	26,2
β. Όμιλος	83,9	12,2	20,7	2,7	18,9	28,4
5. ΠΕΙΡΑΙΩΣ						
α. Τράπεζα	83,5	8,9	17,5	1,9	17,1	27,8
β. Όμιλος	88,4	10,1	19,7	2,3	20,8	29,3

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ισολογισμών έτους 2000.

Παρατηρήσεις: Τα στοιχεία των στηλών 1, 2, 3, 5 ορίζονται όπως στον Πίνακα 1. Τα στοιχεία των στηλών 4, 6 ορίζονται ως εξής: Στήλη 4, Καθαρά αποτελέσματα εκμίσσεως, προ προβλέψεων, προς ενεργητικό. Στήλη 6, Καθαρά αποτελέσματα εκμίσσεως, προ προβλέψεων, προς συνολικό κόστος εκμίσσεως που περιλαμβάνει χρεωστικούς τόκους, έξοδα διοικήσεως και αποσβέσεις παγίων.

Όπως προκύπτει από τα στοιχεία του πίνακα 2, οι τέσσερις από τις πέντε τράπεζες δεν παρουσιάζουν βελτιωμένη παραγωγικότητα και μόνο ο όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς εμφανίζει σαφή βελτίωση της ολικής παραγωγικότητας. Μια σημαντική παρατήρηση προκύπτει από τις τρεις τελευταίες στήλες του πίνακα που αναφέρονται σε στοιχεία αποδοτικότητας ή κερδοφορίας. Σε όλες τις περιπτώσεις, η αποδοτικότητα στους ομίλους φαίνεται να είναι υψηλότερη εκείνης των αντιστοίχων τραπεζών. Δεδομένου ότι η παραγωγικότητά τους είναι - κατά κανόνα - χαμηλότερη, μια εξήγηση του αποτελέσματος αυτού είναι ότι οι όμιλοι έχουν σαφώς μεγαλύτερα περιθώρια κέρδους, πράγμα που φαίνεται να επιβεβαιώνουν τα στοιχεία της τελευταίας στήλης. Εάν αυτό πράγματι ισχύει, η μονοπωλιακή συμπεριφορά είναι περισσότερο έκδηλη στην περίπτωση αυτή.

Η τελευταία παρατήρηση παρέχει ένα έμμεσο απαντητικό στοιχείο στο δεύτερο ερώτημα που αναφέρεται στην επίπτωση που είχαν οι συγχωνεύσεις στον ανταγωνιστικό χαρακτήρα της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Ένα περισσότερο άμεσο στοιχείο προκύπτει από τον πίνακα 3, που παρουσιάζει την εξέλιξη των στοιχείων παραγωγικότητας και αποδοτικότητας κατά την τελευταία τριετία στις τρεις τράπεζες που ήσαν οι κύριοι φορείς των συγχωνεύσεων ή εξαγορών, δηλαδή την Alpha Bank, την Eurobank και την Τράπεζα Πειραιώς. Όπως προκύπτει από τα στοιχεία αυτά, με εξαίρεση την Eurobank, για την οποία οι συγχωνεύσεις το 1998 είχαν σωστικό για τις εξαγορασθείσες τράπεζες χαρακτήρα, τόσο οι παραγωγικότητες όσο και οι αποδοτικότητες, αλλά και τα περιθώρια κέρδους, μειώθηκαν σημαντικά μεταξύ 1998 και 2000. Αυτό υποδηλώνει ότι οι συγχωνεύσεις για την Alpha Bank και τη Τράπεζα Πειραιώς δεν επέφεραν τα επιδιωκόμενα αποτελέσματα. Μόνο η Eurobank συγχωνεύθηκε ικανοποιητικά.

Αντιθέτως, όπως εμφανίζουν τα στοιχεία της πέμπτης στήλης του πίνακα 3, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων το έτος 2000 σχεδόν συμπίπτει (περίπου 17%). Αν τούτο δεν είναι απλώς συμπτωματικό, μπορεί να είναι ένδειξη πλήρως ανταγωνιστικής αγοράς. Επομένως, παρά τη σημαντική αύξηση του βαθμού συγκεντρώσεως, δεν υπάρχουν επαρκείς ενδείξεις ότι μειώθηκε ο ανταγωνιστικός χαρακτήρας της ελληνικής χρηματοπιστωτικής αγοράς. Αν αυτό είναι μονιμότερο χαρακτηριστικό, είναι πολύ νωρίς για οριστικά συμπεράσματα.

Πίνακας 3

3. Εξέλιξη παραγωγικότητας και αποδοτικότητας μετά τις συγχωνεύσεις, 1998-2000						
ΤΡΑΠΕΖΑ	Παρ/τα Εργασίας	Παρ/τα Κεφαλαίου	Συνολική Παρ/τητα	Αποδ/τα Ενεργητικού	Αποδ/τητα Ιδίων Κεφαλ.	Περιθώριο Κέρδους
ALPHA						
1998	8,09	1,66	1,38	2,37	25,8	38
2000	6,57	1,51	1,23	1,52	17,2	23,6
% μεταβολή	-18,8	-9	10,9	-36,9	-33,3	-39,5
Eurobank						
1998	12,2	1,19	1,09	0,78	2,8	8,6
2000	8,21	1,49	1,26	2,42	17,9	26,2
% μεταβολή	-32,7	25,2	1,2	310,3	639,3	302,3
ΠΕΙΡΑΙΩΣ						
1998	8,97	1,57	1,33	2,4	16	33,4
2000	8,69	1,5	1,28	1,94	17,1	27,8
% μεταβολή	-3,1	-4,5	-3,8	-19,2	6,9	-16,8

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ισολογισμών έτους 2000.

Παρατηρήσεις: 1) Η ALPHA 2000 περιλαμβάνει την Ιονική Τράπεζα, η Eurobank 2000 περιλαμβάνει τις Τράπεζες Αθηνών, Κρήτης και Εργασίας και η Τράπεζα Πειραιώς περιλαμβάνει τις Τράπεζες Χίος και Μακ.-Θράκης.

2) Η παραγωγικότητα εργασίας ορίσθηκε εδώ ως ο λόγος κύκλου εργασιών προς το σύνολο του εργατικού κόστους και η παραγωγικότητα κεφαλαίου, ο λόγος κύκλου εργασιών προς το σύνολο του μη-εργατικού κόστους, για λόγους αποπληθωρισμού. Οι υπόλοιποι ορισμοί παραμένουν οι ίδιοι.

Για το τρίτο ερώτημα, δηλαδή τις γενικότερες επιπτώσεις των συγχωνεύσεων ή εξαγορών, τα διαθέσιμα στοιχεία είναι πράγματι ελάχιστα. Αξίζει πάντως να αναφερθούν δύο ενδιαφέρουσες περιπτώσεις που πιθανόν να έχουν μελλοντικές επιπτώσεις. Πρώτον, οι εξαγορές ακολουθούν σε σημαντικό βαθμό το διεθνές πρότυπο. Μεγάλες ή μέσου μεγέθους τράπεζες εξαγοράζουν μικρές και κυρίως προβληματικές Τράπεζες, συμβάλλοντας ουσιαστικά στην εξυγίανση του συστήματος. Το ίδιο φαίνεται να συμβαίνει και στην περίπτωση της δημιουργίας νέων μικρών τραπεζών, οι οποίες ιδρύονται με την προσδοκία να καλύψουν τα πιστωτικά κενά που ενδεχομένως θα αφήσουν τα ενοποιούμενα τραπεζικά ιδρύματα. Σε μια πιστωτική αγορά με πλήθος υποκαταστημάτων, οι προσδοκίες επιβίωσης των ιδρυμάτων αυτών θα επαληθευθούν μόνο εάν οι νέες μικρές τράπεζες προσφέρουν ανταγωνιστικές τιμές υπηρεσιών. Εάν όμως τούτο γίνει με τοποθετήσεις υψηλότερου κινδύνου κατά μονάδα αποδόσεως, η ευστάθεια του πιστωτικού συστήματος μπορεί να εξασθενήσει, εάν οι πιστωτικοί έλεγχοι δεν είναι αρκούντως αποτελεσματικοί.

4.6 ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΩΝ Ε & Σ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΑΝΘΡΩΠΙΝΟΥ ΔΥΝΑΜΙΚΟΥ (Δ.Α.Δ) . ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΚΑΙ Δ.Α.Δ.

Οι περισσότερες επιπτώσεις των Ε&Σ στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις, είτε αυτές εξετάζονται σε μικρο-οικονομικό (επιχείρηση) είτε σε μακρο-οικονομικό επίπεδο (οικονομία, ομάδα οικονομιών), περνούν μέσα από αλλαγές σε βασικά στοιχεία ή και στη γενικότερη φιλοσοφία των πολιτικών Διοίκησης Ανθρώπινου Δυναμικού στις αντίστοιχες επιχειρησιακές ενότητες. Γι' αυτό και είναι σκόπιμο, πριν να εξετάσουμε τη γενικότερη επίπτωση των Ε&Σ στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις του προσωπικού που υφίσταται αυτές τις μεταβολές, να σκιαγραφήσουμε τον τρόπο που οι εξελίξεις αυτές επηρεάζουν ή αναμένεται να επηρεάσουν τις επιμέρους πολιτικές Ανθρώπινου Δυναμικού. Ειδικές μελέτες για το θέμα εντοπίζουν δύο βασικές περιπτώσεις, με σαφώς διαφορετική επίπτωση στις ασκούμενες πολιτικές, επομένως και στη φιλοσοφία οργάνωσης και εξέλιξης των εργασιακών σχέσεων στο εσωτερικό των επιχειρήσεων:

Περίπτωση Α: Συντονισμένη ανάπτυξη στο πλαίσιο ενός Ομίλου Εταιρειών.

Σε αυτή την περίπτωση, η εξαγορά γίνεται κυρίως με σκοπό πρόσθετα οικονομικά οφέλη (ανάπτυξη στο πλαίσιο ενός ομίλου ή ανάπτυξη με σκοπό τη μεταπώληση της επιχείρησης). Η επιχείρηση εντάσσεται σε έναν όμιλο, η κεφαλή του οποίου επιβάλλει στα κατώτερα επίπεδα στόχους σχετικά βραχυπρόθεσμους, στο μέτρο που δεν ενδιαφέρεται να αξιοποιήσει τις όποιες συνέργιες ανάμεσα στις επιμέρους λειτουργικές ενότητες που αποτελούν τον όμιλο. Αυτή η επιλογή οδηγεί σε σημαντική αυτονομία των επιμέρους επιχειρήσεων ή λειτουργικών ενότητων και σε σχετική αποκέντρωση στην άσκηση πολιτικών Ανθρώπινου Δυναμικού. Βέβαια, οι οικονομικοί περιορισμοί της μητρικής εταιρείας μπορεί να μειώνουν σημαντικά τη διακριτική ευχέρεια των επιμέρους διευθυντικών στελεχών, δεδομένου ότι κάθε απόφασή τους σε θέματα Ανθρώπινου Δυναμικού μπορεί να επιδρά στο συνολικό κόστος, επομένως και στη συνολική οικονομική απόδοση του ομίλου. Αυτό ισχύει πολύ περισσότερο σε θέματα μακροπρόθεσμων επενδύσεων στο Ανθρώπινο Δυναμικό (Εκπαίδευση, σχεδιασμός καριέρας κλπ), για τα οποία περιορίζονται οι αρμοδιότητες και τα περιθώρια παρέμβασης των αντίστοιχων στελεχών. Σε τέτοιες περιπτώσεις παρατηρείται μια τάση αποκέντρωσης των συλλογικών εργασιακών σχέσεων ή και πολιτικές εξατομίκευσής τους, με εντοπισμό κέντρων κέρδους και κόστους, διαφοροποιημένες πολιτικές υποκίνησης και ανάπτυξης προσωπικού, με έμφαση στην αύξηση της παραγωγικότητας, κυρίως σε βραχυπρόθεσμη βάση.

Συνολικά, διαμορφώνεται μια Διοίκηση Ανθρώπινου Δυναμικού «πολλών ταχυτήτων», που διατηρεί και αναπτύσσει έντονα διαφοροποιημένα (από άποψη αμοιβής, δικαιωμάτων και συνθηκών εργασίας) εργασιακά καθεστώτα, με επιλεκτικές και αποκεντρωμένες πολιτικές, με διαφορετικές ρυθμίσεις και αρμοδιότητες μεταξύ επιχειρήσεων ή και λειτουργικών ενότητων του ίδιου ομίλου, ακόμα και της ίδιας επιχείρησης. Εννοείται ότι η κατάσταση αυτή δημιουργεί σοβαρά προβλήματα στη συλλογική εκπροσώπηση και έκφραση των εργαζομένων, περιορίζοντας ανάλογα τη δύναμη των συνδικαλιστικών οργάνωσεων.

Περίπτωση Β: Αξιοποίηση ουσιαστικών συνεργιών – πλήρης επιχειρησιακή ολοκλήρωση.

Σε αυτή την περίπτωση η εξαγορά γίνεται κυρίως με στόχο την αναζήτηση και αξιοποίηση ουσιαστικών συνεργιών ανάμεσα στην εξαγοράζουσα και στην εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Η αναζήτηση τέτοιων συνεργιών μπορεί να αναφέρεται:

- σε **κάθετη ολοκλήρωση** (έτσι ώστε η εξαγοράζουσα επιχείρηση να ελέγχει διαφορετικές φάσεις παραγωγής /εμπορίας ενός προϊόντος ή υπηρεσίας)

- σε **οριζόντια ολοκλήρωση** (έτσι ώστε η εξαγοράζουσα επιχείρηση να επωφελείται από ένα ενιαίο δίκτυο διανομής, από παρόμοια τεχνολογία παραγωγής κλπ)

- σε **χωροταξική ολοκλήρωση** (η εξαγοράζουσα επιχείρηση ενισχύει την παρουσία και τη θέση της σε διαφορετικές περιοχές, χώρες κλπ).

Οι εξαγορές αυτές συνδυάζονται, αργά ή γρήγορα, με συγχώνευση των ενεχόμενων επιχειρήσεων. Η παρέμβαση της Διοίκησης του ομίλου στην εξαγοραζόμενη επιχείρηση δεν περιορίζεται στον γενικό οικονομικό έλεγχο, αλλά επηρεάζει άμεσα και σημαντικά όλα τα θέματα παραγωγής και οργάνωσης, προχωρώντας, στις περισσότερες περιπτώσεις, σε συνολικό ανασχεδιασμό των δραστηριοτήτων της.

Οι επιπτώσεις στο είδος της Διοίκησης Ανθρώπινου Δυναμικού που θα αναπτυχθεί τελικά είναι, σ' αυτή την περίπτωση, άμεσες και σημαντικές. Οι πολιτικές συγκεντροποιούνται, ασκούνται δηλαδή με βάση ενιαία πλαίσια, όργανα και φιλοσοφία, αφήνοντας ελάχιστα περιθώρια διαφοροποίησης ανάλογα με τα προϋπάρχοντα (και συνήθως διαφορετικά) εργασιακά καθεστώτα ή/ και τις υφιστάμενες στις επιμέρους επιχειρήσεις πρακτικές. Στην περίπτωση αυτή ανακύπτουν, όπως θα δούμε και στη συνέχεια, τα περισσότερα προβλήματα προσδιορισμού ενός αποτελεσματικού και κατά το δυνατόν ενιαίου πλαισίου όρων αμοιβής και εργασίας για τους εργαζόμενους και τα στελέχη.

Περίπτωση Γ: Επικεντρωμένη – επιλεκτική επιχειρησιακή ολοκλήρωση.

Από ορισμένους μελετητές έχει ωστόσο επισημανθεί και μια τρίτη περίπτωση: όταν η εξαγοράζουσα επιχείρηση, απορροφώντας επιλεκτικά ή ολικά την εξαγοραζόμενη, αποφασίζει να επικεντρωθεί σε ένα κύριο προϊόν/υπηρεσία, σε ένα συγκεκριμένο είδος πελατείας, αγοράς ή/ και περιοχής. Σε αυτή την περίπτωση, η ελέγχουσα επιχείρηση επικεντρώνει το ενδιαφέρον της σε ένα σχετικά περιορισμένο πυρήνα εργαζομένων και στελεχών, που θεωρεί απαραίτητα για την αποδοτική και ανταγωνιστική της λειτουργία. Σε αυτούς εφαρμόζει συγκροτημένες πολιτικές Ανθρώπινου Δυναμικού, που αντιστοιχούν στη δημιουργία/ διατήρηση μιας «εσωτερικής αγοράς εργασίας»,

- σχετικά προστατευμένης από τις πιέσεις και τις διακυμάνσεις της εξωτερικής αγοράς εργασίας,
- με σαφείς και επωφελείς για τους εργαζόμενους κανόνες, ρυθμίσεις και παροχές
- με σημαντικές εγγυήσεις επαγγελματικής ανάπτυξης και καριέρας.

Παράλληλα εγκαταλείπει ή εξωτερικεύει τις λιγότερο σημαντικές δραστηριότητες σε υπεργολάβους – προμηθευτές ή/και σε δορυφορικές επιχειρήσεις, που λειτουργούν κάτω από σαφώς δυσμενέστερους και ασταθείς όρους αμοιβής και εργασίας. Τέτοιες πρακτικές έχουν κατά καιρούς απασχολήσει τη θεωρία των οικονομικών και των κοινωνικών επιστημών, ως βασικός μηχανισμός κατάτμησης της αγοράς εργασίας τόσο στις αναπτυγμένες, όσο και στις αναπτυσσόμενες χώρες.

ΒΑΣΙΚΕΣ ΔΙΑΠΙΣΤΩΣΕΙΣ.

Η παραπάνω σχηματοποίηση της σχέσης των στρατηγικών επιλογών επιχειρησιακής ολοκλήρωσης με τις επιλογές Διοίκησης Ανθρώπινου Δυναμικού, που επηρεάζουν καθοριστικά το είδος, την ποιότητα και την ποικιλία των εργασιακών σχέσεων μετά από Ε&Σ, γίνεται κυρίως για τους σκοπούς της παρουσίασης. Δεν πρέπει να θεωρήσουμε ότι η σχέση αυτή είναι γραμμική και μονοσήμαντη. Στην πράξη, έχουμε πολλούς συνδυασμούς των παραπάνω βασικών περιπτώσεων και ποικιλία ενδιάμεσων καταστάσεων. Μελέτες που έγιναν πρόσφατα και αφορούν τον τραπεζικό τομέα, απέδειξαν ότι οι σύγχρονες τεχνολογίες διαχείρισης της πληροφορίας και επικοινωνιακής δικτύωσης επιτρέπουν οργανωτικές επιλογές που συνδυάζουν

- την επιχειρησιακή ολοκλήρωση με έντονη συγκεντροποίηση διαμόρφωσης των διοικητικών προδιαγραφών και των πρακτικών Διοίκησης Ανθρώπινου Δυναμικού,
- με συνεχώς αυξανόμενη επιλεκτικότητα, ευελιξία ή εξατομίκευση στη διαμόρφωση και την εξέλιξη τόσο των εργασιακών καθηκόντων, όσο και των όρων αμοιβής και εργασίας.

Μάλιστα οι περισσότερες εμπειρίες από Ε&Σ καταδείχνουν τη σημασία και άλλων παραγόντων, όπως η στρατηγική, ο συσχετισμός δύναμης και οι σχέσεις της Διοίκησης με τη συλλογική εκπροσώπηση, το θεσμικό πλαίσιο και τα πολιτιστικά δεδομένα κάθε χώρας/ περιοχής, η κουλτούρα της επιχείρησης κ.α, οδηγώντας σε πολύ διαφορετικές συσχετίσεις και αποτελέσματα. Ειδικότερα, μελέτες που έγιναν με βάση στοιχεία για τις διασυνοριακές Ε&Σ κατέδειξαν ότι η ποσοτική κυριαρχία των αγγλοσαξονικών επιχειρήσεων (ΗΠΑ, Η.Β) στις διασυνοριακές Ε&Σ τείνει να επιβάλλει συγκεκριμένα πρότυπα διοίκησης Ανθρώπινου Δυναμικού στις εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις, τα οποία εστιάζονται σε στοιχεία όπως:

- άμεση ελαχιστοποίηση κόστους προσωπικού
- εισαγωγή ευελιξίας στις εργασιακές σχέσεις, ιδιαίτερα στην ποσοτική της διάσταση (αποσταθεροποίησης διάρκειας σύμβασης, χρόνου και αμοιβής εργασίας),
- προβλήματα αναγνώρισης συνδικαλιστικής εκπροσώπησης – αντιθετικές σχέσεις με τη συλλογική εκπροσώπηση, -έντονα μονομερείς πρακτικές.

Αντίθετα, τα επικρατούντα στην ηπειρωτική Ευρώπη πρότυπα Διοίκησης, εστιάζονται σε διαφορετικά στοιχεία όπως:

- μακροχρόνιοι στόχοι διαχείρισης και επένδυσης στο Ανθρώπινο Δυναμικό
- μεγαλύτερη βαρύτητα στην υποκίνηση και συμμετοχή του στους στόχους της επιχείρησης
- σημασία στην εκπαίδευση και την ποιοτική ευελιξία της εργασίας (πολυδυναμία του εργαζόμενου)
- θεσμική αναγνώριση της συλλογικής εκπροσώπησης
- σαφείς κανόνες και ανεπτυγμένο θεσμικό πλαίσιο εργασιακών σχέσεων
- παράδοση σχέσεων συνεννόησης ή και συνεργασίας με τα συνδικάτα

Η σύγκριση των παραπάνω διαφορετικών αντιλήψεων στη Διοίκηση Ανθρώπινου Δυναμικού, που συνδέεται άρρηκτα με τη σημασία του παράγοντα «φιλοσοφία Διοίκησης», «υποκίνηση» και «επιχειρησιακή κουλτούρα» στις Ε&Σ, έχει μέχρι σήμερα οδηγήσει στη σχετική επικράτηση του «αγγλοσαξονικού προτύπου». Το πρότυπο αυτό κατηγορείται συχνά για δημιουργία σοβαρών προβλημάτων στην απασχόληση και στην ομαλότητα των εργασιακών σχέσεων, καθώς και στην αποτελεσματικότητα των Ε&Σ, όπως θα δούμε στη συνέχεια. Ανεξάρτητα από τη σημασία που αποδίδεται από τη θεωρία και την πρακτική στους κοινωνικούς παράγοντες επιτυχίας των Ε&Σ, γίνεται όλο και περισσότερο αποδεκτό ότι ο ανθρώπινος

παράγοντας και η αποτελεσματική υποκίνησή του στο πλαίσιο υλοποίησης των Ε&Σ είναι κρίσιμος για την επιτυχία ή την αποτυχία κάθε σχετικού εγχειρήματος.

Κάτι που προϋποθέτει:

- προσεκτικό σχεδιασμό και υλοποίηση κατάλληλων πολιτικών Ανθρώπινου Δυναμικού, αλλά και
- επαρκή πληροφόρηση, διαφάνεια, κατάκτηση της απαιτούμενης εμπιστοσύνης και αποδοχής στις σχέσεις των εμπλεκόμενων μερών (Διοίκηση, συλλογική εκπροσώπηση, εργαζόμενοι και στελέχη).

ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ Ε&Σ ΣΤΗΝ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ ΚΑΙ ΣΤΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΚΕΣ ΣΧΕΣΕΙΣ.

ΓΕΝΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

Η διεθνής εμπειρία δείχνει ότι οι επιπτώσεις των Ε&Σ στην απασχόληση και στα εργασιακά δικαιώματα του προσωπικού είναι συνήθως σημαντικές και κατά κανόνα αρνητικές για την απασχόληση και τους όρους εργασίας πολλών ομάδων εργαζομένων, κυρίως εκείνων με ξεπερασμένη ή χαμηλή επαγγελματική ειδικευση. Παρ' ότι, όπως είδαμε, οι Ε&Σ δεν είναι κάτι το πρωτόγνωρο για την ευρωπαϊκή και την ελληνική επιχειρησιακή πρακτική, φαίνεται ότι, ειδικά στις σημερινές συνθήκες κοινωνικής και οικονομικής οργάνωσης, όξυνσης του ανταγωνισμού και με το σημερινό συσχετισμό δύναμης των κοινωνικών συνομιλητών, δημιουργούν υψηλές ανάγκες παρέμβασης και προστασίας για μεγάλο αριθμό εργαζομένων και ανάλογης εμβέλειας κοινωνικές, διοικητικές, οργανωτικές και νομικές προκλήσεις. Αυτές τις προκλήσεις καλούνται σήμερα να αντιμετωπίσουν, με όλο και μεγαλύτερη δυσκολία - συχνά μάλιστα «κατόπιν εορτής», τα μέρη, τα δικαστήρια, οι ειδικοί επιστήμονες, η Πολιτεία και οι κατά τόπους εποπτικές της αρχές. Είναι γνωστό ότι οι γενικές διασφαλίσεις της απασχόλησης και των υφιστάμενων εργασιακών δικαιωμάτων, που ρητά παρέχονται από την εθνική και την κοινοτική νομοθεσία σε περίπτωση μεταβίβασης - συγχώνευσης επιχειρήσεων, τίθενται σε δοκιμασία. Μπορούν μάλιστα να καταστούν αναποτελεσματικές σε περίπτωση τεχνικο-οργανωτικών αλλαγών, ανασχεδιασμού δραστηριοτήτων (reengineering), ή συρρίκνωσης εργασιών μετά τη μεταβίβαση, ιδίως εάν αυτή συνοδεύεται από απορρόφηση ή συγχώνευση επιχειρήσεων με επικαλυπτόμενες δραστηριότητες ή/ και με τελειώς διαφορετικά εργασιακά καθεστάτα.

Από τη διεθνή εμπειρία έχει διαπιστωθεί ότι σε κάθε περίπτωση ιδιοκτησιακής μεταβολής λειτουργούν, κατά κανόνα σε βάρος της απασχόλησης και του εργασιακού status quo, 3 βασικές επιδράσεις:

- Επίδραση εξαγοράς: οδηγεί σε γενικότερες περικοπές κόστους, κυρίως εργασιακού, με ανασχεδιασμό/ εξορθολογισμό / κατάργηση επικαλυπτόμενων λειτουργιών, εξωτερίκευση άλλων, αλλά και με ευρύτερες εφαρμογές αυτοματοποίησης και κατάργησης θέσεων εργασίας, που συνήθως οδηγούν σε απολύσεις, σε περικοπές παροχών, σε επιλεκτική υποβάθμιση ή και στην κατάργηση εργασιακών κεκτημένων, με στόχο την άμεση και κατά το δυνατόν θεαματική βελτίωση της κερδοφορίας
- Πολυεθνική επίδραση (εάν ο αγοραστής είναι ξένη πολυεθνική επιχείρηση): αξιοποιεί τις υφιστάμενες διαφορές στα εθνικά συστήματα εργασιακών σχέσεων και τη δυνατότητα του «διαίρει και βασίλευε» για την απορύθμιση των εργασιακών σχέσεων και τη μείωση του εργατικού κόστους. Πέρα από τα παραπάνω, αξιοποιούνται και οι αδυναμίες συντονισμού των συνδικάτων σε υπερεθνικό επίπεδο ή/ και υφιστάμενες αντιθέσεις μεταξύ τους ανά χώρα ή εκμετάλλευση.
- Επίδραση στην επιχειρησιακή κουλτούρα: τάση για επιβολή ενός νέου (συχνά εισαγόμενου) στυλ διοίκησης και διαμόρφωσης των εργασιακών σχέσεων, με βάση τις προδιαγραφές

οργάνωσης και τη φιλοσοφία διοίκησης της αγοράστριας εταιρείας. Η τάση αυτή θέτει συχνά σε δοκιμασία κάθε έννοια ίσης μεταχείρισης: ανατρέπονται τα υπάρχοντα εργασιακά δεδομένα, τα συστήματα διοίκησης, η ιεραρχία ή/ και το ίδιο το σύστημα των υφιστάμενων εργασιακών σχέσεων, με αποτέλεσμα πολώσεις, τριβές και πολυάριθμες εστίες βλαπτικών μεταβολών για μεγάλες ομάδες εργαζομένων.

ΒΑΣΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΕΜΠΕΙΡΙΑ.

Παλαιότερες έρευνες Εταιρειών Συμβούλων για λογαριασμό της E.E., αναφερόμενες ειδικά στις εμπειρίες του τραπεζικού τομέα, ανέδειξαν ως κρίσιμους παράγοντες που μειώνουν την κοινωνική αποτελεσματικότητα - επιτυχία των E&S:

- το φόβο των εργαζομένων για την απώλεια της θέσης εργασίας και των εργασιακών τους δικαιωμάτων
- τις (συχνά βίαιες ή αποσπασματικές) αλλαγές στη Διοίκηση του Ανθρώπινου Δυναμικού και στην υπάρχουσα εργασιακή πρακτική
- την ασάφεια και την ανασφάλεια του προσωπικού και των στελεχών σχετικά με τις προοπτικές του νέου επιχειρησιακού σχήματος, τη θέση τους στην ιεραρχία και την εξέλιξη των αρμοδιοτήτων τους.

Σημειώνοντας ότι η απασχόληση δεν είναι κατά κανόνα ο κύριος λόγος που προκαλεί τις συγχωνεύσεις, αλλά συνιστά μεταβλητή που επηρεάζεται σημαντικά από αυτές, οι ίδιες έρευνες εντοπίζουν σημαντικές ποσοτικές και κυρίως ποιοτικές επιπτώσεις των E&S στην απασχόληση, μεταξύ των οποίων:

- μείωση της απασχόλησης στις κατηγορίες με χαμηλότερη εξειδίκευση. Στην Ελλάδα βέβαια εξαιτίας των νομικών περιορισμών δεν γίνονται εύκολα απολύσεις.
- σημαντικές μεταβολές στο ρόλο και στα καθήκοντα των στελεχών, προς την κατεύθυνση της μεγαλύτερης πολυπλοκότητας και ευελιξίας
- σχετική αύξηση της απασχόλησης εξειδικευμένων και νεότερων στελεχών «απαλλαγή» της επιχείρησης από πλεονάζον δυναμικό χαμηλότερης εξειδίκευσης ή/ και από ηλικιωμένα στελέχη, με διάφορα προγράμματα πρόωρης συνταξιοδότησης ή εθελουσίας εξόδου.
- σοβαρά προβλήματα ενσωμάτωσης και εναρμόνισης διαφορετικών συστημάτων Διοίκησης, εργασιακών σχέσεων και οργάνωσης εργασίας, που απαιτούν σοβαρή προπαρασκευή και μπορεί να αποβούν κρίσιμα για την επιτυχία της συγχώνευσης, εάν ξεκινούν από διαφορετικά συστήματα διαπραγμάτευσης, συλλογικής ρύθμισης και διαμόρφωσης των όρων αμοιβής και εργασίας.

5. ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ

Το μεγάλο κύμα των Ε&Σ οδήγησε στην αύξηση του βαθμού συγκέντρωσης στην αγορά. Ο βαθμός συγκέντρωσης εκφράζεται από το συνολικό μερίδιο που κατέχουν οι 5 μεγαλύτερες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην αγορά. Επομένως μια αγορά θεωρείται πιο συγκεντρωμένη όσο πιο μεγαλύτερο είναι το μερίδιο αυτό, δίνοντας έτσι και μεγαλύτερη δυνατότητα στις 5 αυτές μεγάλες επιχειρήσεις να επηρεάζουν τις εν γένει συνθήκες προσφοράς του προϊόντος. Η άποψη αυτή ενισχύεται και από τη σύγκριση μεταξύ του λειτουργικού περιθωρίου των επιχειρήσεων που ανήκουν σε μια συγκεντρωμένη αγορά και του λειτουργικού περιθωρίου των επιχειρήσεων που λειτουργούν σε λιγότερο συγκεντρωμένες αγορές. Σχετικές έρευνες έδειξαν ότι η πρώτη κατηγορία μπορεί να απολαμβάνει υψηλότερα λειτουργικά περιθώρια από την δεύτερη. Αυτό εξηγείται από τη δυνατότητα επηρεασμού των τιμών και από τα πρόσθετα πλεονεκτήματα που έχουν λόγω μεγάλου μεγέθους οι επιχειρήσεις αυτές.

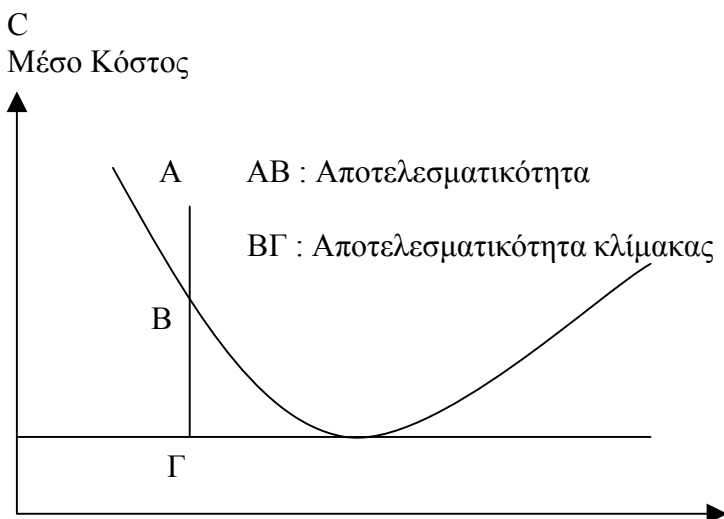
5.1. Συνέπειες της συγκέντρωσης στην αποτελεσματικότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων

Οι τάσεις συγκέντρωσης μπορεί να αυξήσουν ή να μειώσουν την αποτελεσματικότητα με πολλούς τρόπους. Οι Ε & Σ επιτρέπουν στους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς να επιτυγχάνουν μεγάλη κλίμακα και εύρος παροχής υπηρεσιών καθώς και ένα μείγμα προϊόντων που είναι περισσότερο επικερδές. Επιπλέον, η συγκέντρωση κεφαλαίου στον κλάδο μπορεί να αποτελέσει το μέσο για την προώθηση οργανωτικών αλλαγών ή αλλαγών στη διοικητική κουλτούρα ώστε να βελτιωθεί η Χ-αποτελεσματικότητα.

Στο Διάγραμμα 5.1 παρουσιάζεται η Χ-αποτελεσματικότητα ως την απόσταση ΑΒ. Πιο αναλυτικά, μια Τράπεζα με μέσο μακροχρόνιο κόστος Α απέχει ΑΒ από την καμπύλη του ελάχιστου κόστους για κάθε δεδομένο επίπεδο προϊόντος. Η απόσταση ΒΓ υποδηλώνει την αποτελεσματικότητα κλίμακας αφού αναπαριστά την απόσταση μιας Τράπεζας που κάνει άριστη χρήση των παραγωγικών συντελεστών αλλά δεν έχει το άριστο μέγεθος.

Διάγραμμα 5.1

Συνάρτηση κόστους κι αποτελεσματικότητας



▪ *Αποτελεσματικότητα Κλίμακας –Κόστους*

Οι περισσότερες εμπειρικές έρευνες σχετικά με την αποτελεσματικότητα κλίμακας – κόστους χρησιμοποιούν στοιχεία της δεκαετίας του '80 και εκτιμούν ότι η καμπύλη μέσου κόστους έχει σχήμα U με τις μεσαίου μεγέθους τράπεζες να είναι πιο αποτελεσματικές από τα μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα [(α)Berger, Hanwech and Humphrey,1987 και (β) Goldberg,Hanweck, Keenan and Young,1991]. Εντούτοις , πιο πρόσφατες έρευνες που χρησιμοποιούν στοιχεία της δεκαετίας του '90 προτείνουν ότι υπάρχουν σημαντικές οικονομίες κλίμακας –κόστους για τις μεγάλες τράπεζες. Αυτό ενδεχομένως να συνδέεται εν μέρει με την τεχνολογική πρόοδο που πραγματοποιήθηκε τα τελευταία χρόνια[Berger and Mester ,1997].

▪ *Αποτελεσματικότητα Κλίμακας –Εσόδων*

Τα κέρδη αυτού του τύπου αποτελεσματικότητας οφείλονται στην επέκταση του δικτύου και στο γεγονός ότι μερικοί πελάτες μπορεί να χρειάζονται ή να προτιμούν τις υπηρεσίες μεγαλύτερων τραπεζικών σχημάτων. Στο βαθμό, επιπλέον, που τα μεγαλύτερα χαρτοφυλάκια προσφέρουν υψηλότερες δυνατότητες διαφοροποίησης κινδύνων μπορούν να προκύψουν οικονομίες κλίμακας –εσόδων επειδή η πελατεία είναι διατεθειμένη να πληρώσει υψηλότερες προμήθειες για τα χρηματοοικονομικά προϊόντα(όπως είναι τα δανειακά συμβόλαια ή παράγωγα προϊόντα) που εκδίδουν τα ασφαλέστερα τραπεζικά ιδρύματα. Τέλος , κάθε βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου μέσω περαιτέρω διαφοροποίησης κινδύνων αυξάνει τη δυνατότητα των τραπεζών να επιδίδονται σε δραστηριότητες υψηλού κινδύνου- υψηλής αναμενόμενης απόδοσης εξαιτίας της συρρικνούμενης πίεσης εκ μέρους των εποπτικών αρχών και αγορών.

▪ *Αποτελεσματικότητα Φάσματος*

Η συγκέντρωση του κλάδου μπορεί να προκαλέσει σημαντικές οικονομίες φάσματος ιδιαίτερα στην περίπτωση των E & Σ μεταξύ γενικής φύσεως τραπεζικών ιδρυμάτων (universal banks) που συνδυάζουν και ενοποιούν εταιρείες με διαφορετικές βασικές γραμμές παροχής υπηρεσιών. Η εμπειρική έρευνα στην Ευρώπη έχει δείξει την ύπαρξη περιορισμένων οικονομιών φάσματος και μείγματος προϊόντων [(α)L. Allen and A.Rai,1996 και (β) L. Mester ,1993].

▪ *X- αποτελεσματικότητα*

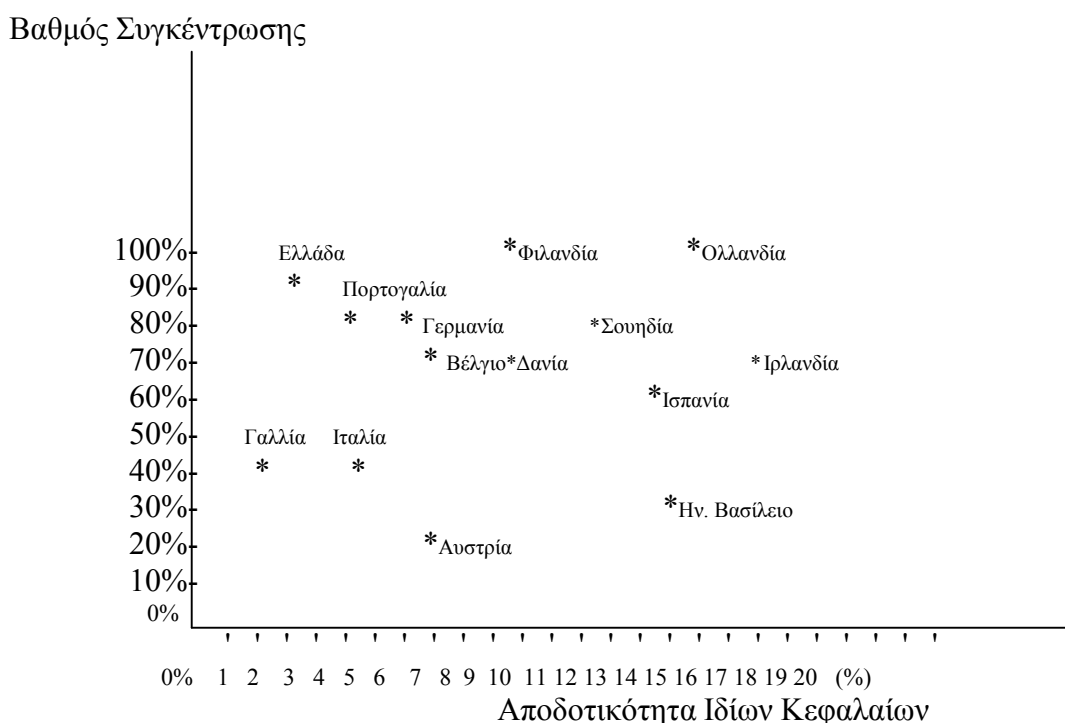
Η X-αποτελεσματικότητα αναφέρεται στο γεγονός ότι με δεδομένο τον τρέχων όγκο παραγωγής, μια εταιρεία δε λειτουργεί με μέγιστο κόστος αποτελεσματικότητας ,όπως για παράδειγμα μπορεί να έχει μια δομή υψηλού κόστους. Αυτή η πηγή αποτελεσματικότητας συχνά αναφέρεται ως το αρχικό κίνητρο για εγχώριες E & Σ , καθώς όταν δυο τράπεζες συγχωνευθούν μπορούν πιο εύκολα να συντονίσουν τη μείωση του μεγέθους σε ένα πολύ μεγάλο δίκτυο καταστημάτων.

Η γεωγραφική επέκταση μπορεί να βελτιώσει την αποτελεσματικότητα μέσω της μεγαλύτερης διασποράς κινδύνων. Πράγματι, οι αποδόσεις των δανείων, των χρεογράφων, των ασφαλιστικών και άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων που εκδίδονται σε διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές μπορεί να παρουσιάσουν σχετικά χαμηλούς ή αρνητικούς συντελεστές συσχέτισης. Η μεγαλύτερη διασπορά μπορεί να αυξήσει την αποτελεσματικότητα κόστους αφού θα μειώσει τα ασφάλιστρα

κινδύνου στο χρέος των τραπεζών. Παράλληλα θα αυξήσει την αποτελεσματικότητα εσόδων αφού θα διευρυνθεί η έκθεση σε δραστηριότητες υψηλής απόδοσης και υψηλού κινδύνου. Από την άλλη πλευρά, η γεωγραφική επέκταση μπορεί να υπονομεύσει τη Χ-αποτελεσματικότητα λόγω της εμφάνισης οργανωτικών αντικοινομιών από την λειτουργία και τον έλεγχο ενός οργανισμού από απόσταση. Δυσχέρειες μπορεί να προκύψουν από τις τριβές μεταξύ του προσωπικού διαφορετικών περιοχών, την αδυναμία ελέγχου του έργου των τοπικών διευθυντικών στελεχών, την αδυναμία διατήρησης των παραδοσιακών σχέσεων με την πελατεία, τη δυσκολία παρακολούθησης ενός πολύπλοκου μηχανισμού και τέλος, τα προβλήματα εταιρικής ολοκλήρωσης.

Διάγραμμα 5.2

Συσχέτιση μεταξύ Βαθμού Συγκέντρωσης και Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων



Πηγή : “Less is more, Banking consolidation revisited, Trends, Forces & drivers behind an ongoing theme”. Merrill Lynch report, 6-3-2002, Alpha Bank, ΔΟΜ

Στο Διάγραμμα 5.2 παρουσιάζουμε σε ένα γράφημα διασποράς τη θετική συσχέτιση μεταξύ της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων και του βαθμού συγκέντρωσης στις Ευρωπαϊκές Οικονομίες. Πρόσθετα στοιχεία αναφορικά με τη σχέση του μεγέθους των Τραπεζών και της αποτελεσματικότητας κόστους, της αποτελεσματικότητας εσόδων και αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζονται στον Πίνακα 5.1. Η σχέση μεγέθους και κόστους παρουσιάζει ομοιότητες στη Βόρειο Αμερική και την Ευρώπη. Ο λόγος των λειτουργικών εξόδων προς τα ακαθάριστα έσοδα είναι υψηλότερος για τις μικρότερες τράπεζες (με σύνολο Ενεργητικού κάτω των 5 δις. δολαρίων) και μειώνεται στις ενδιάμεσες κατηγορίες μεγέθους για να φτάσει πάνω από 65% στις πολύ μεγάλες τράπεζες (με Ενεργητικό άνω των 50 δις. Δολαρίων). Αυτό σημαίνει ότι οι πολύ μεγάλες και οι πολύ μικρές τράπεζες υπερτερούν στην αποτελεσματικότητα κόστους. Οι πολύ μεγάλες τράπεζες φαίνεται να υπερτερούν τόσο στην αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων όσο και στην μη-οργανική κερδοφορία (έσοδα εκτός τόκων ως ποσοστό στα συνολικά έσοδα).

Το πρόσφατο κύμα συγκέντρωσης της αγοράς διεθνώς σε συνδυασμό με την παρατεταμένη κρίση του ιαπωνικού συστήματος μεταβάλλει σημαντικά –όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 5.3- τον παγκόσμιο χάρτη των μεγάλων πιστωτικών ιδρυμάτων. Ο αριθμός των

ιαπωνικών τραπεζών που περιλαμβάνονται μεταξύ των 10 μεγαλύτερων στον κόσμο μειώθηκε τα τελευταία χρόνια ενώ των Ευρωπαϊκών (χωρίς τις Ελβετικές Τράπεζες) και Αμερικανικών ανήλθε.

Πίνακας 5.1
Μέγεθος και Επιδόσεις Εμπορικών Τραπεζών

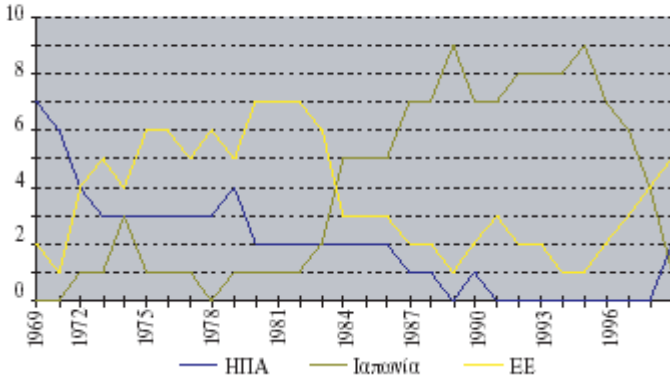
Περιοχή	< 5 δις.δολ.	5-20 δις. Δολ.	20-50 δις .δολ.	>50 δις.δολ.
ΕΥΡΩΠΗ	19,2	24,6	20,2	30,8
Εσοδα εκτός τόκων (ως % των εσόδων)				
Λειτουργικό κόστος (ως % των εσόδων)	63,1	61,6	55,6	65,5
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (%)	7,1	7,4	7,2	8,2
ΒΟΡΕΙΑ ΑΜΕΡΙΚΗ	21,5	29,2	28,2	53,4
Εσοδα εκτός τόκων (%)				
Λειτουργικό κόστος (%)	60,9	59,8	55,4	67,8
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (%)	11,2	13,5	13,5	14,1
ΙΑΠΩΝΙΑ	0,4	9,2	8,9	30,0
Εσοδα εκτός τόκων (%)				
Λειτουργικό Κόστος (%)	76,9	69,5	67,9	60,4
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων(%)	1,3	0,1	0,5	3,2

Πηγή : *“Less is more, Banking consolidation revisited, Trends, Forces & drivers behind an ongoing theme”.* Merrill Lynch report,6-3-2002,Alpha Bank, ΔΟΜ

Παρά το γεγονός ότι το πρόγραμμα της Ενιαίας Αγοράς και η νομισματική ενοποίηση έχουν αυξήσει σημαντικά τα οφέλη από τη συγκέντρωση του τραπεζικού τομέα παραμένουν ακόμη μερικά εμπόδια. Τα προβλήματα της γλωσσικής ετερογένειας ,των διαφορών κυρίως της κουλτούρας και των μικρών διαφορών στους εποπτικούς κανόνες μειώνουν τα προσδοκώμενα οφέλη αποτελεσματικότητας από την πραγματοποιούμενη συγκέντρωση της ευρωπαϊκής τραπεζικής αγοράς .

Διάγραμμα 5.3

Αριθμός τραπεζών ανάμεσα στις 10 πρώτες με βάση το ενεργητικό

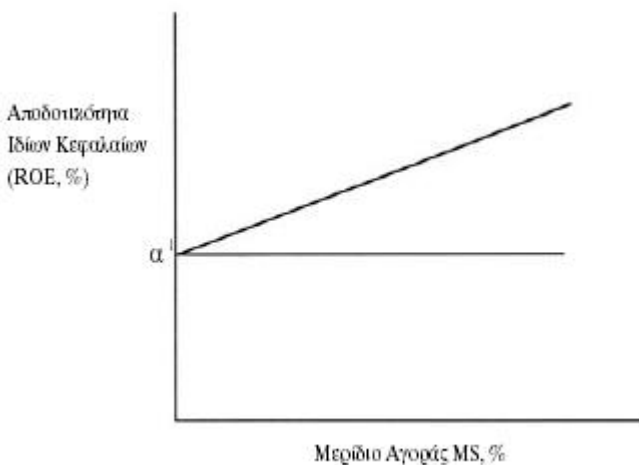


Πηγή : Δρ. Π.Καποπούλου- Δρ.Φ.Σιώκη, Alpha Bank- άρθρο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2002

Βαθμός Συγκέντρωσης ,μερίδιο Αγοράς και Αποδοτικότητα : μια ενδιαφέρουσα Τριγωνική σχέση

Το μερίδιο αγοράς είναι ο πιο σημαντικός δείκτης του βαθμού μονοπωλιακής δύναμης που διαθέτει μια τράπεζα. Υψηλότερο μερίδιο αγοράς σχεδόν πάντα οδηγεί σε υψηλότερη μονοπωλιακή δύναμη, ενώ μικρά μερίδια αγοράς οδηγούν σε μικρή ή καθόλου μονοπωλιακή δύναμη. Εντούτοις , ο ακριβής βαθμός μονοπωλιακής δύναμης εξαρτάται από την ελαστικότητα της ζήτησης προς τις παρεχόμενες από την τράπεζα υπηρεσίες. Η κερδοφορία προσδιορίζεται τόσο από τις γενικότερες συνθήκες της αγοράς όσο και από το μερίδιο αγοράς. Υπάρχει δηλαδή μια γενική σχέση ανάμεσα στο μερίδιο αγοράς κάθε τράπεζας και του ύψους της κερδοφορίας της. Αυτή η σχέση παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 5.4 για μια αντιπροσωπευτική τράπεζα.

Διάγραμμα 5.4

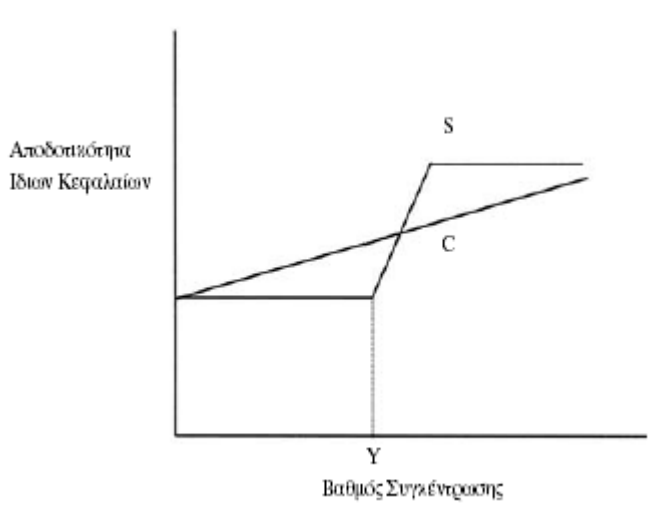


Πηγή : Δρ. Π.Καποπούλου- Δρ.Φ.Σιώκη, Alpha Bank- άρθρο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2002

Η τράπεζα πρέπει να έχει κέρδη a για να πληρώσει προς τους επενδυτές το κόστος ευκαιρίας, την απόδοση δηλαδή που θα κέρδιζαν από την καλύτερη εναλλακτική τοποθέτηση. Η περιοχή μεταξύ των γραμμών δείχνει πόσα υπερβάλλοντα κέρδη μπορεί να επιτύχουν οι τράπεζες στην αγορά κάτω από διαφορετικό ύψος μεριδίου αγοράς. Εάν η κλίση της γραμμής είναι υψηλή, τότε το υψηλότερο μερίδιο αγοράς δίνει υψηλή απόδοση. Η πραγματική κλίση και το σχήμα της εξίσωσης αντανακλούν δύο βασικούς παράγοντες. Πρώτον, τις συνθήκες ζήτησης υπηρεσιών και δεύτερον, την έκταση οικονομίων κλίμακας ή φάσματος.

Ο βαθμός συγκέντρωσης θεωρείται ότι μετρά το βαθμό της ολιγοπωλιακής διάρθρωσης του κλάδου. Οι Τράπεζες σε έναν ολιγοπωλιακό κλάδο μπορούν, πρώτον, να συνεργάζονται σε τέτοιο βαθμό ώστε η αγορά να αποκτά μονοπωλιακή δομή, δεύτερον, να ανταγωνίζονται η μία την άλλη με σφοδρότητα και τρίτον, να αγνοούν απλά η μια την άλλη ακολουθώντας ανεξάρτητη τιμολογιακή πολιτική. Συνεπώς, η σχέση ανάμεσα στο βαθμό συγκέντρωσης και το ύψος της κερδοφορίας ενδέχεται να είναι ασθενής ή και ανύπαρκτη, αφού σε κάθε δεδομένο βαθμό συγκέντρωσης μπορεί να αντιστοιχεί μια μεγάλη ποικιλία εσωτερικών δομών της αγοράς και βαθμού αλληλεπίδρασης. Η αναμενόμενη σχέση που συνδέει το βαθμό συγκέντρωσης με την αποδοτικότητα του μέσου ενεργητικού μπορεί να είναι μια συνεχής γραμμή (C) με θετική κλίση καθώς αυξάνεται ο βαθμός συγκέντρωσης ή μια τεθλασμένη γραμμή δύο σταδίων (S) καθώς η δομή της αγοράς μεταβάλλεται από ολιγοπωλιακή σε μία δομή που χαρακτηρίζεται από στενότερο συντονισμό μεταξύ των Τραπεζών (Διάγραμμα 5.5)

Διάγραμμα 5.5



Πηγή : Δρ. Π.Καποπούλου- Δρ.Φ.Σιώκη, *Alpha Bank- άρθρο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2002*

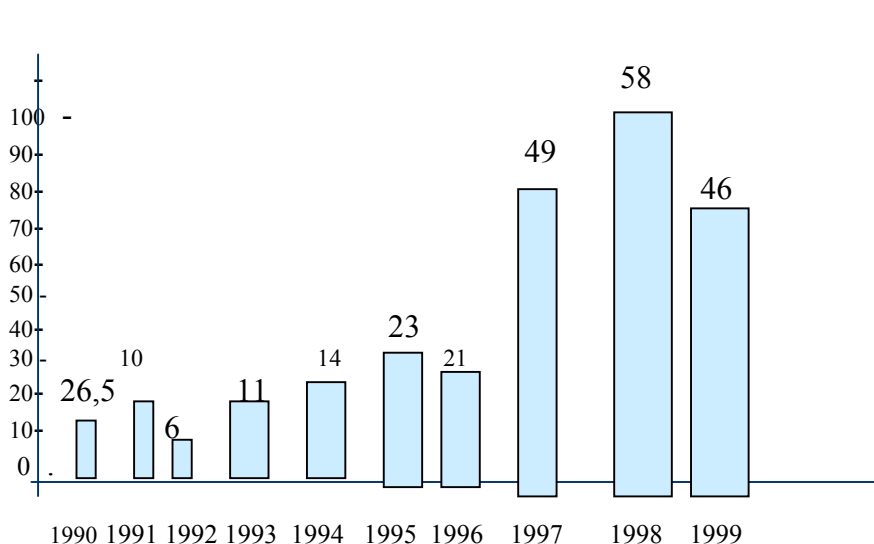
5.2. Συγκέντρωση και ανταγωνισμός στο Διεθνές και Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα

Παρατηρώντας τις τάσεις που επικράτησαν στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη την τελευταία δεκαετία, το μεγάλο μέγεθος των Ε& Σ που έλαβε χώρα στα χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα, οδήγησε σε πιο συγκεντρωμένες αγορές για τα βασικότερα χρηματοοικονομικά προϊόντα όπως είναι τα δάνεια και οι καταθέσεις. Η τάση αυτή απεικονίζεται στο Διάγραμμα 5.6, όπου φαίνεται το πλήθος και η συνολική αξία των Ε& Σ ύψους 1 δις. Δολ. και άνω που πραγματοποιήθηκαν για το διάστημα 1990- 1999 σε 13 βιομηχανικές χώρες.

Στις ΗΠΑ οι Ε& Σ έπαιξαν βασικό ρόλο στην αύξηση του βαθμού συγκέντρωσης και της πιο ορθολογικής λειτουργίας αγορών όπως αυτής των στεγαστικών και κοινοπρακτικών δανείων. Ακόμα όμως ο χρηματοοικονομικός κλάδος στις ΗΠΑ παραμένει κατακερματισμένος, ξεπερνώντας σε αριθμό τις 8.000 εμπορικές Τράπεζες. Το μεγαλύτερο ποσοστό των Ε& Σ που έγιναν στις ΗΠΑ αφορούσαν εταιρείες που δραστηριοποιούνταν ήδη μέσα στις ΗΠΑ, ενώ το ποσοστό των διασυνοριακών συμφωνιών ήταν ελάχιστο. Οι εταιρείες που συμμετείχαν σ' αυτές τις εγχώριες συγχωνεύσεις σκόπευαν στην ισχυροποίηση της θέσης τους στην εγχώρια αγορά, βελτιώνοντας την τεχνογνωσία τους, επεκτείνοντας την γεωγραφική τους παρουσία και εξελίσσοντας τα δίκτυα διανομής μέσω των οποίων θα μπορούσαν να προσφέρουν νέα προϊόντα σε μια ήδη μεγάλη αγορά.

Διάγραμμα 5.6

Πλήθος και Συνολικό Ύψος Ε& Σ άνω του 1 δις δολ.



Πηγή : *Group of Ten, Report on consolidation in the financial sector, Ιανουάριος 2001*

Στην Ευρώπη επικράτησε ανάλογο κλίμα τόσο στις εγχώριες όσο και τις διασυνοριακές Ε&Σ. Εδώ όμως υπήρξε κι ένα επιπλέον κίνητρο: η προοπτική υιοθέτησης του Ευρώ, η οποία προώθησε τις διαδικασίες δημιουργίας μιας δυνατής πανευρωπαϊκής αγοράς χρηματοοικονομικών

προϊόντων και έκανε πιο έντονη την ανάγκη δημιουργίας μεγάλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων τα οποία θα μπορούν να καλύπτουν πλήρως τη νέα διευρυμένη αγορά. Το ενδιαφέρον των Ευρωπαϊκών Τραπεζών για την αγορά των ΗΠΑ ήταν αρκετά μεγάλο σε αντίθεση με τις Τράπεζες των ΗΠΑ που έδειξαν περιορισμένο ενδιαφέρον για την ευρωπαϊκή αγορά.

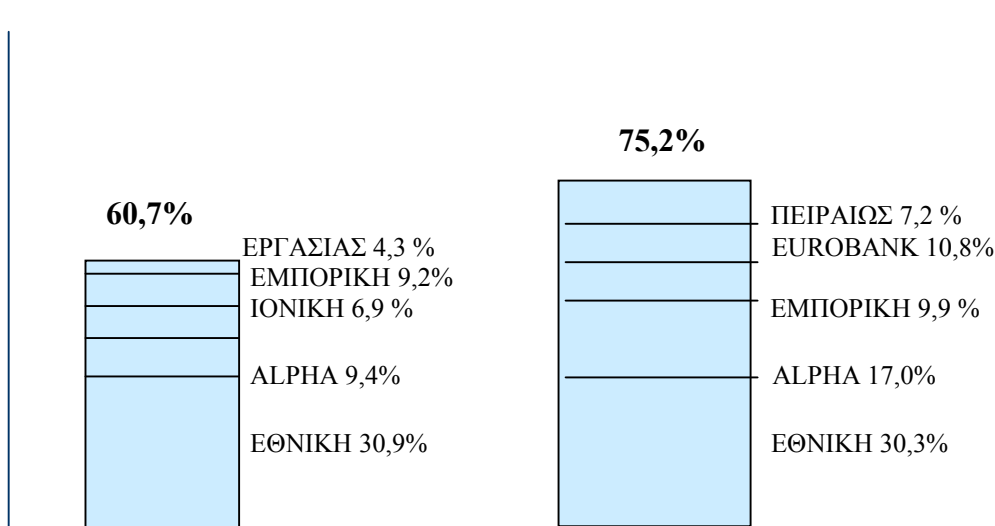
Σε πολλές χώρες της Ευρώπης η αύξηση των Ε& Σ οδήγησε στην αύξηση του βαθμού συγκέντρωσης των αγορών των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και προϊόντων. Τα χαμηλά επιτόκια καθώς και ο έντονος ανταγωνισμός οδήγησαν στην μεγάλη μείωση των λειτουργικών περιθωρίων και ανάγκασαν τα Χ.Ι. να στραφούν σε νέες δραστηριότητες που τους αποφέρουν έσοδα από προμήθειες όπως είναι οι ασφάλειες, η παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών, η διαχείριση χαρτοφυλακίου κ.α. Προκειμένου να επιτύχουν σε αυτή την προσπάθεια τους οι Τράπεζες εξαγόρασαν ασφαλιστικές εταιρείες, χρηματιστηριακές ή και μικρότερες επενδυτικές τράπεζες για να διευρύνουν το φάσμα των προϊόντων τους και να διαφοροποιήσουν την πηγή των εσόδων τους.

Η ελληνική χρηματοοικονομική αγορά κινήθηκε παράλληλα με τις εξελίξεις τους διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος. Οι εξελίξεις αυτές περιλάμβαναν τη βαθμιαία απελευθέρωση της αγοράς και την κατάργηση των περιορισμών που αφορούσαν στα προσφερόμενα χρηματοοικονομικά προϊόντα και υπηρεσίες. Δημιουργήθηκαν έτσι νέες αγορές για υπηρεσίες που μέχρι τώρα δεν μπορούσαν να προσφέρουν οι τράπεζες όπως είναι οι αγορές καταναλωτικών και στεγαστικών δανείων.

Μέσα σε αυτό το κλίμα τα ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προχώρησαν σε Ε& Σ με σκοπό την ενίσχυση της θέσης τους στην αγορά και την αντιμετώπιση του νέου ανταγωνιστικού ευρωπαϊκού περιβάλλοντος. Συνέπεια αυτού ήταν η αύξηση του μέσου μεγέθους των ελληνικών τραπεζών, που αποσκοπεί στην εκμετάλλευση των οικονομικών κλίμακας που δημιουργούνται στα μεγαλύτερα τραπεζικά σχήματα

Στο Διάγραμμα 5.7 παρουσιάζεται η εξέλιξη του βαθμού συγκέντρωσης στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Φαίνονται τα 5 μεγαλύτερα τραπεζικά ιδρύματα με βάση τα στοιχεία του 1997 και του 2001 καθώς και η αύξηση του βαθμού συγκέντρωσης της αγοράς τα τελευταία χρόνια. Ενώ οι 5 μεγαλύτερες τράπεζες το 1997 κατείχαν το 60,7% της αγοράς καταθέσεων, το ποσοστό αυτό έφτασε το 75,2% το 2001. Ακόμα παρατηρούμε ότι δύο από τις 5 μεγαλύτερες τράπεζες το 1997 δεν υπάρχουν πια το 2001 (Ιονική Τράπεζα και Εργασίας). Τη θέση τους πήραν δύο νέες: η Τράπεζα Πειραιώς και η EFG Eurobank- Ergasias. Εξαιρώντας την Εμπορική τράπεζα, οι ελληνικές τράπεζες το 2001 έχουν όλες αυξηθεί απορροφώντας άλλες μικρότερες τράπεζες.

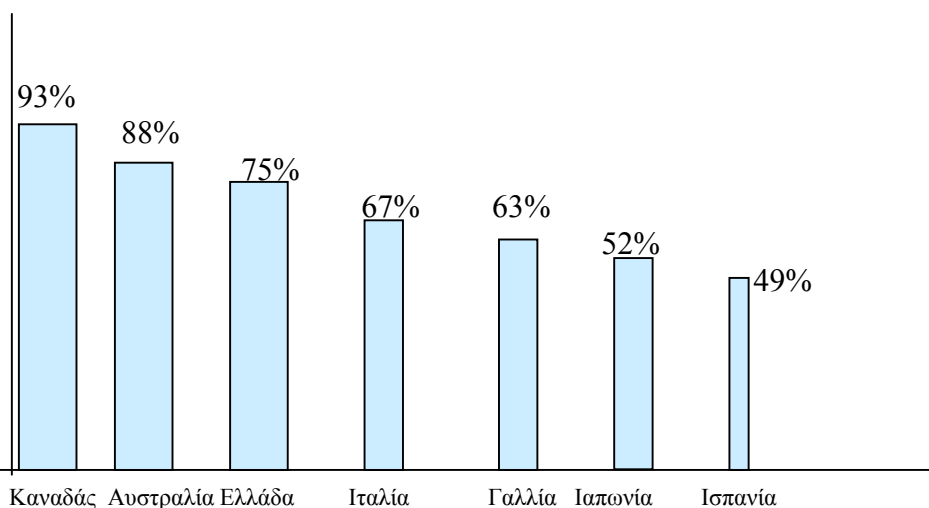
Διάγραμμα 5.7



Πηγή : Alpha Bank, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών

Στο Διάγραμμα 5.8 φαίνεται ο βαθμός συγκέντρωσης του τραπεζικού συστήματος διαφόρων χωρών , με βάση το ποσοστό των 5 μεγαλύτερων που συμμετέχουν στην αγορά καταθέσεων .Η Ελλάδα εμφανίζεται με υψηλό βαθμό συγκέντρωσης , αποτέλεσμα της αναδιάρθρωσης που συντελέστηκε τα τελευταία χρόνια με κύρια χαρακτηριστικά : (α) την προσπάθεια των ελληνικών τραπεζών να αποκτήσουν το μέγεθος που θα τους επιτρέψει όχι απλά να επιβιώσουν αλλά και να λειτουργήσουν ανταγωνιστικά στο νέο απαιτητικό περιβάλλον και (β) την αποκρατικοποίηση αρκετών μεγάλων τραπεζών , που εξαγοράστηκαν ή συγχωνεύθηκαν από Χ.Ι. του ιδιωτικού τομέα .

Διάγραμμα 5.8



Πηγή : “*Less is more, Banking consolidation revisited, Trends, Forces & drivers behind an ongoing theme*”. *Merill Lynch report,6-3-2002,Alpha Bank, AOM*

Ο βαθμός συγκέντρωσης σχετίζεται θετικά με την κερδοφορία του τραπεζικού συστήματος ενώ σχετίζεται αρνητικά με το λόγο κόστους προς έσοδα .Παρατηρώντας τους δείκτες κερδοφορίας στην Ελλάδα παρουσιάζουν μια αυξητική τάση φθάνοντας το στο υψηλότερο σημείο το 2000, ενώ το 2001 παρατηρείται μια μικρή κάμψη. Μετά το 1999, τα έσοδα αυξάνονται με γρήγορους ρυθμούς λόγω των σημαντικών εσόδων από χρηματοοικονομικές πράξεις που επιτεύχθηκαν κατά την διάρκεια σύγκλισης των Ελληνικών επιτοκίων στα χαμηλότερα ευρωπαϊκά επιτόκια και της εννοικής χρηματιστηριακής συγκυρίας . Στα επόμενα δυο χρόνια παρατηρείται μια απώλεια εσόδων λόγω της πτωτικής πορείας του χρηματιστηρίου. Επιπρόσθετα , σημειώνεται αύξηση εξόδων που προέρχονται από τις επενδύσεις για τεχνολογική αναβάθμιση και για λειτουργική ενοποίηση των συγχωνευμένων ιδρυμάτων. Παρατηρείται λοιπόν ότι ενώ ο βαθμός συγκέντρωσης της ελληνικής χρηματοοικονομικής αγοράς αυξάνει , η κερδοφορία μειώνεται τα τελευταία χρόνια. Οι έντονες ανταγωνιστικές συνθήκες που επικρατούν στις περισσότερες αγορές αποτρέπουν κάθε ισχυρισμό ότι η αύξηση του βαθμού συγκέντρωσης επιτρέπει στα ελληνικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα να ασκήσουν κάποιο βαθμό ελέγχου στην τιμή των προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών με σκοπό να αυξήσουν την

κερδοφορία τους. Από την άλλη, τα αυξημένα έξοδα που δημιουργούνται κατά τη διαδικασία των Ε & Σ όπως είναι η ενοποίηση συστημάτων, η αναδιάταξη του δικτύου, η αποχώρηση προσωπικού κ. α. και το περιοριστικό νομικό πλαίσιο για απολύσεις, δεν επιτρέπουν την δραστική μείωση του λόγου των λειτουργικών εξόδων ως προς τα έσοδα των τραπεζών.

Επομένως η ελληνική χρηματοοικονομική αγορά ενώ φαίνεται αρκετά συγκεντρωμένη, ο έντονος ανταγωνισμός και τα νέα δεδομένα την οδηγούν στη συνέχιση των Ε& Σ με σκοπό την αποτελεσματικότερη λειτουργία αλλά και την εξασφάλιση εκείνου του μεγέθους που εξασφαλίζει όχι μόνο την βιωσιμότητα αλλά και τον ανταγωνισμό στο νέο απαιτητικό Ευρωπαϊκό περιβάλλον.

6. ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΙΔΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ ΣΤΟΝ ΤΟΜΕΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

Λέγοντας ολοκλήρωση στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών εννοούμε οποιοδήποτε γεγονός ενώνει δύο ή περισσότερους οργανισμούς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών ή συνδυάζει δύο ή και περισσότερους παράγοντες παραγωγής ή διανομής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Με τον όρο παραγωγή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών εννοούμε την ανάληψη (underwriting) χρηματοοικονομικών συμβολαίων, την διαμεσολάβηση, την διαχείριση κινδύνου, τις διαδικασίες πληρωμών και άλλες back office λειτουργίες. Με τον όρο διανομή εννοούμε την άμεση επαφή με τους πελάτες, συμπεριλαμβάνοντας τις πωλήσεις, το marketing, την παροχή υπηρεσιών και άλλες front office λειτουργίες.

Αρκετοί απλοί τύποι ολοκλήρωσης περιέχονται στον Πίνακα 6.1. Η Κλίμακα ολοκλήρωσης (scale integration) πραγματοποιείται όταν η παραγωγή ή η διανομή των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών ενοποιούνται σε λιγότερους αλλά μεγαλύτερους οργανισμούς, όπως συμβαίνει την περίπτωση συγχώνευσης όμοιων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Η ολοκλήρωση Φάσματος (scope integration) πραγματοποιείται όταν το εύρος των υπηρεσιών και των προϊόντων που παράγεται και διανέμεται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα επεκτείνεται. Αυτό μπορεί να συμβεί όταν τα Ιδρύματα μετακινηθούν από το στάδιο παροχής απλών χρημ/κών υπηρεσιών στο στάδιο παροχής εμπορικής τραπεζικής, επενδυτικής τραπεζικής, ασφαλειών κ.α. μέσα από έναν οργανισμό που προκύπτει μετά από μια συγχώνευση. Η Γεωγραφική ολοκλήρωση συμβαίνει όταν τα Χρηματοοικονομικά Ιδρύματα επεκτείνουν την παραγωγή και τη διανομή των υπηρεσιών τους σε πολλές περιοχές. Η Διεθνής ολοκλήρωση συμβαίνει όταν τα Ιδρύματα επεκτείνονται πέρα από τα σύνορα τους μέσα από τις Διασυνοριακές συγχωνεύσεις. Αυτό το είδος ολοκλήρωσης απαιτεί την προσαρμογή στην διαφορετική γλώσσα, κουλτούρα, νόμισμα, κανονισμούς κ.α. Οι φορείς των υπηρεσιών μπορούν επίσης να ενοποιήσουν το σύστημα παραγωγής και διανομής τους είτε μέσω οριζόντιας είτε κάθετης ολοκλήρωσης. (Πίνακας 6.1). Όπως φαίνεται μέσα από τα παραδείγματα η ολοκλήρωση μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσα από ποικίλους τρόπους, κυρίως μέσα από τις Ε & Σ μεταξύ των οργανισμών, από την δημιουργία ανταποκρινόμενων δικτύων, από τα συνδικάτα και από τις συμμαχίες όπου η παραγωγή και η διανομή των υπηρεσιών διαμοιράζονται συλλογικά.

Συνήθως οποιοδήποτε γεγονός ολοκλήρωσης είναι σύνθετο και περιέχει ταυτόχρονα αρκετούς απλούς τύπους ολοκλήρωσης. Για παράδειγμα, ως θεωρήσουμε μια Ε & Σ μεταξύ δύο οργανισμών όπου ο καθένας προηγουμένως λειτουργούσε σε διαφορετικό κράτος και παρείχε διαφορετικό είδος χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Μια τέτοια Ε & Σ θα είχε σαν αποτέλεσμα στην κλίμακα ολοκλήρωσης, την δημιουργία ενός μεγαλύτερου οργανισμού, στο σκοπό ολοκλήρωσης την παροχή μεγαλύτερου σετ υπηρεσιών, στη γεωγραφική ολοκλήρωση ένα πιο γεωγραφικά διασκορπισμένο οργανισμό και στην διεθνή ολοκλήρωση την δημιουργία ενός πολυεθνικού οργανισμού.

Υπάρχουν τρεις σύνθετοι τύποι ολοκλήρωσης που παρουσιάζονται στον Πίνακα 6.2:

(α) Ο πρώτος τύπος αφορά στην εθνική ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων με μια απλή κατηγορία προϊόντων. Αυτός ο τύπος πάντα περιέχει κλίμακα ολοκλήρωσης και μπορεί να περιέχει ολοκλήρωση φάσματος καθώς και γεωγραφική ολοκλήρωση. Η ολοκλήρωση συνήθως γίνεται μέσω Ε & Σ.

(β) Ο δεύτερος σύνθετος τύπος ολοκλήρωσης αφορά την ολοκλήρωση των οργανισμών που παρέχουν χρηματοοικονομικές υπηρεσίες μέσα από διεθνείς οργανισμούς. Αυτός ο τύπος τυπικά περιέχει κλίμακα ολοκλήρωσης και φάσματος και μπορεί επίσης να περιέχει γεωγραφική και διεθνή ολοκλήρωση. Αυτή η ολοκλήρωση γίνεται συνήθως μέσα από Ε&Σ μεταξύ εμπορικών Τραπεζών, χρηματιστηριακών και ασφαλιστικών εταιρειών.

(γ) Ο τρίτος σύνθετος τύπος αφορά την διεθνή ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων. Περιέχει κλίμακα ολοκλήρωσης ,γεωγραφική και διεθνή ολοκλήρωση και μπορεί να περιέχει και ολοκλήρωση φάσματος . Πραγματοποιείται μέσα από Ε&Σ μεταξύ οργανισμών διαφορετικών κρατών.

Ο Πίνακας 6.3 εμφανίζει τα στοιχεία των Ε &Σ που αντιπροσωπεύουν αυτούς τους τρεις σύνθετους τύπους ολοκλήρωσης . Το Πλαίσιο Α αναφέρει την ροή των εγχώριων Ε &Σ στις ΗΠΑ (στήλες 1-3) καθώς και στις Ευρωπαϊκές Χώρες (στήλες 4-6). Το Πλαίσιο Β αναφέρει τις πληροφορίες που ανταποκρίνονται στις διασυνοριακές και διεθνείς Ε& Σ .Οι αξίες που φαίνονται είναι το άθροισμα των αγοραίων αξιών όλων των Ιδρυμάτων για το διάστημα 1985-1997 και τα ποσοστά των Αμερικανικών και Ευρωπαϊκών δραστηριοτήτων που αντιπροσωπεύουν.

Μαζί και στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη , οι περισσότερες εγχώριες Ε & Σ ήταν εντός του ίδιου κλάδου με μια απλή κατηγορία προϊόντος και αντιπροσωπεύονται από την διαγώνιο του πίνακα 3*3 στο Πλαίσιο Α. Μαζί και στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη , οι συγχωνεύσεις μεταξύ Τραπεζών είναι ο επικρατέστερος συνδυασμός εγχώριων Ε& Σ σε όρους αγοραίας αξίας. Παρατηρούμε ότι οι εγχώριες Ε& Σ σ' αυτήν την κατηγορία είναι περισσότερες στις ΗΠΑ , ειδικά στον Τραπεζικό Τομέα. Αυτό αντανακλά την σταδιακή αποκανονικοποίηση με το πέρασμα του χρόνου των διαπολιτειακών τραπεζικών περιορισμών. Τα Ευρωπαϊκά κράτη επέτρεψαν την διεθνή Τραπεζική πριν από το 1985.

Τα στοιχεία που βρίσκονται έξω από την διαγώνιο στο Πλαίσιο Α και Πλαίσιο Β, δείχνουν τις Ε& Σ μεταξύ διαφορετικών χρηματοοικονομικών κλάδων .Στο Πλαίσιο Α το μεγάλο ποσοστό των εγχώριων Ευρωπαϊκών Ε&Σ διαφορετικών χρηματοοικονομικών οργανισμών οφείλεται στους λιγότερο περιοριστικούς κανονισμούς της Ευρώπης. Συγκριτικά, η Ευρώπη υπερέχει στις Ε &Σ μεταξύ διαφορετικών χρηματοοικονομικών οργανισμών με ποσοστό 37,5 % σε αντίθεση με τις ΗΠΑ που έχουν ένα ελάχιστο ποσοστό , που αγγίζει μόλις το 13,4 %.

Οι διεθνείς Ε &Σ στο Πλαίσιο Β ανταποκρίνονται στον Τρίτο τύπο της Σύνθετης ολοκλήρωσης. Μια διαφορά από τα εγχώρια δεδομένα είναι ότι το ποσοστό των συγχωνεύσεων μεταξύ των Ασφαλιστικών Εταιρειών στις Διασυνοριακές Ε &Σ είναι μεγαλύτερο απ' ότι είναι οι ενοποιήσεις μεταξύ των Τραπεζών. Παρατηρούμε ακόμα ότι οι διεθνείς Ε & Σ για τις Χρηματιστηριακές και Ασφαλιστικές Εταιρείες στην Ευρώπη είναι περισσότερες από ότι είναι οι αντίστοιχες εγχώριες Ε &Σ , ενώ στις ΗΠΑ οι διεθνείς Ε& Σ είναι πολύ λιγότερες από ότι είναι οι εγχώριες. Αυτό δεν είναι τυχαίο διότι τα Ευρωπαϊκά κράτη είναι μικρότερα και μια ακολουθία νομικών αλλαγών στην Ε.Ε. τις δύο τελευταίες δεκαετίες έχουν κάνει πιο εύκολο για τα Χρηματοοικονομικά ιδρύματα να λειτουργούν πέρα από τα σύνορα τους.

Πίνακας 6.1:Απλοί τύποι ολοκλήρωσης στο χώρο των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών

<i>Απλοί τύποι ολοκλήρωσης</i>	<i>Παραδείγματα</i>
1. Κλίμακα ολοκλήρωσης	Ε &Σ όμοιων οργανισμών
2. Φάσμα ολοκλήρωσης	Ε& Σ μεταξύ εμπορικών,επενδυτικών τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών
3. Γεωγραφική ολοκλήρωση	Σύνθετες περιφερειακές Ε &Σ
4. Διεθνής ολοκλήρωση	Διασυνοριακές Ε & Σ μεταξύ εθνικών οργανισμών
5.Οριζόντια ολοκλήρωση του συστήματος διανομής	Προσφορά 'one stop shopping' για πολλαπλές υπηρεσίες σε μια απλή τοποθεσία
6.Οριζόντια ολοκλήρωση του συστήματος παραγωγής	Μερίδιο πληροφόρησης σε underwriting δάνεια,χρεόγραφα και ασφάλειες
7.Κάθετη ολοκλήρωση του συστήματος παραγωγής και διανομής	Ο ασφαλιστής μετακινείται από ανεξάρτητος πράκτορας σε άμεσο διανομέα υπηρεσιών.

Πίνακας 6.2:Σύνθετοι τύποι ολοκλήρωσης στο χώρο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών

Σύνθετοι Τύποι Ολοκλήρωσης	Αντίστοιχοι Απλοί Τύποι Ολοκλήρωσης
1. Εθνική ενοποίηση μεταξύ Χ.Ι. με μια κατηγορία προϊόντος .(π.χ. Ε& Σ δυο Εμπορικών Τραπεζών, δύο ΕΠΕΥ, ή δυο ασφαλιστικών Εταιρειών)	Ολοκλήρωση Κλίμακος Μπορεί επίσης να περιέχει και γεωγραφική ολοκλήρωση
2.Ενοποίηση/ Ολοκλήρωση διαφορετικών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών μέσα από οργανισμούς universal type (π. .χ Ε &Σ μεταξύ Τραπεζών, ΕΠΕΥ, και / ή Ασφαλιστικών Εταιρειών)	Ολοκλήρωση κλίμακος και Φάσματος . Μπορεί επίσης να περιέχει γεωγραφική και διεθνή ολοκλήρωση.
3. Διεθνής Ενοποίηση μεταξύ Χ.Ι. (π. .χ διασυνοριακές Ε &Σ)	Ολοκλήρωση Κλίμακος , γεωγραφική και Διεθνή. Μπορεί επίσης να περιέχει και Ολοκλήρωση Φάσματος

Πίνακας 6.3 :Αξίες υπό –εξαγορά οργανισμών με δραστηριότητα στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες

Πλαίσιο Α : Εγχώριες Ε &Σ

ΊΔΡΥΜΑ Υπό – Εξαγορά (μέσα στις Η.Π.Α.)

ΑΓΟΡΑΣΤΗΣ	ΤΡΑΠΕΖΕΣ	ΕΠΕΥ	ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	241 (51,8 %)	15 (3,2 %)	0,2 (0,1%)
ΕΠΕΥ	6 (1,2 %)	74 (15,9%)	27 (5,8%)
ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ	0,3 (0,1 %)	14 (3,0%)	88 (18,9%)

Πηγές : Delong, Smith, and Walter (1998), Berger, Demsetz, and Strahan (1999) and Securities Data Company

ΊΔΡΥΜΑ Υπό –Εξαγορά (μέσα στην ίδια Ευρωπαϊκή Χώρα)

ΑΓΟΡΑΣΤΗΣ	ΤΡΑΠΕΖΕΣ	ΕΠΕΥ	ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	89 (36,0%)	9 (3,6%)	20 (8,1%)
ΕΠΕΥ	23 (9,3%)	19 (7,7%)	24 (9,7%)
ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ	11 (4,5%)	6 (2,4%)	46 (18,6%)

Πηγές : Delong, Smith, and Walter (1998), Berger, Demsetz, and Strahan (1999) and Securities Data Company

Πλαίσιο Β : Διεθνείς Ε& Σ

ΙΔΡΥΜΑ Υπό – Εξαγορά (ΗΠΑ/ Εκτός ΗΠΑ)

ΑΓΟΡΑΣΤΗΣ	ΤΡΑΠΕΖΕΣ	ΕΠΕΥ	ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	9,5 (13,6%)	4,4 (6,3%)	0,2 (0,3%)
ΕΠΕΥ	3,0 (4,3%)	14,7 (21,0%)	7,7 (11,0%)
ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ	0,6 (0,8%)	3,9 (5,6%)	25,9 (37,1%)

Πηγές : Delong, Smith, and Walter (1998), Berger, Demsetz, and Strahan (1999) and Securities Data Company

ΙΔΡΥΜΑ Υπό – Εξαγορά (ΕΥΡΩΠΗ)

ΑΓΟΡΑΣΤΗΣ	ΤΡΑΠΕΖΕΣ	ΕΠΕΥ	ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	29,5 (16,5%)	13,0 (7,1%)	0,7 (0,4%)
ΕΠΕΥ	19,9 (10,8%)	21,7 (11,8%)	14,0 (7,6%)
ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ	12,2 (6,6%)	3,4 (1,8%)	69,7 (37,9%)

Πηγές : Delong, Smith, and Walter (1998), Berger, Demsetz, and Strahan (1999) and Securities Data Company.
Ο πρώτος αριθμός είναι η συνολική αξία των πωληθέντων ιδρυμάτων , ενώ ο δεύτερος στις παρενθέσεις αντιπροσωπεύει την ποσοστιαία συμμετοχή στο ολικό ποσό.

7. Ε & Σ ΜΕΤΑΞΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ

7.1. Ε & Σ ΜΕΤΑΞΥ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.

Απορροφώσα εταιρεία	Δραστηριότητα	Απορροφώμενη εταιρεία	Δραστηριότητα	%
1999				
Alpha Credit Bank	Τράπεζα	Ιονική Τράπεζα	Τράπεζα	Συγχώνευση μέσω εξαγοράς
Δωρική	Τράπεζα Επενδύσεων	Telesis	Χρηματιστηριακή	100 αντίστροφη συγχώνευση
Consolidated Eurofinance Holdings	Συμμετοχών	Τράπεζα Εργασίας	Τράπεζα	Συγχώνευση μέσω εξαγοράς
Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζα	ΣΕΓΕΚ	Χρηματιστηριακές υπηρεσίες	-
Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζα	ΤΕΡΝΑ	Κατασκευές	-
Telesis	Χρηματιστηριακή	Δίας	Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου	85
2000				
Alpha Bank	Τράπεζα	Alpha Finance	Χρηματιστηριακές Υπηρεσίες	Συγχώνευση μέσω απορρόφησης

Πηγή : Ετήσιες εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Ο κλάδος των Τραπεζών ξεχώρισε από πλευράς συγχωνεύσεων κατά το έτος 1999. Ο αριθμός των εμπορικών Τραπεζών έχει μειωθεί από είκοσι σε δέκα , ενώ οι βασικοί παίκτες είναι οι εξής πέντε: Εθνική , Εμπορική , ΕFG Eurobank- Ergasias και Πειραιώς. Στον συγκεκριμένο κλάδο κινητήρια δύναμη της διαδικασίας συγχώνευσης υπήρξε το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων. Πιο συγκεκριμένα , η ιστορία των εξελίξεων των Ε & Σ για τους κυριότερους παίκτες είναι :

- Εθνική Τράπεζα . Η Εθνική Τράπεζα ελέγχεται εμμέσως από το Δημόσιο , μέσω της συμμετοχής νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου, όπως είναι τα Συνταξιοδοτικά Ταμεία. Το 1998 η κυβέρνηση την υποχρέωσε να πωλήσει την θυγατρική της Τράπεζα Μακεδονίας – Θράκης , στα πλαίσια του διαγωνισμού όπου και τον κέρδισε η Τράπεζα Πειραιώς. Στα πλαίσια της διαδικασίας αναδιοργάνωσης , το 1997 η Εθνική Τράπεζα συγχωνεύθηκε με τις θυγατρικές της , Εθνική Στεγαστική και Εθνική Κτηματική Τράπεζα , τις οποίες και απορρόφησε.

Τον Οκτώβριο του 2001 ανακοινώθηκε ότι η Εθνική Τράπεζα θα συγχωνευόταν με την Alpha Bank ,αλλά ωστόσο η σύγκρουση ανάμεσα στις νοοτροπίες των δύο διοικήσεων απεδείχθη σημαντικότερη και τον Ιανουάριο η συμφωνία ακυρώθηκε.

- Εμπορική Τράπεζα. Η Εμπορική Τράπεζα ελέγχεται επίσης εμμέσως από το Δημόσιο και στο πλαίσιο των ιδιωτικοποιήσεων απαλλάχθηκε από αρκετές θυγατρικές της. Το 1992 , η

κυβέρνηση την υποχρέωσε να πωλήσει την Τράπεζα Πειραιώς. Το 1997 η κυβέρνηση επιστάτησε της πώλησης πλειοψηφικού ποσοστού της στην Τράπεζα Αττικής στο Ταμείο σύνταξης Μηχανικών και Εργοληπτών Δημοσίων Έργων (ΤΣΜΕΔΕ) –34%- και στο Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων-15,5 %. Η Εμπορική διατήρησε το 17% και πενταετή σύμβαση διαχείρισης , η οποία έληξε φέτος το καλοκαίρι.

Τον Μάιο του 2000, η γαλλική Τράπεζα Credit Agricole Indo Suez κατέβαλε περίπου 100 δις.δρχ(293 εκατ. Ευρώ) για ποσοστό 6,7 % της Εμπορικής Τραπεζής. Από τότε έχει ανεβάσει τη συμμετοχή της στο 9% , μέσω της αγοράς μετατρέψιμου ομολόγου, υποκείμενη αξία του οποίου είναι η άμεση συμμετοχή του Δημοσίου.

Το Μάρτιο του 1998 , η Εμπορική Τράπεζα πώλησε το 51% της συμμετοχής της στην εισηγμένη της θυγατρική , Ιονική Τράπεζα , η οποία διέθετε δίκτυο 222 καταστημάτων , στην Alpha Bank , έναντι 272 δις.δρχ .Η Alpha Bank έκανε δημόσια πρόταση εξαγοράς των υπολοίπων μετοχών , η τράπεζα απορροφήθηκε πλήρως και έτσι η Ιονική διαγράφηκε από το Χρηματιστήριο.

- Alpha Bank . Η εξαγορά της Ιονικής αύξησε το μερίδιο αγοράς της Άλφα Τράπεζας από 12% περίπου σε σχεδόν 20%, επιβάρυνε όμως σημαντικά το λόγο κόστους προς έσοδα και περιόρισε το ρυθμό αύξησης των κερδών. Η συγχώνευση είχε καλά αποτελέσματα , εξαιτίας της απευθείας απομάκρυνσης κορυφαίων διορισμένων από το Δημόσιο Διευθυντικών Στελεχών , αφήνοντας έτσι στα στελέχη της ALPHA ελεύθερο το πεδίο για την εφαρμογή της πολιτικής τους.

Μέρος της συμφωνίας ήταν ότι δεν θα υπήρχαν απώλειες θέσεων εργασίας, πράγμα που συνεπαγόταν μακροχρόνια και επίπονη διαδικασία αναδιοργάνωσης , στο πλαίσιο της οποίας επελέγησαν τα καλύτερα μεσαία διευθυντικά στελέχη και των δύο ομίλων, ενώ τα υπόλοιπα είτε ανακατανομήθηκαν είτε επανεκπαιδεύτηκαν.

Υπήρξαν και διαφορές όσον αφορά τις παροχές του Προσωπικού. Οι υπάλληλοι της Ιονικής διέθεταν επικουρικό ταμείο , το οποίο ήταν πολύ πλουσιότερο από εκείνο των ομολόγων τους της Alpha. Η Τράπεζα έπρεπε να ενώσει τα δυο ταμεία προσπαθώντας ταυτόχρονα την βελτίωση των παροχών του πρώην προσωπικού της με βάση εκείνες του νέου.

Το 2001 , Alpha προέβη στη συγχώνευση των δραστηριοτήτων επιχειρηματικών συμμετοχών , επενδυτικής τραπεζικής και χρηματιστηριακών υπηρεσιών με τη μητρική εταιρεία , διαγράφοντας έτσι την ALPHA FINANCE από το Χρηματιστήριο.

- EFG EUROBANK ERGASIAS. Η EFG ιδρύθηκε το 1990 με την επωνυμία ευρωεπενδυτική Τράπεζα και μέσα σε μια δεκαετία εξελίχθηκε από εξειδικευμένη τράπεζα οκτώ καταστημάτων σε γενική τράπεζα 330 καταστημάτων , η οποία αξιώνει τα πρωτεία στη λιανική τραπεζική. Εξαγόρασε και απορρόφησε πέντε τραπεζικές μονάδες , που η κάθε μια ήταν μεγαλύτερη από την προηγούμενη της : την Interbank από την Banque Worms (1996) , τις εργασίες λιανικής τραπεζικής από την Credit Lyonnais Hellas , την Τράπεζα Αθηνών από τον κορεάτικο όμιλο Hanwha (1998) και την Τράπεζα Κρήτης .

Το 2000, η Consolidated Eurofinance Holdings προχώρησε σε επιθετική εξαγορά της Τράπεζας Εργασίας μέσω Χρηματιστηρίου. Η εξαγορά στοίχησε σχεδόν 220 δις.δρχ (περίπου 655 εκατ.Ευρώ). Η Εργασίας επικεντρωνόταν σε μικρού και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις και διέθετε αρκετές χρηματοοικονομικές θυγατρικές . Τα δυνατά σημεία της EFG Eurobank εντοπίζονται στην εξυπηρέτηση των καταναλωτών και των μεγάλων επιχειρήσεων.

Σύμφωνα με τους αναλυτές η συμφωνία δεν έφερε καλά αποτελέσματα λόγω της σύγκρουσης ανάμεσα σε διαφορετικές νοοτροπίες και διαφορετικές κουλτούρες στο διευθυντικό επίπεδο. Στο προσωπικό της Εργασίας είχε επιτραπεί η ανάπτυξη ισχυρών δεσμών με τους πελάτες , με συνέπεια την φιλελεύθερη πολιτική δανεισμού. Αντίθετα η EFG ακολουθούσε πιο πειθαρχημένη πολιτική, καθώς οι αποφάσεις έπρεπε να εγκριθούν από τα ανώτατα Διευθυντικά Στελέχη.

Εξαιτίας της δύναμης της ΟΤΟΕ και της ύπαρξης νομικών περιορισμών, η τράπεζα που δημιουργήθηκε από την συγχώνευση δεν ήταν σε θέση να απαλλαγεί από υπερβάλλον προσωπικό με το ρυθμό που θα επιθυμούσε, άρα δεν ήταν προετοιμασμένη να εξορθολογήσει κατάλληλα το δίκτυο των καταστημάτων. Ίσως μελλοντικά η συγχώνευση να βελτιώσει τις επιδόσεις της EFG αλλά προς το παρόν απεδείχθη ανασταλτικός παράγοντας ως προς την ανάπτυξη.

Το 1998 η Deutsche Bank απέκτησε στρατηγικό ποσοστό 10 % της EFG Eurobank, το οποίο της προσέφερε πρόσβαση στην Ελληνική Αγορά και εμπλούτισε την EFG με νέα προϊόντα και μεθόδους marketing.

- Τράπεζα Πειραιώς. Η Τράπεζα Πειραιώς, η οποία ανήκει σε έναν όμιλο ετερόκλητων επιχειρηματιών, εξαγοράστηκε το 1992 στο πλαίσιο ιδιωτικοποίησης. Έχει αναπτυχθεί μέσα από μια σειρά εξαγορών στο πλαίσιο τόσο των ιδιωτικοποιήσεων όσο και συναλλαγών στην αγορά. Το 1998, αγόρασε την Μακεδονία – Θράκης από την Εθνική, τα χαρτοφυλάκια ναυτιλιακής και ιδιωτικής τραπεζικής της Credit Lyonnais, τα τοπικά καταστήματα της National Westminster bank καθώς και την ιδιωτική XIOS BANK. Το 2002 εξαγόρασε τη Σίγμα, μια από τις κορυφαίες χρηματοπιστωτικές εταιρείες στην ελληνική αγορά.

Το 2001, η Πειραιώς επεκτάθηκε περαιτέρω, μετά την επιτυχημένη προσφορά της για την εξαγορά του 57,8 % της Ελληνικής Τράπεζας Βιομηχανικής Ανάπτυξης από το δημόσιο, στο πλαίσιο του προγράμματος ιδιωτικοποίησης.

Η καλύτερη εξαγορά του Ομίλου Πειραιώς ήταν εκείνη της XIOS BANK, έναντι 66 δις .δρχ. Η Τράπεζα ήταν αποδοτική, κερδοφόρος και καινοτόμος καθώς λάνσαρε νέα προϊόντα για τον ελληνικό τραπεζικό χώρο, όπως είναι η καταναλωτική πίστη εσωτερικού και χρηματοδότηση των επαγγελματιών.

Το αποτέλεσμα των πιο παραπάνω διεργασιών ήταν να υπάρχουν σήμερα στον τραπεζικό χώρο έξι τον αριθμό μεγάλες εμπορικές τράπεζες, στη θέση είκοσι περίπου μικρών και μεγάλων που λειτουργούσαν επωνύμως προ τεσσάρων ετών. Οι τράπεζες αυτές αποτελούσαν τον κορμό του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και κυριαρχούν σχεδόν απόλυτα στην εγχώρια πιστωτική αγορά. Συνολικά, τα έξι αυτά πιστωτικά ιδρύματα αντιπροσωπεύουν ποσοστό περίπου 90% του συνόλου του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, σε ύψος ενεργητικού, σε αριθμό υπαλλήλων και σε αριθμό καταστημάτων. Αυτό φαίνεται και στο παρακάτω πίνακα :

Έτος 2000: Οι μεγάλες* ελληνικές εμπορικές τράπεζες

1. Βασικά μεγέθη (σε δισ. δρχ.)

Τράπεζες [Κωδικοί λ/σμών] :	Ισολογισμός		Αποτελέσματα Χρήσεως				Παραγωγικότητα προσωπικού			
	Ενεργητικό ή Παθητικό	Ίδια κεφάλαια Π [8-12]	Μικτό** αποτ/σμα εκμ/σεως [1-7]	Γενικά έξοδα Δ/σεως [8]	Αποσβέσεις Προβλέψεις Λοιπά [9-17]	Κέρδη προ φόρων [18]	Σύνολο ατόμων [1999]	Ανά απασχολούμενο		
								Ενεργητικό ή Παθητικό	Μικτό απ/σμα (εκατ. δραχμές)	Γεν. Έξ. Δ/σεως
Εθνική	14.757,1	897,7	598,4	255,3	45,1	298,0	15.696	940,2	38,1	16,3
Alpha Bank	9.615,1	667,0	356,3	182,0	59,3	115,0	8.487	1132,9	42	21,4
Εμπορική	5.332,7	629,5	290,9	138,1	37,2	115,6	7.451	715,7	39	18,5
Αγροτική	5.309,9	612,4	187,9	104,0	0,0	83,9	5.443	975,5	34,5	19,1
Eurobank-Ergasias	5.245,2	597,4	276,4	133,0	36,3	107,1	6.838	767,2	40,4	19,5
Πειραιώς	3.686,2	373,2	155,0	72,9	18,4	63,7	3.201	1151,6	48,4	22,8
Σύνολο των 6	43.946,2	3.777,2	1.864,9	885,3	196,2	783,3	47.116	932,7	39,6	18,8

2. Δείκτες δραστηριότητας (Με βάση: Ενεργητικό = 100)

Εθνική	100	6,0%	4,1%	1,7%	2,0%	Παρατηρήσεις: *Με ενεργητικό > 3 τρισ. δρχ. και αριθμό υπαλλήλων >3.000 (σειρά κατά μέγεθος) **Καθαρά έσοδα εκμεταλλεύσεως (προ αφαιρέσεως Γεν. Έξ. Δ/σεως, Αποσβέσεων, Προβλέψεων και συνυπολογισμού λοιπών και εκτάκτων εσόδων-δαπανών.
Alpha Bank	100	6,9%	3,7%	1,9%	1,2%	
Εμπορική	100	11,8%	5,5%	2,6%	2,2%	
Αγροτική	100	11,5%	3,5%	2,0%	1,6%	
Eurobank-Ergasias	100	11,4%	5,3%	2,5%	2,0%	
Πειραιώς	100	10,1%	4,2%	2,0%	1,7%	
Σύνολο των 6	100	8,6%	4,2%	2,0%	1,8%	

Πηγή : στοιχεία ισολογισμών του έτους 2000

Όσον αφορά τις επιλογές που έγιναν στο πλαίσιο των διεργασιών συνένωσης και μεγέθυνσης επιμέρους τραπεζικών μονάδων και τα κριτήρια που προσδιόρισαν τη λογική των επιλογών αυτών, είναι εμφανές ότι διαφέρουν κατά περίπτωση. Στον χώρο των κρατικών τραπεζών απεφεύχθη επιμελώς κάθε μεταξύ τους «επιβλαβή» ενοποίηση και επελέγη, για μεν τις μεγαλύτερες η οδός της εξυγίανσης και αυτοδύναμης περαιτέρω ανάπτυξής τους, για δε τις μικρότερες και ασθενέστερες η ιδιωτικοποίησή τους. Οι ιδιωτικές τράπεζες αντίθετα, έναντι της χρονοβόρου διαδικασίας αυτοδύναμης μεγέθυνσης, αναγκάστηκαν να επιλέξουν τη μέσω εξαγορών απόκτηση πρόσθετου μεριδίου της αγοράς και έτοιμης υποδομής σε υλικό και ανθρώπινο δυναμικό (πλεονασματικής ωστόσο σε αριθμό καταστημάτων και προσωπικού). Αγνόησαν έτσι κρίσιμες παραμέτρους σχετικές με τις οργανωτικές και λειτουργικές ανάγκες και την αποδοτικότητα του νέου, διευρυμένου, σχήματος. Χαρακτηριστικές από την άποψη αυτή είναι οι περιπτώσεις ενοποίησης ιδιωτικών τραπεζών υψηλού βαθμού αποτελεσματικότητας με έντονα προβληματικές κρατικές τράπεζες.

Από το άλλο μέρος, η σύγκριση της σημερινής εικόνας του τραπεζικού συστήματος με εκείνη προ τετραετίας αποκαλύπτει ότι οι ανακατατάξεις που έλαβαν χώρα στο μεσοδιάστημα, εκτός από αύξηση του αριθμού μεγάλων τραπεζικών μονάδων, επέφεραν και την ποιοτική ομογενοποίησή τους, υπό την έννοια ότι αμβλύνηκε η εξαιρετικά έντονη κατά το παρελθόν διάκριση σε αποτελεσματικούς (ιδιωτικούς) και αναποτελεσματικούς (κρατικούς) πιστωτικούς οργανισμούς. Οι έξι μεγάλες τράπεζες που κυριαρχούν σήμερα στην αγορά (τρεις κρατικές και τρεις ιδιωτικές) έφθασαν να παρουσιάζουν τα ίδια περίπου ποιοτικά χαρακτηριστικά, να έχουν τις ίδιες περίπου ανταγωνιστικές δυνατότητες και να βρίσκονται στην ίδια περίπου αφετηρία για μελλοντική ανάπτυξη. Οι κρατικές τράπεζες εμφανίζονται σήμερα σημαντικά αναβαθμισμένες, ενώ οι ιδιωτικές, με το να συμβάλλουν αποφασιστικά στην προώθηση του προγράμματος ιδιωτικοποίησης υποβαθμισμένων κρατικών τραπεζών, επωμίσθηκαν το άμεσο και μελλοντικό κόστος της συμβολής τους αυτής.

7.2. ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η αλληλοσυμπληρωματικότητα που χαρακτηρίζει τις δραστηριότητες όλων σχεδόν των φορέων του χρηματοοικονομικού χώρου οδηγεί αναπόφευκτα και σε διαδικασίες ενοποίησης των δυνάμεών τους, με κυριότερο ίσως παράδειγμα την είσοδο των εμπορικών τραπεζών στον χώρο των χρηματιστηριακών εταιρειών, είτε με τη δημιουργία θυγατρικών εταιρειών είτε με την εξαγορά υπαρχόντων ΑΧΕ, που διακρίνονται για τη δυναμική παρουσία τους στις χρηματιστηριακές συναλλαγές. Παράλληλα παρατηρείται και τάση συνένωσης των θυγατρικών χρηματιστηριακών εταιρειών που βρίσκονται υπό την σκέπη τραπεζικών ομίλων, που προήλθαν από κινήσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η τάση αυτή εκπορεύεται τόσο από την ανάγκη επίτευξης των απαραίτητων οικονομιών κλίμακας, όσο και από την υποχρέωση συμμόρφωσης στις διατάξεις του νόμου που επιτρέπει σε κάθε τράπεζα να διαθέτει μια μόνο θυγατρική χρηματιστηριακή εταιρεία.

Οι τράπεζες εισέρχονται στις χρηματιστηριακές υπηρεσίες

Τα οφέλη που αποκομίζουν οι τράπεζες από την είσοδό τους στον χώρο των χρηματιστηριακών εργασιών είναι αρκετά σημαντικά, αφού προσφέρουν στους πελάτες και άλλες υπηρεσίες εκτός από τις παραδοσιακές τραπεζικές, κερδίζοντας έτσι “πόντους” στον ανταγωνισμό μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Από την άλλη, οι χρηματιστηριακές εταιρείες κατέγραψαν εντυπωσιακή κερδοφορία τα τελευταία χρόνια, λόγω φυσικά της τεράστιας ανάπτυξης του ΧΑΑ, η οποία σε πολλές περιπτώσεις υπερέβη αυτή των τραπεζών. Όπως επισημαίνει μάλιστα ο Νίκος Μπέης [περιοδικό Επιλογή, 1/3/2000], γενικός διευθυντής του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς και αντιπρόεδρος της Σίγμα Χρηματιστηριακής, η μεγέθυνση του χρηματοοικονομικού χώρου τα τελευταία χρόνια δεν προήλθε μόνο από την κερδοφορία και τις ενοποιήσεις τραπεζών, αλλά και από την υπερμεγέθυνση των χρηματιστηριακών εταιρειών. Σύμφωνα με τον κ. Μπέη, με την απόκτηση μιας χρηματιστηριακής, οι τράπεζες πετυχαίνουν τη διεύρυνση του πελατολογίου τους, αποκτούν πρόσβαση στα χρηματιστηριακά δρώμενα, η αυξημένη ρευστότητα που παρατηρείται σε περιόδους αποεπένδυσης παραμένει σε μεγάλο βαθμό εντός τραπεζής, ενώ η σύμπραξη των δύο πλευρών οδηγεί ακόμη και στη δημιουργία τραπεζο-χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Εξαγορά ή ίδρυση χρηματιστηριακής εταιρείας;

Ο νόμος δίνει πλέον τη δυνατότητα στα πιστωτικά ιδρύματα που εδρεύουν στην Ελλάδα να αποκτήσουν την ιδιότητα μέλους του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, αφού λάβουν βέβαια ειδική άδεια από την Τράπεζα της Ελλάδος, που σημαίνει πως θα μπορούν - αν επιθυμούν - να δίνουν απευθείας εντολές για αγορά και πώληση μετοχών χωρίς την παρέμβαση χρηματιστηριακής εταιρείας.

Μια τέτοια εξέλιξη δεν αφορά βέβαια όσες τράπεζες διαθέτουν ήδη θυγατρικές χρηματιστηριακές εταιρείες, αλλά κυρίως αυτές που δεν έχουν έστω και έμμεση παρουσία στη χρηματιστηριακή αγορά. Σύμφωνα με πληροφορίες, ήδη μια τράπεζα εξετάζει το ενδεχόμενο δημιουργίας χρηματιστηριακού γραφείου που θα εξυπηρετεί τους πελάτες της.

Τον αντίθετο δρόμο ακολούθησε η Τράπεζα Αττικής, η οποία εξαγόρασε το φθινόπωρο τη χρηματιστηριακή εταιρεία Κερδώος Ερμής, την οποία πρόσφατε μετονόμασε σε Αττικής-

Κερδώς Ερμής. Ο κ. Σταμούλης[περιοδικό Επιλογή,2000],γενικός διευθυντής της Τράπεζας Αττικής, επεσήμανε ότι για αυτούς ήταν πιο εύκολο να προχωρήσουν στην εξαγορά μιας χρηματιστηριακής από το να δημιουργήσουν μια καινούργια, αφού είναι αρκετά δύσκολο να βρεθούν αξιόλογα στελέχη στην αγορά λόγω ακριβώς της τεράστιας ανάπτυξης των χρηματιστηριακών εργασιών. Επιπλέον με τη συγκεκριμένη εξαγορά έχουν στη διάθεσή τους αμέσως ένα σημαντικό πελατολόγιο, της Κερδώς Ερμής που υπολογίζεται σε 30.000 άτομα περίπου, ενώ έτσι αποκτήσανε και μια σημαντική πηγή κερδών.

Επέκταση χρηματιστηριακών στον τραπεζικό χώρο

Η ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού χώρου τα τελευταία χρόνια οδήγησε, όπως προαναφέρθηκε, στην ενίσχυση των χρηματιστηριακών εταιρειών, οι οποίες, ιδίως οι μεγάλες, διεξάγουν ήδη όλες σχεδόν τις εργασίες μιας επενδυτικής τράπεζας, όπως είναι χρηματιστηριακές πράξεις, πράξεις στην αγορά ομολόγων, υπηρεσίες αναδόχου για εισαγωγή στο ΧΑΑ, εξαγορές-συγχωνεύσεις, asset management, συμβουλευτικές υπηρεσίες για επενδύσεις και project κ.ά. Η εξέλιξη αυτή οδηγεί αναπόφευκτα στην ανάγκη για περαιτέρω διεύρυνση του ρόλου των ΑΧΕ, κάτι που μπορεί να επιτευχθεί και μέσω της απόκτησης μικρομεσαίων τραπεζών, αφού αρκετές χρηματιστηριακές φαίνεται να διαθέτουν την οικονομική ισχύ για να το πράξουν. Παράλληλα, η απόκτηση μιας τράπεζας δίνει στην ΑΧΕ το απαραίτητο “όχημα” για την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο, αν και πρέπει να σημειωθεί ότι πρόσφατα η διοίκηση του Χρηματιστηρίου έβαλε “φρένο” στις εξαγορές εισηγμένων εταιρειών από χρηματιστηριακές, μέχρις ότου δημιουργηθεί το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο που θα καθορίζει τους όρους εισαγωγής των ΑΧΕ στο Χρηματιστήριο.

Όπως πάντως εκτιμά ο κ. Μπέης, η είσοδος χρηματιστηριακών εταιρειών στο Χρηματιστήριο θα τους δώσει εκείνη την κεφαλαιακή δύναμη που θα επιτρέψει τη βελτίωση της εικόνας τους έναντι των επενδυτών του εξωτερικού, οι οποίοι επιθυμούν τη συνεργασία με ισχυρές ΑΧΕ, την απόκτηση ισχυρότερου ρόλου στις αναδοχές εταιρειών, καθώς και την πραγματοποίηση μεγαλύτερου όγκου συναλλαγών, χωρίς να απαιτούνται εγγυητικές επιστολές, μειώνοντας έτσι το κόστος των συναλλαγών.

Οι τελευταίες εξελίξεις

Η συνένωση δυνάμεων μεταξύ τραπεζών και χρηματιστηριακών είναι φυσικό να παράγει συνεχώς ειδήσεις. Οι κυριότερες τελευταίες εξελίξεις είναι οι εξής:

- Ο Όμιλος Πειραιώς προχώρησε στη συγχώνευση των τριών χρηματιστηριακών εταιρειών που διαθέτει, της Σίγμα ΑΧΕ, της Χίος ΑΧΕ και της Μακεδονίας-Θράκης ΑΧΕ. Η ενιαία χρηματιστηριακή εταιρεία υπάχθηκε στην Πειραιώς Prime Bank, η οποία ανέλαβε ουσιαστικά το brokerage του ομίλου, εξυπηρετούμενη και από το δίκτυο της Τράπεζας Πειραιώς. Τα κεφάλαια της Πειραιώς Prime Bank αναμένεται να φθάσουν τα 40 δις. Δρ.
- Σε ανάλογες διαδικασίες συνένωσης προχώρησε και ο Όμιλος Eurobank, όπου στο χαρτοφυλάκιο της EFG Finance - είναι ο επενδυτικός βραχίονας της τράπεζας - περιέρχονται τόσο το σύνολο των χρηματιστηριακών εταιρειών του ομίλου, όσο και των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον ευρύτερο χρηματοοικονομικό χώρο.
- Σε συγχώνευση των δύο θυγατρικών χρηματιστηριακών εταιρειών, της Alpha ΑΧΕ και της Ιονικής ΑΧΕ, θα προχώρησε και ο Όμιλος Alpha Τράπεζας Πίστεως.
- Στην Εμπορική Τράπεζα καθοριστικό ρόλο στην τελική διαμόρφωση της οργάνωσης που απαιτείται για συνολική παρουσία της τράπεζας σε χρηματιστηριακές συναλλαγές έπαιξε η Τράπεζα Επενδύσεων. Παράλληλα, η Τράπεζα Επενδύσεων αποτελεί τον βραχίονα της

Εμπορικής σε εργασίες investment banking (δηλαδή συγχωνεύσεις και εξαγορές, underwriting, syndication τόσο στην Ελλάδα, όσο και στον χώρο των Βαλκανίων).

- Η Ασπίς Πρόνοια αύξησε το έτος 2000 το μετοχικό της κεφαλαίο κατά 52 δις. Δρ. προκειμένου να εξαγοράσει το σύνολο των μετοχών της Ασπίς Χρηματιστηριακής, αυξάνοντας έτσι σημαντικά τις υπεραξίες της.
- Η Τράπεζα Κύπρου σκοπεύει να ιδρύσει χρηματιστηριακό γραφείο που θα λειτουργεί εντός της τράπεζας και θα εξυπηρετεί όλες τις χρηματιστηριακές συναλλαγές των πελατών της. Παράλληλα πληροφορίες φέρουν τη Λαϊκή Τράπεζα να προχωρεί στην εξαγορά ΑΧΕ, στα πλαίσια εξάπλωσης των δραστηριοτήτων της σε όλο το φάσμα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.
- Όπως ήδη αναφέρθηκε, οι κινήσεις συνεργασίας μεταξύ τραπεζών και χρηματιστηριακών είναι αμφίδρομες, με τις δεύτερες να προχωρούν σε εξαγορά μικρομεσαίων τραπεζών. Το πρώτο παράδειγμα ήταν η εξαγορά της Δωρικής Τράπεζας από την Telesis ΑΧΕ και η μετονομασία της σε Telesis Επενδυτική Τράπεζα. Παράλληλα, η προοπτική αλλαγής της μετοχικής σύνθεσης της Γενικής Τράπεζας, η οποία μετά τη διακοπή της στρατηγικής συνεργασίας που είχε με την Interamerican δεν διαθέτει θυγατρική χρηματιστηριακή εταιρεία, φαίνεται να έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον διαφόρων ΑΧΕ. Επίσης άλλες χρηματιστηριακές εταιρείες, όπως π.χ. η Ελληνική ΑΧΕ, σχεδιάζουν τη μετατροπή τους σε επενδυτικές τράπεζες με τη βοήθεια τραπεζικών στελεχών.

7.3 ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

Στις αρχές του 1980 οι συγχωνεύσεις μεταξύ Τραπεζών και Ασφαλιστικών Εταιρειών ήταν σχεδόν άγνωστες. Προς τα τέλη όμως της δεκαετίας ,η τραπεζική διανομή των ασφαλιστικών προϊόντων είχε γίνει πια πραγματικότητα καθώς η παροχή όλων των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών καθώς και των χρηματοασφαλιστικών προϊόντων πραγματοποιείτο από έναν μόνο οργανισμό. Οι Ε & Σ μεταξύ Τραπεζών και Ασφαλιστικών Εταιρειών παρατηρούνται με μεγαλύτερη συχνότητα στην Κεντρική Ευρώπη ,παρόλο που υπάρχουν ανάλογες περιπτώσεις και στην Αυστραλία ,στις ΗΠΑ και στην Ν. Αφρική. Αρκετές Τράπεζες και Ασφαλιστικές Εταιρείες της ΕΕ αποφάσισαν πως ο καλύτερος τρόπος για να ξεχωρίσουν και να επικρατήσουν σε ένα έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον είναι οι Ε & Σ ,δημιουργώντας έτσι ένα καλά διαφοροποιημένο όμιλο χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Πολλές Ε & Σ έχουν γίνει από Τράπεζες που εξαγόρασαν μικρότερες εταιρείες ασφαλειών ζωής. Για παράδειγμα η Deutsche Bank αγόρασε την Deutsche Herold το 1989 και η Halifax αγόρασε την Clerical Medical το Μάρτιο του 1996. Η κορυφαία Νορβηγική Τράπεζα ,Den Norske Bank ,απόκτησε την Vital το 1996 και η Bank of Ireland αγόρασε την Ασφαλιστική Εταιρεία New Ireland το 1997. Τέτοιες συμφωνίες δίνουν στην Τράπεζα τον έλεγχο τραπεζοασφαλιστικών προγραμμάτων της και της επιτρέπουν να μεγιστοποιεί την αποτελεσματικότητα της Ασφαλιστικής Εταιρείας.

Αντίστοιχα, μερικές μεγάλες ασφαλιστικές εταιρείες έχουν αποκτήσει Τράπεζες όπως για παράδειγμα η Αυστραλιανή Ασφαλιστική Colonial Mutual απέκτησε την Πέμπτη μεγαλύτερη τράπεζα στη χώρα της ,τη State Bank of New South Wales το 1994. Η μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρεία στην Ιρλανδία ,η Irish Life,εξαγόρασε την κτηματική τράπεζα Irish Permanent το 1998. Τέτοια παραδείγματα προσφέρουν στις ασφαλιστικές εταιρείες προστασία και παράλληλα τους δίνουν και την ευκαιρία να κερδίσουν τον έλεγχο των πελατειακών σχέσεων.

Λόγοι Ενοποίησης :

Οι περισσότεροι λόγοι που οδηγούν στις τραπεζοασφαλιστικές συγχωνεύσεις είναι οι ίδιοι με αυτούς που πιέζουν για συγχωνεύσεις στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα : η παραπάνω παραγωγικότητα, η καλύτερη αποτελεσματικότητα και η κερδοφορία. Προκειμένου να επιβιώσουν σε ένα απαιτητικό περιβάλλον πολλοί οργανισμοί χρηματοοικονομικών υπηρεσιών θέτουν σα στόχο την επίτευξη μεγαλύτερου μεγέθους. Ο ρυθμός των Ε & Σ στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες τα τελευταία χρόνια ,εκδηλώνει το βαθμό αυτού του στόχου. Οι συμφωνίες των Ε & Σ (άνω των 500 \$ εκ) αυξήθηκαν από τη συνολική αξία των \$25 εκ το 1991 σε \$375 εκ. το 1998, σύμφωνα με την Clarus Research. Την ίδια περίοδο ,\$90 εκ. αφορούσαν συμφωνίες με ασφαλιστικές δραστηριότητες , \$20 εκ. αφορούσαν επενδυτική διοίκηση και άλλα \$20 εκ. αφορούσαν επενδυτική τραπεζική.

Η άνοδος του Ευρωπαϊκού Bancassurance :

Bancassurance ονομάζεται η διείσδυση των τραπεζών στο χώρο των ασφαλιστικών εργασιών και κυρίως στην πώληση ασφαλιστικών προϊόντων. Το Bancassurance επιτρέπει πολλές φορές να επιτευχθούν οικονομίες κλίμακος καθώς και μείωση των εξόδων των οργανισμών. Δεν αποτελεί ασφαλιστικό προϊόν αλλά μια διεθνώς δόκιμη πρακτική προώθησης σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών είτε από ένα μοναδικό δίκτυο διανομής είτε προς ένα κοινό πελατολόγιο ,ή και τα δύο, και συγχρόνως είναι η πιο εμφανή ένδειξη μιας διαδικασίας προσέγγισης της τραπεζικής και ασφαλιστικής δραστηριότητας .Είναι αυτή ακριβώς η σύμπτωση των ενδιαφερόντων μεταξύ των τραπεζών και των ασφαλιστικών εταιρειών , τόσο σε επίπεδο καθορισμού στρατηγικής και προώθησης συμπληρωματικών προϊόντων , όσο και βελτίωσης του δικτύου και του ανθρώπινου δυναμικού τους , που γέννησε το νεολογισμό « τραπεζοασφάλειες ».

Λόγοι ανάπτυξης του bancassurance

Η εμφάνιση και ανάπτυξη του bancassurance αποτελεί μια από τις σημαντικότερες εξελίξεις που σημειώθηκαν στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στις βιομηχανικά ανεπτυγμένες χώρες κατά τις δεκαετίες 1980-1990. Η επιτυχημένη εφαρμογή του προσελκύει συνεχώς το ενδιαφέρον των τραπεζών , των ασφαλιστικών εταιρειών καθώς και των αντασφαλιστικών εταιρειών. Οι κυριότεροι λόγοι που εκτιμάται ότι ευνοούν την ανάπτυξη του bancassurance στον ευρωπαϊκό χώρο είναι οι ακόλουθοι :

- Η απελευθέρωση της ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών επέτρεψε στους μεγάλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς να διαφοροποιήσουν τα προϊόντα τους . Σε αντίθεση με τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία , το θεσμικό πλαίσιο στην Ευρώπη ευνοεί την προσφορά προϊόντων bancassurance.
- Οι μεγάλες ανακατατάξεις που συντελούνται ειδικότερα στον ασφαλιστικό τομέα λόγω της απελευθέρωσης της άσκησης ασφαλιστικής δραστηριότητας στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ενιαία άδεια), και των συνακόλουθων ανταγωνιστικών πιέσεων , επέτρεψαν τη διασυνοριακή επέκταση των ασφαλιστικών εταιρειών (cross border activities) –με την εξαγορά μετοχών ή τη δημιουργία καταστημάτων (branching out) –και τη συγκέντρωση των εργασιών σε εταιρείες με οικονομική επιφάνεια , οργάνωση ,τεχνογνωσία και δίκτυα προσέγγισης του καταναλωτικού κοινού.
- Συγχρόνως , ο έντονος ανταγωνισμός στις διεθνοποιημένες πλέον χρηματοοικονομικές αγορές περιόρισε τα περιθώρια κέρδους ,ειδικά στα παραδοσιακά τραπεζικά προϊόντα , αναγκάζοντας τις τράπεζες να διευρύνουν τον κύκλο των εργασιών τους με επέκταση σε νέους χρηματοοικονομικούς τομείς , και να βελτιώνουν διαρκώς τα προϊόντα τους

,σκοπεύοντας πλέον όχι τόσο στην αύξηση ,αλλά κυρίως στη διατήρηση του πελατολογίου τους (customer loyalty policy).*

- Η άνοδος του βιοτικού και μορφωτικού επιπέδου και η συνακόλουθη διεύρυνση των αναγκών του κοινού, σε συνδυασμό με την έλλειψη χρόνου, συνέβαλαν στην αναζήτηση ολοκληρωμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και την παροχή τους ει δυνατόν από ένα φορέα . οι επενδυτές επεδίωκαν υψηλότερα ποσοστά απόδοσης των κεφαλαίων τους από ότι παραδοσιακά προσέφεραν οι τράπεζες . Ως αποτέλεσμα ,σημειώθηκε σημαντική στροφή στις προτιμήσεις του κοινού από τους παραδοσιακούς λογαριασμούς καταθέσεων στα αμοιβαία κεφάλαια και στα ασφαλιστικά προϊόντα με επενδυτικά χαρακτηριστικά. Ενδεικτικό είναι ότι στη Γαλλία οι ατομικοί λογαριασμοί καταθέσεων μειώθηκαν από 59% στη δεκαετία του 1970 σε 15% στη δεκαετία του 1990, ενώ τα κεφάλαια που επενδύθηκαν σε ασφαλίσεις , κυρίως από νοικοκυριά ,αυξήθηκαν κατά την αντίστοιχη χρονική περίοδο από 10% σε 49%. Ως αποτέλεσμα ,οι ασφαλιστικές εταιρείες πραγματοποίησαν το 1997 συμβόλαια προσωπικών ασφαλίσεων αξίας 572 δις γαλλικών φράγκων, από τα οποία 480δις για από ταμειευτικά προγράμματα.
- Η κρίση του Κράτους –πρόνοιας δημιουργεί την ανάγκη λήψης συμπληρωματικών αγαθών και υπηρεσιών από ιδιωτικούς φορείς οι οποίοι προσφέρουν προγράμματα μακροχρόνιας επένδυσης και ενεργητική αποταμίευση .
- Οι συντελούμενες σε όλη την Ευρώπη δημογραφικές μεταβολές και κυρίως η υπογεννητικότητα περιορίζουν το μελλοντικό πελατολόγιο, με προφανή συνέπεια να αποκτά ιδιαίτερη σημασία το πόσο πιστός παραμένει ο πελάτης σε μια επιχείρηση.
- Συγχρόνως, παρατηρείται αύξηση του αριθμού των μη απασχολούμενων νέων, με ταυτόχρονη μείωση του ορίου συνταξιοδότησης και κατά συνέπεια αυξάνει ο αριθμός των συνταξιούχων και η ανάγκη λήψης ασφαλιστικών παροχών. Στη Γαλλία σήμερα ο πληθυσμός άνω των 60 ετών αντιστοιχεί στο 20% του συνόλου , ενώ το 2050 εκτιμάται ότι θα αντιστοιχεί στο 31%.
- Διαπιστώθηκε ότι όσο μεγαλώνει ο αριθμός των προϊόντων που αγοράζει ο πελάτης από μια τράπεζα ,τόσο μειώνονται οι πιθανότητες να προσεγγίσει άλλη ανταγωνιστική τράπεζα.*
- Η σύγχρονη τάση δημιουργίας χρηματοπιστωτικών ομίλων που περιλαμβάνουν τράπεζες , ασφαλιστικές εταιρείες , εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων και χρηματιστηριακές ,καθιστά δυσδιάκριτα τα όρια μεταξύ των εταιρειών του ευρύτερου χρηματοοικονομικού χώρου.
- Η εφαρμογή του cross selling (παραχώρηση πελατολογίου) και η αξιοποίηση των πληροφοριών του πελατολογίου των τραπεζών (client database) για τον εντοπισμό των αναγκών των πελατών.

Περιγραφή του φαινομένου

Για τους λόγους που αναφέραμε παραπάνω οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες αναζήτησαν ένα συνδυασμό συνεργασίας (synergistic combination) στις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες τους με τον οποίο θα μπορούσαν να μειώσουν το κόστος ,αυξάνοντας παράλληλα το μερίδιο τους στην αγορά.

Η συνδυασμένη προώθηση ολοκληρωμένων τραπεζικών και ασφαλιστικών πακέτων αποτελεί μετεξέλιξη της αγοράς χρηματοοικονομικών προϊόντων και προϋποθέτει μια ευρύτερη συνεργασία πιστωτικών ιδρυμάτων και ασφαλιστικών εταιρειών ,που καταλήγει στη δημιουργία κοινού δικτύου. Ενδεικτικά ,η συνεργασία τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών μπορεί να λάβει τις ακόλουθες μορφές :

- Παραχώρηση του πελατολογίου της τράπεζας ή της ασφαλιστικής εταιρείας στο δίκτυο προώθησης πωλήσεων του άλλου μέρους (cross selling).
- Υπογραφή συμφωνίας συνεργασίας (διανομή ασφαλιστικών προϊόντων) μεταξύ της τράπεζας και μιας ή περισσότερων ασφαλιστικών εταιρειών, βάσει της οποίας η τράπεζα ενεργεί ως αντιπρόσωπος ή πράκτορας(σχήμα ενδιάμεσου)

- Αποκλειστική συνεργασία με κοινή οργάνωση . όπου τράπεζα και ασφαλιστική εταιρεία , αν και δρουν ως χωριστά νομικά πρόσωπα, συγκλίνουν σε επίπεδο σχεδιασμού προϊόντων και marketing.
- Ανταλλαγή μέρους των μετοχών μεταξύ τράπεζας και ασφαλιστικής εταιρείας , με στόχο την από κοινού προώθηση του bancassurance.
- Συμφωνία joint venture μεταξύ τράπεζας και ασφαλιστικής εταιρείας .
- Μερική ή ολική εξαγορά ασφαλιστικής εταιρείας από τράπεζα ,που επιτρέπει στην τελευταία να διεισδύσει στην ασφαλιστική αγορά .
- Εφαρμογή του bancassurance από όμιλο που ελέγχει τράπεζα και ασφαλιστική εταιρεία .
- Δημιουργία νέας ασφαλιστικής εταιρείας (θυγατρική –κυρίως ζωής) από τράπεζα , ώστε να ελέγχεται πλήρως η ασφαλιστική διαδικασία .
- Και το αντίστροφο : δημιουργία τράπεζας από ασφαλιστική εταιρεία ως αμυντική στρατηγική, με στόχο να μη χαθεί μερίδιο της αγοράς της ασφαλιστικής εταιρείας υπέρ των bancassurers.
- Συνήθως είναι τέλος η σύναψη συμφωνιών διανομής χρηματοπιστωτικών προϊόντων από το δίκτυο ασφαλιστικών εταιρειών.

Λόγω της μεγάλης διαφοροποίησης των μορφών συνεργασίας μεταξύ τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών, προκειμένου να προσδιοριστούν η λειτουργία και τα αποτελέσματα των τραπεζοασφαλειών , ορίζεται συχνά ως bancassurance η πώληση ασφαλειών από τράπεζες οι οποίες συμμετέχουν κατά τουλάχιστον 50% στην ασφαλιστική εταιρεία τα προϊόντα της οποίας προωθούν. Από τις ανωτέρω μορφές συνεργασίας , η ορθή επιλογή αποτελεί συνάρτησης των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών κάθε οργανισμού ,των δεδομένων της αγοράς ,της πολυπλοκότητας των προϊόντων ,αλλά και της δυνατότητας εξεύρεσης του κατάλληλου συνεταιίρου. Για παράδειγμα οι τράπεζες που διαθέτουν σημαντική πελατεία ,προχωρούν συνήθως σε εξαγορές ασφαλιστικών εταιρειών και εσωτερική ανάπτυξη προϊόντων ασφάλισης ζωής .Οι μικρότερες τράπεζες δημιουργούν joint ventures ή συνάπτουν συμφωνίες διανομής ,συχνά αποκλειστικές . Οι τελευταίες μορφές συνεργασίας αποτελούν σχεδόν τον κανόνα και στις ασφάλισεις ζημιών όπου η διαδικασία απόκτησης εμπειρίας είναι πιο πολύπλοκη.

Γενικότερα ωστόσο, η επιλογή που φαίνεται να παρουσιάζει τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα είναι η αποκλειστική συνεργασία μιας τράπεζας με μια ασφαλιστική εταιρεία , η οποία πρέπει να έχει διάρκεια και να χαρακτηρίζεται από ενιαία εταιρική κουλτούρα και κοινούς στόχους .

Στο πλαίσιο των διαφορετικών αυτών μορφών συνεργασίας , ο νέος θεσμός του bancassurance εμφανίζεται ως «ομπρέλα» για ένα πλήθος χρηματοοικονομικών προϊόντων. Η σύγκλιση ασφαλιστικών και τραπεζικών εργασιών και λόγω της διαφορετικής φύσης τους παραδοσιακά διέκριναν την τραπεζική από την ασφαλιστική δραστηριότητα , κάνει πλέον τα μεταξύ τους όρια δυσδιάκριτα : τα ασφαλιστικά προϊόντα διαφοροποιούνται και έχουν περισσότερα επενδυτικά και αποταμιευτικά χαρακτηριστικά .(άρθρο 13γ,ΝΔ /τος 400/70). Η νέα γενιά προϊόντων ζωής είναι προϊόντα ευέλικτα (ελεύθερη επιλογή ποσού ασφαλίσεων και ημερομηνίας καταβολής ,εξαγορές χωρίς καμία η με μικρή ποινή κλπ) , με έμφαση στην κερδοφορία και την απόδοση , με αποτέλεσμα η ασφάλιση ζωής να μετακινηθεί από την προστασία στην επένδυση. Τα προϊόντα αυτά σε συνδυασμό με τις φορολογικές ρυθμίσεις και τις θετικές αποδόσεις , κέρδισαν την προτίμηση του αποταμιευτικού κοινού εις βάρος των τραπεζικών προϊόντων.

Συνεπώς οι τράπεζες , βασιζόμενες στο δίκτυο τους και στην στενή σχέση με τους πελάτες τους, διεισδύουν στον ασφαλιστικό χώρο ,προωθώντας κυρίως αποταμιευτικά προϊόντα(ασφάλιες ζωής). Παράλληλα, τα τραπεζικά προϊόντα εκσυγχρονίζονται ,διαφοροποιούνται και απαιτούν πλέον νέα αντίληψη προσέγγισης των πελατών και διανομής τους (direct mail, telemarketing , internet).

Η κατάσταση την Ελλάδα

Οι διεθνείς εξελίξεις στον ευρύτερο χρηματοοικονομικό χώρο επηρεάζουν σημαντικά και τη χώρα μας. Στην Ελλάδα σήμερα το bancassurance βρίσκεται σε περίοδο ανάπτυξης ,διαπιστώνεται δε ότι υπάρχει αυξημένο ενδιαφέρον από τους καταναλωτές.

Η πτώση των επιτοκίων, η απελευθέρωση της αγοράς ,η εισαγωγή νέας τεχνολογίας και η στροφή των πελατών προς δυναμικά και ευέλικτα χρηματοασφαλιστικά προϊόντα που απαιτούν ενιαία εξυπηρέτηση, εντείνουν τον ανταγωνισμό και οδηγούν στη διαφοροποίηση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων με τη διείσδυση των τραπεζών στο αντικείμενο των ασφαλιστικών εταιρειών και το αντίστροφο. Κατά συνέπεια, οι ανταγωνιστικές πιέσεις δεν αφορούν πια μόνο τις τιμές ,αλλά και την ποιότητα των προϊόντων και τον τρόπο προώθησης των πωλήσεων τους.

Οι μεγάλες τράπεζες ιδρύουν θυγατρικές ασφαλιστικές εταιρίες ,ενώ οι μικρότερες συνεργάζονται με ασφαλιστικές εταιρείες. Συγχρόνως ο ασφαλιστικός κλάδος στην Ελλάδα σημειώνει αναπτυξιακή πορεία και οι ασφαλιστικές εταιρείες προωθούν τραπεζικά προϊόντα.(π.χ. Αμοιβαία Κεφάλαια, πιστωτικές κάρτες κ) ή προϊόντα unit link και εξελιγμένα επενδυτικά προγράμματα.

Όσον αφορά το μέλλον του bancassurance ,οι εκτιμήσεις είναι αισιόδοξες. Πιστεύεται ότι θα βοηθήσει στην εξελικτική πορεία τόσο του τραπεζικού όσο και του ασφαλιστικού τομέα. Τα χαρακτηριστικά στοιχεία που κατά την εκτίμηση των ειδικών αναμένεται να σηματοδοτήσουν το μέλλον είναι :

- η συνεχιζόμενη διείσδυση των τραπεζών στην ασφαλιστική αγορά ζωής ,συντάξεων αλλά και ζημιών ,με έμφαση στην καινοτομία
- η αυξανόμενη χρησιμοποίηση από τις τράπεζες ,πέραν των πωλήσεων από το γκισέ, και άλλων μεθόδων πώλησης και δυναμικών δικτύων διανομής ,όπως direct marketing, internet, telesales, brokers κ.α.
- η συνεχής ενοποίηση του χώρου των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών μέσω συγχωνεύσεων, εξαγορών ή joint ventures μεταξύ τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών
- η εστίαση στον πελάτη ως σημείο διαφοροποίησης και απόκτησης ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος

Στη χώρα μας ,η οποία ακολουθεί τις διεθνείς εξελίξεις, η συνεχής αναζήτηση οικονομικών κλίμακος και αποτελεσματικών συνεργιών στο χώρο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών θα οδηγήσει σε περαιτέρω συγχωνεύσεις ,εξαγορές και joint ventures μεταξύ τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών και στη δημιουργία ομίλων που θα διαθέτουν καλύτερα δίκτυα πώλησης και πιο ανταγωνιστικά τραπεζο-ασφαλιστικά προϊόντα προς όφελος του τελικού καταναλωτή.

- ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ -

CITICORP / TRAVELERS

Περιγραφή της συγχώνευσης

Η συγχώνευση του τραπεζικού ομίλου Citicorp με την ασφαλιστική και επενδυτική εταιρεία Travelers group, ανακοινώθηκε τον Απρίλιο του 1998. Ολοκληρώθηκε τον Οκτώβριο του ίδιου χρόνου, δημιουργώντας μια νέα οντότητα, την CITIGROUP. Μετά την έγκριση της Federal Reserve, οι μετοχές της Citigroup άρχισαν να διαπραγματεύονται στις χρηματιστηριακές αγορές της Νέας Υόρκης και του Ειρηνικού στις 8.10.1998. Σύμφωνα με τους όρους της συμφωνίας, οι μέτοχοι κάθε εταιρείας κατείχαν το 50% του νέου Ομίλου.

Η συνένωση πραγματοποιήθηκε μέσω συγχώνευσης της Citicorp με την Travelers Group, για να δημιουργηθεί μια bank holding company. Ο Νόμος Glass-Steagall περιορίζει σήμερα τις τράπεζες holding (εταιρείες χαρτοφυλακίου) από το να συμμετέχουν σε δραστηριότητες αναδοχής ασφαλίσεων. Το 7μελές Διοικητικό Συμβούλιο του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος παραχώρησε στην Citigroup περίοδο χάριτος 2 ετών, κατά την οποία όλες οι υπάρχουσες δραστηριότητες θα μπορούσαν να διατηρηθούν σε ισχύ και να εκτελεστούν από την νέα εταιρεία. Αυτό μπορούσε να παραταθεί για τρεις επιπλέον μονοετείς περιόδους. Στο τέλος της περιόδου αυτής, η Citigroup ανακοίνωσε ότι θα προχωρήσει στην εκτίμηση των εναλλακτικών της δυνατοτήτων ώστε να συμμορφωθεί με οποιοσδήποτε νόμους θα ισχύουν για τις bank holding companies.

Η συμφωνία αυτή λειτούργησε ως καταλύτης για την αλλαγή της νομοθεσίας και γι' αυτό τον λόγο, η δημιουργία της Citigroup θεωρήθηκε σαν διαχωριστική γραμμή για τον κλάδο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε νέες ανταγωνιστικές δυνάμεις και ευκαιρίες.

Το ύψος της συγχώνευσης των Citicorp / Travelers εκτιμήθηκε ότι ήταν μεγαλύτερο των 140 δις. δολ. Η Citigroup, η οποία διατείνεται ότι είχε την ηγετική θέση διεθνώς στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, εξυπηρετεί πάνω από 100 εκ. πελάτες σε 100 χώρες σ' όλο τον κόσμο. Είχε κεφάλαια των 660 δις. Δολ., λειτουργικά έσοδα ανερχόμενα σε 6,3 δις στο τέλος του 1998.

Τα βασικά αντικείμενα εργασιών της είναι οι παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες, η καταναλωτική πίστη, οι πιστωτικές κάρτες, οι επενδυτικές εργασίες, οι επενδυτικές εργασίες χρεογράφων, η διαχείριση ενεργητικού, οι ασφάλειες ζωής και λοιπές ασφαλιστικές εργασίες. Οι θυγατρικές της εταιρείες είναι η Citibank, η Salomon Smith Barney, η SSBC Asset Management, Primerica Financial Services, Traveler Lite & Annuity, Travelers Property Casualty Corp. και Commercial Credit.

Η εταιρεία αξιολόγησης, Standard & Poors σχολιάζει ότι η δραστηριοποίηση της εταιρείας στην παγκόσμια αγορά και η ευρεία διαφοροποίηση προϊόντων του Ομίλου της εξασφαλίζουν την οικονομική ευελιξία για την αντιμετώπιση ενδεχομένων αντιξοοτήτων.

Δίκτυο καταστημάτων και παροχές υπηρεσιών

Ένα από τα βασικά πλεονεκτήματα της Citigroup είναι το δίκτυο της. Η Citigroup έχει 400 καταστήματα στις Η Π Α και 1000 στον υπόλοιπο κόσμο. υπάρχει επίσης μια δυνατή ομάδα 500 στελεχών για την εξυπηρέτηση των λογαριασμών του private banking. Η εταιρεία έχει επίσης αρκετά τηλεφωνικά κέντρα σε όλο τον κόσμο, που εξυπηρετούν κυρίως τους πελάτες των πιστωτικών καρτών. Το τμήμα χρηματοδότησης της Travelers Group έχει 1000 πρακτορεία σε 45

Πολιτείες των ΗΠΑ και η Salomon Smith Barney 400 και 10600 χρηματοοικονομικούς συμβούλους.

Στον ασφαλιστικό τομέα , η Primerica Financial Services έχει 28000 επίσημους αντιπροσώπους , ενώ η Travelers Life and Annuity πραγματοποιεί πωλήσεις 11800 επίσημων αντιπροσώπων. Γενικά οι εταιρείες έχουν πρόσβαση σε 430000 ανεξάρτητους αντιπροσώπους.

Ενοποίηση

Όταν ανακοινώθηκε η συγχώνευση Citicorp / Travelers , ως κύριο όφελος που θα προέκυπτε τονίστηκε με μεγαλύτερη έμφαση η αύξηση των εσόδων παρά η περικοπή των εξόδων. Παρόλα αυτά , η παγκόσμια κρίση στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες κατά το β ' εξάμηνο του 1998 επιβράδυνε την περικοπή του κόστους . Η Salomon Smith Barney χτυπήθηκε περισσότερο.

Το Δεκέμβριο του 1998, το Διοικητικό Συμβούλιο της Citigroup ενέκρινε καθαρό (μετά την αφαίρεση των φόρων) ποσό 900 εκ. δολ . για την αναδιάρθρωση των χρεών, ο κύριος όγκος του οποίου εμφανίστηκε στα οικονομικά στοιχεία του τελευταίου Τριμήνου του 1998. Αιτιολογήθηκε ότι απεικόνιζε την σημαντική πρόοδο στις εργασιακές συγχωνεύσεις της Citigroup , με στόχο τη δημιουργία μιας ολοκληρωμένης εταιρείας και την επίτευξη αποδοτικότητας σε ολόκληρο το διεθνές δίκτυο επιχειρήσεων της.

Τα διευθυντικά στελέχη της Citigroup είναι πεπεισμένα ότι η διάρθρωση αποτελεί ένα βασικό βήμα στην εξασφάλιση της αποδοτικότητας της εταιρείας. Ο όμιλος μείωσε το προσωπικό κατά 6% δηλαδή κατά 10 400 θέσεις εργασίας, σε μια προσπάθεια να περιορίσει το κόστος . Το 35% των περικοπών έγινε στις Η Π Α.. Η Citigroup εξοικονόμησε κόστος κατά 680 εκ. δολ το έτος 1999 και 975 εκ.δολ το έτος 2000 , ως αποτέλεσμα των μέτρων αναδιάρθρωσης .

Όλες οι εταιρείες και οι γεωγραφικές περιοχές επηρεάστηκαν από την αναδιάρθρωση , αλλά ο κύριος όγκος των αλλαγών έλαβε χώρα στις εργασίες εξυπηρέτησης των καταναλωτών. Αυτό περιέλαβε την κατά τόπους ενοποίηση των τηλεφωνικών κέντρων και άλλων υπηρεσιών back office διεθνώς , την κάλυψη των διοικητικών επιπέδων των ομάδων marketing και ομάδων διαχείρισης προϊόντων που επικαλύπτονται.

Τα προβλήματα συγχώνευσης των επενδυτικών εργασιών και του corporate banking της CITIGROUP αναφέρθηκαν ευρέως .Τα απογοητευτικά αποτελέσματα του τρίτου τριμήνου , σε συνδυασμό με την αναστάτωση στη διοίκηση . προκάλεσε 11 % πτώση της χρηματιστηριακής αξίας της Citigroup ,σε 89 δις USD το Νοέμβριο του 1998. Το τέλος Δεκεμβρίου , ανάκαμψε φτάνοντας τα 112 δις USD .

Περίπου 350 εκ. USD προγραμματισμένων βελτιώσεων της Citigroup θα πραγματοποιηθούν στις υπηρεσίες εξυπηρέτησης εταιρειών , τόσο για την πραγματοποίηση συνεργιών και λειτουργικών επαρκειών όσο και για την αντιμετώπιση της αναστατωμένης αγοράς . Η εξοικονόμηση χρημάτων θα προέλθει από όλες τις περιοχές των υπηρεσιών εξυπηρέτησης εταιρειών , συμπεριλαμβανομένων των αναδυόμενων αγορών των διεθνών relationship banking και Τραπεζικών Επενδυτικών εργασιών. Ο Όμιλος σκοπεύει να οργανώσει ορθολογικά την παρουσία του σε χώρες με πολλαπλές δραστηριότητες , να συγχωνεύσει τα καταστήματα της Citibank της Salomon Smith Barney , να ενοποιήσει πλατφόρμες πωλήσεων και να διακόψει τις δραστηριότητες μη στρατηγικής σημασίας.

Η Citigroup αναφέρει ότι μείωσε σημαντικά τους κινδύνους πελατείας ειδικά στις διαδικασίες παγκόσμιου arbitrage της Salomon Smith Barney 's. Στόχος της είναι να αντλήσει ένα υψηλότερο ποσοστό εσόδων από ελεγχόμενες εργασίες των επιχειρήσεων Citibank Corporate Bank και της Επενδυτικής Τράπεζας Salomon Smith Barney , να μειώσει τις δαπάνες και να προωθήσει μια κοινή προσπάθεια στην εξυπηρέτηση πελατείας μεταξύ των παραπάνω τραπεζών.

Σταυροειδείς πωλήσεις

Μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης , οι αναλυτές εκτιμούσαν ότι τα έσοδα εκ των συνεργιών σε ύψος 10% της βάσης ενοποιημένων εσόδων ήταν πιθανά. Ο Reed είπε ότι περίμενε η τράπεζα λιανικής τραπεζικής να παρουσιάσει διψήφιο αριθμό, δεδομένου οι σταυροειδείς πωλήσεις σημειώνουν άνοδο το 1999.

Είναι γεγονός ότι παρουσιάζονται πολλές πρωτοβουλίες για cross selling : Η Citibank έχει πωλήσει ομολογίες της Travelers Life και Annuity αξίας 35 εκ USD και Αμοιβαία Κεφάλαια της εταιρείας Asset Management της Salomon Smith Barney μέσω καταστημάτων της στη Β. Αμερική ύψους 24 εκ .USD , μετά από τρεις μήνες. Η Commercial Credit ανέθεσε σε ομάδα 60 αναλυτών την διακρίβωση των κατόχων καρτών της Citibank που πιθανώς θα ενδιαφέρονταν για δάνεια home equity και για υπηρεσίες debt consolidation. Σχετικά με τις Ασφαλιστικές Εταιρείες , η Travelers Property Casualty είχε πωλήσει περίπου 3500 ασφαλιστήρια οχημάτων και κατοικιών μέσω των τηλεφωνικών κέντρων που εξυπηρετούσαν τις υπηρεσίες καρτών της Citibank. Η Primerica είχε πωλήσει 1000 νέους λογαριασμούς όψεως της Citibank μέσω πιλοτικών προγραμμάτων μάρκετινγκ στην Ατλάντα και στο Las Vegas .

Οι πελάτες brokerage εργασιών της Salomon Smith Barney που ενδιαφέρονταν για στεγαστικά δάνεια, αναφέρονται τώρα στις χορηγήσεις στεγαστικής πίστης της Citibank. Η Citigroup προσφέρει περισσότερα τραπεζικά προϊόντα , όπως πιστωτικές κάρτες , στεγαστικά και σπουδαστικά δάνεια , μέσω του δυναμικού της Primerica , από την Άνοιξη του 1999.

Η Travelers είχε σημαντική επιτυχία στις διασταυρωμένες πωλήσεις εντός του ίδιου της οργανισμού. Ο Joseph Phimeri , πρώην στέλεχος της Travelers , είναι τώρα επικεφαλής των άμεσων πωλήσεων και marketing της Citigroup στις ΗΠΑ.

Το μοναδικό προϊόν αποκλειστικής εκμετάλλευσης της Primerica , οι ασφάλειες ζωής έγιναν το βασικό όχημα για cross selling της Travelers ,και σε αυτό αποδίδονται για παράδειγμα οι μισές πωλήσεις του τμήματος καταναλωτικής πίστης της Travelers για το 1997. Και η Salomon Smith Barney απέφερε το 37% των πωλήσεων της ομολογιών της Travelers Annuity για τον ίδιο χρόνο.

Η Citigroup αναφέρει ότι η αύξηση κατά 14% των κερδών κατά το τέταρτο τρίμηνο του 1998, που έφτασε τα 103 εκ. δολάρια , αντικατροπτίζει την επιτυχία της στις διασταυρωμένες πωλήσεις μιας ευρείας γκάμας προϊόντων που περιλαμβάνει : καταναλωτικά δάνεια, ασφάλειες ακίνητης περιουσίας /ατυχημάτων , αμοιβαία κεφάλαια και διάφορα annuities , που έχουν δημιουργηθεί από άλλες δραστηριότητες της Citigroup . Σ' αυτά τα προϊόντα οφείλεται το αυξημένο ποσοστό εσόδων της Primerica μέχρι το 27% το 1998 από 12% τρία χρόνια νωρίτερα. Το ποσό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων αποκλειστικής εκμετάλλευσης της Citigroup που πουλήθηκαν μέσω της Primerica , υπερδιπλασιάστηκαν κατά το τελευταίο τρίμηνο και ευθύνεται για το 60% των συνολικών πωλήσεων αμοιβαίων κεφαλαίων της Primerica το 1998.

Το πιο απροσδόκητο αλλά και το πιο πιθανά αποδοτικό πρόγραμμα cross selling , θα ήταν οι κάτοχοι πιστωτικών καρτών να προσεγγισθούν με στόχο την προώθηση διαφόρων άλλων προϊόντων και υπηρεσιών. Η Citibank είναι διεθνής επικεφαλής εκδότης πιστωτικών καρτών , με πάνω από 60 εκ. λογαριασμούς και διεθνείς ανείσπρακτες οφειλές της τάξεως των 72,7 εκ. δολάρια στο τέλος του 1998. Την υπ' αριθμό ένα θέση της όμως στις ΗΠΑ σφετερίστηκε η Bank One το Δεκέμβριο του 1998. Οι ανείσπρακτες απαιτήσεις της Citibank στις ΗΠΑ έπεσαν από 64,2 δις σε 64,2 δις το 1998.

Η Citibank έκανε περισσότερα από οποιονδήποτε άλλο « παίκτη» προκειμένου να προωθήσει “general propose” πιστωτικές κάρτες στην Ευρώπη. Είχε περίπου 1,000,000 κάρτες σε 4 αγορές : Γερμανία, Βέλγιο, Ισπανία και Ελλάδα και σκοπεύει να έχει περίπου 5,000,000 κάρτες προς έκδοση σε όλη την Ε.Ε. τα προσεχή έτη. Σκοπός του ομίλου είναι ο κάθε κάτοχος πιστωτικής κάρτας να γίνει και πελάτης ασφαλιστικών προϊόντων.

Asset management- διαχείριση ενεργητικού

Εκτός από την ολοκλήρωση της ολικής συγχώνευσης τον Οκτώβριο του 1998, η Citigroup δημιούργησε μια νέα μονάδα δραστηριοτήτων, την SSB Citi Asset Management Group. Η εταιρεία συνενώνει τις δραστηριότητες διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων τριών εταιρειών – της Salomon Brothers Asset Management και της Citibank Global Asset Management. Προσφέρουν στην πελατεία τους –θεσμικούς οργανισμούς- μεγάλες εταιρείες με υψηλού επιπέδου καθαρά θέση και στο ευρύτερο κοινό-μια σειρά επενδυτικών αρχών από τα ανά τον κόσμο επενδυτικά κέντρα.

Τα προσφερόμενα προϊόντα και υπηρεσίες περιλαμβάνουν αμοιβαία κεφάλαια, εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου κλειστού τύπου (closed end funds), διαχείριση λογαριασμών, διάφορες ασφαλιστικές παροχές και οργανισμούς επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Η SSBC έχει πρόσβαση σε όλα τα κανάλια διανομής που αναφέρονται παραπάνω. Επίσης τα καταστήματα της διαθέτουν 100 ερευνητές και περιφερειακά ερευνητικά κέντρα στη Νέα Υόρκη, το Λονδίνο, το Τόκιο, Σιγκαπούρη, Μελβούρνη και το Χονγκ-Κονγκ. Στόχος της Citigroup είναι τα επόμενα 5 χρόνια να γίνει ένας από τους πέντε μεγαλύτερους οργανισμούς διαχείρισης ενεργητικού στο κόσμο.

Τα διαχειριζόμενα κεφάλαια ενεργητικού αυξήθηκαν κατά 25% από το τέταρτο τρίμηνο του 1997 σε \$ 327 δις. Η Citigroup απέδωσε αυτή την αύξηση σε πέντε παράγοντες: α) την εξαγορά της μονάδας διαχείρισης ενεργητικού της JP Morgan στην Αυστραλία, η οποία διαχειρίζεται \$ 4,6 δις. β) τη θέση σε λειτουργία έξι νέων αμοιβαίων κεφαλαίων (retail mutual funds), τα οποία άντλησαν από την αγορά περισσότερα από \$1,7 δις. γ) τη συνέχιση των πωλήσεων σε αμοιβαία κεφάλαια μέσω της Primerica, δ) τις σημαντικές διεισδύσεις σε επενδυτικά κεφάλαια και σε άλλα βραχυπρόθεσμα κεφάλαια και ε) στη θετική απόδοση της αγοράς.

Οικονομικά αποτελέσματα

Τα καθαρά έσοδα της Citigroup μειώθηκαν το 1998, σαν αποτέλεσμα της διεθνούς οικονομικής κρίσης, αλλά επηρεάστηκε επίσης από τα έξοδα αναδιάρθρωσης (πίνακας 1). Η Καθαρή απόδοση κεφαλαίων έπεσε από 20,2% το 1997 σε 14,9% το 1998.

Συμπεράσματα

Η τολμηρή αυτή ενέργεια, η συγχώνευση της Citicorp/ Travelers Group στις ΗΠΑ, είναι αξιοσημείωτη λόγω των κανονιστικών μεταβολών που επέφερε στην εγχώρια αγορά. Ίσως να αποτέλεσε τον καταλύτη για μια αναγκαία αλλαγή, που θα επέτρεπε στις τράπεζες και στους ασφαλιστές να ανταγωνιστούν μεταξύ τους στις ΗΠΑ.

Η συγχώνευση αφορά σε μια μεγάλη εμπορική τράπεζα με σχετικά γνωστή επωνυμία διεθνώς και σε ένα μεγάλο εγχώριο ασφαλιστικό όμιλο, που ήδη διαθέτει χρηματομεσιτική εταιρεία. Το καθαρό μέγεθος της εταιρείας είναι εντυπωσιακό. Αυτό θα της δώσει το κεφάλαιο και το μέγεθος που χρειάζεται για να επεκταθεί. Παρόλα αυτά, ο όγκος φέρνει πολυπλοκότητα. Η βασική στρατηγική πρόκληση θα είναι να διατηρηθεί μια ενιαία στρατηγική σε όλο τον όμιλο. Διάφορες ιδέες μοιάζουν να είναι εμπόδια σε αυτό το πλάνο, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Η σημασία του να έχει κανείς βασικές υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής ήταν εμφανής κατά το τρίτο τρίμηνο του 1998. Τα κέρδη ολόκληρου του Ομίλου κινδυνεύουν να βυθιστούν κάθε φορά που υπάρχει οικονομική κρίση.

Από πλευράς εγχώριου cross selling, η εμπειρία της Travelers είναι ένα πλεονέκτημα. Εντούτοις χτίστηκε πάνω στις διόδους των πρακτόρων και των χρηματιστών. Η Citibank έχει αμελητέα εμπειρία στο cross selling ασφαλειών ζωής μέσω των Τραπεζικών καταστημάτων ή μέσω των

κατόχων πιστωτικών καρτών. Αυτό θα μπορούσε να εξελιχθεί σε μια νέα πρόκληση που θα απαιτούσε νέα σειρά ικανοτήτων.

Η προσθήκη επιπλέον δυνατότητας διανομής είναι μια συνεχής κίνηση και ο διορισμός του Plumeri ως επικεφαλής στις άμεσες πωλήσεις και marketing στις ΗΠΑ , φανερώνει ότι θα υπάρξει ένα συνεκτικό μείγμα διανομής , αν και όταν ξεπεραστούν τα προβλήματα στο ξεκίνημα. (πίνακας 1). Αυτό ταυτόχρονα είναι καλό και κακό μαζί. Η γνώση και οι πόροι μπορούν να συνενωθούν ώστε να δημιουργηθούν νέες προσεγγίσεις αλλά μπορεί να δημιουργηθεί διχογνωμία αν οι αρμόδιοι είναι παραπάνω από ένα άτομο.

Πίνακας 1 : ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ 1998

Citigroup Διαχωρισμός εργασιών ανάλογα με το εισόδημα (Α) (\$, εκ.)	Τέταρτο Τρίμηνο			Ολόκληρο Έτος		
	1998 (\$, εκ)	1997 (\$, εκ)	Μεταβολή (%)	1998 (\$,εκ)	1997 (\$,εκ)	Μεταβολή (%)
Παγκόσμια Κατανάλωση						
Citibanking	20	22	(9)	113	71	59
Κτηματική Τραπεζική	44	38	16	175	117	50
Κάρτες	277	154	80	737	523	41
Καταναλωτική Πίστη	73	63	16	264	213	24
Τραπεζική/ Δανεισμός	414	277	49	1289	924	40
Travelers Ζωής & Συντάξεις	125	112	12	496	424	17
Primerica Χρημ/κες Υπηρεσίες	103	90	14	400	335	19
Προσωπικές Γραμμές (B)	88	75	17	319	300	6
Ασφάλεια	316	277	14	1215	1059	15
ΣΥΝΟΛΟ Β. Αμερική	730	554	32	2054	1983	26
Ευρώπη, Μέση Ανατολή & Αφρική	42	31	35	155	138	12
Ασία	120	74	62	410	428	(4)
Αμερική	29	57	(49)	163	273	(40)
Παγκόσμια Προσωπική Τραπεζική	65	65	-	254	281	(12)
Σύνολο Διεθνώς	256	227	13	982	1120	(12)
e- Citi	(43)	(28)	(54)	(142)	(79)	(80)
Λοιπά	(42)	(3)	NM	(86)	24	NM
Συνολική Παγκόσμια Κατανάλωση	901	750	20	3258	3048	7
Παγκόσμια Τραπεζική Μεγάλων Επιχειρήσεων						
Salomon Smith Barney	13	218	(94)	408	1438	(72)
Αναδυόμενες αγορές	220	76	NM	690	909	(24)
Παγκόσμια Τραπεζική με Διαπροσωπικές Σχέσεις	30	125	(76)	220	559	(61)
Εμπορικές Γραμμές (B)	201	166	21	723	632	14
Συνολική Παγκόσμια Τραπεζική Μεγάλων Επιχειρήσεων	464	585	(21)	2041	3538	(42)
Διαχείριση Ενεργητικού	51	61	(16)	273	243	12
Corporate /λοιπά	(14)	8	NM	(159)	(370)	57
Επιχειρηματικά Εισοδήματα	1402	1404	-	5413	6459	(16)
Επενδυτικές Δραστηριότητες (Γ)	1	530	NM	929	1292	(28)
Κύριο Εισόδημα	1403	1934	(27)	6342	7751	(18)
Εξοδα αναδιάρθρωσης και έξοδα σχετικά με τις συγχωνεύσεις (Δ)	(726)	(496)	(46)	(535)	(1046)	49
ΚΑΘΑΡΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ	677	1438	(53)	5807	6705	(13)

(Α) Τα ποσά αντανakλούν την υπάρχουσα πολιτική κάθε εταιρείας για τα έσοδα, έξοδα, φόρους και μετοχικό κεφάλαιο : συνεπώς τα αποτελέσματα των επιχειρηματικών μονάδων να μην είναι συγκρίσιμα μεταξύ των εταιρειών

(Β) Συνολικά ,αυτό αντιπροσωπεύει το μερίδιο της CITIGROUP στα αποτελέσματα της travelers Property Casualty Corp.

(C) περιέχει τις δραστηριότητες της Citicorp 's venture capital κάποιες εταιρικές επενδύσεις, τα αποτελέσματα των επενδύσεων στις προηγούμενες επαναχρηματοδοτούμενες χώρες και τα κέρδη/ ζημιές προερχόμενα από το χαρτοφυλάκιο των ασφαλιστικών δραστηριοτήτων του Citigroup

(D) Από το τέταρτο τρίμηνο του 1998, συμπεριλαμβάνοντας τα έξοδα αναδιάρθρωσης σχετικά με την επιχειρηματική βελτίωση και τη πρωτοβουλία ολοκλήρωσης των \$703 εκ , τα σχετικά έξοδα συγχωνεύσεων των \$65 εκ και οι πιστώσεις από τους αντλογοισμούς των εξόδων αναδιάρθρωσης του 1997 των \$42 εκ.

Πηγή : Citigroup

ING GROUP

Ανάπτυξη του Ομίλου

Η ING Group δημιουργήθηκε το 1991 από τη συγχώνευση της μεγαλύτερης ασφαλιστικής εταιρείας της Ολλανδίας ,της Nationale Nederlanden και την τρίτη μεγαλύτερη τράπεζα της χώρας ,την NMB Postbank (αποτέλεσμα της συγχώνευσης του 1989).

Το μέγεθος του ομίλου έχει αυξηθεί σταθερά από τη δημιουργία του ,γεγονός που θα τον έφερε σε πλεονεκτική θέση μέσα στο νέο περιβάλλον του EYPΩ στην Ευρώπη. Οι εταίροι συνδύασαν συνολικά κεφάλαια της τάξεως των 173,5 δις DFL το 1990, ποσό που αυξήθηκε στα 4 δις DFL στις 30 Σεπτεμβρίου του 1998. Με χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση 50,1 δις USD το Δεκέμβριο του 1998 , η ING είναι ο τέταρτος μεγαλύτερος οικονομικός οργανισμός στην Ευρώπη.

Η συγχώνευση θεωρήθηκε πρωτοποριακή κίνηση και επιτάχυνε τον ρυθμό συγχωνεύσεων στην Ευρώπη ανάμεσα σε Τράπεζες και Ασφαλιστικές Εταιρείες και κυρίως τράπεζες που απορροφούν μικρότερες ασφαλιστικές ζωής.

Η πάγια στρατηγική του ομίλου είναι η προσφορά στους προσωπικούς και εταιρικούς πελάτες μιας περιεκτικής συλλογή τραπεζικών –ασφαλιστικών και επενδυτικών προϊόντων μέσω των κέντρων διανομής δικής τους επιλογής. Οι κύριες εργασίες της ING είναι οι ασφάλειες ,η τραπεζική και η διαχείριση ενεργητικού. Στα πλαίσια του προ φόρου κέρδους , με δυσκολία ένα λογικό ποσό προήλθε από ασφαλιστικές και τραπεζικές υπηρεσίες. Εντούτοις, έγινε αλλαγή στο β' μισό του 1998 προς τις ασφάλειες όταν η εταιρική και επενδυτική τραπεζική επηρεάστηκαν αρνητικά από τη διεθνή οικονομική κρίση.

Οι εξαγορές υπήρξαν καίριες στην ανάπτυξη του Ομίλου καθώς μέσω της εξαγοράς της Barings το 1995 και της Forman Selz το 1997 , έκτισε τη διαχείριση κεφαλαίων και τη τραπεζική επενδυτική. Τον Ιούλιο του 1997, διπλασίασε το μέγεθος και την ικανότητα κερδών των ασφαλειών ζωής μέσω της απόκτησης της Equitable της Ιονα. Η ING έδωσε 2,2 δις USD για την αγορά της Equitable , η οποία είχε ενεργητικό της τάξεως των 12,4 δις USD τον Ιούνιο του 1997. Ο διακανονισμός αύξησε τα κεφάλαια της ING στις ΗΠΑ από 10 δις δολ. Σε 20 δις. Δολ. Και ανέβασε τα premium έσοδα από 2,2 δις δολ σε 4,3 δις δολ. Αυτό κατατάσσει την ING ανάμεσα στις είκοσι ισχυρότερες ασφαλιστικές στις ΗΠΑ.

Η πιο σημαντική εξαγορά στην Ευρώπη που πραγματοποιήθηκε στο Βέλγιο, ήταν εκείνη της Banque Bruxelles Lambert (BBL) ,που ανακοινώθηκε το 1997και η οποία έδωσε στην ING μια δεύτερη αγορά στην Ευρώπη και επέκτεινε την παρουσία της στη λιανική τραπεζική. Η ING ήδη κατέχει το 13,45 % των μετοχών της BBL. Ο συνδυασμός αυτών των δύο δημιούργησε το μεγαλύτερο οικονομικό οργανισμό στις Κάτω Χώρες και την 12^η μεγαλύτερη τράπεζα στην Ευρώπη , με Συνολικό Ενεργητικό της τάξεως των 608 δις DFL στις 30 Ιουνίου το 1997.

Η εξαγορά έδωσε πρόσβαση στην ING σε όλο το δίκτυο των 950 καταστημάτων , μέσω των οποίων έχει τη δυνατότητα να προωθήσει τα προϊόντα ασφαλειών ζωής. Περίπου το 2% του καθαρού κέρδους της BBL (ποσό 5,96 δις BFr) μέχρι τον Ιούνιο του 1997 προήλθε από ασφαλιστικές εργασίες. Η θυγατρική της BBL Life είχε premiums 6.6 δις BFr (200 εκ . δολ) για το 1997. Η BBL Life ιδρύθηκε το 1990και προσφέρει προϊόντα συγκεκριμένου κινδύνου και στρατηγικές προικοδότησης (Endowment). Η μητρική της τράπεζα της BBL Life λειτούργησε ως μεσίτης προϊόντων της Royal Belge και της Winterthur. Η ING σκοπεύει να αναπτύξει ασφάλειες ζωής unit linked στο Βέλγιο.

Στην υπόλοιπη Ευρώπη , η ING επεκτάθηκε στη Γερμανία καθώς εξελίχθηκε στο μεγαλύτερο μοναδικό μέτοχο της BHF BANK το Σεπτέμβριο του 1998. Ο Ολλανδικός όμιλος αύξησε το ήδη υπάρχον μερίδιο του στη BHF από 4,5% σε 39% ,αξίας 2,5 δις μάρκα.(1,4 δις δολ).Η BHF

είναι η έκτη μεγαλύτερη συνεταιριστική τράπεζα στην Ευρώπη σε χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση. Εκτός από το corporate banking, έχει επίσης το private banking και τη διαχείριση κεφαλαίου. Παρουσίασε κέρδη προ φόρων 390 εκ. μάρκα το πρώτο εξάμηνο του 1998.

Ο Wieger Sietsma , εκπρόσωπος του ομίλου ING ,δήλωσε ότι η ING δεν ακολουθεί κάποια συγκεκριμένη φόρμουλα σχετικά με τις εξαγορές. « Έχουμε μια λίστα προτεραιοτήτων. Έχουμε σχεδιάσει προσεχτικά τη στρατηγική μας ,παρακολουθώντας τις αγορές. Η τραπεζική στην Ευρώπη είναι η σημαντικότερη προτεραιότητα και μετά ακολουθούν οι ασφάλειες ζωής στις ΗΠΑ, η συνέχιση δημιουργίας της λιανικής τραπεζικής στις ανερχόμενες αγορές και η περαιτέρω ανάπτυξη της ING Barings στις αναπτυσσόμενες αγορές », δήλωσε ο Sietsma,.

Ενοποίηση

Τον Απρίλιο του 1995, η ING πραγματοποίησε στρατηγική αναδιοργάνωσης που περιλάμβανε τη συγχώνευση του εμπορικού της banking και των ασφαλιστικών υπηρεσιών με τις διεθνείς δραστηριότητες της Nationale Nederlanden, για τη δημιουργία της ING-International Financial Services. Την ίδια στιγμή , το επενδυτικό τμήμα της ING έγινε ING Corporate and Capital Markets, ενώ το Τμήμα Ακινήτων αναδιοργανώθηκε σε Διαχείριση Κεφαλαίου και σε ενοποιημένες διεθνείς ενέργειες του private banking.

Ένα από τα κίνητρα της αναδιοργάνωσης ήταν η επιθυμία εισχώρησης στις διεθνείς τραπεζικές ασφάλειες. Παρόλα αυτά , ακολουθώντας τις διοικητικές αποφάσεις ,δεν υπήρχε αρκετή συνέργια ανάμεσα στην Nationale Nederlanden και την ING BANK.

Το 1995, ο Hans Verkoren ,μέλος της εκτελεστικής επιτροπής της ING Financial Services International , ανέφερε ότι ο όμιλος είχε λίγες ευκαιρίες να εκμεταλλευθεί τους συνδέσμους ανάμεσα σε τραπεζικούς και ασφαλιστικούς στόχους από την συγχώνευση του 1991.

Παρατηρώντας πως η NMB Postbank έκανε το marketing της ,επηρέασε τις τακτικές marketing της Nationale Nederlanden. Ο Όμιλος υπέδειξε άτομα και από τις δυο πλευρές στο επίπεδο της διοίκησης ,δημιουργώντας διοικήσεις τμημάτων και εκτελεστικές επιτροπές από ανθρώπους με διαφορετικά background.

Ένας άλλος τομέας όπου η ING προβλέπει πιθανότητες ενοποίησης είναι ανάμεσα στις εταιρικές χρηματοδοτήσεις και στις διαρθρωμένες χρηματοδοτήσεις (structure finance). Σε πολλές περιπτώσεις , οι εταιρικοί πελάτες παρουσίασαν σημαντικές επενδύσεις στον τομέα των ασφαλίσεων, με τη μορφή Ίδιου Κεφαλαίου, με διακανονισμούς οφειλών, επιτρέποντας στην ING να κερδίσει διάφορα ποικίλα μεγάλα χρηματοδοτικά σχέδια.

Επιπλέον , η ING χρησιμοποιεί την εξειδίκευση της στις ασφάλειες για να προσφέρει πλεονεκτήματα σε υπαλλήλους του μεσαίου και μικρού εταιρικού πελατολογίου της τράπεζας. Επινόησε μια γκάμα προϊόντων ,όπως αποταμιεύσεις υγείας ,συνταξιοδοτικούς διακανονισμούς και οφέλη σε περίπτωση ανικανότητας. Ο Sietsma δήλωσε ότι ο Όμιλος κυνηγάει ευκαιρίες ενοποίησης κάθε στιγμή και ενδιαφέρεται επίσης και για τις ανάγκες των μεγαλύτερων σε ηλικία πελατών.

Διανομή και σταυροειδείς πωλήσεις

Η ING χρησιμοποιεί όλες τις διόδους διανομής και ακολουθεί συγκεκριμένη στρατηγική στη διάθεση των προϊόντων για κάθε μία. Στις Κάτω Χώρες , η ING έχει 400 καταστήματα (εκτός της BBL)και η Nationale Nederlanden έχει 10.000 πράκτορες. Η Post bank επικεντρώνεται στις τηλεφωνικές υπηρεσίες και στις τραπεζικές συναλλαγές κατ' οίκον και χρησιμοποιεί πάνω από 2.000 ταχυδρομικά γραφεία. Συνολικά υπάρχουν 1.200 συνεργαζόμενοι πράκτορες στο σύνολο , κυρίως συνεργαζόμενοι με την θυγατρική ασφαλιστική της ING ,RVS που λειτουργεί στην Ολλανδία και στο Βέλγιο.

Η Regio Bank αποτελείται από ένα δίκτυο ανεξάρτητων πρακτόρων που παραδοσιακά εξυπηρετούν την αγροτική κοινότητα. Οι πράκτορες πωλούν τραπεζικά προϊόντα και 'έχουν αποκλειστική σχέση με την ING. Πωλούν καταθετικά προϊόντα και δάνεια κατά κύριο λόγο, αλλά σημειώνουν και ιδιαίτερη επιτυχία στην πώληση unit trust. Σε συνδυασμό με την NN Financial Services και την NVB/ Vola , δυο άλλες εταιρείες που πωλούν τραπεζικές ασφάλειες μέσω μεσαζόντων ,το πιστωτικό χαρτοφυλάκιο της Regio Bank αποτελείτο από DFL 2 δις (1,1 δις δολ) το 1997. Το χαρτοφυλάκιο στεγαστικών δανείων της εταιρείας ήταν 3 δις DFL και οι καταθέσεις ανήλθαν σε 6,6 δις DFL.

Παρόλα αυτά, ο συντονισμός των κέντρων διανομής δεν ήταν άδολος από το 1991. Ο Sietsma σχολιάζει πως όταν ανακοινώνονται συγχωνεύσεις , η λέξη 'συνεργία' καταρρέει. Τονίζει πως τα οφέλη δεν προκύπτουν δια μαγείας και η αύξηση των εσόδων της τράπεζας από τις διασταυρούμενες πωλήσεις χρειάζεται χρόνο και προσπάθεια.

Ένας σημαντικός αριθμός πεπειραμένων ασφαλιστών μεταφέρθηκαν από τη Nationale Nederlanden στα υποκαταστήματα της Τράπεζας , όπου υπάρχει ειδικό εκπαιδευμένο προσωπικό στις λοιπές ασφάλειες και ασφάλειες ζωής καθώς και επενδυτικοί σύμβουλοι. Αυτό το εξειδικευμένο προσωπικό οδήγησε στην αύξηση των ασφαλιστικών πωλήσεων στον Τραπεζικό Οργανισμό.

Το 1992, το 2,5% των premium εσόδων της Nationale Nederlanden από ασφάλειες ζωής και το 1% των λοιπών ασφαλειών στην Ολλανδία προήλθε από τα υποκαταστήματα της ING Bank. Το 1997, αυξήθηκε αντίστοιχα σε 12% και 6,5% .

Οι ασφαλιστικές εργασίες της Post Bank ξενίκησαν από χαμηλά στις αρχές του 1990 και εξελίχθηκε σε μια μέση επιχείρηση ,χωρίς να ζημιώσει τις εργασίες της ING. Τα premium έσοδα από ασφάλειες ζωής ανήλθαν τα 488 εκ DFL το 1997. Η Post Bank έχει χαμηλό κόστος και επικεντρώνεται στην τραπεζική κατ' οίκον. Η τακτική της ING Bank είναι η αποφυγή πελατών που επιθυμούν μόνο έναν τραπεζικό λογαριασμό. Η Post Bank έχει επτά εκατομμύρια λογαριασμούς , ενώ η ING Bank 3 50.000. Αυτό συμβαίνει γιατί η πρώτη κάνει άμεσο marketing και η δύναμη της στηρίζεται στην προσφορά συγκεκριμένων προϊόντων με υψηλή τιμή ενώ η δεύτερη έχει διαχειριστές λογαριασμών που παρέχουν πιο σύνθετα προϊόντα.

Άμεση Τραπεζική

Ακολουθώντας την επιτυχία της Postbank στο direct- banking η ING δημιούργησε ένα προσοδοφόρο direct banking στον Καναδά τον Απρίλιο του 1997 και αγόρασε μερίδιο 49 % της Γερμανικής Allgemeine Deutsche Direktbank (ADD) αντί των 270 εκ. Μάρκων, ένα χρόνο πριν. Η ING , η οποία ζητά άμεση στρατηγική εισχώρησης στην Ισπανία και τη Γαλλία ,πιστεύει ότι εντός 20 ετών το 30% όλων των οικονομικών υπηρεσιών στην Ευρώπη θα αντιστοιχεί στο home banking.

Η δίοδος του direct banking έγινε πιο σημαντική με την είσοδο με την ενοποίηση του Ευρωπαϊκού νομίσιματος. Το direct banking μπορεί να αποδειχθεί η καλύτερη λύση παροχής διαφόρων οικονομικών υπηρεσιών ,όπως είναι τα καταθετικά προγράμματα και αμοιβαία , σε πελάτες εκτός συνόρων.

Το σετ προϊόντων της ADD περιλαμβάνει A/K , αποταμιευτικά και χρηματοδοτικά προϊόντα ,στεγαστικά δάνεια, ασφάλειες και ασφάλειες ζωής. Η ADD είχε συνολικά κεφάλαια της τάξεως των 6,14 δις DM στο τέλος του 1997. Το 1996, η Goldman Sachs περιέγραψε την Post Bank ως μια από τις πιο αποδοτικές εταιρείες λιανικής τραπεζικής στην Ευρώπη. Εκτιμάται ότι το ROE της Τράπεζας ήταν περίπου 20% εκείνη την περίοδο , ενώ ο υπόλοιπος όμιλος της ING είχε μέσο ROE 12%.

Η Goldman Sachs αναφέρει πως το κλειδί της επιτυχίας για την Post Bank ήταν η μοναδική της στρατηγική στη διανομή και η σχετικά μικρή στήριξη της στα σταθερά τραπεζικά υποκαταστήματα , καθιστώντας την μια από τις καλύτερες τράπεζες στην Ευρώπη. Η ποικιλία στην διανομή επιτρέπει μεγαλύτερη ευελιξία στον έλεγχο των εξόδων και σαν αποτέλεσμα , η

τράπεζα κατάφερε να μειώνει συνεχώς την αναλογία εξόδων / εσόδων. Η Goldman Sachs εκτιμά ότι η αναλογία εξόδων/ εσόδων ήταν γύρω στο 50 % το 1996.

Διαχείριση Κεφαλαίου

Μετά την γρήγορη επέκταση κατά τη διάρκεια του 1990, η ING είναι τώρα ένας από τους μεγαλύτερους διαχειριστές κεφαλαίου στην Ευρώπη. Βρίσκεται ανάμεσα στους 30 διαχειριστές παγκοσμίως και σκοπεύει να φτάσει τους 10 πρώτους. Το 1994, η ING αποφάσισε να συγκεντρώσει όλες τις πληροφορίες σε ένα εκτελεστικό κέντρο και να προσφέρει ενεργητικά υπηρεσίες σε εξωτερικούς πελάτες και να εδραιώσει τη λιανική τραπεζική. Μέχρι εκείνη τη στιγμή, η ING δεν αναζητούσε δυναμικά πελάτες τρίτης κατηγορίας και περιόριζε τις δραστηριότητες διαχείρισης κεφαλαίου στα εταιρικά κεφάλαια του ομίλου. Προωθούσε επίσης εταιρικά ομόλογα για εταιρικούς επενδυτές.

Μεγάλο τμήμα της γρήγορης ανάπτυξης της διαχείρισης κεφαλαίου της ING πραγματοποιήθηκε μέσω της εξαγοράς άλλων οικονομικών ομίλων ή εταιρειών που είχαν ισχυρή διαχείριση κεφαλαίου. Η διάσωση και η αναδιάρθρωση κεφαλαίων του επενδυτικού τμήματος του ομίλου Banking Brothers το Μάρτιο του 1995 και με κόστος 2 δις DM έδωσε στον όμιλο μια πλατφόρμα διεθνούς διαχείρισης κεφαλαίου.

Η εξαγορά της BBL ενδυνάμωσε τη θέση της ING σαν έναν από τους μεγαλύτερους διαχειριστές κεφαλαίου. Η BBL έχει 190 αμοιβαία κεφάλαια , θέτοντας την σε ηγετική θέση σ' αυτό τον τομέα. Η εξαγορά αύξησε τα κεφάλαια τρίτης κατηγορίας πελατών της ING περισσότερο από 40%. Από στρατηγικής απόψεως ,έδωσε στον όμιλο καλύτερη ισορροπία και μεγαλύτερη εξάπλωση στην Ευρώπη.

Μια από τις βασικές προτεραιότητες της ING το 1997 ήταν η αναθεώρηση της στρατηγικής της στη διαχείριση κεφαλαίου. Επιπλέον , για να καταφέρει να ενισχύσει το χαρτοφυλάκιο των ασφαλιστικών κεφαλαίων , η ING ήταν πρόθυμη να αυξήσει Διαχείριση Ενεργητικού τρίτης κατηγορίας , εκμεταλλευόμενη στο μέγιστο τη δυνατότητα διανομής μέσα από τον όμιλο. Αυτό παραμένει ακόμα βασική προτεραιότητα.

Τα συνολικά κεφάλαια υπό τη διαχείριση της ING Asset Management αυξήθηκαν κατά 31,5 % , δηλαδή 442 δις DFL , κατά τους εννέα πρώτους μήνες του 1998. Τα κεφάλαια για τους εξωτερικούς πελάτες αναλογούν στο 61 % του συνόλου και είναι αυξημένα περισσότερο από 10% συγκριτικά με τα τέλη του 1997(συμπεριλαμβανομένων των εξαγορών).

Στους 9 πρώτους μήνες του 1998,η BBL απαρίθμησε 86 δις DFL ,συγκριτικά με τα 224 δις DFL της ING Investment Management και τα 77 δις DFL της Barring Asset Management .

Αναπτυσσόμενες Αγορές

Διεθνώς , η ING είναι παρούσα σε 61 χώρες με ασφαλιστικές ,τραπεζικές εργασίες και διαχείριση κεφαλαίου. Η ING επέκτεινε τις δραστηριότητες στις αναδυόμενες αγορές της Λατινικής Αμερικής , Ασίας και Αν. Ευρώπης για πολλά χρόνια. Μέσω της ING Barrings ,ο όμιλος σκοπεύει να αυξήσει το investment banking και τις δραστηριότητες διαχείρισης κεφαλαίου σε αυτές τις περιοχές.

Στον τομέα της λιανικής τραπεζικής , η ING έστησε πολλούς οργανισμούς ασφαλειών ζωής ,πιο πρόσφατα στην Ρουμανία ,στις Φιλιππίνες και στην Ινδονησία , σε συνεργασία με εγχώριους συνεταιρικούς. Στο Μεξικό, η ING δημιούργησε κοινοπραξία με την Bital, εγχώρια τράπεζα , για να απευθυνθεί στην αγορά των ιδιωτικών συντάξεων. Η Ιαπωνία ήταν το πρώτο ασφαλιστικό πεδίο. Ακολούθησαν κινήσεις στην Ταϊβαν ,Κορέα, Ισπανία,Ουγγαρία ,Τσεχία και Πολωνία.

Από τις τρεις ανερχόμενες αγορές , η ING διακρίθηκε στην Αν. Ευρώπη. Στην Πολωνία ,στο πεδίο των ασφαλειών ζωής , η Nationale Nederbank Polska ,ιδρυθείσα το 1995, απασχολεί σήμερα πάνω από 1000 πράκτορες και ανέφερε premium εισόδημα 35,3 εκ DFL (21,9 εκ \$) το

1996. Η ING αύξησε το μερίδιο της στην Bank Slaski της Πολωνίας ,με μετοχική πλειοψηφία 54,1 % τον Ιούλιο του 1996 και τώρα πουλά ασφάλειες ζωής μέσω του δικτύου των καταστημάτων της Τράπεζας. Απέκτησε επίσης άδεια ασφαλιστικού οργανισμού συντάξεων σε συνδυασμό με την τράπεζα τον Νοέμβριο του 1998.

Οι Ουγγρικές ασφάλειες ζωής που ιδρύθηκαν το 1992 ,ισοφάρισαν έσοδα και έξοδα , τέσσερα

Χρόνια νωρίτερα το 1995. Ανέφεραν premium εισόδημα HUF 25 δις (\$150 εκ) και καθαρά κέρδη 1 δις HUF το 1997, τοποθετώντας την στη δεύτερη θέση της αγοράς στις ασφάλειες ζωής. Η ING απέκτησε τη λιανική τράπεζα DUNABANK το 1996 και προωθεί τραπεζικά προϊόντα μέσω του δικτύου ασφαλειών ζωής με 2.300 πράκτορες. Κυρίως πωλούν καταθετικούς λογαριασμούς Duna Bank /ING Bank και σύντομα θα αρχίσει η πώληση πιστωτικών καρτών και άλλων προϊόντων. Η Duna Bank διαθέτει μόνο 10 καταστήματα.

Δεν υπάρχει καμία ένδειξη για διεύδυση πελατολογίου στις ανερχόμενες αγορές.

Οικονομικά Αποτελέσματα

Το καθαρό κέρδος του Ομίλου αυξήθηκε κατά 41,9 % ,ποσό 4,86 δις DFL για τους εννέα πρώτους μήνες του 1998. Το καθαρό κέρδος από τις ασφαλιστικές εργασίες αυξήθηκε κατά 74,1 % ,ποσό 3,35 δις DFL κατά την ίδια περίοδο. Η παγκόσμια οικονομική κρίση είχε αρνητικό αντίκτυπο στα αποτελέσματα της Τράπεζας ,προκαλώντας πτώση του καθαρού κέρδους 4% ,ποσό 1,5 δις DFL για την περίοδο.

Η αναλογία εξόδων /εσόδων ήταν 75,1 % συγκριτικά με το 71,9 % των πρώτων εννέα μηνών του 1997 ,οφειλόμενη κυρίως στην επίδραση της πτωτικής στροφής των τραπεζικών αποτελεσμάτων. Ο Δείκτης κερδών προς κεφάλαιο(ROE) ήταν 10 % το 1997. Ο όμιλος στοχεύει για σημαντική αύξηση του δείκτη τα επόμενα χρόνια.

Συμπεράσματα

Από την παραπάνω ανάλυση φαίνεται πως η ING ωφελήθηκε πολύ από την ανταλλαγή γνώσεων και πληροφοριών ανάμεσα σε τραπεζικές και ασφαλιστικές εργασίες. Κατάφερε να εκμεταλλευτεί παράλληλα διαφορετικά τμήματα αγοράς. Παρόλα αυτά , σε οργανωτικούς όρους, η ING συνεχίζει να λειτουργεί σαν δυο εταιρείες- τράπεζα και ασφαλιστική.

Στα επόμενα δέκα χρόνια , η ING θα είναι σίγουρα στους πρωτοπόρους στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στην Ευρώπη. Οι εξαγορές της έγιναν προσεχτικά και έχει ισχυρή παγκόσμια φήμη. Το κλειδί της επιτυχίας της ING (στα πλαίσια αύξησης κέρδους) φαίνεται να οφείλεται στο ότι διαχειρίζεται μεν μια σειρά από διαφορετικές επιχειρήσεις αλλά αποτελεσματικά και με τη υποστήριξη μιας κεφαλαιακής βάσης. Γι αυτό η ικανότητα της δεν έγκειται απαραίτητα στο συνδυασμό αντικρουόμενων ιδεολογιών τραπεζικής και ασφαλιστικής αλλά στη διαχείριση πολύ προϊοντικής στρατηγικής.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η έντονη δραστηριότητα στον τομέα των εξαγορών και συγχωνεύσεων σε όλους σχεδόν τους παραγωγικούς κλάδους αποτελεί ένα από τα εντυπωσιακότερα χαρακτηριστικά της παγκόσμιας οικονομίας την τελευταία δεκαετία του εικοστού αιώνα. Ειδικά στον χρηματοδοτικό κλάδο, το φαινόμενο άρχισε στα μέσα της δεκαετίας του 1980 και κορυφώθηκε προς το τέλος της δεκαετίας του 1990. Η ανάγκη για επίτευξη οικονομικών κλίμακας ,επιχειρηματικής ανάπτυξης ,αυξημένης γεωγραφικής παρουσίας και εξαγοράς σύγχρονης τεχνολογικής υποδομής συνεχίζει να κατευθύνει τις επιχειρήσεις στην εξερεύνηση των κατάλληλων "εταιρικών στόχων" για εξαγορά και συγχώνευση.

Η ανασκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας καταλήγει στο συμπέρασμα πως οι εξαγορές κατά κανόνα δημιουργούν συνεργίες που μετατρέπονται σε επιπλέον οικονομικές αξίες. Κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες, οι επιπλέον οικονομικές αξίες διαμοιράζονται στους μετόχους και των δυο μερών, εξαγοραζουσών και εξαγοραζομένων, δημιουργώντας κέρδη, μικρά κατά μέσο όρο, και στα δύο μέρη. Άλλοτε, όμως, οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων υφίστανται ζημιές, που αποδίδονται σε λανθασμένες εκτιμήσεις των σχετικών ωφελειών/ δαπανών. Ο κίνδυνος υπερεκτίμησης των συνεργιών ή υποεκτίμησης των σχετικών δαπανών είναι αρκετά μεγάλος σε εξαγορές ανομοιογενών επιχειρήσεων/ κλάδων και σε περιπτώσεις αξιολόγησης εξαγορών «στρατηγικής σημασίας».Επιπλέον η μεγαλύτερη γεωγραφική διαφοροποίηση εμφανίζεται να οδηγεί στη βελτιωμένη απόδοση ,συμπεριλαμβανομένης της δυνατότητας για τη μεγαλύτερη ασφάλεια και εύρυθμη λειτουργία.

Μερικές συγχωνεύσεις οδηγούν στη βελτιωμένη αποδοτικότητα ενώ κάποιες άλλες όχι. Η έρευνα προτείνει ότι η δυνατότητα για τα ουσιαστικά κέρδη αποδοτικότητας υπάρχει εάν οι καλά –ρυθμισμένες εταιρείες αναλαμβάνουν και αλλάζουν τις διοικητικές πρακτικές των ανεπαρκών τραπεζών. Ο τρέχων και γρήγορος ρυθμός της αλλαγής στις τραπεζικές εργασίες και την οικονομική βιομηχανία υπηρεσιών ενισχύει την ανάγκη για οικονομική νομοθεσία εκσυγχρονισμού.

Επίσης, σε αρκετές περιπτώσεις εξαγορών τίθενται υπό αμφισβήτηση τα κίνητρα των διευθυντικών στελεχών, ιδιαίτερα όταν η αμοιβή τους δεν περιλαμβάνει κίνητρα μεγιστοποίησης της εταιρικής οικονομικής αξίας. Πέρα από τις επιπτώσεις των εξαγορών επί των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, η θεωρία αναγνωρίζει και μερικές παρενέργειες στο γενικότερο οικονομικό σύστημα, όπως η μείωση του ανταγωνισμού και η αύξηση του κινδύνου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τα εμπειρικά ευρήματα φανερώνουν πως οι παρενέργειες δεν είναι σημαντικές. Γενικά οι εξαγορές έχουν αποτελέσει για πολλές χώρες τον μοχλό προσαρμογής τους στις νέες ανταγωνιστικές συνθήκες της διεθνούς οικονομίας και έχουν λειτουργήσει ως εργαλεία ανάπτυξης και διατήρησης ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων πολλών επιχειρήσεων και κλάδων.

Οι οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις στην Ευρώπη δημιουργούν τις προϋποθέσεις για έντονο κύμα εξαγορών σε αρκετούς κλάδους. Η Ελλάδα δεν έχει άλλη επιλογή παρά να ακολουθήσει τις διεθνείς τάσεις και να αδράξει τις ευκαιρίες της εποχής. Το ευνοϊκό όμως περιβάλλον πρέπει να ενισχυθεί με το απαραίτητο θεσμικό πλαίσιο. Η θέσπιση ενός σύγχρονου συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance) και η θέσπιση κανόνων προστασίας των δικαιωμάτων των

μετόχων των υπό εξαγοράν επιχειρήσεων αποτελούν τις βασικές προϋποθέσεις δημιουργίας μιας ενεργού και ανταγωνιστικής αγοράς εξαγορών.

Ήδη το 1999, έγιναν σημαντικές κινήσεις εγχωρίων και διασυνοριακών εξαγορών ώστε να αυξηθούν τα μεγέθη ενόψει του ανταγωνισμού που αναμένεται να επιφέρει το ευρώ. Στην Ελλάδα, οι τράπεζες διαθέτουν άφθονα ίδια κεφάλια για περαιτέρω εξαγορές ή και για ενδογενή ανάπτυξη. Το οικονομικό περιβάλλον βοηθά στην κατεύθυνση αυτή: Η οικονομία, με κινητήριο μοχλό τις επενδύσεις και τις εισροές από την Ευρωπαϊκή Ένωση, αναμένεται να αυξηθεί, η αγορά λιανικής τραπεζικής αναμένεται να αυξηθεί με γρήγορους ρυθμούς και η κερδοφορία των τραπεζών να συνεχίσει να αυξάνεται. Η ελληνική εμπειρία στον τομέα των Ε & Σ βρίσκεται ακόμα στη φάση της εσωτερικής αναδιάταξης των δυνάμεων της. Παραμένει το αποτέλεσμα των αρχικών προσπαθειών ανασυγκρότησης και αναδιάρθρωσης της ελληνικής οικονομίας. Πρέπει να θεωρείται βέβαιο ότι θα ακολουθήσει μια δεύτερη περίοδος, στην οποία οι διασυνοριακές συνεργασίες θα είναι εντονότερες και πυκνότερες.

Σημαντική πρόκληση για τις ελληνικές τράπεζες είναι το μέγεθός τους, που τις καθιστά ανίσχυρες να ανταγωνιστούν σε πανευρωπαϊκό επίπεδο στην αγορά χονδρικής, στη διαχείριση κεφαλαίων, κ.ά. Μακροπρόθεσμα, οι ελληνικές τράπεζες δεν θα μπορέσουν να αποφύγουν τον ανταγωνισμό αυτό, ακόμα και στην αγορά λιανικής, όπου αναμένεται επίθεση προσφοράς υπηρεσιών μέσω του διαδικτύου από εγχώριες και ξένες εταιρείες. Για να απαντηθεί η πρόκληση του ανταγωνισμού, ελάχιστα προαπαιτούμενα είναι η εξωστρέφεια, η αλλαγή κουλτούρας με επίκεντρο τον μέτοχο και τον πελάτη, η στενότερη σύνδεση των αμοιβών με την παραγωγικότητα και η ευελιξία.

BIBΛIOΓΡΑΦΙΑ

- Acemoglu, D. and F.Zilibotti(1997). "Was Prometheus unbound by chance? Risk, Diversification and Growth." *Journal of Political Economy*,105 : 709-751
- Agrawal A, Jaffe J and Mandelker G N (1992) "Post merger performance of acquiring firms : A reexamination of an anomaly" ,*Journal of Finance*,47 ,pp 1605-1621
- Ahuja G and R Katila (2001) "Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms : A longitudinal study" *Strategic Management Journal* ,22,pp 197-200
- Alberts W W and N Varaiya(1989) "Assessing the profitability of growth by acquisition" *International Journal of Industrial Organization*,7, pp 133-149
- Allen L.and A.Rai "*Operational Efficiency in Banking : An international Comparison*" *Journal of Banking and Finance*, 1996
- Amihud, Y. and B.Lev.(1981) "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *The Bell Journal of Economics* 12,pp 605-17
- Arestis ,P. and P. Demetriades (1997). "Financial Development and Economic Growth: Assessing the evidence." *Economic Journal*,107 : 783-799
- Baker ,G(1986) "Compensation and Hierarchies" Working Paper, Harvard Business School
- Baker, A. and G.C. Means (1932) "The Modern Corporation and Private Property",Macmillan, N.Y.
- Bannock G(1990) "The takeover boom : An International and Historical perspective" Home Occasional Papers, Edinburgh : The David Hume Institute,p10
- Bekier MM,A J Bogardus and T Oldham(2001) "Why mergers fail" *The McKinsey Quarterly* pp 6-9
- Bencivenga ,V.R. and B. Smith(1991). "Financial Intermediation and Endogenous growth." *Review of Economic studies*, 58: 195-209
- Berger and Mester "*Inside the Black Box: What explains differences in the efficiencies of Financial Institutions?*", *Journal of Banking and Finance*,1997].
- Berger P G and Ofek E(4 September 1996) "Bust up takeovers and value- diversified firms", *The Journal of Finance*, pp 1175-1200
- Berger, A.N.-R.S. Demsetz and Ph.E. Strahan(1999) ."The Consolidation of the Financial Services Industry : Causes ,consequences and implications". *Journal of Banking and Finance* ,pp :135-194
- Berger, Hanwech and Humphrey "*Competitive Viability in Banking : Scale, Scope and Product Mix Economies*", *Journal of Monetary Economics*, 1987
- Berle A and Means G.C.(1932)"The modern Corporation and Private Property" Macmillan ,New York
- Bhagat S, Shleifer A and Vishny R.W(1990) "The aftermath of hostile takeovers" *London School of Economics Discussion paper* 87
- Bhagat S, Shleifer A and Vishny R.W.(1990) "Hostile takeovers in the 1980s : the return to corporate specialization, *Brooking Papers on Economy Activity: Microeconomics* ,pp 1-72
- Blix,M. (1998). "Forecasting Swedish Information with a Markov switching VAR". Mimeo, Sveriges Riksbank
- Bloch, E.(1986) ,*Inside Investment Banking –Dow Jones –irwin, Homewood IL*
- Bradley, M- A. Desai and E.H. Kim(1983) "The Rationale behind Interfirm Tender Offers :Information or Synergy?", *Journal of Financial Economics* 11, pp 183-206
- Brealey, R. and S. Myers(1988) "Principles of Corporate Finance"
- Browne, L.E. and E.S. Rosengren(1987). "The Merger Boom" FED of Boston 1987
- Cecchetti, S.G., R.S. Lam and N.C. Mark(1990). "mean reversion in equilibrium asset prices" *American Economic Review*,80: 398-418
- Clark, J.A.(1988) "Economies of Scale and Scope at Depository Institutions : A Review of the Literature" FED of Kansas City, *Economic Review*, Sept / Oct. 1988 ,pp 16-33
- Canyon M J, S Girma ,S Thompson and P W Wright (2002) "The impact of mergers and acquisitions on company employment in the UK" *European Economic Review*,46, pp 31-49
- Davies S and Lyons B(1996) "Industrial Organization in the European Union Structure, Strategy and the Competitive Mechanism" " Oxford : Clarendon Press, pp17-19
- Directorate General for economic and financial affairs ,European Commission, "European Economy", Supplement A,*Economic Trends*, Table 9

- Eckbo, B.E.(1983) "Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder Wealth" *Journal of Financial Economics* 11 pp 241-273
- Fairburn J(1989) "The Evolution of Merger Policy in Britain" in a J A Fairburn and J A Kay, *mergers and merger policy* ,Oxford University Press
- Fama, E.F. (1980) "Agency Problems and the Theory of the Firm" *Journal of Political Economy* 88 ,pp 288-307
- Firth M(1991) "Takeovers, Shareholders returns and executive rewards" *Managerial and Decision Economics* ,12,pp421-428
- Firth M (1980) "Takeovers. shareholder returns and the theory of firm" ,*Journal of Economics*,94, pp 235-260
- Franks J and C Mayer (1996) "Hostile takeovers and the correction of managerial failure" *Journal of Financial Economics* ,40,pp 163-181
- Ghosh A(2001) "Does operating performance really improve following corporate acquisitions ?" *Journal of Corporate Finance*,7,pp 151-178
- Gibson and Black, *ibid*,pp.18-23
- Golbe, D.L. and L.J. White (1988) "Mergers and Acquisitions in the U.S. Economy: An Aggregate and Historical Overview" in A.J.Auerbach (ed) *Mergers and Acquisitions*, Chicago IL
- Goldberg,Hanweck, Keenan and Young " *Economies of Scale and Scope in the Securities Industry*", *Journal of Banking and Finance*,1991
- Gort M (1969) "An Economic Disturbance Theory of Mergers" *Quarterly Journal of Economics* ,pp 241-273
- Graham J R ,M L Lemmon and J G Wolf(2002) "Does corporate diversification destroy value?" *Journal of finance*,63
- Greenwood,J. and B. Jovanovic (1990). "Financial development ,growth and the distribution of income" .*Journal of Political Economy*,98: 1076-1107
- Guzman M.G.(2nd Quarter 2000) "The Economic Impact of Bank Structure: A Review of the Recent Literature" FED Of Dallas "Economic and Financial Review" pp 11-25
- Hamilton, J.D.(1988). "Rational expectations econometric analysis of changes in regime: An Investigation of the term structure of interest rates". *Journal of Economic Dynamics and Control*,12 :385-423
- Hart, O.D.(1983) "The Market Mechanism as an Incentive Scheme" *Bell Journal of Economics* 14 ,pp 366-382
- Hayn. ,C.(1989) "Tax Attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions" *Journal of Financial Economics* 23,pp 121-153
- Healy P., Palepu K and Ruback R(1992) "Does Corporate performance improve after mergers" *Journal of Financial Economics*,31, pp 135-75
- Hitt M A , R E Hoskisson,R D Ireland and J S Harrison (1991) "Effects of acquisitions on R & D inputs and outputs" *Academy of Management Journal*,34, pp 693-706
- Hoenig Th.M.(3rd Quarter 1999) "Financial industry Megamergers and Policy Challenges" *Fed of Kansas City «Economic Review »* pp 7-14
- Hughes A " The impact of Merger : A Survey of empirical Evidence for the UK, *ibid* ,Table 1.4,1.7 and 1.8
- Jarrell G A and A Poulsen (1989) "The returns to acquiring firms in tender offers : Evidence from three decades" *Financial Management* ,pp 12-19
- Jensen ,M.C. and R.S.Ruback (April 1983) "The Market for Corporate Control. The Scientific Evidence" *Journal of financial Economics* 11 ,pp 5-50
- Jensen ,M.C. and W.H.Mechling (1979) "Right and production Functions : An Application to Labor managed Firms and Codetermination" *Journal of Business* 52,pp 469-506
- Jensen, M.C. and C. Smith(1985) "Stockholder, Manager and Creditor Interests : Applications of Agency Theory" in E.I.Altman and M.G.Subrahmanyam (ed).*Recent Advances in Corporate Finance*
- Jensen, M.C. and W.H. Mechling(1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" *Journal of Financial Economics* 3,pp 305-360
- Jensen, M.C.(1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers: American Economic Review 76,pp 323-329
- Jung, W.S.(1986)."Financial development and economic growth: International evidence." *Economic Development and Cultural Change*,34: 158-167
- Karlsen, H.A.(1990). "A class of non-linear series models." Ph.D.diss., Department of Mathematics, University of Bergen
- Keeton W.R.(2000). "Are Mergers Responsible for the surge in New Bank Charters?" FED of Kansas City, *Economic Review* ,1st Quarter 2000, pp 21-42
- Keeton W.R.(2001) "The Transformation of Banking and its Impact on Consumers and Small Business" FED of Kansas City, *Economic Review* 1st Quarter 2001,pp 25-54
- Krasa St and A.P. Villamil(1992). "A Theory of Optimal Bank Size" *Oxford Economic Papers* 44,pp 725-749
- Levine, R.(1997). "Financial development and economic growth : Views and agenda." *Journal of Economic Literature*, 35: 688-726

- Lewellen, W.O.(1971 May) "A pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger" *The Journal of Finance* 26,pp521-537
- Lichtenberg F R and D Siegel (1992) "The concept of relative plant productivity and its measurement using Census LRD data" and "Takeovers and corporate overhead" Cambridge
- Lins K and H Servaes (December 1999) "International evidence on the value of corporate diversification" *Journal of Finance* , Lx8 ,pp2215-2239
- Loderer C and K Martin(1990) "Post-acquisition performance of acquiring firms" *Financial Management* ,pp 69-79
- Loughran T and A M Vjih (1997) "Do long term shareholders benefit from corporate acquisitions ?" *Journal of Finance*,3
- Magenheim E B and D C Mueller (1988) "Are acquiring firm shareholders better off after an acquisition?" in J Cofee,L Lowenstein and S Ackerman : *Knights ,Raiders and Targets*, Oxford University Press
- Martin K J and J J McConnell(1991) "Corporate performance ,corporate takeovers and management turnover" *Journal of Finance*,46,pp671-688
- Meerschwam, D.M.(1991).*Breaking Financial Boundaries : Global Capital,National Deregulation and Financial Services Firms*. Boston: Harvard Business School Press
- Mester L."*Efficiency in the Savings and Loan industry*", *Journal of Banking and Finance*,1993]
- Mueller D C (May 1985) "Mergers and Market Share" *Review of economics and Statistics* ,67,pp 259-267
- Murphy ,K.J.(April 1985) "Corporate Performance and Managerial Remuneration : An Empirical Analysis" *Journal of Accounting and Economics* 7,pp 11-42
- Peek, J. and E.S. Rosengeren (1997). "How Borrower Concentration Limits Encouraged Bank Consolidation?" *FED Of Boston, New England Economic Review*, Jan. / Feb. 1997,pp 37-47
- Rau P R and T Vermaelen(1998) "Glamour ,Value and the post-acquisition Performance of acquiring firms" *Journal of Financial Economics*,49,pp 223-253
- Round table discussion (May/June 1998) "Keeping score on the Key drivers in M & A 's future
- Rozeff M.(Fall 1982), "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios" *Journal of Financial Research*5 ,pp 249-259
- Rumelt R.(1982), "Diversification Strategy and Profitability" *Strategic Management Journal*, pp 359-370
- Saint- Paul ,G.(1992). "Technological choice, financial markets and economic development." *European Economic Review*, 36: 763-781
- Seth A " Value creation in acquisition : A re- examination of performance issues" *Strategic Management Journal*,11,pp 99-115
- Shleifer ,A. and R.W. Vishny (November 1989) "Management Entrenchment .The case of Manager- Specific Investments", *Journal of Financial Economics* 25,pp 123-139
- Shleifer ,A. and R.W. Vishny(1991) "Takeovers in the 60's and the 80's: Evidence and ipplications" *Strategic Management Journal*,pp 51-59
- Shleifer A and L Summers(1988) "Breach of trust in hostile takeovers : in A Auerbach(ed), *Corporate Takeovers : Causes and Consequences*" University of Chicago press
- Spong, K.and R.J.Sullivan(1999). "The Outlook for U.S. Banking Industry : What Does theExperience of the 1980s and the 1990s Tell Us?" *Fed of Kansas City, Economic Review*,4th Quarter 1999, pp 65-83
- Sudarsanam S,A Mahate and A Freeman(May 2002) "Glamour acquires , method of payments and post- acquisitions performance : The UK evidence" paper presented to the JBFA Capital Markets Conference
- Sudarsanam S,P Holl and A Salami (1996) "Shareholder wealth gains in mergers : Effect of synergy and Ownership structure" ,*Journal of Business Finance and Accounting*,23,pp 5-6
- Tehrani, H.-N.G.Travlos and J.F.Waegelein(Supplement 1987). "Management Compensation Contracts and Merger- Induced Abnormal returns" ,*Journal of Accounting Research* 25 ,pp51-76
- Travlos ,N.G.(September 1987). "Corporate Takeover Bids, Methods of Payment and Bidding Firm's Stock Returns" *the Journal of Finance* 42,pp943-63
- U.S. Department of Commerce (1992).*National Income and Products Accounts of the United States*,vol.I. Washington ,D.C.: Bureau of Economic Analysis. Data released January 1993.
- Walsh J J (1988) "Top Management turnover following mergers and acquisitions" *Strategic Management Journal*,9,pp173-183
- Walsh JJ and J Ellwood(1991) "Mergers, acquisitions and the pruning of deadwood" *Strategic Management Journal*,12,pp 201-217
- Λεονταρής Μ.(2000) "Μετατροπή ,Συγχώνευση, Διάσπαση Εταιρειών"
- Παπαδάκης Β.(Μάιος 2002) "Εξαγορές και Συγχωνεύσεις –Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία "