

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
Ερευνητική Εργασία για το Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών
στη «Χρηματοοικονομική Ανάλυση»



«Η απόδοση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών των εταιρειών του
Χρηματοοικονομικού τομέα»

ΠΑΡΑΣΚΕΥΗ ΜΑΥΡΙΑΝΟΥ

Επιβλέπων καθηγητής: Δ.Κυριαζής

Ιούνιος 2003

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

Ερευνητική Εργασία για το Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών
στη «Χρηματοοικονομική Ανάλυση»



«Η απόδοση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών των εταιρειών του
Χρηματοοικονομικού τομέα»



00141725

ΠΑΡΑΣΚΕΥΗ ΜΑΥΡΙΑΝΟΥ

Επιβλέπων καθηγητής: Δ.Κυριαζής

Ιούνιος 2003

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡ. ΕΙΣ.	41725+Διόριστα
COMP.	25263
ΤΑΞΙΝ.	332 17 ΜΑΥ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	

→ Δοκίμασε

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	σελ. 3
ΠΡΟΛΟΓΟΣ	σελ. 4

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΙΣ Σ&Ε ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ

1.1) Γενικά	σελ. 5
1.2) Ορισμός Συγχωνεύσεων & Εξαγορών (Σ&Ε).....	σελ. 6
1.3) Λόγοι πραγματοποίησης Σ&Ε	
1.3.1) Οικονομικές Θεωρίες	σελ. 8
1.3.2) Διοικητικές Θεωρίες.....	σελ.12
1.4) Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα	
1.4.1) Ο ρόλος των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων.....	σελ.14
1.4.2) Μορφές Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων.....	σελ.15

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο: Σ&Ε ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ

2.1) Κύματα Συγχωνεύσεων	
2.1.1) Η.Π.Α	σελ.21
2.1.2) Ευρώπη	σελ.22
2.2) Παγκόσμιες Σ&Ε Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων	
2.2.1) Στατιστικά Στοιχεία.....	σελ.24
2.2.2) Γενικά για Σ&Ε Τραπεζών.....	σελ.26
2.3) Σ&Ε Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων των χωρών της ΕΕ	
2.3.1) Γενικά.....	σελ.37
2.3.2) Σ&Ε μεταξύ τραπεζών στην ΕΕ.....	σελ.38
2.3.3) Σ&Ε μεταξύ Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων στην ΕΕ	σελ.39
2.3.4) Ποσοτικά στοιχεία Σ&Ε τραπεζών στην ΕΕ.....	σελ.42
2.4) Σ&Ε Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων στην Ελλάδα	
2.4.1) Σ&Ε χρηματοπιστωτικών εταιρειών στην Ελλάδα.....	σελ.43
2.4.2) Ανακοινώσεις Σ&Ε άλλων εταιρειών του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ελλάδα.....	σελ.44

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο: Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ Σ&Ε

3.1) Γενικά	σελ.46
3.2) Μέθοδοι Προσδιορισμού των Σ&Ε	
3.2.1) Μέθοδος αξιολόγησης της απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων	σελ.47
3.2.2) Μέθοδος ανάλυσης γεγονότων ή μη-κανονικών αποδόσεων	σελ.48
3.3) Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών στις Η.Π.Α	
3.3.1) Berkovitch & Narayanan.....	σελ.51
3.3.2) Weston & Johnson.....	σελ.51
3.3.3) Lang, Stulz & Walking.....	σελ.53
3.3.4) Healy, Palepu & Ruback	σελ.54
3.3.5) Άλλες εμπειρικές μελέτες.....	σελ.54
3.4) Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών για τράπεζες και άλλα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα	
3.4.1) Η.Π.Α	σελ.56
3.4.2) Ευρώπη.....	σελ.60
3.4.3) Καναδάς.....	σελ.61
3.5) Πιθανές εξηγήσεις για τις αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις των αγοραζουσών επιχειρήσεων	
3.5.1) Η θεωρία “Hubris”	σελ.63
3.5.2) Το αποτέλεσμα της μεθόδου πληρωμής.....	σελ.64

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

4.1) Σ&Ε γενικά.....	σελ.65
4.2) Σ&Ε Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων	σελ.68

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	σελ.72
--------------------	--------

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Με την παρούσα εργασία μου δίνεται η ευκαιρία να ευχαριστήσω ορισμένους ανθρώπους που καθένας με τον τρόπο και την ιδιότητά του με βοήθησε στην ολοκλήρωση του μεταπτυχιακού προγράμματος.

Ευχαριστώ θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου κο Δημήτρη Κυριαζή ο οποίος με προθυμία και ενδιαφέρον έδινε απάντηση σε κάθε απορία και προβληματισμό μου. Τα σχόλια και οι διορθώσεις, οι παρατηρήσεις και οι επισημάνσεις μαζί με τις προτάσεις του για τη συγγραφή του κειμένου υπήρξαν πραγματικά πολύτιμες. Εκτίμησα πολύ τις συμβουλές του καθώς και την ηρεμία με την οποία με καθοδήγησε.

Χίλια ευχαριστώ στους γονείς μου και τον αδερφό μου οι οποίοι, κατά τη διάρκεια του προγράμματος και κυρίως τους τελευταίους μήνες, έδειξαν αμέριστη κατανόηση, ανεκτικότητα και υπομονή παράλληλα με την αγάπη, φροντίδα και ηθική υποστήριξη.

Ένα μεγάλο ευχαριστώ αξίζει σε δύο αγαπημένα ματάκια μέσα από τα οποία έβλεπα τα πράγματα με περισσότερη ψυχραιμία και επιμονή παρόλες τις εντάσεις και τα δυσάρεστα συναισθήματα. Πραγματικά όταν το χρειαζόμουν μου έδιναν μεγάλη δύναμη και ενθάρρυνση. Ήταν η πιο μελωδική αλλά και μελαγχολική νότα.

Ολοκληρώνοντας, θέλω οι φίλοι μου να ξέρουν ότι εκτίμησα ιδιαίτερα την κατανόησή τους και τους είμαι ευγνώμων που με στήριζαν στην εκπλήρωση του στόχου μου και ήταν πάντα εκεί.

Παρασκευή Μαυριανού
Ιούνιος 2003

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Την τελευταία δεκαετία, έχουν συντελεστεί δραστικές αλλαγές στο χρηματοοικονομικό χώρο. Προσφέρονται διαφορετικοί τύποι καταθέσεων, στεγαστικών και προσωπικών δανείων, ασφαλειών και συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, αμοιβαίων κεφαλαίων, διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων, χρηματοδότησης επιχειρήσεων. Παράλληλα μεταβάλλεται ο τρόπος που τα προϊόντα διοχετεύονται στην αγορά μέσω πελατοκεντρικών συστημάτων και εναλλακτικών δικτύων όπως είναι το διαδίκτυο, το τηλέφωνο κ.α. Οι χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες παγκοσμιοποιούνται, ενώ παράλληλα το μέγεθος των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αυξάνεται μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ&Ε).

Με την παρούσα εργασία σκοπός μας είναι να εξετάσουμε την απόδοση των συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ&Ε) των εταιρειών του χρηματοοικονομικού τομέα. Αρχίζοντας με τον ορισμό των Σ&Ε και τους εμφανείς λόγους για τους οποίους πραγματοποιούνται γενικά, κρίθηκε σκόπιμο να γίνει μια αναφορά στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και το ρόλο που διαδραματίζουν στην οικονομική ανάπτυξη και εξέλιξη κάθε χώρας. Δίνοντας στοιχεία για αυτή την επιχειρηματική στρατηγική που πολλές εταιρείες ακολουθούν από τον ελλαδικό χώρο, την Ευρώπη και τις Η.Π.Α γίνονται περισσότερο αντιληπτοί στον αναγνώστη αφενός το μέγεθος της δραστηριότητας αφετέρου οι λόγοι αυτής. Στη συνέχεια παρουσιάζουμε τις μεθόδους αξιολόγησης της απόδοσης των Μ&Α, και βάσει εμπειρικών δεδομένων και ερευνών διατυπώνουμε τα συμπεράσματά μας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο : ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ

1.1) ΓΕΝΙΚΑ

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Σ&Ε) είναι μεταξύ των κυρίων θεμάτων που απασχολούν τα διοικητικά στελέχη των επιχειρήσεων. Οι Σ&Ε έχουν ιστορία περίπου 100 ετών και έρχονται κατά κύματα. Πέντε είναι τα κυριότερα κύματα (για τις Η.Π.Α), τα οποία θα περιγραφούν στη συνέχεια, εκ των οποίων στο τελευταίο κατά τη δεκαετία του 1990, συμμετέχουν και χώρες της Ε.Ε. Στη δεκαετία του 1990, η αξία των συναλλαγών Σ&Ε στις Η.Π.Α, αυξήθηκε από \$123 δις. το 1992 σε \$1,75 τρισ. το 2000, που ήταν και το έτος κορύφωσης πριν η αγορά καταρρεύσει, ενώ η αντίστοιχη αξία για την Ε.Ε. το 1999, ήταν \$1,08 τρισ. Οι μεγαλύτερες Σ&Ε σε αξία στις Ηνωμένες Πολιτείες παρουσιάζονται στο πίνακα 1.1. Η αξία των Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν σε παγκόσμιο επίπεδο εντός του έτους 2000 υπερβαίνει τα \$3,5 τρισ. Σε τι βαθμό όμως οι στρατηγικές αυτές κινήσεις δημιουργούν αξία για τους μετόχους, τους εργαζόμενους, την κοινωνία αλλά και την κάθε ομάδα ενδιαφερομένων εντός και εκτός των επιχειρήσεων. Οι εμπειρικές μελέτες έχουν καταλήξει σε διαφορετικά αποτελέσματα (θετικά και αρνητικά) όπως θα δούμε σε επόμενο κεφάλαιο.

Πίνακας 1.1: Μεγαλύτερες σε αξία Σ&Ε

ΕΤΟΣ	ΑΓΟΡΑΣΤΗΣ	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΤΟΧΟΣ	ΑΞΙΑ(\$)
2000	America On Line	Time Warner	201δις
1999	MCI WorldCom	Sprint	127δις
2000	Pfizer	Warner Lambert	90δις
1998	Exxon	Mobil	86δις
2000	GlaxoWelcome	SmithKlineBeecham	76δις
1998	Citycorp	Travelers Group	73δις

Πηγή: Mergerstat, review

1.2) ΟΡΙΣΜΟΣ Σ&Ε

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές χαρακτηρίζονται ως στρατηγικές διευρύνσεως στα πλαίσια της επιχειρησιακής πολιτικής.

Τόσο η συγχώνευση δύο επιχειρήσεων, όσο και η εξαγορά επιχειρήσεως από άλλη, συνιστούν περιπτώσεις αναπτύξεως δραστηριοτήτων (με κάθετη ή οριζόντια ολοκλήρωση), η οποία συνεπάγεται ουσιώδη μεταβολή των συνθηκών και των δυνατοτήτων των συμβαλλόμενων οικονομικών μονάδων.

Σύμφωνα με το Ελληνικό Νομικό πλαίσιο, ως Εξαγορά (Ε) ορίζεται η συναλλαγή κατά την οποία μια επιχείρηση αποκτά μέρος ή το σύνολο της συμμετοχής σε άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος. Οι εξαγορές διακρίνονται σε απλές και σε συγχωνευτικές. Σε μια απλή εξαγορά η εξαγοραζόμενη επιχείρηση συνεχίζει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου, ενώ σε μια συγχωνευτική εξαγορά η επιχείρηση που μεταβιβάζει την περιουσία της σε μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος παύει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου. Όταν σε μια συγχωνευτική εξαγορά δεν καταβάλλονται ως αντάλλαγμα χρήματα αλλά μερίδια συμμετοχής, η εξαγορά αυτή αποτελεί τη συγχώνευση των επιχειρήσεων.

Συγχώνευση (Σ) είναι η οικονομική πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις σχηματίζουν μια οικονομική μονάδα και πραγματοποιείται με τρεις τρόπους:

- i. Συγχώνευση με απορρόφηση της περιουσίας μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων (οι οποίες και λύνονται) από άλλη εταιρεία, που συνεχίζει τη λειτουργία της.
- ii. Συγχώνευση με διάλυση των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων και δημιουργία νέας επιχείρησης.
- iii. Συγχώνευση με εξαγορά.

Τρεις είναι οι πλέον συνήθεις τρόποι ανάπτυξης με την απόκτηση πλήρους ή μερικού ελέγχου άλλης επιχείρησης. Οι Σ&Ε διακρίνονται, ανάλογα με το είδος τους, σε:

- *Οριζόντια συγχώνευση* (horizontal merger) κατά την οποία συγχωνεύονται επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου με κύριο σκοπό τον έλεγχο (π.χ συγχώνευση δύο τραπεζών) καθώς και την αύξηση της δραστηριότητας των επιχειρήσεων με τον συνδυασμό συμπληρωματικών πηγών και προϊόντων (π.χ εξαγορά μιας ασφαλιστικής επιχειρήσεως από μια τράπεζα).
- *Κάθετη συγχώνευση* (vertical merger) κατά την οποία συγχωνεύονται επιχειρήσεις που εντάσσονται στο ίδιο παραγωγικό κύκλωμα.
- *Συγχώνευση διαφοροποιημένων δραστηριοτήτων* (conglomerates) κατά την οποία συγχωνεύονται επιχειρήσεις που ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους δραστηριότητας με σκοπό την επέκταση σε νέα προϊόντα, σε νέες αγορές και γενικά τη διεύρυνση των δραστηριοτήτων τους.

Επιπλέον οι Σ&Ε διακρίνονται, ανάλογα με τη διαδικασία πραγματοποίησης, σε:

- Φιλικές (friendly), όπου οι δύο εταιρείες επιθυμούν την Σ&Ε και καθορίζουν από κοινού το αντίτιμό της
- Επιθετικές/εχθρικές (hostile), όπου η διοίκηση της εταιρείας-στόχου δεν εγκρίνει την προταθείσα εξαγορά.

Αν και υπάρχουν αντίθετες απόψεις, η πλειοψηφία των δημοσιευμένων άρθρων τείνει να θεωρεί ότι οι φιλικές εξαγορές αποδεικνύονται πιο επιτυχημένες από τις εχθρικές.

Ολοκληρώνοντας, δύο ειδικές περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι:

Η **μοχλευμένη εξαγορά (leveraged buy-out)** κύριο χαρακτηριστικό της οποίας αποτελεί ότι η χρηματοδότησή της προέρχεται κατά μεγάλο ποσοστό (τουλάχιστον 75%) από τραπεζικό δανεισμό. Θεωρείται ένας από τους πλέον επιθετικούς και με υψηλό ρίσκο τρόπους μεγέθυνσης.

Η **εξαγορά επιχειρήσεων από τη διοίκησή τους (management buy-out)** κατά την οποία μια επιχείρηση εξαγοράζεται από τα διευθυντικά της στελέχη.

1.3) ΛΟΓΟΙ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗΣ Σ&Ε

Τα προσδωκόμενα πλεονεκτήματα από μια Σ&Ε είναι πολλά και εξαρτώνται τόσο από τους στόχους των ενδιαφερόμενων επιχειρήσεων όσο από τις συνθήκες που αντιμετωπίζουν. Οι Σ&Ε είναι μεγάλες αποφάσεις σε ανώτατο διευθυντικό επίπεδο που λαμβάνονται για την εκπλήρωση εταιρικών σκοπών. Οι εταιρείες συνήθως αντιμετωπίζουν την επιλογή μεταξύ δύο βασικών εναλλακτικών ανάπτυξης: την εσωτερική ανάπτυξη και την εξαγορά. Οι αρχικοί παράγοντες που πρέπει να ληφθούν υπόψη είναι το αρχικό κόστος και ο χρόνος. Η εσωτερική ανάπτυξη μπορεί να είναι πιο «φθηνή» μέθοδος αλλά συνήθως χρειάζεται αρκετός χρόνος να φανούν τα αποτελέσματα. Σε αντίθεση, η εξαγορά αφενός μεν υπονοεί μια σχετικά πιο γρήγορη είσοδο στην αγορά, αφετέρου δε είναι δαπανηρή λύση αφού απαιτεί την πληρωμή ενός τιμήματος. Η εξαγορά γίνεται ακόμη πιο δύσκολη, ακριβή και πολύπλοκη όταν αναφέρεται σε είσοδο σε αγορά εξωτερικού. Παρολαυτά, οι Σ&Ε είναι πολύ συχνό φαινόμενο σε κάθε τομέα. Οι λόγοι που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε ανάλογες αποφάσεις στρατηγικής συνδέονται συνήθως με κάθε τομέα της επιχειρηματικής δράσης και πολιτικής.

Πολλές υποθέσεις έχουν αναπτυχθεί για την εξήγηση των Σ&Ε. Παρακάτω τις παραθέτουμε, οι περισσότερες των οποίων υποθέτουν ότι στόχος της αγοράζουσας επιχείρησης είναι μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων (maximization of shareholder's wealth), ενώ άλλες υποθέτουν ότι απώτερος σκοπός είναι η ικανοποίηση των προσωπικών επιδιώξεων των ανώτατων διευθυντικών στελεχών (manager-utility maximization). Παρουσιάζοντας αυτές τις υποθέσεις σε ευρύτερες κατηγορίες, υιοθετούμε την κατάταξη (Κυριαζής, 2003) κυρίως σε: **οικονομικές και διοικητικές**.

1.3.1) Οικονομικές Θεωρίες

Οι οικονομικές θεωρίες υποστηρίζουν ότι τα κίνητρα των Σ&Ε κατά βάση είναι οικονομικά. Σε αυτή την κατηγορία εντάσσονται οι εξής υποθέσεις:

A) Μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης (profit maximization) και του πλούτου των μετόχων (shareholder's wealth maximization). Σύμφωνα με αυτή την υπόθεση οι διοικήσεις των επιχειρήσεων θεωρούν την εξαγορά ως ένα επενδυτικό σχέδιο το οποίο θα πρέπει να αναλάβουν εάν η καθαρή παρούσα αξία του είναι θετική και μεγιστοποιεί τον πλούτο των μετόχων. Η μεγιστοποίηση των κερδών από τις Σ&Ε μπορεί να προέλθει είτε από την αύξηση της αποτελεσματικότητας που οδηγεί σε μείωση του κόστους των προϊόντων, είτε από την αύξηση της δύναμης στην αγορά που οδηγεί σε αύξηση των τιμών των προϊόντων.

I) Αύξηση της αποτελεσματικότητας

Οι Σ&Ε δημιουργούν κέρδη από συνέργειες όταν τα κόστη παραγωγής, λειτουργικά και μάρκετινγκ της νέας ενιαίας επιχείρησης είναι μικρότερα από το αντίστοιχο άθροισμα τους ξεχωριστά για κάθε επιχείρηση πριν τη συγχώνευση. Χαμηλό κόστος σημαίνει αύξηση κερδών και υψηλότερη τιμή της μετοχής. Η αυξημένη αποτελεσματικότητα (efficiency gain) επιτυγχάνεται μέσω της επίτευξης συνεργειών σε διάφορα επίπεδα δραστηριοποίησης της επιχείρησης.

- **Λειτουργικό επίπεδο (operational synergies)** όπου οι συνέργειες μπορούν να προκύπτουν από τις οικονομίες κλίμακας (economies of scale) και οικονομίες φάσματος ή εύρους προϊόντων (economies of scope) στη διοίκηση, το μάρκετινγκ, την παραγωγή και τη διανομή. Οι οικονομίες κλίμακας μπορούν να επιτευχθούν στην περίπτωση των οριζόντιων συγχωνεύσεων, ενώ οι οικονομίες φάσματος περισσότερο με συγχωνεύσεις επιχειρήσεων με συσχετισμένες ή και ασυσχετιστες δραστηριότητες.

Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα έρχεται από το διεθνή τραπεζικό κλάδο. Οι Η.Π.Α υποδέχτηκαν το 1990 με πάρα πολλές τράπεζες ως αποτέλεσμα απαρχαιωμένων κανονισμών στη διαπολιτειακή τραπεζική. Καθώς οι κανονισμοί περιορίστηκαν και οι επικοινωνίες και τεχνολογία βελτιώθηκαν, πολλές μικρές τράπεζες εξαγοράστηκαν και συγχωνεύτηκαν. Με τη συγχώνευση των Chase & Chemical έγινε μια πρόβλεψη ότι θα μειωθεί το κόστος 16% το χρόνο ή \$1,5 δις λόγω ενοποίησης λειτουργιών και εξάλειψη περιττού κόστους.

- **Διοικητικό επίπεδο** (managerial synergies) μπορούν να προκύψουν από το μοίρασμα των ικανοτήτων των διοικητικών ομάδων των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων, ή από την αντικατάσταση μιας αναποτελεσματικής ομάδας management της εξαγοραζόμενης εταιρείας από μια ικανότερη, αυτή του αγοραστή. Στο βαθμό που αυτές οι ικανότητες είναι εξειδικευμένες (specific capabilities) (π.χ. παραγωγή, έρευνα, μάρκετινγκ) τότε αναμένεται ότι μπορούν να λειτουργήσουν καλύτερα σε οριζόντιες ή κάθετες συγχωνεύσεις, ενώ στο βαθμό που υπάρχουν, σε πιο γενικό επίπεδο (generic capabilities) (π.χ. διοίκηση, σχεδιασμός, έλεγχος) μπορούν να πραγματοποιηθούν και σε ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις. Οι Σ&Ε είναι απλά ο μηχανισμός με το οποίο μια νέα διοικητική ομάδα αντικαθιστά την παλιά, δεν είναι ο μόνος τρόπος βελτίωσης της διοίκησης αλλά μερικές φορές είναι ο μόνος απλός και πρακτικός τρόπος. Επισημαίνουμε ότι το κίνητρο δε συνδέεται με τα πλεονεκτήματα της συνένωσης των δύο επιχειρήσεων. Εάν δε το κίνητρο είναι ισχυρό και σημαντικό, θα περιμένει κανείς να παρατηρήσει ότι συνήθως πραγματοποιείται αλλαγή διοίκησης της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Οι Martin & McConnell (1991) βρήκαν ότι το ανώτατο στέλεχος είναι τέσσερις φορές περισσότερο πιθανόν να αντικατασταθεί σε ένα χρόνο από τη συγχώνευση.

- **Χρηματοοικονομικό επίπεδο** όπου οι συνέργειες μπορούν να δημιουργηθούν από:

α) την αυξημένη δανειακή ικανότητα που προκύπτει από την πιθανή διαφορά του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης μεταξύ των συγχωνευόμενων εταιρειών, τα χαμηλότερα κόστη συναλλαγών και την καλύτερη κάλυψη από αναλυτές αξιολογώντων

β) τη διαφορά μεταξύ πλεοναζόντων ταμειακών ροών στην αγοράζουσα επιχείρηση και επενδυτικών ευκαιριών στην επιχείρηση-στόχο για εξαγορά. Με τη συγχώνευση κάθε επιχείρηση αποκτά αυτό που της λείπει από την άλλη. Επιχειρήσεις με μεγάλες εσωτερικές χρηματικές ροές και μικρές επενδυτικές ευκαιρίες έχουν πλεόνασμα μετρητών το οποίο θα

μπορούσαν να διανέμουν στους μετόχους αυξάνοντας το μερισμα ή επαναγοράζοντας μετοχές της. Ωστόσο οι διοικούντες είναι απρόθυμοι συνήθως να ακολουθήσουν πολιτική συρρίκνωσης της επιχείρησης και καταλήγουν σε πιο δυναμικές αποφάσεις. Η συγχώνευση με μια επιχείρηση μικρών χρηματικών ροών και σημαντικών ευκαιριών ανάπτυξης φέρει ωφέλειες από το συνδυασμό του χαμηλού κόστους της διαθέσιμης εσωτερικής χρηματοδότησης και των ευκαιριών επέκτασης.

γ) τις φορολογικές εξοικονομήσεις που μπορούν να προέλθουν είτε από φορολογικά κίνητρα που παρέχει η κυβέρνηση (π.χ. μειωμένοι φορολογικοί συντελεστές για συγχωνεύσεις), είτε από τη μεταφορά ζημιών από τη μια επιχείρηση σε άλλη κερδοφόρα για τη μείωση του πραγματικού φορολογικού συντελεστή.

II) Αύξηση της δύναμης στην αγορά

Η αύξηση της δύναμης στην αγορά (increase in market power), κυρίως μέσω οριζόντιας συγχώνευσης, είναι ένας άλλος τρόπος που μπορεί να οδηγήσει σε αυξημένη κερδοφορία της συνδυασμένης επιχείρησης. Καθώς μειώνεται ο αριθμός των ανταγωνιστών στον κλάδο, αυτό επιτρέπει στη νέα επιχείρηση να αυξήσει τις τιμές των προϊόντων και οδηγεί σε μονοπωλιακά κέρδη. Η αυξημένη αγοραστική δύναμη λόγω μειωμένου ανταγωνισμού της επιτρέπει να αντιμετωπίσει με μεγαλύτερη σιγουριά τους ανταγωνιστές της, στο εσωτερικό αλλά και στο εξωτερικό, και να επιτύχει μεγαλύτερα κέρδη. Επιπλέον, η αύξηση της δύναμης στην αγορά μιας επιχείρησης τη διευκολύνει να προσελκύσει τα ικανότερα στελέχη της αγοράς, να προχωρήσει σε στρατηγικές συμμαχίες καθώς και να πραγματοποιήσει Σ&Ε από θέση ισχύος. Είναι πιο δυνατή σε σχέση με προμηθευτές, πελάτες και ανταγωνιστές.

B) Ασυμμετρία Πληροφόρησης (information asymmetries hypothesis). Σύμφωνα με την υπόθεση της πληροφόρησης η μετοχή μιας επιχείρησης είναι λανθασμένα αποτιμημένη από την αγορά επειδή όλες οι πληροφορίες για την επιχείρηση δεν είναι διαθέσιμες στο επενδυτικό κοινό. Οπότε, οι συγχωνεύσεις προκαλούνται λόγω των διαφορετικών εκτιμήσεων της αξίας των επιχειρήσεων-στόχων που πηγάζουν από την

ασυμμετρική κατανομή των πληροφοριών μεταξύ των επενδυτών στην αγορά. Με την υπόθεση αυτή, αυτό που προκαλεί την διοίκηση του υποψήφιου αγοραστή να κάνει προσφορά εξαγοράς για μια άλλη εταιρεία, είναι ότι μπορεί να πιστεύει, βάσει προνομιακών πληροφοριών, ότι η εταιρεία αυτή είναι υποτιμημένη από την αγορά (η οποία δε διαθέτει τις ίδιες πληροφορίες) και συνεπώς κάνοντας την εξαγορά μπορεί να αξιοποιήσει το πραγματικό δυναμικό της επιχείρησης. Το γεγονός, ότι ένας αγοραστής αποδίδει μια υψηλότερη αξία στη συγκεκριμένη επιχείρηση στέλνει ένα μήνυμα στην αγορά (signaling theory), και φυσικά και σε άλλους επίδοξους αγοραστές, ότι η πραγματική αξία της είναι μεγαλύτερη, και συνεπώς υπάρχουν περιθώρια για κέρδη.

1.3.2) Διοικητικές Θεωρίες

A) Πρόβλημα Αντιπροσώπευσης (Agency Problem)

Οι μεγάλοι σύγχρονοι οργανισμοί χαρακτηρίζονται από το διαχωρισμό μεταξύ της ιδιοκτησίας και της διοίκησης. Οι ιδιοκτήτες-μέτοχοι (principals) συνήθως έχουν ελάχιστο έλεγχο των πράξεων των διοικητικών στελεχών και εργαζομένων (agents) ώστε οι τελευταίοι να πράττουν εις προσωπικό τους όφελος παρά να εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων. Κατά συνέπεια υπάρχουν διαφορετικά συμφέροντα μεταξύ ιδιοκτητών και εκπροσώπων-εργαζομένων όλων των επιπέδων, ώστε τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη να μην ακολουθούν τα συμφέροντα της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων καθώς δεν μπορούν οι ιδιοκτήτες-μέτοχοι να ελέγξουν αποτελεσματικά την απόδοση των πρώτων.

Εάν η χρησιμότητα των στελεχών της διοίκησης εξαρτάται από το μέγεθος της επιχείρησης παρά την αξία της, ο manager θα προτιμήσει την ανάπτυξη της από τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Οι Σ&Ε, λοιπόν, επιδεινώνουν το πρόβλημα αντιπροσώπευσης δίνοντας το κίνητρο στα διευθυντικά στελέχη να αυξήσουν το μέγεθος της επιχείρησης. Μια μεγάλη επιχείρηση συνήθως πληρώνει μεγαλύτερους μισθούς στα ανώτατα στελέχη και παράλληλα τους προσδίδει κύρος, δύναμη και διάφορα προνόμια.

Ωστόσο, εάν η αγορά εκτιμήσει ότι η Σ&Ε μιας επιχείρησης έγινε μόνο για την αύξηση του μεγέθους της και την εξυπηρέτηση των προσωπικών επιδιώξεων των διευθυντικών στελεχών, τότε πολύ πιθανόν η τιμή της μετοχής της αγοράζουσας επιχείρησης να μειωθεί καθρεφτίζοντας τις αρνητικές συνέπειες μιας μη κερδοφόρας επένδυσης.

B) Η υπόθεση “Hubris”

Πρόκειται για μια συμπεριφορική υπόθεση των Σ&Ε των επιχειρήσεων. Η υπόθεση της αλαζονείας ή ύβρεως (hubris) των διοικητικών στελεχών αναπτύχθηκε από το Roll (1986) για να δικαιολογήσει τις αρνητικές αποδόσεις που έχουν παρατηρηθεί από την πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών, στους μετόχους των υποψήφιων αγοράζουσων επιχειρήσεων κατά την περίοδο της προσφοράς εξαγοράς. Η άποψη του Roll είναι ότι οι managers των επιχειρήσεων, και ειδικά αυτών που έχουν στο παρελθόν μια πολύ καλή απόδοση, τείνουν να πληρώνουν υπερβολικό τίμημα για τις εξαγορές επιχειρήσεων κάνοντας λάθη αποτιμήσεων, που οφείλονται στην υπερβολική αισιοδοξία και εμπιστοσύνη στις ικανότητές τους. Μένουν σταθεροί στην άποψή τους ότι η δική τους αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης-στόχου για εξαγορά είναι σωστή παρά την αντικειμενική πληροφόρηση ότι η πραγματική οικονομική αξία είναι χαμηλότερη.

1.4) ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ (ΧΙ)

1.4.1) Ο ρόλος των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων

Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα αποκαλούνται οι εμπορικές τράπεζες, τράπεζες επενδύσεων, συνεταιριστικές τράπεζες, ειδικοί πιστωτικοί οργανισμοί, επενδυτικές τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, ΑΕΔΑΚ, εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης, εταιρείες πρακτόρευσης εμπορικών απαιτήσεων, χρηματιστηριακές εταιρείες.

Τα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (ΧΙ) εξειδικεύονται στη μεταφορά οικονομικών πόρων (κεφαλαίων) από τους οικονομικούς φορείς που διαθέτουν αποταμιευτικά κεφάλαια για επένδυση (πλεονασματικοί φορείς), προς εκείνους που επιθυμούν να αντλήσουν κεφάλαια για την υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων (ελλειμματικοί φορείς). Αυτή η διαδικασία ονομάζεται διαμεσολάβηση και τα ΧΙ αποκαλούνται και χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές (financial intermediaries) ή Ιδρύματα Χρηματοοικονομικής Διαμεσολάβησης. Τα ΧΙ μετασχηματίζουν το είδος και τη λήξη των απαιτήσεων των πλεονασματικών φορέων προσφέροντάς τους την επιθυμητή ρευστότητα και ικανοποιώντας συγχρόνως τις ανάγκες των ελλειμματικών φορέων για μακροχρόνια κεφάλαια. Πρόκειται για μία πολύ σημαντική υπηρεσία που όμως εκθέτει τα ΧΙ σε κίνδυνο κυρίως από πιθανές μεταβολές στα επιτόκια. Επιπλέον, τα ΧΙ διαφοροποιούν τον πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο μεταβολής των τιμών των αξιογράφων. Μειώνουν το κόστος πληροφόρησης και ελέγχου των ελλειμματικών φορέων, ενώ εξυπηρετούν τους επενδυτές-πελάτες τους σε επίπεδο συμβουλών και διευκόλυνσης συναλλαγών. Τέλος, σημαντικό ρόλο παίζουν στην Μετάδοση της Νομισματικής Πολιτικής, στην Κατανομή της εγχώριας πίστης, στην Μεταφορά πλούτου μεταξύ γενεών, στη Ποσοτική Διαμεσολάβηση.

Τα ΧΙ έχουν κοινά χαρακτηριστικά στα οποία διαφέρουν από τις επιχειρήσεις των υπολοίπων κλάδων της οικονομίας και αφορούν στη διάρθρωση του παθητικού και ενεργητικού των ισολογισμών των ΧΙ. Από τη φύση των υπηρεσιών που προσφέρουν, έχουν υψηλό λόγο δανειακών κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια δηλαδή υψηλό

συντελεστή μόχλευσης (leverage ratio). Επίσης, μεγάλο μέρος των στοιχείων του ενεργητικού τους αποτελείται από περιουσιακά στοιχεία, η αξία των οποίων εξαρτάται από τη διακύμανση των επιτοκίων και την φερεγγυότητα των οικονομικών μονάδων που συναλλάσσονται με αυτά.

Σε κάθε οικονομία λειτουργεί ένας σημαντικός αριθμός χρηματοπιστωτικών οργανισμών που αν και διαφορετικοί μεταξύ τους επιτελούν μια τουλάχιστον κοινή λειτουργία: αγοράζουν απαιτήσεις με ποικίλα χαρακτηριστικά και πουλούν απαιτήσεις με διαφορετικά χαρακτηριστικά. Οι βασικές λειτουργίες των ΧΙ συνοψίζονται στις ακόλουθες τέσσερις:

- Παράγουν ένα ευρύ φάσμα απαιτήσεων και διάφορες κλίμακες ονομαστικών αξιών
- Έχουν ευχέρεια σε σχέση με τη λήξη των απαιτήσεων
- Προσφέρουν διαφοροποίηση όσον αφορά την ανάληψη κινδύνων
- Προσφέρουν απαιτήσεις που μπορούν εύκολα να ρευστοποιηθούν

1.4.2) Μορφές Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων

Ακολουθεί μια σύντομη περιγραφή των διαφόρων μορφών των ΧΙ.

A) Οργανισμοί που δέχονται καταθέσεις και παρέχουν χρηγήσεις (Depository and lending Institutions).

Τα ιδρύματα αυτής της κατηγορίας εκδίδουν ένα μεγάλο αριθμό καταθέσεων όψεως και προθεσμίας και χρησιμοποιούν τους πόρους που συγκεντρώνουν για την παροχή καταναλωτικών, επιχειρηματικών ή στεγαστικών δανείων. Οι **εμπορικές τράπεζες** είναι οι μεγαλύτεροι και πλέον διαφοροποιημένοι οργανισμοί όσον αφορά στη ποικιλία των κεφαλαίων που διαθέτουν και των υποχρεώσεων που εκδίδουν. Στα στοιχεία του ενεργητικού τους περιλαμβάνονται τα δάνεια που χορηγούν στους καταναλωτές, τις επιχειρήσεις ή και το Δημόσιο, ενώ οι υποχρεώσεις τους έχουν την μορφή λογαριασμών όψεως και προθεσμίας καθώς για τις μεγάλες τράπεζες και υποχρεώσεις στην χρηματαγορά όπως διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων

(negotiable certificates of deposit), καταθέσεις σε ευρωδολάρια (eurodollar deposits) και εμπορικά ομόλογα (commercial paper) μέσω εταιρειών χαρτοφυλακίου (holding companies). Συνήθως, οι εμπορικές τράπεζες ή θυγατρικές τους εταιρείες προσφέρουν χρηματοπιστηριακές υπηρεσίες, πραγματοποιούν αντασφάλιση σε ορισμένες μορφές χρεογράφων, αναλαμβάνουν ασφάλειες ζωής και ατυχημάτων και λειτουργούν ακόμη ως επιχειρήσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing companies).

ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΚΤΥΟΥ ΚΑΤ/ΤΩΝ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΔΥΝΑΜΗΣ ΤΟΥ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ 31/12/2001		
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	ΔΙΚΤΥΟ	
	ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ	ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ
Τράπεζα της Ελλάδος	28	3.090
A) Ελληνικές	2.657	51.356
B) Ξένες	181	4.753
Γ)Ειδικοί πιστωτικοί οργανισμοί	204	3.035
Δ)Συνεταιριστικές	59	492

Πηγή:Ιστοσελίδα Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών

B) Οργανισμοί που λειτουργούν στη βάση αμοιβαίων συμφωνιών (Contractual Savings Institutions).

Οι οργανισμοί αυτοί συγκεντρώνουν κεφάλαια μέσω συμβολαίων που συνάπτονται σε μια μακροχρόνια βάση και επενδύουν συνήθως στις κεφαλαιαγορές. Σ' αυτή την κατηγορία ανήκουν οι Ασφαλιστικές εταιρείες Ζωής και Ατυχημάτων. Οι εταιρείες Ασφάλισης Ζωής συγκεντρώνουν κεφάλαια προσφέροντας ασφάλιση σε περιπτώσεις απώλειας εισοδήματος λόγω θανάτου. Επειδή έχουν μια προβλέψιμη εισροή κεφαλαίων και σχετικά προβλέψιμες εκροές, είναι σε θέση να επενδύουν σε μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις που είναι περισσότερο αποδοτικές. Οι κανόνες που διέπουν τη λειτουργία τους είναι λιγότερο αυστηροί από αυτούς άλλων

χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Οι εταιρείες Ασφάλισης Ατυχημάτων παρέχουν προστασία σε περιπτώσεις απώλειας περιουσίας από φωτιά, ατυχήματα κτλ. Κύρια πηγή κεφαλαίων είναι τα ασφάλιστρα που εξαρτώνται από το είδος της ασφάλισης. Επειδή οι εκροές δεν είναι εύκολο να προβλεφθούν όπως την περίπτωση των ασφαλειών ζωής, οι Ασφαλιστικές Εταιρείες Ατυχημάτων επενδύουν ένα μεγάλο τμήμα των κεφαλαίων τους σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα εύκολα ρευστοποιήσιμα. Για να αντισταθμίσουν την χαμηλότερη αποδοτικότητα αυτών των τίτλων επενδύουν επίσης σε κοινές μετοχές.

Γ) Λοιπές Μορφές Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων

Αμοιβαία Κεφάλαια- Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ) συγκentrώνουν αποταμιευτικά/επενδυτικά κεφάλαια από ιδιώτες και επιχειρήσεις και τα επενδύουν σε χαρτοφυλάκια ελκυστικών αξιογράφων με μεγάλη διαφοροποίηση, επιτυγχάνοντας σημαντική μείωση των ειδικών κινδύνων. Βασικός σκοπός είναι η συγκέντρωση των αποταμιεύσεων των επενδυτών και η τοποθέτησή τους σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους. Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός Α/Κ είναι ότι στερείται νομικής προσωπικότητας και ότι το κεφάλαιό του είναι μεταβλητό (open-end fund). Το Α/Κ στην Ελλάδα διαχειρίζεται ανώνυμη εταιρεία η οποία για να λειτουργήσει πρέπει να λάβει σχετική έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και ονομάζεται Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (ΑΕΔΑΚ). Τα Α/Κ ανοιχτού τύπου εκδίδουν μερίδια εκτός χρηματιστηρίου τα οποία πωλούν στους επενδυτές. Όταν οι επενδυτές ρευστοποιούν τις θέσεις τους, οι ΑΕΔΑΚ μειώνουν το ποσό των διαθέσιμων τους στο ενεργητικό τους ή ρευστοποιούν τίτλους.

Τα Α/Κ διαθέτουν μεγάλη ποικιλία προϊόντων για την ικανοποίηση των επενδυτικών αναγκών και έχουν γνωρίσει μεγάλη ανάπτυξη στην Ελλάδα και το εξωτερικό σε σχέση με τα Α/Κ κλειστού τύπου, ή αλλιώς Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ), οι οποίες δεν εκδίδουν μερίδια, αλλά οι μετοχές τους είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Αν ένας επενδυτής χρειαστεί να ρευστοποιήσει τη θέση του, δεν επηρεάζεται το ενεργητικό της ΕΕΧ αφού οι μετοχές του πωλητή μεταφέρονται στον αγοραστή. Σύμφωνα με στοιχεία του ICI, τα κεφάλαια υπό διαχείριση των αμοιβαίων

κεφαλαίων διεθνώς ξεπέρασαν τα \$11,7 τρις στο τέλος Μαρτίου 2002, από τα οποία τα \$7 τρις αφορούν κεφάλαια υπό διαχείριση στις Η.Π.Α και \$3 τρις το αντίστοιχο ύψος στην Ευρώπη. Τα κεφάλαια υπό διαχείριση από αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα είναι γύρω στα \$23 δις.

Εταιρείες Χρηματοδότησης: Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (Leasing companies) και Πρακτόρευσης Εμπορικών Απαιτήσεων (Factoring)

Σχετικά πρόσφατα, αναπτύχθηκαν στην χώρα μας εταιρείες χρηματοδότησης. Αφενός οι υπηρεσίες που παρέχουν οι τράπεζες στις επιχειρήσεις καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα χρηματοδοτικών αναγκών τους για την πραγματοποίηση επενδύσεων με μεσομακροπρόθεσμο δανεισμό και την εξυπηρέτηση της παραγωγικής διαδικασίας τους με το αναγκαίο κεφάλαιο κίνησης, αφετέρου το τραπεζικό σύστημα φρόντισε για την εισαγωγή σύγχρονων θεσμών που καλύπτουν τις ανάγκες των επιχειρήσεων με περισσότερο εξειδικευμένους και αποτελεσματικούς τρόπους.

Οι εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης δραστηριοποιούνται στην χρηματοδότηση επιχειρήσεων και επαγγελματιών για την απόκτηση πάγιων στοιχείων-εξοπλισμού και ακινήτων- για επαγγελματική χρήση. Αγοράζουν τον εξοπλισμό από τον προμηθευτή ή το ακίνητο από τον ιδιοκτήτη και το ενοικιάζουν στους ενδιαφερόμενους πελάτες με πιθανή τελική εξαγορά του εξοπλισμού από τον πελάτη. Οι εταιρείες Leasing στην Ελλάδα είναι 16.

Οι εταιρείες Πρακτόρευσης Επιχειρηματικών Απαιτήσεων ασκούν εντελώς διαφορετική δραστηριότητα, που αφορά στην εκχώρηση των βραχυπρόθεσμων επιχειρηματικών απαιτήσεων μιας εμπορικής επιχείρησης προς μια εταιρεία factoring με σκοπό τη διαχείριση και είσπραξη τους από αυτή και την χορήγηση χρηματοδότησης προς την εμπορική επιχείρηση. Η εταιρεία factoring αναλαμβάνει επίσης τη διαχείριση του καθολικού πωλήσεων του πελάτη της καθώς και τη μερική ή ολική ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου που συνεπάγεται κάθε απαίτηση. Το factoring αποτελεί δέσμη χρηματοοικονομικών υπηρεσιών η οποία συνίσταται στη διαχείριση, λογιστική παρακολούθηση και είσπραξη των εκδιδόμενων από τον προμηθευτή τιμολογίων πώλησης, με παράλληλη χορήγηση προκαταβολών επί της αξίας τους. Στην Ελλάδα λειτουργούν 12 εταιρείες factoring.

Επενδυτικές Τράπεζες (Investment banks)

Η παραδοσιακή λειτουργία των επενδυτικών τραπεζών είναι εκείνη του τραπεζικού διαμεσολαβητή για τη διοχέτευση ποσών από τις αποταμιεύσεις και τα κεφάλαια των ατόμων στην αγορά χρεογράφων των επιχειρήσεων. Αυτός ο σκοπός επιτυγχάνεται με την αγορά και διάθεση των νέων χρεογράφων μεμονωμένων επιχειρήσεων διαμέσου της άσκησης των λειτουργιών αντισφάλισης, της διανομής των χρεογράφων και της παροχής συμβουλών.

Η αντισφάλιση (underwriting) είναι ασφαλιστικού χαρακτήρα λειτουργία που πραγματοποιείται με την ανάληψη κινδύνων από δυσμενείς διακυμάνσεις των τιμών την περίοδο της διάθεσης μιας νέας έκδοσης χρεογράφων. Η δεύτερη λειτουργία είναι η προώθηση στην αγορά των νέων εκδόσεων χρεογράφων. Τέλος, η επενδυτική τράπεζα μπορεί να είναι ένας έμπειρος σύμβουλος για τους όρους έκδοσης και τα χαρακτηριστικά χρεογράφων.

Στο διεθνή χρηματοπιστωτικό χώρο, οι επενδυτικές τράπεζες είναι μεγάλοι οργανισμοί, ανεξάρτητοι από τις εμπορικές τράπεζες, που ασχολούνται με τις εισαγωγές επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο, δημόσιες εγγραφές ή ιδιωτικές τοποθετήσεις, νέες εκδόσεις μετοχικού κεφαλαίου.

Οι επενδυτικές τράπεζες συνήθως παρέχουν συμβουλές και συμμετέχουν στην πραγματοποίηση των Σ&Ε επιχειρήσεων. Προσφέρουν βοήθεια στην εύρεση επιχειρήσεων για εξαγορά και συγχώνευση, την αποτίμηση των επιχειρήσεων-στόχων για εξαγορά, την έκδοση των νέων χρεογράφων από τη νέα συγχωνευθείσα επιχείρηση, τη διατύπωση των όρων της Σ&Ε.

Χρηματιστηριακές Εταιρείες

Οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες (ΑΧΕ) ειδικεύονται στις συναλλαγές αξιολογίων (μετοχών, ομολόγων, παραγώγων) και αναλαμβάνουν την πρωτογενή (ΙΡΟs) και δευτερογενή (SΡΟs) εισαγωγή μετοχών στο χρηματιστήριο αξιών. Επίσης, οι Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ), οι οποίες ειδικεύονται στο asset management των περιουσιακών στοιχείων του πελάτη και τη διαχείριση

χαρτοφυλακίου και οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΑΧΕΠΕΥ) που αποτελούν ένα συνδυασμό των ΑΧΕ και των ΕΠΕΥ. Οι μεγαλύτερες χρηματιστηριακές εταιρείες είναι θυγατρικές εμπορικών τραπεζών. Σε αυτή την κατηγορία περιλαμβάνονται και οι Ανώνυμες Εταιρείες Λήψης και Διαβίβασης Εντολών (ΑΕΛΔΕ), οι οποίες αναλαμβάνουν τη μεσολάβηση ανάμεσα στο επενδυτικό κοινό και τις ΑΧΕ προκειμένου για συναλλαγές αξιογράφων.

Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι τα ΧΙ έχουν καθοριστικό ρόλο στη λειτουργία της σύγχρονης οικονομίας λόγω των δραστηριοτήτων τους και των προϊόντων και υπηρεσιών που παρέχουν. Για παράδειγμα, η πτώχευση μιας τράπεζας θα έχει πολύ πιο σοβαρές συνέπειες στην οικονομία από ότι η πτώχευση μιας καπνοβιομηχανίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο : ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ

2.1) ΚΥΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

2.1.1) Η.Π.Α

Ο πιο γνωστός τρόπος στρατηγικής ανάπτυξης για πολλά χρόνια στις Η.Π.Α ήταν μέσω Σ&Ε. Μάλιστα διακρίνονται πέντε κύματα όπως αναλύονται παρακάτω:

- 1890-1905 οπότε και διαδραματίζεται το πρώτο επεισόδιο έντονης δραστηριότητας συγχωνεύσεων και εξαγορών κυρίως στις βιομηχανίες καπνού, πετρελαίου. Οδήγησε σε δημιουργία μεγάλων μονοπωλίων (π.χ. General Electric, Eastman Kodak, American Tobacco, Du Pont, κ.λπ.).
- 1920-1930 όπου παρατηρείται έντονη τάση για εξαγορές συμπληρωματικών-συσχετιζόμενων επιχειρήσεων που δε δημιούργησαν μονοπώλιο, αλλά προέκυψε δημιουργία ολιγοπωλίων και κάθετη ολοκλήρωση.
- δεκαετία 1960 οπότε και δημιουργήθηκαν μεγάλοι κολοσσοί κυρίως από μη συσχετιζόμενες επιχειρήσεις (conglomerates) λόγω της αυστηρής αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας.

Σε όρους δολλαρίων (προσαρμοσμένα για τον πληθωρισμό με βάση το έτος 1972), η αξία των Σ&Ε του πρώτου κύματος ήταν \$26 δις, του δεύτερου \$30 δις και του τρίτου \$69 δις.

Επίσης, τα τρία πρώτα κύματα συμπίπτουν με τις περιόδους οικονομικής ανόδου και χρηματιστηριακής ευφορίας (bull markets) και κατακρημνίζονται με τις περιόδους ύφεσης και χρηματιστηριακής πτώσης (bear markets). Πράγματι, το 1903-4 υπήρξε το πρώτο κραχ της αγοράς πριν από τον Α' Παγκόσμιο Πόλεμο, το 1929 υπήρξε το

περίφημο μεγάλο κραχ, και το 1973 υπήρξε η πρώτη πετρελαϊκή κρίση και η οικονομική ύφεση που ακολούθησε.

- 1974-1989 οπότε έχουμε μια έξαρση των συγχωνεύσεων (merger mania) των μεγάλων επιχειρήσεων. Ο αριθμός των Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν κατά τη δεκαετία του '80 κυμαίνεται από 31.000 έως 55.000 (ανάλογα με το εάν ήταν πλήρης ή μερική εξαγορά). Άλλο χαρακτηριστικό αυτής της περιόδου ήταν η εκτεταμένη χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου (junk bonds) για την χρηματοδότηση των εξαγορών τύπου LBO's. Επίσης, εχθρικές εξαγορές και αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων επιχ/σεων (divestitures) οι οποίες απαρτίζουν περίπου το 20% με 30% της δραστηριότητας των εξαγορών χαρακτηρίζουν το τέταρτο κύμα.
- δεκαετία 1990 , το μεγαλύτερο όλων μέχρι σήμερα κύμα τόσο από πλευράς αριθμών συναλλαγών όσο και από πλευράς αξίας. Ο αριθμός των Σ&Ε αυξήθηκε αλματωδώς φθάνοντας σε αξία τα \$6,5 τρις. Μάλιστα μόνο κατά το 1998 και 1999 πραγματοποιήθηκαν 22.100 περίπου Σ&Ε αξίας \$1,63 και \$1,75 τρις αντίστοιχα σε σχέση με \$324 δις το έτος 1989 , φθάνοντας το έτος 2000 (πρώτο εξάμηνο) να παρουσιάζεται μια αύξηση 20% στην αξία των Σ&Ε σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 1999. Αντίθετα, η συνεχιζόμενη χρηματιστηριακή πτώση και αβεβαιότητα μείωσε συντριπτικά τις Σ&Ε εντός του 2001 (περίπου 36%).

2.1.2) ΕΥΡΩΠΗ

Και η Ευρώπη όμως δεν έμεινε αμέτοχη στις εξελίξεις. Η αξία των επιχειρηματικών κινήσεων, στις οποίες εμπλέκονται ευρωπαϊκές επιχειρήσεις, διπλασιάστηκε το 1999 σε σχέση με το 1998 φτάνοντας τα \$1,2 τρις (\$1,75 τρις για Η.Π.Α αντίστοιχα). Δύο χαρακτηριστικά των τελευταίων ετών είναι η αλματώδης αύξηση των επιθετικών Σ&Ε και η αύξηση των διασυνοριακών. Δύο, επίσης, είναι τα κύματα που μπορούμε να αναγνωρίσουμε στην ΕΕ.

- 1987-1992 οπότε και η αξία των Σ&Ε από \$21 δις το 1985 αυξήθηκε σε \$158 δις το 1989 και επακολούθησε μείωση στα \$90 δις το 1992
- 1995-2001 οπότε έφτασε η αξία των Σ&Ε τα \$1.083 δις το 2000 για να πέσει στα \$462 δις το 2001.

Έτσι, τα δύο πρόσφατα ρεύματα είναι παράλληλα με αυτά της ίδιας περιόδου για τις Η.Π.Α, με τη διαφορά βέβαια ότι το κύμα της δεκαετίας του 1980 είναι κατά πολύ μικρότερο από το αντίστοιχο των Η.Π.Α.

Όσον αφορά στους λόγους γένεσης των δύο αυτών κυμάτων, μπορεί να λεχθεί ότι η απορρύθμιση και φιλελευθεροποίηση των αγορών μαζί με την ιδιωτικοποίηση επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας, όπως η Deutsche Telecom, France Telecom and Vivendi, ΟΤΕ, ΔΕΗ, ΕΥΔΑΠ για την Ελλάδα μαζί με τραπεζικά ιδρύματα, έπαιξαν σημαντικό ρόλο στη δημιουργία του κύματος του 1990.

Σ&Ε δραστηριότητες στην Ελλάδα, 1980-1997, συνολικά αξία σε \$ δις

Τμήμα/εργείο	1980	1987	1997
Α. Άμεσα στην Ελλάδα (από την αγορά μέσω των Σ&Ε)			
Εμπνευσήματα	11,12%	21,2%	11,14%
ΕΠΙΣ	11,12%	21,2%	11,14%
Αποδοχές	20,8%	19,8%	16,11%
Κόστος			
Β. Απρόμοια στην ελληνική αγορά, συνολικά αξία σε \$ δις			
Εμπνευσήματα	11,12%	21,2%	11,14%
ΕΠΙΣ	2,712%	24,8%	23,12%
Αποδοχές	24,8%	1,12%	23,12%
Κόστος			

2.2) ΠΑΓΚΟΣΜΙΕΣ Σ&Ε ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ

2.2.1) Στατιστικά στοιχεία

Η αναδιάρθρωση και συγκέντρωση των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών είναι παγκόσμιο φαινόμενο. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αυξάνονται κατά την δεκαετία 1990-2000, όπως είδαμε παραπάνω, με γρήγορους ρυθμούς όχι μόνο στις Η.Π.Α αλλά και στην Ευρώπη όπου η Οικονομική και Νομισματική Ένωση επέτεινε την ανάγκη δημιουργίας μεγάλων χρηματοοικονομικών ομίλων, ενώ στην Ασία οι Σ&Ε θα μπορούσαν να αποτελέσουν λύση στο πρόβλημα κεφαλαιακής επάρκειας και χρεοκοπίας.

Στους παρακάτω πίνακες απεικονίζονται σε όρους αξίας και ποσοστού οι Σ&Ε σε τράπεζες, εταιρείες παροχής επνδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) και ασφαλιστικές εταιρείες, από το 1985 έως το 1997, στην Ευρώπη και τις Η.Π.Α.

Σ&Ε δραστηριότητα στην Ευρώπη , 1985-1997, συνολική αξία σε \$ δις			
Υπό εξαγορά	Αγοραστής		
	Εμπορική τράπεζα	ΕΠΕΥ	Ασφαλιστική εταιρεία
A. Μέσα στην ίδια ευρωπαϊκή χώρα, ολικό ποσό \$247 δις			
Εμπορική τράπεζα	89 (36%)	23 (9,3%)	11 (4,4%)
ΕΠΕΥ	9 (3,6%)	19 (7,7%)	6 (2,4%)
Ασφαλιστική εταιρεία	20 (8,1%)	24 (9,7%)	46 (18,6%)
B. Ανάμεσα στις ευρωπαϊκές χώρες, ολικό ποσό \$83,8 δις			
Εμπορική τράπεζα	15 (17,9%)	4,3 (5,1%)	11,2 (13,4%)
ΕΠΕΥ	8,7 (10,4%)	5,8 (6,9%)	0,3 (0,4%)
Ασφαλιστική εταιρεία	0,4 (0,5%)	1,1 (1,3%)	37 (44,2%)

Γ. Ευρώπη /εκτός Ευρώπης, ολικό ποσό \$100,3δισ			
Εμπορική τράπεζα	14,5 (14,5%)	15,6 (15,6%)	1 (1%)
ΕΠΕΥ	4,3 (4,3%)	15,9 (15,9%)	3,1 (3,1%)
Ασφαλιστική εταιρεία	0,3 (0,3%)	12,9 (12,9%)	32,7 (32,7%)

Πηγή: A.Berger, R.Demsetz & P.Strahan (1999), *Journal of Banking and Finance*, vol.23: 135-194
Σημείωση: ο πρώτος αριθμός είναι η συνολική αξία των πωληθέντων ιδρυμάτων, ενώ ο δεύτερος αντιπροσωπεύει (παρένθεση) την ποσοστιαία συμμετοχή στο ολικό ποσό.

Σ&Ε δραστηριότητα στις Η.Π.Α., 1985-1997, συνολικό αξία σε \$δισ			
Υπό εξαγορά	Αγοραστής		
	Εμπορική τράπεζα	ΕΠΕΥ	Ασφαλιστική εταιρεία
A. Μέσα στις Η.Π.Α., ολικό ποσό \$465,5 δισ			
Εμπορική τράπεζα	241 (51,8%)	6 (1,2%)	0,3 (0,1%)
ΕΠΕΥ	15 (3,2%)	74 (15,9%)	14 (3,0%)
Ασφαλιστική εταιρεία	0,2 (0,1%)	27 (5,8%)	88 (18,9%)
B. Η.Π.Α / εκτός Η.Π.Α, ολικό ποσό \$69,9 δισ			
Εμπορική τράπεζα	9,5 (13,6%)	3,0 (4,3%)	0,6 (0,8%)
ΕΠΕΥ	4,4 (6,3%)	14,7 (21,0%)	3,9(5,6%)
Ασφαλιστική εταιρεία	0,2 (0,3%)	7,7 (11,0%)	25,9 (37,1%)

Πηγή: A.Berger, R.Demsetz & P.Strahan (1999), *Journal of Banking and Finance*, vol.23: 135-194
Σημείωση: ο πρώτος αριθμός είναι η συνολική αξία των πωληθέντων ιδρυμάτων, ενώ ο δεύτερος αντιπροσωπεύει (παρένθεση) την ποσοστιαία συμμετοχή στο ολικό ποσό.

Οι παρατηρήσεις μας όσον αφορά στα παραπάνω στατιστικά στοιχεία συνοψίζονται στα εξής:

- οι εγχώριες Σ&Ε υπερτερούν σε μέγεθος των διεθνών τόσο στην Ευρώπη όσο στις Η.Π.Α
- οι συγχωνεύσεις εντός του κλάδου (εγχωρίως 69% για Ευρώπη και 86,6% για Η.Π.Α) υπερτερούν των εκτός κλάδου
- τα μεγαλύτερα μεγέθη παρατηρούνται στις μεταξύ των τραπεζών συγχωνεύσεις
- οι διεθνείς εντός κλάδου Σ&Ε για τις ΕΠΕΥ και τις ασφαλιστικές εταιρείες υπερτερούν των αντίστοιχων εγχωρίων στην Ευρώπη, ενώ δε συμβαίνει στις Η.Π.Α.
- στην Ευρώπη οι εμπορικές τράπεζες εγχωρίως εξαγοράζουν ασφαλιστικές εταιρείες σε μεγαλύτερο ποσοστό (8,1%) σε σχέση με τις ΕΠΕΥ (3,6%), ενώ εκτός συνόρων ισχύει το αντίθετο. Στις Η.Π.Α οι ΕΠΕΥ είναι στη δεύτερη θέση προτίμησης των εμπορικών τραπεζών τόσο εγχωρίως όσο εκτός συνόρων
- οι ΕΠΕΥ στις Η.Π.Α εξαγοράζουν κυρίως ασφαλιστικές εταιρείες εκτός κλάδου. Στην Ευρώπη οι εμπορικές τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες αποτελούν εξίσου στόχους για εξαγορά εκτός κλάδου εγχωρίως, ενώ εκτός συνόρων υπερτερούν οι εμπορικές τράπεζες

2.2.2) Γενικά για Σ&Ε Τραπεζών

Οι Σ&Ε είναι ένα φαινόμενο που έλαβε σημαντικές διαστάσεις το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 1990. Ιδιαίτερα ο χρηματοπιστωτικός τομέας κρατά τα σκήπτρα αυτής της πρακτικής. Προκλήθηκε όχι μόνο από την προοπτική της ONE αλλά γενικότερα από την απελευθέρωση των τραπεζικών υπηρεσιών και την παγκοσμιοποίηση της οικονομίας. Η δημιουργία ισχυρών χρηματοοικονομικών ομίλων που θα μπορέσουν να επιτύχουν οικονομίες κλίμακας και φάσματος είναι το αποτέλεσμα της πρόκλησης. Οι Σ&Ε είναι το μέσο για την επιτυχία αυτού του σκοπού και επιπρόσθετα στοχεύουν στη διατήρηση ή την αύξηση του μεριδίου στην εγχώρια και τη διεθνή αγορά. Σε εθνικό επίπεδο, στην προώθηση των Σ&Ε συντέλεσε η νέα

στρατηγική για την απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου στην εγχώρια αγορά στα πλαίσια του ανταγωνισμού και παράλληλα η επέκταση των ομίλων που προέκυπταν στις ευρωπαϊκές και διεθνείς αγορές. Για το λόγο αυτό, δεν παρατηρούνται μόνο Σ&Ε τραπεζών αλλά και εντάξεις στους χρηματοπιστωτικούς ομίλους ασφαλιστικών και επενδυτικών εταιρειών. Το φαινόμενο αυτό αναπτύσσεται και εκτός της ζώνης του ευρώ όπως στις Η.Π.Α, τον Καναδά, την Ασία και την Αυστραλία.

Μετά το 1997, τα μεγέθη των Σ&Ε έχουν αυξηθεί σημαντικά. Στις Η.Π.Α το 1998 έγιναν εννέα από τις δέκα μεγαλύτερες σε αξία συγχωνεύσεις και τέσσερις από αυτές αφορούσαν τράπεζες: Citicorp-Travelers, Bank America-NationsBank, BancOne-FirstChicago, Northwest-WellsFargo. Στην Ευρώπη, το 1998 έγινε η συγχώνευση της UBS με την Swiss Bank Corporation, ενώ διεθνώς η Deutsche Bank με την Bankers Trust. Το 1999 ξεκίνησαν οι μεγάλες συγχωνεύσεις/εξαγορές ευρωπαϊκών τραπεζών.

Η τάση συγκέντρωσης των τραπεζικών δραστηριοτήτων σε περιορισμένο αριθμό ιδρυμάτων μέσω Σ&Ε με τη δημιουργία μεγάλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων επέφερε τη μεγέθυνση του κλάδου στις περισσότερες χώρες. Στόχος κυρίως είναι η μείωση του κόστους, η αξιοποίηση συνεργειών στα έσοδα, οι σταυροειδείς πωλήσεις και η ανάπτυξη νέων πελατολογίων ώστε να βελτιωθούν οι βασικοί δείκτες όπως η μερισματική απόδοση, τα κέρδη ανά μετοχή και το κόστος προς έσοδα (Καραμούζης, 2002). Μια στις έξι τράπεζες την Ευρώπη έχει εξαφανιστεί μεταξύ 1994-1999 και ο αριθμός των πιστωτικών ιδρυμάτων μειώθηκε κατά 17% στην Ευρώπη και 18% στις Η.Π.Α.

Οι πέντε μεγαλύτερες τράπεζες ελέγχουν το 86% του συνολικού ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος στη Σουηδία, το 81% στην Ολλανδία, το 74% στη Φιλανδία, το 80% στην Ελλάδα και αναμένεται περαιτέρω συγκέντρωση στην Ιταλία, Γαλλία και Γερμανία εντός Ευρώπης και στις Η.Π.Α. Μερικά από τα αίτια δημιουργίας μεγάλων τραπεζικών σχημάτων παγκοσμίως είναι τα ακόλουθα:

- ένταση του ανταγωνισμού
- ο μεγάλος αριθμός μικρών τραπεζών σε πολλές χώρες (π.χ Γερμανία 3,500 τράπεζες, Ηνωμένες Πολιτείες 7,500 τράπεζες) με υψηλό σταθερό ανα μονάδα κόστος
- η κατάργηση των εγχώριων περιορισμών στις τραπεζικές δραστηριότητες
- η πίεση των βασικών μετόχων των τραπεζών για καλύτερες αποδόσεις (shareholders value)

A) Η.Π.Α-ΚΑΝΑΔΑΣ-ΑΣΙΑ-ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ

Στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

- πολύ σημαντική συγχώνευση ήταν της Chemical Bank με τη Chase Manhattan από τις οποίες προέκυψε η Τράπεζα Chase Manhattan Corporation.
- ακολούθησε η εξαγορά της μεγαλύτερης τράπεζας της πολιτείας της Φλόριδας, της Barnett Bank, από τη Nationsbank που στο τέλος του 1997 ήταν η τέταρτη μεγαλύτερη τράπεζα των Η.Π.Α.
- τον Απρίλιο του 1998 ανακοινώθηκε η μεγαλύτερη συγχώνευση μεταξύ τραπεζών στις Η.Π.Α μεταξύ της Bank of America και της Nationsbank αξίας €40,2 δις. Ο νέος τραπεζικός όμιλος που ονομάζεται BankAmerica Corporation είναι ο έβδομος στον κόσμο και δεύτερος στις Η.Π.Α.
- τον ίδιο μήνα, ανακοινώθηκε δεύτερη εντυπωσιακή συγχώνευση στις Η.Π.Α μεταξύ των τραπεζών Bank One και της First Chicago αξίας €27,3 δις. Η νέα τράπεζα με ονομασία Bank One Corporation είναι η μεγαλύτερη στις μεσοδυτικές πολιτείες των Η.Π.Α.
- τον Ιούλιο του 1998 ανακοινώθηκε η μεσω ανταλλαγής μετοχών αξίας €8,8 δις συγχώνευση μεταξύ της Suntrust Banks Inc. και της Crestar Financial Corp.
- η πιο σημαντική συγχώνευση ήταν μεταξύ της Citicorp με τον όμιλο Travelers Corp. αξίας €67,22 δις. Σήμερα ο έκτος μεγαλύτερος χρηματοπιστωτικός όμιλος στον κόσμο με συνολικά κεφάλαια €655 δις και ετήσια κέρδη πάνω από €2,8 δις. Ο όμιλος της Citicorp ήταν γνωστός από τη

θυγατρική της τράπεζα Citibank και τη δραστηριότητά του στις πιστωτικές κάρτες που είχε εκδόσει και ανήρχοντο σε 60 δισεκατομμύρια.

- την 13/9/2000 η Chase Manhattan ανακοίνωσε την εξαγορά της JP Morgan αντί \$39,2 δις. Η νέα τράπεζα που ονομάζεται JP Morgan Chase έχει ενεργητικό \$675 δις και είναι η τρίτη στις Η.Π.Α μετά τη Citigroup Inc. και τη Bank of America Corp.

Στον Καναδά μετά τη συγχώνευση της Royal Bank of Canada και της Bank of Montreal ανακοινώθηκε τον Απρίλιο του 1998 η συγχώνευση της Canada Imperial Bank of Commerce (CIBC) και της Toronto-Dominion Bank (TDB) ύψους €13,9 δις. Ο νέος τραπεζικός κολοσσός έχει ίδια κεφάλαια €426 δις.

Στην Ασία

- η συγχώνευση μεταξύ της Bank of Tokyo και της Mitsubishi Bank αξίας €31,3 δις κατέταξε το νέο τραπεζικό όμιλο στην τέταρτη θέση παγκοσμίως
- σημαντική ήταν η συγχώνευση των τραπεζών της Νότιας Κορέας Commercial Bank of Korea και Hanil Bank ύψους €78,7 δις
- τον Αύγουστο του 1999 ανακοινώθηκε τριπλή συμμαχία τραπεζών της Ιαπωνίας της Industrial Bank of Japan (IBJ), της Dai-Ichi Kangyo Bank (DKB) και της Fuji Bank. Οι τρεις τράπεζες ίδρυσαν κοινή εταιρεία χαρτοφυλακίου με την ονομασία Mizuho Holding και ενοποίησαν τις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες την άνοιξη του 2000
- στις 8/10/99 ανακοινώθηκε η συνεργασία των ιαπωνικών τραπεζών Asahi Bank και Tokai Bank. Ο νέος όμιλος κατέστη τρίτος στην Ιαπωνία με ενεργητικό €60 δις και στις 14/6/2000 ανακοίνωσε την ενοποίησή του με την ιαπωνική τράπεζα Sanwa δημιουργώντας το μεγαλύτερο όμιλο στον κόσμο
- τέλος, η συγχώνευση των τραπεζών Sumitomo Bank και Sakura Bank είχε ως αποτέλεσμα τη δημιουργία του τρίτου μεγαλύτερου χρηματοπιστωτικού ομίλου στον κόσμο που ονομάστηκε Sumitomo Mitsui Banking Corporation

Στην Αυστραλία η μεγαλύτερη τράπεζα Commonwealth Bank of Australia ανακοίνωσε στις 22/8/2000 ότι εξαγοράζει το 25% της New Zealand's ASB Bank για 560 εκατ. Δολάρια Νέας Ζηλανδίας. Έχοντας ήδη αποκτήσει το 75% του μετοχικού

κεφαλαίου της Νεοζηλανδικής Τράπεζας το 1989 για 252 εκατ. δολάρια Νέας Ζηλανδίας.

B) ΕΥΡΩΠΗ

Στην Ευρώπη

- η πρώτη μεγάλη συγχώνευση έγινε την 01/10/1988 μεταξύ των ισπανικών τραπεζών Banco de Bilbao και Banco de Vizcaya. Η νέα τράπεζα με το όνομα Banco Bilbao y Vizcaya ήταν η δωδέκατη τότε τράπεζα στην Ευρώπη από άποψη χρηματιστηριακής αξίας
- οι μεγαλύτερες συγχωνεύσεις στην Ιταλία ήταν μεταξύ της Ambroveneto και της Capirlo αξίας €4,7 δις (05/1997), της Credito Italiano και της Unicredito αξίας €9,9 δις (04/1998), της Banca Commerciale Italiana και της Banca Intesa
- ευρείας έκτασης συγχωνεύσεις έγιναν στη Φινλανδία στις αρχές της δεκαετίας του 1990 σαν αποτέλεσμα της κρίσης του τραπεζικού συστήματος. Η μεγαλύτερη συγχώνευση ήταν των τραπεζών Union Bank και Kansallis-Osake-Pankki από την οποία προέκυψε η Τράπεζα MERITA
- στις Κάτω Χώρες η ABN Amro Bank, δέκατη το 1999 στην Ευρώπη σε χρηματιστηριακή αξία, δημιουργήθηκε από τη συγχώνευση των τραπεζών Allgemeine Bank και Amsterdam-Rotterdam Bank.
- τον Ιούνιο του 1998 η Βελγο-Ολλανδική τράπεζα Fortis εξαγόρασε τη βελγική Generale de Banque αντί €11,9 δις
- στο Ηνωμένο Βασίλειο η συγχώνευση των Lloyds Bank και Trusting Savings Bank δημιούργησε τον μεγάλο τραπεζικό όμιλο Lloyds TSB Group ο οποίος το 1999 ήταν ο πρώτος σε χρηματιστηριακή αξία στην Ευρώπη
- τον Ιούλιο του 1997 έγινε στη Γερμανία η πιο σημαντική συγχώνευση αξίας €9,3 δις μεταξύ των τραπεζών Bayerische Vereinsbank AG και Bayerische Hypotheken und Wechselbank AG. Η νέα τράπεζα ονομάστηκε Bayerische Hypo und Vereinsbank.
- την 09/12/1997 ανακοινώθηκε η συγχώνευση των δύο ελβετικών κολοσσών της Union Bank of Switzerland (UBS) και της Swiss Bank Corporation (SBC)

αξίας €22,5 δις. Ο νέος όμιλος- Union Bank of Switzerland- είναι ο όγδοος μεγαλύτερος στον κόσμο από άποψη κεφαλαιακής αξίας

- η μεγαλύτερη εξαγορά που έγινε από τράπεζα του Ηνωμένου Βασιλείου πραγματοποιήθηκε όταν η Royal Bank of Scotland Group PLC απέκτησε με επιθετική εξαγορά τη National Westminster Bank PLC (02/2000)

Επίσης, πολλές Σ&Ε τραπεζών πραγματοποιήθηκαν και σε διασυνοριακό επίπεδο.

Γ) ΕΛΛΑΔΑ

Οι Σ&Ε στην Ελλάδα ξεκίνησαν στον τραπεζικό χώρο ώστε να δημιουργηθούν πέντε τραπεζικοί όμιλοι ως εξής (με σειρά μεγέθους) :

1. Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος
2. Alpha Bank
3. EFG Eurobank-Ergasias
4. Εμπορική
5. Πειραιώς

Οι Σ&Ε μέχρι σήμερα είχαν ως κύριο στόχο την επίτευξη συνεργειών στα έσοδα και την απόκτηση της μάζας δικτύου (πχ. Eurobank/Κρήτης/Εργο, Εθνική/Κτηματική, Πίστωσης/Ιονική, Πειραιώς/Χίος/Μακεδονίας-Θράκης). Ωστόσο, οι συνθήκες αλλάζουν καθώς οι τράπεζες σε μεγάλο βαθμό έχουν ανταγωνιστικά δίκτυα, προϊόντα και υπηρεσίες, ενώ τα διαχειριστικά προβλήματα των συγχωνεύσεων είναι ιδιαίτερα σημαντικά όπως έδειξε η εμπειρία των τελευταίων ετών. Το κυρίαρχο στοιχείο που θα δικαιολογούσε σήμερα τις συγχωνεύσεις μεγάλων σχημάτων είναι η επίτευξη μειώσεων κόστους σε δίκτυα, προσωπικό, κεντρικές υπηρεσίες. Επίσης, η ανάπτυξη νέων αγορών και δραστηριοτήτων λόγω μεγαλύτερου μεγέθους, η στρατηγική βελτίωση του περιθωρίου κέρδους λόγω μικρότερου αριθμού ανταγωνιστών, η μείωση του κόστους δανεισμού και άντλησης κεφαλαίου.

Επιπροσθέτως των εγχώριων Σ&Ε, σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση του ελληνικού τραπεζικού τοπίου αναμένεται να διαδραματίσουν οι συνεργασίες ελληνικών τραπεζών με τράπεζες εξωτερικού και γενικότερα εταιρειών του χρηματοοικονομικού τομέα. Για παράδειγμα η στρατηγική συνεργασία της Deutsche Bank με την EFG

Eurobank-Ergasias, της ασφαλιστικής εταιρείας Interamerican με την πορτογαλική εμπορική τράπεζα BCP, της Τράπεζας Πειραιώς με την ολλανδική ING, η εξαγορά της ολλανδικής ABN Amro Bank από την Aspis Bank. Οι συνεργασίες αυτές μεγιστοποιούν την τεχνογνωσία και τις οικονομίες κλίμακας και φάσματος.

Παρουσιάζουμε πιο αναλυτικά τον κύκλο των Σ&Ε των τραπεζών στην Ελλάδα ανά όμιλο.

Ο όμιλος της Εθνικής Τράπεζας αρχικά (27/08/1997) προχώρησε στην ενοποίηση των δύο στεγαστικών θυγατρικών της τραπεζών: η Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΚΤΕ) απορρόφησε την Εθνική Στεγαστική Τράπεζα και η νέα τράπεζα λειτούργησε από 01/01/1998 ως ΕΚΤΕ, ενώ παράλληλα ενοποίησε τις δύο θυγατρικές ασφαλιστικές εταιρείες, την Εθνική Ασφαλιστική και τον Αστέρα και η νέα ασφαλιστική εταιρεία ονομάστηκε Ανώνυμος Ελληνική Εταιρεία Γενικών Ασφαλίσεων «Η ΕΘΝΙΚΗ». Ακολούθησε η συγχώνευση μεταξύ της Εθνικής Τράπεζας και της ΕΚΤΕ. Στις 18/02/1999 η Εθνική εξαγόρασε το κατάστημα της Chase Manhattan Bank στο Βουκουρέστι και στις 24/08/1999 το 72,5% της μοναδικής διεθνούς εταιρείας χρηματοδοτικής μίσθωσης της Βουλγαρίας “Interlease”, ενώ στις 20/07/2000 ανακοίνωσε την εξαγορά της τρίτης μεγαλύτερης τράπεζας στη Βουλγαρία, τη United Bulgarian Bank, αποκτώντας το 89,9% του μετοχικού κεφαλαίου. Ο στόχος για τη δημιουργία ενός μεγάλου ευρωπαϊκού τραπεζικού ομίλου έμεινε ανεκπλήρωτος όταν η πρόθεση συγχώνευσης από τους διοικητές της Εθνικής Τράπεζας και της Alpha Bank δεν προχώρησε στην πράξη.

Η Τράπεζα Πειραιώς πέρασε στον ιδιωτικό τομέα το 1992 όταν η Εμπορική Τράπεζα πώλησε το 66,67% της συμμετοχής της σε όμιλο ιδιωτών επιχειρηματιών. Εκτοτε η δραστηριότητά της στο χώρο των Σ&Ε υπήρξε μεγάλη και σημαντική.

Το Μάιο του 1998 αγοράζει από την ΕΤΕ και το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο το 36,37% των μετοχών της Τράπεζας Μακεδονίας Θράκης που συγχωνεύθηκε με την Πειραιώς το 2000, και το Νοέμβριο του ίδιου έτους κλείνει συνεργασία με τη ΧΙΟΣBANK μέσω ανταλλαγής μετοχών. Την 16/06/2000 καταχωρήθηκε στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών η απόφαση του Υπουργείου Ανάπτυξης κατά την οποία εγκρίθηκε η

συγχώνευση των τραπεζών Πειραιώς, Μακεδονίας-Θράκης και Χίου και από 20/06 έπαψε η διαπραγμάτευση στο ΧΑΑ των μετοχών της Μακεδονίας-Θράκης και Χίου. Η Τράπεζα Πειραιώς υπερείχε της Αγροτικής Τράπεζας σε διαγωνισμό πώλησης του πλειοψηφικού πακέτου μετοχών της ΕΤΒΑ ώστε στις 20/03/2002 της μεταβιβάστηκε το 57,8% των μετοχών της ΕΤΒΑ.

Εν τω μεταξύ η Τράπεζα Πειραιώς αγοράζει (στις 10/09/1998) το ενεργητικό και δύο καταστήματα της Credit Lyonnais Hellas, η οποία μετατρέπεται σε επενδυτική τράπεζα και μετονομάζεται σε Piraeus Prime Bank ενώ στο μετοχικό κεφάλαιο συμμετέχει και η Bank of Tokyo-Mitsubishi. Μετά από έξι μήνες αγοράζει το ενεργητικό της National Westminster Ελλάς και τα πέντε υποκαταστήματά της, ενώ τον Σεπτέμβριο του 1999 ανακοινώνει την απόκτηση πλειοψηφικού πακέτου (50% συν μια μετοχή) της κυπριακής επενδυτικής εταιρείας Euroinvest and Finance Ltd έναντι 45 εκατ. λιρών. Η ανάπτυξή της μέσω θυγατρικών αλλοδαπών τραπεζών ολοκληρώνεται με τη διείσδυση στη βαλκανική αγορά όπου διαθέτει την Tirana Bank στην Αλβανία και υποκατάστημα της τράπεζας Χίου στη Σόφια και το 99,9% της ρουμανικής τράπεζας Banca de Credit Pater που μετονομάστηκε σε Piraeus Bank Romania και ασχολείται με τη λιανική τραπεζική και την επαγγελματική πίστη.

Η Τράπεζα Πειραιώς, επιπλέον, επέκτεινε τις δραστηριότητές της σε άλλους κλάδους του χρηματοοικονομικού τομέα. Ενώ στις 18/05/2000 ανακοίνωσε ότι αποκτά το 50,1% της επενδυτικής εταιρείας MARFIN AXEΠEY μέσω αύξησης του μετοχικού της κεφαλαίου και η MARFIN θα αναλάμβανε την αποκλειστική διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων και των εταιρικών επενδύσεων του ομίλου, η απόκτηση ματαιώθηκε με ανακοίνωση ότι δεν θα υπάρξει μετοχική σχέση αλλά συνεργασία στη διανομή επενδυτικών προϊόντων. Στις 21/12/2001 ανακοινώθηκε η σύναψη στρατηγικής σημασίας της Τράπεζας Πειραιώς με τον Ολλανδικό χρηματοοικονομικό όμιλο ING (Internationale Nederland Group) ο οποίος δραστηριοποιείται στον τραπεζικό και ασφαλιστικό κλάδο και τη διαχείριση διαθεσίμων σε 65 χώρες. Η συμφωνία προβλέπει την από κοινού ίδρυση θυγατρικών εταιρειών κυρίως του ασφαλιστικού κλάδου με στόχο την κυριαρχία στις τραπεζοασφάλειες αλλά και σε άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα, οι οποίες θα ελέγχονται κατά 50,1% από την ING και κατά 49,9% από την Πειραιώς. Η πρώτη κατέχει το 14% της εγχώριας ασφαλιστικής αγοράς και η δεύτερη το 8% της

εγγώριας τραπεζικής αγοράς. Τα προϊόντα θα φέρουν την επωνυμία ING Piraeus και θα διατίθενται από τα 200 καταστήματα της τράπεζας και τα 100 καταστήματα της ING/NN Ελλάδος και των ασφαλιστικών συμβούλων.

Ο **όμιλος της EFG Eurobank** ξεκίνησε τις συγχωνεύσεις στην Ελλάδα καθώς στις 19/07/1996 απορρόφησε την Interbank Ελλάς ΑΕ που διέθετε 19 υποκαταστήματα και το 1997 εξαγόρασε πέντε από τα επτά καταστήματα της Credit Lyonnais Hellas τα οποία και απορρόφησε. Στις αρχές του 1998 ήταν η σειρά της Τράπεζας Αθηνών να συγχωνευθεί με τη Eurobank ώστε ο συνολικός αριθμός καταστημάτων της τελευταίας να φτάνει τα 54. Μεγάλη αύξηση του μεγέθους όμως προήλθε από τη συγχώνευσή της με την Τράπεζα Κρήτης (1999) που διέθετε 88 καταστήματα και την αγόρασε από την Τράπεζα Ελλάδος αντί €273 εκατ.

Η Eurobank έδειξε παράλληλα ενδιαφέρον για επέκταση στην τραπεζική αγορά σε χώρες των Βαλκανίων. Στις 14/08/1998 αποκτά από τη Βουλγαρική κρατική εταιρεία τραπεζικής αναδιάρθρωσης το 78,23% της Post Bank έναντι \$38 εκατ. και στις 20/07/2000 υπεγράφει συμφωνία με βάση την οποία πέτυχε την επέκτασή της στη Ρουμανική αγορά όντας ο στρατηγικός επενδυτής της Bank Post SA.

Στον ελλαδικό χώρο συνεχίζει την ανάπτυξη αγοράζοντας από μεγαλομέτοχο το 12% των μετοχών της Τράπεζας Εργασίας το οποίο αυξάνει σε 20,34% με αγορές στο ΧΑΑ και συμμετοχή στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Στη συνέχεια, σε συνεργασία με τη Deutsche Bank προχωρεί σε επιθετική εξαγορά της Τράπεζας Εργασίας με ανταλλαγή μετοχών και μετρητά. Η συγχώνευση των δύο Τραπεζών ολοκληρώθηκε τον Ιούλιο του 2000 και η νέα Τράπεζα ονομάστηκε EFG Eurobank-Ergasias. Ολοκληρώνοντας, στις 16/03/2001 η EFG Eurobank- Ergasias εξαγοράζει και απορροφά την Τράπεζα Επενδύσεων Telesis με ανταλλαγή μετοχών. Πραγματοποιήθηκε και συγχώνευση των χρηματιστηριακών εταιρειών των δύο τραπεζών, ενώ τα στελέχη του επενδυτικού τομέα της Telesis εντάχθηκαν στην EFG Finance που πήρε το όνομα EFG Telesis Finance. Ο νέος σχηματισμός διεκδικεί την πρώτη θέση τόσο στις χρηματιστηριακές εργασίες (περίπου 10%) όσο και στον επενδυτικό τομέα (περίπου 25%). Σημειώνουμε ότι η Telesis είχε εξαγοράσει και απορροφήσει τη Δωρική Τράπεζα.

Ο όμιλος της Alpha Τράπεζα Πίστεως εξαγόρασε το 75% της Lombard Natwest η οποία από 01/10/1998 λειτουργεί με το όνομα Alpha Τράπεζα Limited και κάλυπτε το 5% της τραπεζικής αγοράς στην Κύπρο. Στις 23/09/1999 η Εμπορική Τράπεζα με απόφαση του Δ.Σ μεταβιβάζει το 51% του μετοχικού κεφαλαίου της Ιονικής στην Άλφα Τράπεζα Πίστεως. Ήταν η μεγαλύτερη μέχρι τότε ιδιωτικοποίηση κρατικής τράπεζας με τίμημα €798 εκατ. Ο όμιλος της Ιονικής Τράπεζας διέθετε δίκτυο 230 καταστημάτων, καταστήματα στο Λονδίνο και τη Σόφια, πέντε θυγατρικές χρηματοπιστωτικές εταιρείες (ΑΕΔΑΚ, Επενδύσεων, Finance, Leasing, Χρηματοπιστηριακή), την Ιονική-Εκπαιδευτική και την Ιονική Ξενοδοχειακή. Την 25/04/2000 ολοκληρώθηκε η συγχώνευση μεταξύ των δύο τραπεζών και προέκυψε η νέα Τράπεζα Alpha Bank.

Και ο όμιλος της Alpha Bank δραστηριοποιείται στη Βαλκανική. Το Δεκέμβριο του 1999 εξαγόρασε τη Kreditna Banka AD-Skopje, ιδιωτική τράπεζας της FYROM. Στη Ρουμανία έχει τη θυγατρική Banca Bucuresti (85% του μετοχικού κεφαλαίου) που μετονομάστηκε σε Alpha Bank Romania. Στη Βουλγαρία έχει ένα υποκατάστημα της Ιονικής στη Σόφια και στην Αλβανία ένα υποκατάστημα της Alpha Πίστεως στα Τίρανα.

Η Εμπορική Τράπεζα ανακοίνωσε στις 09/06/2000 ότι επιτεύχθηκε συμφωνία με την τρίτη μεγαλύτερη τράπεζα της Γαλλίας Credit Agricole, η οποία αγόρασε από τις θυγατρικές Φοίνικα και Εμπορική Κεφαλαίου το 6,7% των μετοχών της Εμπορικής Τράπεζας. Η συμφωνία αυτή προβλέπει συνεργασία στους τομείς επενδυτικής τραπεζικής, διαχείρισης διαθεσίμων και τραπεζοασφαλειών και μεταφορά της τεχνογνωσίας από τη Γαλλική Τράπεζα σε επίπεδο ηλεκτρονικής τραπεζικής. Επίσης, η Εμπορική Τράπεζα σύναψε στρατηγικής σημασίας συμφωνία με την κυπριακή εταιρεία Glory Worldwide Holdings Ltd. Η συμφωνία αφορά την ίδρυση στην Κύπρο τράπεζας, το μετοχικό κεφάλαιο της οποίας θα ανήκει κατά 65% στην Εμπορική Τράπεζα, 10 % στη Glory και το υπόλοιπο σε ιδιώτες επενδυτές.

Άλλες Τράπεζες

Η Αγροτική Τράπεζα ανακοίνωσε στις 15/12/2000 ότι θα εξαγοράσει με ιδιώτες επενδυτές το δίκτυο 7 καταστημάτων στην Ελλάδα της Καναδικής Τράπεζας Nova Scotia το οποίο θα μετατρέψει σε νέα τράπεζα που θα δραστηριοποιείται στη λιανική τραπεζική και την χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

Η Εγνατία Τράπεζα απορρόφησε την Τράπεζα Κεντρικής Ελλάδος από την Αγροτική Τράπεζα.

Η Hong Kong and Sangai Banking Corporation (HSBC) – Ελλάδας εξαγόρασε (30/01/2001) τις δραστηριότητες των υποκαταστημάτων της Barclays η οποία αποχωρεί οριστικά από την Ελλάδα. Η Barclays είχε πωλήσει το ναυτιλιακό της χαρτοφυλάκιο στη Midland που εξαγοράστηκε το 1998 από την HSBC. Ο όμιλος της HSBC στην Ελλάδα διαθέτει χρηματιστηριακή εταιρεία και ΑΕΔΑΚ.

Η Novabank εξαγόρασε την τουρκική Τράπεζα Sitebank AS στις 02/11/2001.

Στην συνέχεια θα γίνει μια παρουσίαση, βάσει ενδεικτικών στοιχείων της περιόδου 1995-πρώτο εξάμηνο 2000, των Σ&Ε τόσο εγχώριων όσο διεθνών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων γενικά και τραπεζών ειδικότερα των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ο λόγος που αναφερόμαστε στις τράπεζες ξεχωριστά είναι ότι παίζουν πρωταρχικό ρόλο στις Σ&Ε τόσο σε αξία όσο σε πράξεις (όπως είδαμε και παραπάνω), και κατα συνέπεια αποτελούν θέμα μελετών.

2.3) Σ&Ε ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ (ΧΙ) ΤΩΝ ΧΩΡΩΝ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ (ΕΕ)

2.3.1) Γενικά

Παρουσιάζουμε διαγραμματικά τους τέσσερις τύπους Σ&Ε ΧΙ που βασίζεται η διεξοδική αναφορά μας.

Σ&Ε	Εγχώριες	Διεθνείς
Μεταξύ Τραπεζών (bank M&As)	Σ&Ε μεταξύ τραπεζών εγκατεστημένες στην ίδια χώρα	Σ&Ε μεταξύ τραπεζών εγκατεστημένες σε διαφορετική χώρα
Μεταξύ Χρημα/κών Ιδρυμάτων (financial conglomerates)	Σ&Ε μεταξύ τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων εγκατεστημένα στην ίδια χώρα	Σ&Ε μεταξύ τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων εγκατεστημένα σε διαφορετική χώρα

Μέχρι το 1980 οι εταιρείες του χρηματοοικονομικού τομέα των χωρών-μελών της ΕΕ λειτουργούσαν σε αγορές με αυστηρούς κανονισμούς και το κράτος να διαδραματίζει τον πρώτο ρόλο. Το περιβάλλον δεν ευνοούσε τις Σ&Ε ως αποδοτικό τρόπο για την αλλαγή των στρατηγικών ανάπτυξης και της δομής των αγορών. Ωστόσο, οι Σ&Ε στον αναφερόμενο τομέα δεν είναι εντελώς πρόσφατο φαινόμενο. Συγχωνεύσεις πραγματοποιήθηκαν κυρίως μεταξύ ιδρυμάτων του ίδιου κλάδου αλλάζοντας τη δομή της αγοράς ως ένα βαθμό (π.χ δημιουργία ισχυρών τραπεζικών ομίλων). Κινητήριες δυνάμεις των Σ&Ε θεωρούνται η τεχνολογία, η παγκοσμιοποίηση, η αποδιαμεσολάβηση και η Οικονομική και Νομισματική Ένωση.

2.3.2) Σ&Ε μεταξύ τραπεζών (Bank M&As) στην ΕΕ

Ποσοτικά στοιχεία

Ο κύριος όγκος των Σ&Ε αφορά σε εγχώριες μεταξύ τραπεζών -περισσότερο από 80% για κάθε έτος-, κυρίως μικρών πιστωτικών ιδρυμάτων (ορίζονται όσα έχουν περιουσιακά στοιχεία μέχρι €1 εκατ.). Επιπλέον οι διεθνείς τραπεζικές Σ&Ε συνήθως συμφωνούνται με χώρες εκτός Ευρωπαϊκής Οικονομικής Περιοχής, οπότε συμπεραίνουμε ότι οι τράπεζες αναζητούν κέρδη με επέκταση σε αναδυόμενες αγορές.

Για την χρονική περίοδο που αναφερόμαστε, γύρω στο 80% των συνολικών Σ&Ε τραπεζών προέρχεται από τις Γερμανία, Ιταλία, Γαλλία και Αυστρία δηλαδή χώρες-μέλη που έχουν το μεγαλύτερο αριθμό πιστωτικών ιδρυμάτων.

Αναφορικά με τις διεθνείς Σ&Ε τραπεζών τα στοιχεία δείχνουν ότι, αν και λιγότερες σε αριθμό, κατευθύνονται με στόχο αγορές που προσφέρουν μεγάλα περιθώρια σε τρίτες χώρες. Οι ευρωπαϊκές τράπεζες έχουν αναπτυχθεί στη Λατινική Αμερική, Νοτιοανατολική Ασία και Κεντροανατολική Ευρώπη ακόμα και σε αναπτυσσόμενες χώρες όπως οι Η.Π.Α.

Πίνακας 2.1: Αριθμός συνολικών τραπεζικών Σ&Ε
(εγχώριων και διεθνών)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Συνολικός Αριθμός	326	343	319	434	497	234
• Εγχώριες	275	293	270	383	414	172
• Εντός ΕΕΠ	20	7	12	18	27	23
• Με τρίτες χώρες	31	43	37	33	56	39

Πηγή: ECB-M&As involving the EU banking industry-Facts and implications Dec 2000

Κίνητρα

Η επιδίωξη της αυξημένης κερδοφορίας αποτελεί το βασικό κίνητρο των Σ&Ε των τραπεζών εγχωρίως παράλληλα με τα πλεονεκτήματα κόστους από τις οικονομίες κλίμακας. Η μείωση κόστους έγκειται σε περιορισμό του δικτύου καταστημάτων και διανομής, προσωπικού και διοικητικών υπηρεσιών όπως τα τμήματα νομικών, τεχνολογίας και μηχανοργάνωσης. Μάλιστα τέτοιες Σ&Ε γίνονται προκειμένου να αποφευχθούν εχθρικές εξαγορές. Οι Σ&Ε μεγάλων τραπεζών στοχεύουν στην αναδιάρθρωση του πιστωτικού συστήματος. Τα μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα συγχωνεύονται ώστε να αυξηθεί το μέγεθος και να επαναπροσδιορισθεί η θέση τους στον κλάδο. Επιδιώκουν να είναι αρκετά μεγάλα για να εκπροσωπούν ένα μεγάλο μερίδιο της εγχώριας τραπεζικής αγοράς και να επιτύχουν οικονομίες κλίμακας. Ταυτόχρονα με τη δύναμη που αποκτούν, επιζητούν την αύξηση των κερδών και τη μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής.

Οι διεθνείς Σ&Ε έχουν σαν κύριο αίτιο την απόκτηση μεγέθους ώστε οι τράπεζες να διαδραματίσουν ένα σημαντικό ρόλο στις περιφερειακές και παγκόσμιες αγορές αυξάνοντας τον αριθμό των πελατών τους. Ένας άλλος λόγος είναι η επίτευξη οικονομιών κλίμακας και φάσματος. Οι εξαγορές στις αναδυόμενες αγορές επιτρέπουν την μετάδοση της γνώσης και των ικανοτήτων που οδηγούν στη μείωση του κόστους και την αύξηση των κερδών της νέας τράπεζας.

2.3.3) Σ&Ε μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στην ΕΕ

Ποσοτικά στοιχεία

Κατα την περίοδο 1995-2000 (πρώτο εξάμηνο) παρατηρείται μεγάλη δράση από τις τράπεζες για ανάπτυξη σε άλλους κλάδους του χρηματοοικονομικού τομέα (ασφαλιστικό, χρηματοδοτικής μίσθωσης, επενδύσεων κτλ) εγχωρίως και διεθνώς, ενώ δεν γίνεται αντιληπτό κάτι αντίστοιχο. Αυτό μπορεί να οφείλεται αφενός στο γεγονός ότι ο τραπεζικός κλάδος είναι πιο ανεπτυγμένος και μεγάλος, αφετέρου υπάρχουν εμπόδια εισόδου. Οι τράπεζες επεκτείνουν το φάσμα των δραστηριοτήτων

τους σε επιχειρήσεις επενδύσεων και διαχείρισης κεφαλαίων και ασφαλιστικών εταιρειών. Υπάρχουν, ασφαλώς και περιπτώσεις που επιλέγουν να αναπτυχθούν με σύσταση νέας εταιρείας του χρηματοοικονομικού κλάδου από την εξαγορά μιας υφιστάμενης. Οι πίνακες που ακολουθούν δίνουν αυτή την εικόνα σε αριθμούς.

Πίνακας 2.2: Αριθμός εγχώριων Σ&Ε χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων για την ΕΕ

ΕΓΧΩΡΙΕΣ Σ&Ε						
Έτος	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Μεταξύ τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών	6	6	11	9	4	6
Μεταξύ τραπεζών και άλλων ΧΙ	19	17	24	19	32	22
Μεταξύ άλλων ΧΙ	0	2	3	5	9	2
Σύνολο	25	25	38	33	45	30

Πηγή: ECB-M&As involving the EU banking industry-Facts and implications Dec 2000

Πίνακας 2.3 : Αριθμός διεθνών Σ&Ε χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων για την ΕΕ

ΔΙΕΘΝΕΙΣ Σ&Ε						
Έτος	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Μεταξύ τραπεζών εσωτερικού και ασφ/κών εταιρειών εξωτερικού	3	2	2	4	6	9
Μεταξύ τραπεζών εσωτερικού και άλλων ΧΙ εξωτερικού	11	11	13	10	30	15
Μεταξύ άλλων ΧΙ	2	3	6	6	6	3
Σύνολο	16	16	21	20	42	27

Πηγή: ECB-M&As involving the EU banking industry-Facts and implications, Dec 2000

Οι αριθμοί αποδεικνύουν την έντονη δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στην ΕΕ για Σ&Ε την περίοδο 1995-2000 (πρώτο εξάμηνο). Τόσο εγχωρίως όσο διεθνώς ο αριθμός των Σ&Ε αυξάνεται κάθε έτος με μοναδική εξαίρεση το 1998 όπου παρατηρείται μια μικρή μείωση. Οι περισσότερες Σ&Ε πραγματοποιούνται μεταξύ των τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, για παράδειγμα 83 στις 88 Σ&Ε εγχωρίως την περίοδο 1995-1997 και 92 στις 108 Σ&Ε την περίοδο 1998-2000 αφορούσαν τράπεζες. Το ίδιο ισχύει και για τις διεθνείς Σ&Ε. Κατά αυτό τον τρόπο επιβεβαιώνεται η τάση των τραπεζών για επέκταση των δραστηριοτήτων τους σε άλλους κλάδους του χρηματοοικονομικού τομέα.

Κίνητρα

Οι οικονομίες φάσματος αποτελούν το επικρατέστερο κίνητρο των Σ&Ε ΧΙ εντός της χώρας. Με αυτό τον τρόπο επιδιώκεται η σταυροειδής πώληση (cross selling) διαφορετικών χρηματοοικονομικών προϊόντων σε μεγαλύτερο αριθμό πελατών με το υφιστάμενο δίκτυο διανομής. Επιπλέον, η δημιουργία καταστημάτων μιας στάθμευσης (one-stop shopping) όπου όλοι οι πελάτες θα μπορούν να ικανοποιήσουν τις ανάγκες τους για τραπεζικές, ασφαλιστικές, επενδυτικές και άλλες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και προϊόντα. Η μείωση του εισοδήματος από τόκους ωθεί τις τράπεζες να αναζητούν νέες επιχειρηματικές περιοχές. Για παράδειγμα, οι τράπεζες εισέρχονται στον ασφαλιστικό κλάδο αφού τα ασφαλιστικά προϊόντα θεωρούνται φυσική προέκταση των τραπεζικών.

Οι δύο κύριες αιτίες σύστασης ενός διεθνούς χρηματοοικονομικού συγκροτήματος είναι οι οικονομίες κλίμακας και φάσματος. Επιδιώκεται η μεγιστοποίηση του εισοδήματος μέσω σταυροειδών πωλήσεων. Η επικάλυψη διοικητικών λειτουργιών και καναλιών διανομής είναι ελάχιστη. Τα ιδρύματα του συγκροτήματος βρίσκονται σε διαφορετικές χώρες κάτω από διαφορετικούς κανόνες και πρακτικές που περιορίζουν τα πιθανά πλεονεκτήματα κόστους.

2.3.4) Ποσοτικά στοιχεία Σ&Ε Τραπεζών στην ΕΕ

Ο επόμενος πίνακας δείχνει την εξέλιξη την τελευταία πενταετία των Σ&Ε των πιστωτικών ιδρυμάτων εγχώριων και αλλοδαπών στην Ε.Ε.

Πίνακας 2.4: Σ&Ε πιστωτικών ιδρυμάτων στην ΕΕ (1995-2000)

ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ Σ&Ε ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ (εγχώριων και αλλοδαπών)							
<u>ΚΡΑΤΟΣ ΕΕ</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>ΣΥΝΟΛΟ</u>
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	122	134	118	202	269	101	946
ΙΤΑΛΙΑ	73	59	45	55	66	30	328
ΓΑΛΛΙΑ	61	61	47	53	55	25	302
ΑΥΣΤΡΙΑ	14	24	29	37	24	8	136
ΙΣΠΑΝΙΑ	13	11	19	15	17	29	104
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	6	11	21	24	8	6	87
ΒΕΛΓΙΟ	6	9	9	7	11	3	45
ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ	3	2	3	12	10	8	38
ΚΑΤΩ ΧΩΡΕΣ	7	11	8	3	3	5	37
ΦΙΝΛΑΝΔΙΑ	9	6	5	7	2	5	34
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	6	6	2	5	2	9	30
ΕΛΛΑΔΑ	0	1	3	9	8	1	22
ΣΟΥΗΔΙΑ	1	2	5	1	7	2	18
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	3	4	3	3	2	0	15
ΔΑΝΙΑ	2	2	2	1	2	2	11
ΣΥΝΟΛΟ	326	343	319	434	497	234	2.153

Πηγή: ECB-M&As involving the EU banking industry-Facts and implications, December 2000.

Ο αριθμός των πιστωτικών ιδρυμάτων μειώθηκε την περίοδο 1995-1999 σε όλα σχεδόν τα κράτη μέλη εκτός από την Ιρλανδία στην οποία εγκαταστάθηκε ένας μεγάλος αριθμός πολυεθνικών τραπεζών και την Ελλάδα στην οποία το πιστωτικό σύστημα βρίσκεται στη φάση της ωρίμανσης, ενώ ο αριθμός αυξήθηκε από την ανάπτυξη των συνεταιριστικών τραπεζών. Η μείωση αποδίδεται κυρίως στις Σ&Ε. Ελάχιστες ήταν οι περιπτώσεις πτωχεύσεων και εκκαθαρίσεων.

2.4) Σ&Ε ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

2.4.1) Σ&Ε χρηματιστηριακών εταιρειών στην Ελλάδα

Παράλληλα με τις Σ&Ε τραπεζών, στην Ελλάδα πραγματοποιήθηκαν τόσο συγχωνεύσεις όσο εξαγορές μεταξύ χρηματιστηριακών εταιρειών. Παρακάτω αναφέρουμε ορισμένες ενδεικτικά κατά έτος.

Συγχωνεύσεις

- η Χίος ΑΧΕΠΕΥ απορροφήθηκε από τη Σίγμα ΑΧΕΠΕΥ (1999)
- η Ιονική ΑΧΕ απορροφήθηκε από την Αlpha ΑΧΕ (2000)
- το ίδιο έτος η Μακεδονίας-Θράκης ΑΧΕ απορροφήθηκε από τη Σίγμα ΑΧΕΠΕΥ
- οι Εργασίας ΑΧΕ και Τέλεσις ΑΧΕ απορροφήθηκαν από την ΕFG Eurobank ΑΧΕΠΕΥ (2001) ώστε το μερίδιο αγοράς της νέας ενιαίας εταιρείας στις χρηματιστηριακές συναλλαγές να φτάνει το 9,7% και να κατέχει την πρώτη θέση
- οι Εμπορική ΑΧΕΠΕΥ και Metrolife ΑΧΕΠΕΥ απορροφήθηκαν από την Τράπεζα Επενδύσεων (τέλος 2001)
- η Eurolink ΑΧΕΠΕΥ απορροφήθηκε από τη Nexus ΑΧΕ (2002)
- οι Metronet ΑΧΕΠΕΥ και Σύμμετρον ΑΧΕΠΕΥ απορροφήθηκαν από την Praxis International ΑΧΕΠΕΥ (2003)

Εξαγορές

- η Κερδώος Ερμής ΑΧΕΠΕΥ εξαγοράστηκε (το 51%) από την Τράπεζα Αττικής και μετονομάστηκε σε Αττικής Κερδώος Ερμής ΑΧΕΠΕΥ (2000)
- η Ελληνική ΑΧΕΠΕΥ εξαγοράστηκε από τον όμιλο Marfin και μετονομάστηκε σε Marfin Ελληνική ΑΧΕΠΕΥ (2000)
- η Victory ΑΧΕΠΕΥ εξαγοράστηκε από την Τράπεζα Κύπρου και μετονομάστηκε σε Κύπρου ΑΧΕΠΕΥ (2001)

- η Άτταλος AXE εξαγοράστηκε από τη Λαϊκή Τράπεζα και μετονομάστηκε σε Λαϊκή Άτταλος AXE (2001)
- η Vottas Asset Management ΑΕΠΕΥ εξαγοράστηκε από τον όμιλο της Αγροτικής και μετονομάστηκε σε Αγροτική Asset Management (2001)
- η ABN Amro Αξίας AXE εξαγοράστηκε από τη Γενική Τράπεζα και μετονομάστηκε σε Γενική ΑΧΕΠΕΥ (2001)
- η Τρίρης ΑΕΠΕΥ εξαγοράστηκε από τον όμιλο Margin και μετονομάστηκε σε Margin Global Asset Management ΑΕΠΕΥ (2001)
- η Atrow Securities ΑΧΕΠΕΥ εξαγοράστηκε από τον όμιλο Proton και μετονομάστηκε σε Proton Securities ΑΧΕΠΕΥ (2001)
- η Σίγμα ΑΧΕΠΕΥ εξαγοράστηκε από την Τράπεζα Πειραιώς (2001)
- τέλος, το 2003 η Πειραιώς ΑΕΠΕΥ εξαγοράστηκε από τη Nationale Nederlanden και μετονομάστηκε σε ING-Πειραιώς (2003)

2.4.2) Ανακοινώσεις Σ&Ε άλλων εταιρειών του Χρηματοοικονομικού Τομέα στην Ελλάδα

- συγχώνευση της Ελληνοβρετανικής Ζωής και Ζημιών με την Εμπορική Ασφαλιστική και δημιουργία της Alpha Ασφαλιστικής (1998)
- συγχώνευση με απορρόφηση της Alpha Finance από την Alpha Bank (Απρίλιος 2001)
- συγχώνευση των εταιρειών Φοίνιξ Γενικές Ασφάλειες (δεύτερη μεγαλύτερη εταιρεία Γενικών Ασφαλίσεων στην Ελλάδα με μερίδιο αγοράς 10%) και Metrolife-Εμπορική (αξιοσημείωτη πορεία στον κλάδο ασφαλειών ζωής) - 2002
- συγχώνευση με απορρόφηση της Πειραιώς Επενδυτική ΑΕΕΧ από την Ελληνική Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου ΑΕ (2002)
- η Ασπίς Πρόνοια απορρόφησε με συγχώνευση την Ασπίς Επενδυτική (2002)
- συγχώνευση με απορρόφηση της Επενδύσεις Εργασίας ΑΕ από την Τράπεζα ΕFG Eurobank-Ergasias ΑΕ (2003)

- δημόσια πρόταση για εξαγορά του συνόλου των μετοχών της Alpha Trust-Asset Manager Fund AEEX από την Alpha Trust Επενδυτικές Υπηρεσίες ΑΕ (2003)
- συγχώνευση με απορρόφηση των Marfin Classic AEEX και Maritime & Financial Investments ΑΕ Συμμετοχών από την Comm Group ΑΕ (2003)
- συγχώνευση με απορρόφηση της Alpha Επενδύσεων από την Alpha Bank (2003)

Αντιλαμβανόμενοι τους λόγους για τους οποίους πραγματοποιούνται οι Σ&Ε και το μέγεθος του φαινομένου τα τελευταία χρόνια, το επόμενο ερώτημα που γεννάται είναι κατά πόσο υλοποιούνται οι στόχοι και τελικά τι αποδίδουν οι Σ&Ε στις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις. Στο επόμενο κεφάλαιο θα αναφερθούμε στις μεθόδους αξιολόγησης της απόδοσης των Σ&Ε και θα σχολιάσουμε αποτελέσματα ερευνών σχετικά με το θέμα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο: Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ Σ&Ε

3.1) ΓΕΝΙΚΑ

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Σ&Ε) επιχειρήσεων έχουν έντονο ακαδημαϊκό και πρακτικό ενδιαφέρον. Ένα από τα θέματα άμεσου ενδιαφέροντος είναι οι επιδράσεις αυτών των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στις επιμέρους επιχειρήσεις, σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη που εμπλέκονται (π.χ διοίκηση, εργαζόμενοι, μέτοχοι) και σε ολόκληρη την οικονομία. Είναι σαφές ότι το ενδιαφέρον αυτό προκύπτει, λόγω των μεγάλων κεφαλαιακών επενδύσεων που απαιτούνται για Σ&Ε, του υψηλού βαθμού δεσμεύσεως και κινδύνου αυτών των κεφαλαίων, καθώς και των πολλαπλών σοβαρών επιπτώσεων σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη (π.χ. υψηλή συγκέντρωση σε κλάδους και μείωση του ανταγωνισμού, προστασία των συμφερόντων των μετόχων, απολύσεις εργαζομένων, αλλαγή διοικήσεων, κ.λπ.)

Η βασική υπόθεση πίσω από μια προτεινόμενη συγχώνευση είναι ότι δύο ή περισσότερες εταιρείες ενωμένες σε μια ενιαία εταιρεία είναι καλύτερα από ότι μόνες τους. Στο 1^ο κεφάλαιο, εξετάζοντας τους λόγους και τα κίνητρα που ερμηνεύουν τη δραστηριότητα των Σ&Ε, είδαμε ότι κεντρικό ρόλο διαδραματίζει η υπόθεση της δημιουργίας συνεργειών, της συμπληρωματικότητας των πόρων και ικανοτήτων των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων και της καλύτερης αξιοποίησης των πόρων και ικανοτήτων της εξαγοραζόμενης επιχείσεως από τη διοίκηση του αγοραστή.

Σκοπός αυτού του κεφαλαίου είναι η παρουσίαση εμπειρικών πορισμάτων που προκύπτουν από μελέτες στις Η.Π.Α κυρίως αλλά και στην Ευρώπη αναφορικά με την απόδοση των Σ&Ε γενικά των επιχειρήσεων, αλλά και των εταιρειών του χρηματοοικονομικού τομέα ειδικότερα κυρίως τράπεζες. Τα ευρήματα αναφέρονται στις επιδράσεις των Σ&Ε στις επιχειρήσεις που τις πραγματοποιούν. Για την κατανόηση των αποτελεσμάτων των μελετών παρουσιάζουμε τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση της απόδοσης των Σ&Ε.

3.2) ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ Σ&Ε

Γενικά υπάρχουν δύο βασικές μέθοδοι. Η πρώτη που ιστορικά αναπτύχθηκε, είναι η χρήση λογιστικών μεγεθών (κέρδη, ταμιακές ροές, βασικοί δείκτες, κ.λπ.) για την εξέταση των επιπτώσεων της συγχώνευσης πάνω στην ενιαία εταιρεία, συγκρίνοντας την πορεία των μεγεθών αυτών πριν και μετά τη συγχώνευση. Η δεύτερη είναι η ανάλυση γεγονότων ή μη-κανονικών αποδόσεων (event study analysis or abnormal returns methodology) που προσπαθεί να εκτιμήσει την επίπτωση του γεγονότος της συγχώνευσης πάνω στον πλούτο των μετόχων τόσο του υποψήφιου αγοραστή (bidder) όσο και της εταιρείας-στόχου εξαγοράς (target).

Η πρώτη μέθοδος αφορά αυτό που λέγεται ex-post ανάλυση (μελέτη της επίπτωσης της συγχώνευσης μετά το γεγονός), ενώ η δεύτερη αφορά ex-ante ανάλυση (μελέτη των προσδοκιών της αγοράς σχετικά με την επίπτωση του γεγονότος).

3.2.1) Μέθοδος αξιολόγησης της απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (Accounting based valuation)

Η μέθοδος αυτή εφαρμόστηκε πρώτη για τη μελέτη των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων πριν καθιερωθεί η θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών και το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM), και αναγνωρισθεί η σημασία της αξιοποίησης των μεταβλητών της αγοράς.

Η αξιολόγηση βασίζεται στη σύγκριση μεγεθών που υπολογίζονται από στοιχεία του ισολογισμού, της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως και κατάστασης ταμειακών ροών της νέας επιχείρησης μετά τη συγχώνευση. Για παράδειγμα λειτουργικά κέρδη, ταμιακές ροές, πωλήσεις, βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες όπως απόδοσης ενεργητικού (return on assets), απόδοσης μετοχικού κεφαλαίου (return on common equity), περιθωρίου κέρδους (profit margin on sales), τιμής προς κέρδη (P/E).

Πρόκειται για μια μέθοδο με την οποία επιχειρείται μια εις βάθος ανάλυση των πραγματικών επιπτώσεων των συγχωνεύσεων όπως αυτή αποτυπώνεται στις

λογιστικές καταστάσεις και είναι εφαρμόσιμη για όλες τις εταιρείες εισηγμένες και μη, που επιλέγουν τη Σ&Ε ως τρόπο ανάπτυξης και επέκτασης. Ωστόσο, δε λείπουν τα ευάλωτα σημεία της μεθόδου και τα προβλήματα που προκύπτουν κατά την εφαρμογή. Η χρήση διαφορετικών λογιστικών κανόνων κατά την εξαγορά και συγχώνευση εμποδίζει τη εύστοχη εκτίμηση της αποδοτικότητας καθώς σε άλλες περιπτώσεις εφαρμόζεται η λογιστική μέθοδος Εξαγορών (Purchase Accounting) ενώ σε άλλες εκείνη των Συγχωνεύσεων ή Ενοποίησης των συμφερόντων (Merger or Pooling of interests Accounting). Το πρόβλημα αυτό αναμένεται ότι θα μειωθεί σημαντικά μετά την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IAS 22) που ουσιαστικά καθιστά απαγορευτική την εφαρμογή της λογιστικής Ενοποίησης των Συμφερόντων. Υπάρχει υποκειμενικότητα ως προς την επιλογή των μέτρων σύγκρισης, των μεγεθών απόδοσης καθώς και δυσκολία στην επιλογή του κατάλληλου χρονικού ορίζοντα της ανάλυσης. Τα λογιστικά στοιχεία καταγράφουν το παρελθόν και χρειάζονται χρόνια για να απεικονισθούν οι επιπτώσεις των Σ&Ε στις λογιστικές καταστάσεις, σε αντίθεση με τις τιμές των μετοχών που ενσωματώνουν πληροφορίες τόσο για το παρελθόν όσο για το μέλλον υποθέτοντας ότι κυριαρχεί η ισχυρή μορφή των αποτελεσματικών αγορών. Τέλος, δεν είναι εύκολος ο διαχωρισμός των επιπτώσεων της εξαγοράς και συγχώνευσης από άλλες επιχειρηματικές αποφάσεις και γεγονότα.

Η παραπάνω μέθοδος εξακολουθεί να έχει αξία και να συμπεριλαμβάνεται στις μελέτες ανάλυσης των επιπτώσεων των Σ&Ε παρά την εμφάνιση και χρησιμοποίηση της μεθόδου που αναφέρομε στην επόμενη ενότητα.

3.2.2) Μέθοδος ανάλυσης γεγονότων ή μη-κανονικών αποδόσεων (Event study or Abnormal returns methodology)

Αυτή η μεθοδολογία συγκρίνει τις αποδόσεις που πραγματοποιούν οι επενδυτές (μέτοχοι ή κάτοχοι ομολογιών) κατά την ανακοίνωση του γεγονότος (συγχώνευσης) με τις αναμενόμενες αποδόσεις στην περίπτωση κατά την οποία το γεγονός της συγχώνευσης δε συνέβαινε. Η διαφορά ανάμεσα σε πραγματοποιηθείσες και αναμενόμενες αποδόσεις καλείται «μη-κανονική απόδοση» (abnormal return) και

αντιπροσωπεύει την οικονομική αξία που δημιουργείται από τη συγχώνευση. Εάν η διαφορά αυτή είναι θετική τότε η συγχώνευση δημιουργεί αξία, εάν είναι αρνητική τότε η συγχώνευση καταστρέφει αξία, ενώ εάν είναι μηδενική τότε η επίπτωση της συγχώνευσης είναι ουδέτερη. Οι μη-κανονικές αποδόσεις συνήθως μετρούνται για κάποια περίοδο γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης κάθε συγχώνευσης (ημέρα ή μήνας συμβάντος ορίζεται 0) και στη συνέχεια υπολογίζεται ο μέσος όρος των μη-κανονικών αποδόσεων για ολόκληρο το δείγμα των συγχωνεύσεων. Ο στατιστικός έλεγχος του μέσου όρου των μη-κανονικών αποδόσεων καθορίζει εάν η μέση απόδοση είναι στατιστικά σημαντική. Οι τεχνικές λεπτομέρειες της παραπάνω μεθοδολογίας κρίνεται ότι είναι πέρα του ενδιαφέροντος της παρούσας εργασίας.

Υπάρχουν αρκετοί λόγοι για τους οποίους η μέθοδος των μη-κανονικών αποδόσεων έγινε δημοφιλής και χρησιμοποιείται τακτικά από τους ερευνητές κατά τη διεξαγωγή μελετών για Σ&Ε. Παρέχει τη δυνατότητα χρήσης μεγάλου δείγματος και ευκολία στη συγκέντρωση στοιχείων, παράλληλα με τη δυνατότητα για απομόνωση της επίδρασης σημαντικών άλλων γεγονότων εφόσον η περίοδος παρατήρησης είναι σύντομη σε διάρκεια. Ωστόσο δεν μπορούμε να παραβλέψουμε και τα μειονεκτήματα εφαρμογής αυτής της μεθόδου που συνοψίζονται στο ότι εξαρτάται από την υποτιθέμενη αποτελεσματικότητα της αγοράς για τις σωστές προβλέψεις των τιμών των μετοχών με βάση το παρελθόν και είναι ευάλωτη στην επιλογή των κατάλληλων παραμέτρων και υποδειγμάτων εκτίμησης της αναμενόμενης απόδοσης. Επιπλέον, δεν εξετάζει σε βάθος τα μεγέθη των εταιρειών μετά τη συγχώνευση όπως γίνεται με τη μέθοδο βάσει λογιστικών στοιχείων.

Οι εμπειρικές μελέτες, αποτελέσματα των οποίων παρουσιάζουμε παρακάτω, βασίζονται κυρίως στη δεύτερη μέθοδο.

3.3) ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΣΤΙΣ Η.Π.Α

Δύο ερωτήματα προκύπτουν από τη δραστηριότητα των Σ&Ε:

A) δημιουργούν αξία;

B) εάν ναι, πως κατανέμεται μεταξύ των συμβαλλόμενων;

Οι περισσότεροι μελετητές συμφωνούν ότι οι Σ&Ε αυξάνουν τον πλούτο των μετόχων της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Παρολαυτά, υπάρχει διαφωνία σχετικά με τα οφέλη των μετόχων της αγοράζουσας επιχείρησης.

Από τα γενικά εμπειρικά πορίσματα μελετών συγχωνύσεων στις Η.Π.Α, τη Μεγάλη Βρετανία και τη Γαλλία προκύπτει πως οι εξαγορές αυξάνουν την αξία των επιχειρήσεων. Οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις καρπώνονται το μεγαλύτερο μέρος από τα οφέλη. Οι αγοράζουσες επιχειρήσεις είτε καρπώνονται μικρά οφέλη είτε ακόμη πραγματοποιούν και ζημιές. Τα οφέλη για τις αγοράζουσες επιχειρήσεις έχουν σημειώσει διαχρονική μείωση, ενώ το αντίθετο παρατηρείται για τις αγοραζόμενες. Τα πραγματοποιηθέντα κέρδη από τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις ενισχύουν την άποψη πως οι εξαγορές αποτελούν δραστηριότητες που οδηγούν σε αύξηση της επιχειρηματικής αξίας.

Ανάλογη είναι η αντίληψη που διαμορφώνεται βάσει της μελέτης του Schwert (1996). Τα στοιχεία για τις τιμές των μετοχών των bidders (υποψήφιοι αγοραστής) δηλώνουν ότι κατά μέσο όρο οι μη-κανονικές αποδόσεις για τους bidders δεν είναι σημαντικά διαφορετικές από το μηδέν για την περίοδο 1975-1991. Παρόλο που συνέβαινε αυτό, ο συνολικός πλούτος συνέχιζε να είναι θετικός καθώς οι μη-κανονικές αποδόσεις για τους targets (στόχοι εξαγοράς) ήταν θετικές σε εύρος 35% με 40%. Βλέπουμε λοιπόν, ότι τη μερίδα του λέοντος της συνολικής απόδοσης των Σ&Ε λαμβάνουν οι αγοραζόμενες επιχειρήσεις.

Μεγάλη σημασία έχει εάν οι συνολικές μη-κανονικές αποδόσεις είναι θετικές ή αρνητικές, δηλαδή εάν τελικά οι Σ&Ε δημιουργούν επιπλέον αξία ή όχι.

3.3.1) Berkovitch & Narayanan (1993)

Εμπειρική μελέτη των Berkovitch και Narayanan σε δείγμα 330 πράξεων συγχώνευσης έδειξε ότι οι 250 ή το 76% του δείγματος πέτυχαν θετικά συνολικά κέρδη. Η συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των targets και των θετικών συνολικών αποδόσεων είναι μεγαλύτερη του μηδενός και στατιστικά σημαντική, ενώ η παραπάνω συσχέτιση είναι αρνητική και σημαντική όταν σημειώνονται αρνητικά συνολικά κέρδη (ζημιές). Αυτή η παρατήρηση ενισχύει την επικρατέστερη άποψη ότι τελικά οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις είναι περισσότερο κερδισμένες σε σχέση με τις αγοράζουσες. Όπως θα εξηγήσουμε παρακάτω το φαινόμενο “hubris” μπορεί να αποδυναμώνει τη γενικά θετική σχέση των αναμενόμενων κερδών μεταξύ υποψήφιων αγοραστών και επιχειρήσεων-στόχων. Οι Berkovitch και Narayanan συμπεραίνουν ότι η συνολική απόδοση είναι κυρίως θετική και οι διάφορες μορφές συνεργειών φαίνεται να είναι η κυρίαρχη δύναμη καθοδήγησης των Σ&Ε. Αποκτώντας το διαχειριστικό έλεγχο των περιουσιακών στοιχείων της αγοραζόμενης επιχείρησης, η αγοράζουσα μπορεί να χρησιμοποιήσει τα περιουσιακά στοιχεία που προκύπτουν από το συνδυασμό των δύο πιο αποτελεσματικά. Καθώς παρατήρησαν ότι σε περισσότερες από τα $\frac{3}{4}$ των περιπτώσεων ανάλυσης τα συνολικά κέρδη ήταν θετικά, είναι πολύ πιθανόν ότι δημιουργείται αξία από τις Σ&Ε, γεγονός που ταυτίζεται με τα συμπεράσματα άλλων μελετών.

3.3.2) Weston & Johnson (1999)

Οι Weston και Johnson μελέτησαν ένα δείγμα 309 πράξεων που αντικατοπτρίζουν το μισό σχεδόν της συνολικής αξίας των Σ&Ε μεταξύ 1992-μέσα 1998 διότι ένα από τα βασικά κριτήρια υπήρξε το τίμημα της εξαγοράς να υπερβαίνει τα \$500 εκατ. ενώ για το 1997 και έπειτα το \$1 δις. Τα αποτελέσματά τους, που παρουσιάζονται σε αξία (\$), βασίζονται στον υπολογισμό μη-κανονικών αποδόσεων για περίοδο [-20,+10], δηλαδή 20 ημέρες διαπραγματεύσεως πριν και 10 μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Η απόδοση των Σ&Ε για τους targets είναι σχεδόν πάντα θετική, ενώ για τους bidders εξαρτάται από την εκτίμηση της αγοράς για το αν το τίμημα που δόθηκε από τον αγοραστή στον πωλητή θα καλυφθεί από την μελλοντική

αποτελεσματικότητα της νέας επιχείρησης και τις συνέργειες που θα πραγματοποιηθούν. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα συνολικά αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης. Για το συνολικό δείγμα, δύο στις τρεις μεγάλες συγχωνεύσεις είναι πιθανόν να προσθέτουν αξία στους μετόχους. Αναφορικά με τις τράπεζες το ποσοστό της προβλεπόμενης επιτυχίας μειώνεται, ενδεχομένως η Σ&Ε να πραγματοποιούνται με ανταλλαγή μετοχών.

Πίνακας 3.1: Ποσοστά θετικών και αρνητικών συνολικών αποδόσεων

απόδοση	Αγοραστής		Πωλητής		Συνδυασμένη Επιχείρηση		
	αριθμός	ποσοστό	αριθμός	ποσοστό	αριθμός	ποσοστό	
τράπεζες	θετική	27	38%	63	88.7%	41	57.7%
	αρνητική	44	62%	8	11.3%	30	42.3%
όχι	θετική	124	52.1%	213	89.5%	161	67.6%
	αρνητική	114	47.9%	25	10.5%	77	32.4%
Συνολικό δείγμα	θετική	151	48.9%	276	89.3%	202	65.4%
	αρνητική	158	51.1%	33	10.7%	107	34.6%

Πηγή: Weston, Siu, Johnson, 2001. *Takeovers, Restructuring & Corporate Governance*, ch.8

Στην ίδια μελέτη, οι Weston και Johnson ανέλυσαν τα κέρδη και τις ζημιές των μετοχών αναφορικά με τη μέθοδο λογιστικής και την φορολογία. Σύμφωνα με τα ευρήματά τους, η επιχειρηματική ορθότητα της συμφωνίας καθορίζει πως η αγορά θα αντιδράσει. Εάν κρίνει ότι η συγχώνευση θα έχει επιτυχία, η αρχική απάντηση της αγοράς δύναται να είναι ευνοϊκή. Εάν κρίνει ότι η συμφωνία δεν έχει υγιές επιχειρηματικό θεμέλιο πιθανόν να αντιδράσει αρνητικά. Κατά συνέπεια, η «πειθώ» ή μη της συγχώνευσης παίζει αξιοσημείωτο ρόλο στην μεταβολή των τιμών των μετοχών των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων. Η λογιστική μέθοδος και οι επιπτώσεις της φορολογίας είναι δευτερευούσης σημασίας.

3.3.3) Lang, Stulz & Walking (1989)

Η υπόθεση μη αποτελεσματικής διοίκησης προβλέπει πως η εξαγορά επιχειρήσεων που διοικούνται μη αποτελεσματικά και η αντικατάσταση της διοίκησης δημιουργεί αξία γιατί οδηγεί σε καλύτερη χρήση των πόρων της αγοραζόμενης επιχείρησης.

Οι Lang, Stulz & Walking (1989) ερευνούν αυτή την υπόθεση, σχετίζοντας μη-κανονικές αποδόσεις των αγοραζουσών και αγοραζομένων επιχειρήσεων κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς με την απόδοση των διοικητικών στελεχών που μετράται με το δείκτη “q” του Tobin. Αυτός ο δείκτης είναι το πηλίκο της αγοραίας αξίας της επιχείρησης ως προς την αξία αντικατάστασης των στοιχείων ενεργητικού της. Τα εμπειρικά ευρήματα αυτής της μελέτης συνηγορούν στα εξής:

- ο δείκτης “q” των αγοραζομένων επιχειρήσεων μειώνεται σημαντικά κατά τη διάρκεια των πέντε ετών πριν την εξαγορά
- αγοράζουσες επιχειρήσεις με υψηλό δείκτη “q” σημειώνουν σημαντικές θετικές έκτακτες αποδόσεις ενώ αγοράζουσες επιχειρήσεις με χαμηλό δείκτη “q” σημειώνουν ζημιές
- Σ&Ε που δημιουργούν τη μεγαλύτερη αύξηση στην αξία της ενοποιημένης επιχείρησης προέρχονται από αγοράζουσες επιχειρήσεις με υψηλό δείκτη “q” και αγοραζόμενες με χαμηλό δείκτη “q”
- Σ&Ε που σχετίζονται με τις χαμηλότερες μη-κανονικές αποδόσεις προέρχονται από αγοράζουσες επιχειρήσεις με χαμηλό δείκτη “q” και αγοραζόμενες με υψηλό δείκτη “q”

Η ερμηνεία των άνω αποτελεσμάτων δηλώνει πως οι κεφαλαιαγορές επιβραβεύουν τις καλά διοικούμενες επιχειρήσεις που εξαγοράζουν μη αποτελεσματικά διοικούμενες επιχειρήσεις, όχι όμως και τις μη αποτελεσματικά διοικούμενες επιχειρήσεις όταν εξαγοράζουν καλά διοικούμενες επιχειρήσεις. Οι Σ&Ε μπορούν να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης μέσω της αντικατάστασης μη αποτελεσματικής διοίκησης.

Ακολουθεί η περιγραφή των αποτελεσμάτων ex-post μελετών που βασίζονται σε λογιστικά δεδομένα της νέας ενοποιημένης επιχείρησης.

3.3.4) Healy, Palepu & Ruback (1992)

Οι Healy, Palepu & Ruback (1992) έκαναν μια δημιουργική μελέτη της απόδοσης των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων. Μελέτησαν την απόδοση των 50 μεγαλύτερων συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α μεταξύ 1979-1984 χρησιμοποιώντας λογιστικά στοιχεία και στοιχεία λειτουργικών ταμιακών ροών από τη μετά τη συγχώνευση περίοδο για να μετρήσουν άμεσα την επίδραση της συγχώνευσης στην οικονομική απόδοση της αγοράζουσας επιχείρησης. Μάλιστα έκαναν μια κλαδική προσαρμογή (ή αλλιώς διόρθωση των δεικτών για την τάση του κλάδου) προκειμένου να είναι σαφές ότι οι αλλαγές στις μεταβλητές απορρέουν από τη συγχώνευση των επιχειρήσεων. Τα συμπεράσματά τους περιληπτικά αναφέρουν πως ο δείκτης της λειτουργικής απόδοσης των στοιχείων ενεργητικού αυξήθηκε από 0.40% σε 2.8%, σημαντική ήταν και αύξηση του δείκτη κυκλοφορίας των στοιχείων ενεργητικού, ενώ δεν άλλαξε σημαντικά το περιθώριο κέρδους των πωλήσεων. Σημαντική μείωση σημειώθηκε στο μέσο ρυθμό αύξησης των εργαζομένων κατά τη μετά τη συγχώνευση περίοδο. Από τα εμπειρικά αποτελέσματα προκύπτει ότι οι συγχωνεύσεις δημιουργούν οικονομικά κέρδη υπό τη μορφή βελτίωσης της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων τα οποία αντανακλώνται στις τιμές των μετόχων κατά την ανακοίνωση των Σ&Ε.

Μία από τις πιο σημαντικές αποκαλύψεις της έρευνας είναι ότι οι μη-κανονικές αποδόσεις είναι σημαντικά συσχετισμένες με τις μελλοντικές λογιστικές αποδόσεις μετά τη συγχώνευση, ώστε οι αποδόσεις γύρω από την χρονική στιγμή της ανακοίνωσης σωστά να προβλέπουν την απόδοση μετά τη συγχώνευση.

3.3.5) Άλλες εμπειρικές μελέτες

Σε άλλες μελέτες που έγιναν στις Η.Π.Α με τη χρήση λογιστικών δεδομένων μετά την πραγματοποίηση των συγχωνεύσεων δεν είχαμε τα ίδια αποτελέσματα για την απόδοση των αγοραστών. Ασφαλώς η κάθε μελέτη αφορά σε ξεχωριστό δείγμα, διαφορετική χρονική περίοδο και έχει διαφορετικό συγκριτικό μέτρο (benchmark). Η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών στις ΗΠΑ δείχνει ότι η απόδοση των αγοραστών που μετρείται με λογιστικά στοιχεία κερδοφορίας, μειώνεται σημαντικά ή

στην καλύτερη περίπτωση μένει ουδέτερη κατά την περίοδο 3-5 ετών μετά τη συγχώνευση. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι οι Ravenscraft & Scherer (1988 και 1987) παρατήρησαν σημαντική πτώση της απόδοσης, ενώ οι Herman & Lowenstein (1988) όπως και ο Ghosh (2001) συμπεράναν ότι δεν υπήρχε σημαντική βελτίωση.

Σε ανάλογη μελέτη στην Ελλάδα (Παπαδάκης, 2002) με δείγμα 143 ελληνικές επιχειρήσεις που συμμετείχαν σε Σ&Ε κατά τα έτη 1997-1999, τα εμπειρικά ευρήματα έδειξαν ότι σε 6 από τις 10 συγχωνεύσεις η σχετική απόδοση βάσει της χρηματοοικονομικής κατάστασης (ROA) επιδεινώθηκε και συμφωνούν με τα αντίστοιχα αποτελέσματα της διεθνούς έρευνας. Ειδικότερα, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις –σε αριθμό εργαζομένων- στην πλειοψηφία βελτιώνουν τη σχετική απόδοση σε αντίθεση με τις μικρότερες, οι οποίες όπως το 60% των εισηγμένων δε βελτίωσαν τη χρηματοοικονομική τους θέση.

Οι ελληνικές μελέτες μέχρι τώρα έχουν δείξει ότι η αγορά από την άποψη για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων και βελτίωση της αποτελεσματικότητας είναι ελλιπής. Οι Παπαδάκης & Ζωγγύ (1996) και Παπαδάκης (1999) μελέτησαν τη σχέση μεταξύ των μεγεθών των επιχειρήσεων και της απόδοσης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν καλύτερη απόδοση. Οι Ζωγγύ και Παπαδάκης (2001) μελέτησαν τη σχέση μεταξύ του μεγέθους των επιχειρήσεων και της απόδοσης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν καλύτερη απόδοση. Οι Παπαδάκης & Ζωγγύ (2002) μελέτησαν τη σχέση μεταξύ του μεγέθους των επιχειρήσεων και της απόδοσης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν καλύτερη απόδοση. Οι Παπαδάκης & Ζωγγύ (2003) μελέτησαν τη σχέση μεταξύ του μεγέθους των επιχειρήσεων και της απόδοσης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν καλύτερη απόδοση.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης αυτής, η αγορά από την άποψη για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων και βελτίωση της αποτελεσματικότητας είναι ελλιπής. Οι Παπαδάκης & Ζωγγύ (1996) και Παπαδάκης (1999) μελέτησαν τη σχέση μεταξύ των μεγεθών των επιχειρήσεων και της απόδοσης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν καλύτερη απόδοση. Οι Ζωγγύ και Παπαδάκης (2001) μελέτησαν τη σχέση μεταξύ του μεγέθους των επιχειρήσεων και της απόδοσης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν καλύτερη απόδοση. Οι Παπαδάκης & Ζωγγύ (2002) μελέτησαν τη σχέση μεταξύ του μεγέθους των επιχειρήσεων και της απόδοσης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν καλύτερη απόδοση. Οι Παπαδάκης & Ζωγγύ (2003) μελέτησαν τη σχέση μεταξύ του μεγέθους των επιχειρήσεων και της απόδοσης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν καλύτερη απόδοση.

3.4) ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΓΙΑ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΑΛΛΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ

Πολλές δυναμικές μελέτες με τη μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων είχαν ως αντικείμενο τις επιδράσεις των Σ&Ε στις αγοραίες αξίες των συγχωνευόμενων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η αλλαγή στην τρέχουσα αξία για τα αγοράζοντα και αγοραζόμενα ιδρύματα μαζί, εκτιμά την επίδραση των Σ&Ε στην παρούσα αξία των μελλοντικών κερδών του νέου ενοποιημένου ιδρύματος. Αύξηση στην αξία υποστηρίζουν με τα ευρήματά τους οι Cornet & Tehranian (1992), ενώ οι Houston & Ryngeart (1994) δε βρήκαν βελτίωση σημαντική στην αξία. Δε λείπουν και εκείνοι (π.χ. Becher, 2000) που επεσήμαναν ότι παράγοντες όπως η μέθοδος πληρωμής επηρεάζουν την απόδοση των Σ&Ε των εταιρειών του χρηματοοικονομικού τομέα.

Οι εμπειρικές μελέτες μέχρι τώρα έχουν βασιστεί σε στοιχεία από την Αμερική για την ανάλυση των επιπτώσεων των τραπεζικών συγχωνεύσεων στον πλούτο των μετόχων. Οι Hawawini & Swary (1990), Hudgins & Seifert (1996) βρήκαν σημαντική θετική απόδοση για τις τράπεζες στόχους. Τα αποτελέσματα δηλώνουν για τις αγοράστριες τράπεζες ότι η αξία τους μειώνεται. Οι Σ&Ε που αφορούν σε μικρές τράπεζες δημιουργούν περισσότερη αξία. Οι Hawawini & Swary επίσης συμπέραναν ότι η αύξηση της αξίας είναι τόσο αξιοσημείωτη όσο σημαντική και μεγάλη είναι η διαφορά στην αποδοτικότητα των συγχωνευθεισών τραπεζών. Ένα άλλο αξιόλογο σημείο των μελετών για τις Η.Π.Α είναι πως οι Σ&Ε μεταξύ τραπεζών στην ίδια πολιτεία έχουν μεγαλύτερη θετική επίπτωση σε σχέση με εκείνες που γίνονται μεταξύ τραπεζών εγκατεστημένων σε διαφορετικές πολιτείες.

3.4.1) Η.Π.Α

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζουμε τα εμπειρικά ευρήματα έξι μελετών σε Σ&Ε μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων.

Πίνακας 3.2: Ευρήματα έξι μελετών Σ&Ε τραπεζών

A/A	Συγγραφείς	Χρονική περίοδος	Αριθμός παρατηρήσεων	Απόδοση target(%)	Απόδοση bidder(%)	Απόδοση συγχ/σας(%)
1	James & Wier (1987)	1972-1983	60 εξαγορές	Μη-διαθέσιμη	1.77	Μη-διαθέσιμη
2	Neely (1987)	1979-1985	26 εξαγορές	36.22	3.12	Μη-διαθέσιμη
3	Trifts & Scanlon (1987)	1982-1985	21 συγχωνεύσεις	21.37	-3.25	Μη-διαθέσιμη
4	Cornett & De (1991)	1982-1986	152 bidders, 37 targets	9.66	-0.40	Μη-διαθέσιμη
5	Houston & Ryngaert (1994)	1985-1991	153 συγχωνεύσεις	14.77	-2.25	0.46
6	Houston & Ryngaert (1997)	1985-1992	184 συγχωνεύσεις	20.40	-2.40	Μη-διαθέσιμη

Πηγή: Becher (2000), The valuation effects of bank mergers. *Journal of Corporate Banking* 6, 189-214

Όπως φαίνεται, ο χρονικός ορίζοντας των μελετών είναι πέντε έτη κατά μέσο όρο και το μέγεθος του δείγματος σχετικά μικρό. Υπάρχει, επίσης, μια απόκλιση στην ανάλυση μεταξύ των μελετών καθώς οι James & Wier (1987) κάνουν λόγο μόνο για τις αποδόσεις των υποψήφιων αγοραστών, ενώ οι υπόλοιποι για τις αποδόσεις και των δύο μερών. Μόνο οι Houston & Ryngaert (1994) δίνουν αποτελέσματα και για τις αποδόσεις της νέας ενοποιημένης τράπεζας.

Σύμφωνα με αυτά, αν και υπάρχει ταύτιση για την τάση των αποδόσεων των εξαγοραζόμενων τραπεζών παρατηρείται απόκλιση για το μέγεθος της επίδρασης στον πλούτο των μετόχων. Οι αποδόσεις ποικίλουν από 9.66% (Cornett & De, 1991) σε 36.22% (Neely, 1987). Επιπλέον, δύο μελέτες βρίσκουν σημαντικές θετικές μη-

κανονικές αποδόσεις για τις αγοράζουσες τράπεζες, δύο μη-σημαντικά αρνητικές και δύο άλλες σημαντικά αρνητικές. Ωστόσο, πρέπει να δεχτούμε το γεγονός ότι λόγω του μικρού μεγέθους του δείγματος σε κάθε μελέτη μπορεί τα αποτελέσματα να έχουν επηρεαστεί από μια ή δύο ασυνήθεις Σ&Ε.

Σε ερευνητική μελέτη που πραγματοποιήθηκε (Becher, 2000) σε μεγαλύτερο δείγμα - 558 τράπεζες- και για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, 1980-1997, τα εμπειρικά ευρήματα ενισχύουν την άποψη ότι η σπουδαιότητα της κάθε αξιολόγησης επηρεάζεται από την περίοδο ανακοίνωσης (event window) που εφαρμόζεται. Οι αποδόσεις των τιμών των μετοχών που εξαγοράζονται είναι πάντα θετικές και σημαντικές αδιαφορώντας για τη μεθοδολογία ή την περίοδο παρατηρήσεων γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης. Οι αποδόσεις των τιμών των μετοχών των αγοράζουσων τραπεζών εξαρτώνται από την επιλογή του διαστήματος παρατηρήσεων. Κυμαίνονται από σημαντικά αρνητικές σε 11-ημερών (-5,+5) σε μη-σημαντικές θετικές σε 36-ημερών (-30,+5) διάστημα παρατηρήσεων. Για την τράπεζα που προκύπτει από τη Σ&Ε, οι μη-κανονικές αποδόσεις είναι σημαντικές και θετικές σε κάθε περίπτωση. Τα συνολικά αποτελέσματα συνηγορούν πως οι Σ&Ε μεταξύ τραπεζών δημιουργούν αξία κυρίως για τη δεκαετία του '90.

Το ενδιαφέρον των Houston & Ryngaert (1994) προκάλεσαν οι Σ&Ε μεγάλων τραπεζών και μελέτησαν την απόδοσή τους χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 131 συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν και 22 μη-ολοκληρωμένων για την περίοδο 1985-1991. Η μη-κανονική απόδοση αρχικά ήταν αμυδρά θετική και όχι στατιστικά σημαντικά διαφορετική από το μηδέν, ενώ με το πέρασμα του χρόνου έγινε θετική και σημαντική. Οι αγοράστριες τράπεζες είναι πιο κερδοφόρες από τις αγοράζουσες, αλλά αυτή η διαφορά δεν εξηγεί το μέγεθος των συνολικών μη-κανονικών αποδόσεων αν και παρατηρήθηκε ότι είναι πιο υψηλές για τις τράπεζες bidders με μεγαλύτερα κέρδη. Οι παραπάνω ερευνητές τόνισαν ότι οι εξαγορές τραπεζών γίνονται κυρίως με ανταλλαγή μετοχών (η μέθοδος πληρωμής για το 81,3% των μεγαλύτερων τραπεζικών συγχωνεύσεων ήταν μετοχές-Weston & Johnson, 1999). Όταν ανακοινώνεται από την αγοράστρια τράπεζα η πρόθεσή της για συγχώνευση με μία άλλη, αυτό ερμηνεύεται από την αγορά ως σημάδι ότι η μετοχή είναι υπερτιμημένη ώστε αυτό μερικώς να ενισχύει τις αρνητικές αποδόσεις. Θα το δούμε λίγο πιο αναλυτικά σε επόμενη παράγραφο.

Ο Rhoades (1998) σε μια εμπειρική μελέτη για τις επιδράσεις στην αποδοτικότητα των τραπεζικών συγχωνεύσεων συγκέντρωσε τα αποτελέσματα μελετών – περιπτώσεων (case study) για εννέα συγχωνεύσεις τραπεζών, επιλεγμένων με μη τυχαία κριτήρια. Τα ευρήματα δεν πρέπει να γενικούνται, ωστόσο είναι ενδεικτικά για το αν δημιουργείται αξία ή όχι από τη συγχώνευση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Ο συγγραφέας, διαχωρίζοντας την έννοια της μείωσης κόστους από τη βελτίωση της αποδοτικότητας, εξετάζει την ύπαρξη θετικών ή αρνητικών αποδόσεων καθώς μειώσεις στα λειτουργικά έξοδα μπορεί να προέλθουν από συρρίκνωση του αριθμού των εργαζομένων, κλείσιμο υποκαταστημάτων, ενοποίηση κεντρικών υπηρεσιών και δε συνεπάγονται βελτίωση της αποτελεσματικής λειτουργίας. Χαρακτηριστικό της μελέτης είναι η χρησιμοποίηση χρηματοοικονομικών δεικτών, οικονομετρικών μοντέλων και μη-κανονικών αποδόσεων, ώστε να εξαλειφεται κατά το δυνατόν το ενδεχόμενο οι διαφορές των αποτελεσμάτων να οφείλονται σε διαφορές στις μεθόδους ανάλυσης.

Μια σύνοψη των αποτελεσμάτων των εννέα μελετών καταλήγει στα ακόλουθα:

- Η αγορά έχει μια θετική αντίδραση στην ανακοίνωση τραπεζικών συγχωνεύσεων. Ειδικότερα, οι τιμές των μετοχών των αγοράζουσων τραπεζών αυξήθηκαν γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης σύμφωνα με πέντε από τις εννέα περιπτώσεις και οι τιμές των μετοχών των αγοραζόμενων τραπεζών αντίστοιχα αυξήθηκαν σε κάθε περίπτωση. Παράλληλα, η καθαρή επίδραση στον πλούτο της νέας συγχωνευθείσας τράπεζας αυξήθηκε κατά τα στοιχεία πέντε μελετών, μειώθηκε σε δύο ενώ για τις υπόλοιπες δύο δεν υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία. Τα αποτελέσματα διαφωνούν με εκείνα μελετών που υποστηρίζουν την αντίληψη ότι η αντίδραση της αγοράς συνήθως δεν είναι ευνοϊκή για την τιμή της μετοχής της αγοράζουσας τράπεζας. Ίσως η διαφορετικότητα των ευρημάτων να οφείλεται στην υπόθεση ότι η επιλογή των τραπεζών έγινε με την πιθανότητα να πραγματοποιήσουν επιτυχείς Σ&Ε που δημιουργούν αξία.

- Αφενός μεν η πλειοψηφία των αγοραζουσών τραπεζών θεωρείται πιο αποτελεσματική από τις εξαγοραζόμενες, αφετέρου δε αυτό δεν εξασφαλίζει απαραίτητως την επιτυχία μιας Σ&Ε. Για παράδειγμα, σε δύο από τις πιο πετυχημένες συγχωνεύσεις δεν ήταν ξεκάθαρο ότι η αγοράζουσα είναι καλύτερη από την αγοραζόμενη τράπεζα, ενώ σε περίπτωση όπου αποδεδειγμένα η αγοράζουσα ήταν πιο αποδοτική συνέβη το αντίθετο, δηλαδή αποτυχία της Σ&Ε. Κατά συνέπεια είναι δύσκολο να προσδιορίσει κανείς τους παράγοντες που εξασφαλίζουν την επιτυχία μιας Σ&Ε. Ωστόσο, μια ποικιλία πλεονεκτημάτων, εκτός από την επίτευξη θετικής απόδοσης, μπορεί να έχει η τράπεζα όπως ένα πιο διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο καταθέσεων και χορηγήσεων, ένα διαφορετικό στρατηγικό προσανατολισμό και ένα καλό «όχημα» για ανάπτυξη.

3.4.2) Ευρώπη

Ένα κύμα Σ&Ε χαρακτηρίζει τον Ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο στα τέλη του 1980 και ένα δεύτερο ξεκίνησε στα τέλη της δεκαετίας του '90.

Η έρευνα των Rad & Van Beek (2000) που εξέτασε τις επιπτώσεις των Σ&Ε των εταιρειών του χρηματοοικονομικού τομέα (κυρίως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, εταιρείες επενδύσεων) με τη μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων, κατέληξε στο γενικό συμπέρασμα ότι οι μετοχές των εταιρειών-στόχων (targets) έχουν σημαντικές θετικές αποδόσεις και οι μετοχές των υποψήφιων αγοραστών (bidders) έχουν αποδόσεις που δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Επίσης, οι αποδόσεις για τις αγοράστριες εταιρείες (π.χ τράπεζες) είναι πιο θετικές όταν πρόκειται για μεγάλα και κερδοφόρα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Συνοψίζοντας τα συμπεράσματα μπορούμε να σημειώσουμε τα ακόλουθα:

- Οι μη-κανονικές αποδόσεις των bidders-συνήθως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες ή και χρηματιστηριακές- είναι αρνητικές πριν την ανακοίνωση και θετικές μετά αν και όχι στατιστικά σημαντικές σε κάθε χρονική στιγμή, αφού

η επίδραση μιας Σ&Ε σε ανταγωνιστική αγορά είναι σχετικά μικρή για τον αγοραστή.

- Οι μη-κανονικές αποδόσεις των targets είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές, ώστε να δυναμώνει η αντίληψη ότι το μεγαλύτερο μέρος των κερδών της συγχώνευσης κατανέμεται στους μετόχους της αγοραζόμενης επιχείρησης.
- Οι Σ&Ε δημιουργούν αξία όταν αποδοτικές και κερδοφόρες τράπεζες εξαγοράζουν μη αποτελεσματικές τράπεζες και επιτυγχάνουν να μεταδώσουν τον αποδοτικό τρόπο λειτουργίας τους.
- Οι εγχώριες και διασυνοριακές Σ&Ε μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων έχουν την ίδια απόδοση.

Καταλήγοντας, βλέπουμε ότι τα αποτελέσματα είναι σύμφωνα με τα αντίστοιχα των μελετών στις Η.Π.Α.

Μια άλλη μελέτη των μεγαλύτερων Σ&Ε χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, που ανακοινώθηκαν σε 14 Ευρωπαϊκές χώρες για την περίοδο 1988-1997 και υποψήφιοι αγοραστές είναι κυρίως τράπεζες, καταλήγει σε συμπεράσματα διαφορετικά από εκείνα της πλειοψηφίας των μελετών στις Η.Π.Α στον τραπεζικό κλάδο. Οι Cybo-Ottone & Mugria (2000) βρήκαν σημαντική αύξηση στην τιμή των μετοχών των συγχωνευόμενων εταιρειών τη στιγμή της ανακοίνωσης.

Ο Vander Vennet (1993) χρησιμοποίησε λογιστικά στοιχεία για τη μελέτη της απόδοσης 492 τραπεζικών συγχωνεύσεων στην Ευρώπη και παρατήρησε ότι βελτιώσεις στην κερδοφορία σημειώνονται στις εγχώριες συγχωνεύσεις μεταξύ ιδρυμάτων ίδιου μεγέθους και σχετική βελτίωση στην αποτελεσματικότητα σε συγχωνεύσεις εκτός συνόρων.

3.4.3) Καναδάς

Ένας σημαντικός λόγος για την τάση συγκέντρωσης των εταιρειών του χρηματοοικονομικού τομέα σε έναν όμιλο ήταν η απελευθέρωση των κανόνων που

διέπουν τη λειτουργία και ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στις Η.Π.Α και την Ε.Ε κατά τη δεκαετία του 1990. Αυτό δημιούργησε ένα κύμα εγχώριων και διασυνοριακών Σ&Ε στον χρηματοοικονομικό τομέα εκτός από τις άνω χώρες και στον Καναδά.

Μελέτες για την απόδοση των Σ&Ε χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στον Καναδά έχουν δείξει ότι δημιουργούν αξία στην πλειοψηφία τους. Οι Amoako-Adu & Smith (1995) ερευνώντας το θέμα για την περίοδο 1984-1991 βρήκαν θετικές επιπτώσεις στον πλούτο των μετόχων μόνο για τον ασφαλιστικό κλάδο, ενώ δεν είχαν καμμία απόδειξη για τη μεταφορά πλούτου μεταξύ άλλων χρηματοοικονομικών εταιρειών. Σε ανάλογη μελέτη για την περίοδο 1990-1999 οι Aintablian & Roberts (2000) βρήκαν, εξετάζοντας την αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις Σ&Ε, θετικές μη-κανονικές αποδόσεις τόσο για τον υποψήφιο αγοραστή όσο για την εταιρεία-στόχο. Τέλος, οι διεθνείς Σ&Ε στη λιανική τραπεζική δημιουργούν αξία ενώ στον ασφαλιστικό κλάδο όχι κατέληξαν οι Bessler & Murtagh (2002) βασιζόμενοι στην εξέταση 26 διασυνοριακών και 17 εγχώριων στρατηγικών ανάπτυξης τραπεζών του Καναδά με Σ&Ε άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

3.5) ΠΙΘΑΝΕΣ ΕΞΗΓΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΡΝΗΤΙΚΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΑΖΟΥΣΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

3.5.1) Η θεωρία “Hubris”

Ο Roll (1986) πιστεύει πως τα οικονομικά οφέλη από εξαγορές-εάν υπάρχουν-έχουν υπερεκτιμηθεί. Το πρόβλημα δημιουργείται όταν οι Σ&Ε δεν επιφέρουν συνέργειες, αλλά παρολαντά οι αγοράζουσες επιχειρήσεις θεωρούν πως όντως δημιουργούνται. Το πριμ εξαγοράς αποτελεί ένα τυχαίο σφάλμα, δηλαδή ένα λάθος εκ μέρους της αγοράζουσας επιχείρησης. Γνωρίζει εκ των προτέρων ότι οι μέτοχοι των υπό εξαγορά εταιρειών δεν πρόκειται να δεχτούν να πουλήσουν τις μετοχές τους σε τιμή κατώτερη της τρέχουσας και καμμία προσφορά δεν πρόκειται να γίνει εάν η αποτίμηση της μετοχής συνιστά αξία μικρότερη της τρέχουσας αγοραίας. Επομένως, το παρατηρούμενο σφάλμα είναι πάντα προς την ίδια κατεύθυνση, δηλαδή υπερπληρωμή.

Τελικά, ο Roll συμπεραίνει πως όταν δε δημιουργούνται αθροιστικά κέρδη από τις Σ&Ε, τέτοιου είδους δραστηριότητες μπορούν να αποδοθούν στη λανθασμένη υπόθεση των αγοραζουσών επιχειρήσεων πως οι αποτιμήσεις τους για τις αγοραζόμενες είναι σωστές (θεωρία “Hubris”).

Ο Becher (2000) ανάλυει, μεταξύ άλλων στη μελέτη του για την απόδοση των τραπεζικών Σ&Ε, δύο υποθέσεις για την πραγματοποίηση Σ&Ε και την επίδρασή τους στις εμπλεκόμενες τράπεζες. Η πρώτη υπόθεση, η θεωρία Hubris προβλέπει ότι, κατά μέσο όρο, οι τράπεζες- στόχοι για εξαγορά έχουν θετικές αποδόσεις, οι υποψήφιες-αγοράστριες αρνητικές και η ενοποιημένη τράπεζα μηδενικές. Συνεπώς, οι Σ&Ε δε δημιουργούν αξία αλλά υποκινούνται από την προσπάθεια της αγοράζουσας τράπεζας για δημιουργία ενός μεγάλου ομίλου. Αναφέρουμε απλά ότι η δεύτερη υπόθεση της συνέργειας φέρει θετικά αποτελέσματα για την εξαγοραζόμενη τράπεζα και τη νέα ενοποιημένη, και μη-αρνητικά για την αγοράζουσα.

3.5.2) Το αποτέλεσμα της μεθόδου πληρωμής

Ο Τραυλός (1991) ισχυρίζεται ότι οι διαφορές στις μετοχικές αποδόσεις των αγοραζουσών επιχειρήσεων μπορούν να αποδοθούν στη μέθοδο χρηματοδότησης της Σ&Ε και των διαφορετικών πληροφοριακών συνεπειών τους. Τα στοιχεία δείχνουν πως στις καθαρές ανταλλαγές κοινών μετοχών οι μέτοχοι των αγοραζουσών εταιρειών υφίστανται σημαντικές ζημιές κατά την ανακοίνωση της πρότασης Σ&Ε. Τα αποτελέσματα για τις Σ&Ε που πληρώνονται σε χρήμα δείχνουν πως οι μέτοχοι των αγοραζουσών εταιρειών απολαμβάνουν «τακτικές» αποδόσεις.

Αυτά τα αποτελέσματα θεωρούνται ως συνεπή με την υπόθεση “signaling” σύμφωνα με την οποία η χρηματοδότηση μιας Σ&Ε μέσω ανταλλαγής κοινών μετοχών διαχέει την αρνητική πληροφορία πως η αγοράζουσα εταιρεία είναι υπερτιμημένη.

Οι Weston & Johnson (1999) στη μελέτη τους για την απόδοση των Σ&Ε τη δεκαετία 1990 παρατήρησαν ότι σε 364 μεγάλες συμφωνίες η ανταλλαγή μετοχών ως μέθοδος πληρωμής είναι η επικρατέστερη αφού αφορά στο 60% του συνόλου των Σ&Ε. Αναφορικά με τις Σ&Ε μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων για την παραπάνω περίοδο το αντίστοιχο ποσοστό είναι μεγαλύτερο και ανέρχεται περίπου στο 81% που σημαίνει ότι οι Σ&Ε τραπεζών πραγματοποιούνται κυρίως με ανταλλαγή μετοχών ώστε να ερμηνεύονται οι αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις των αγοραζουσών τραπεζών.

Και ο Becher (2000) υποστηρίζει την άποψη ότι η μέθοδος πληρωμής (μετρητά, μετοχές ή και συνδυασμός) επηρεάζει τις αποδόσεις. Οι Σ&Ε που χρηματοδοτούνται με ανταλλαγή μετοχών, θα φέρουν στατιστικά χαμηλότερες αποδόσεις στις αγοράζουσες τράπεζες με την υπόθεση ότι αυτός ο τρόπος πληρωμής αποτελεί αρνητικό σημάδι. Ενδεικτικά αναφέρουμε πως για την χρονική περίοδο 1980-1997, κατά μέσο όρο το 55% των Σ&Ε τραπεζών πραγματοποιήθηκε με ανταλλαγή μετοχών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

4.1) Σ&Ε ΓΕΝΙΚΑ

Οι Σ&Ε επιχειρήσεων, οι οποίες τόσο σε αριθμό όσο σε αξία είναι μεγάλες, τελικά δημιουργούν αξία κατά την πλειοψηφία εμπειρικών ευρημάτων μελετών στην Ευρώπη και την Αμερική. Επίσης, συμφωνία υπάρχει στον τρόπο κατανομής των κερδών μεταξύ των συμβαλλομένων καθώς οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις λαμβάνουν το μεγαλύτερο μέρος από τα οφέλη, οι αγοράζουσες επιχειρήσεις καρπούνται μικρά οφέλη ή ακόμη πραγματοποιούν ζημιές και η νέα ενιαία επιχείρηση αυξάνει την αξία της.

Δεν πρέπει να παραλείψουμε το γεγονός ότι οι περισσότερες μελέτες που παρουσιάστηκαν χρησιμοποιούν τη μέθοδο της ανάλυσης γεγονότων (event study) που σημαίνει ότι τα αποτελέσματα για κάθε συμβαλλόμενο αναφέρονται στη συγκεκριμένη περίοδο παρατήρησης και διαμορφώνονται βάσει των προσδοκιών της αγοράς καθώς αντανακλώνται στις τιμές των μετοχών. Ωστόσο υπενθυμίζουμε την αποκάλυψη της έρευνας των Healy, Palepu & Ruback (1992) ότι οι μη-κανονικές αποδόσεις είναι σημαντικά συσχετισμένες με τις μελλοντικές αποδόσεις μετά τη συγχώνευση, ώστε οι αποδόσεις γύρω από τη χρονική στιγμή της ανακοίνωσης σωστά να προβλέπουν την απόδοση μετά τη συγχώνευση.

Λαμβάνοντας υπόψη του λόγους πραγματοποίησης των Σ&Ε (όπως αναλύθηκαν στο 1^ο κεφάλαιο) συμπεραίνουμε τα εξής:

Όταν η πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης έχει θετική επίδραση στην αποδοτικότητα της ενοποιημένης επιχείρησης τότε γίνεται αντιληπτό ότι κατά το δυνατόν αξιοποιούνται τα οφέλη μιας Σ&Ε και εκληρώνονται οι εταιρικοί σκοποί. Μπορεί η συγκέντρωση των λειτουργιών των δύο επιχειρήσεων να έγινε με τον πιο αποτελεσματικό τρόπο ώστε η παροχή υπηρεσιών και προϊόντων με χαμηλότερο κόστος να συντελέσει στην αύξηση της κερδοφορίας. Αν όντως η συνδυασμένη επιχείρηση αύξησε το μερίδιο αγοράς, αυτό επιτρέπει να αυξήσει τις τιμές των

προϊόντων/υπηρεσιών της, καθώς ο αριθμός των ανταγωνιστών μειώνεται, και να αυξήσει την κερδοφορία της. Παράλληλα, της δίνεται η ευκαιρία να προσελκύσει ικανά στελέχη της αγοράς που θα συμβάλλουν σημαντικά στην αποδοτικότητα της και να βρίσκεται σε θέση ισχύος σε σχέση με προμηθευτές, πελάτες και ανταγωνιστές. Η θετική αξία που δημιουργείται αιτιολογείται αν λάβουμε υπόψη ότι έχει αντικατασταθεί μια μη-αποτελεσματική διοίκηση, γίνεται αποτελεσματική χρησιμοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού και αξιοποίηση των ευκαιριών που παρουσιάζονται.

Οι εταιρείες-στόχοι για εξαγορά (targets), όπως είδαμε, λαμβάνουν τη μερίδα του λέοντος των κερδών που δημιουργούνται από μια Σ&Ε. Πάντα έχουν θετικές και στατιστικά σημαντικές μη-κανονικές αποδόσεις και η μόνη διαφορά μεταξύ των εμπειρικών αποτελεσμάτων βρίσκεται στο μέγεθος της επίδρασης στον πλούτο των μετόχων. Αντιθέτως, οι μη-κανονικές αποδόσεις για τις υποψήφιες αγοράστριες εταιρείες (bidders) είναι σχεδόν πάντα αρνητικές.

Ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος εξαγοράς παίζει ρόλο στις αποδόσεις των αγοραζουσών και εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων. Έχει παρατηρηθεί ότι στην περίπτωση καταβολής μετρητών οι θετικές μη-κανονικές αποδόσεις των targets είναι μεγαλύτερες και των bidders σχεδόν μηδενικές σε σχέση με την ανταλλαγή των μετοχών. Πολύ πιθανόν αυτό να εξηγείται από την αρνητική πληροφορία που διαχέεται στην περίπτωση μιας συγχώνευσης με ανταλλαγή μετοχών ότι η αγοράζουσα επιχείρηση είναι υπερτιμημένη. Επίσης, τα αρνητικά αποτελέσματα της περιόδου μετά τη συγχώνευση για την αγοράζουσα επιχείρηση μπορεί να οφείλονται εν μέρει στην πληρωμή του τιμήματος εξαγοράς που την επιβαρύνει.

Επιπλέον, οι θετικές μη-κανονικές αποδόσεις των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων οφείλονται στη διάχυση της πληροφόρησης που δημιουργεί στην αγορά την αντίληψη ότι η επιχείρηση είναι υποτιμημένη. Από την άλλη πλευρά, όταν η αγορά κρίνει πως η Σ&Ε δεν έχει σαφές επιχειρηματικό θεμέλιο και γίνεται για την επιδίωξη προσωπικών συμφερόντων των ανωτάτων διευθυντικών στελεχών και όχι τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, τότε δεν αντιδρά θετικά για τους υποψήφιους αγοραστές. Συμπεραίνουμε πως η πειθώ μιας Σ&Ε παίζει σημαντικό ρόλο στις αποδόσεις των μετοχών των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων.

Μια Σ&Ε δεν είναι εύκολη υπόθεση και πάντα επιτυχής. Για τις εμπλεκόμενες εταιρείες κατά τη διάρκεια της συγχώνευσης (πριν και μετά) συντρέχουν ποικίλοι κίνδυνοι, μεταξύ των οποίων ο λειτουργικός, που χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής. Διαφορές στην κουλτούρα, στα συστήματα διαχείρισης κινδύνων, στις διαδικασίες ελέγχου, στους κανονισμούς, στις λογιστικές μεθόδους, τη μηχανοργάνωση δυσχεραίνουν την επιτυχή εφαρμογή της παράλληλα με τα εμπόδια από το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των εταιρειών.

Χρονιά	Εταιρεία	Μεταβίβαση	Χώρα	Αγορά	Μεταβίβαση	Χώρα
1988	Εταιρεία Α	Εταιρεία Β	Εταιρεία Γ	Εταιρεία Δ	Εταιρεία Ε	Εταιρεία ΣΤ
1990	Εταιρεία Α	Εταιρεία Β	Εταιρεία Γ	Εταιρεία Δ	Εταιρεία Ε	Εταιρεία ΣΤ
1992	Εταιρεία Α	Εταιρεία Β	Εταιρεία Γ	Εταιρεία Δ	Εταιρεία Ε	Εταιρεία ΣΤ
1994	Εταιρεία Α	Εταιρεία Β	Εταιρεία Γ	Εταιρεία Δ	Εταιρεία Ε	Εταιρεία ΣΤ
1996	Εταιρεία Α	Εταιρεία Β	Εταιρεία Γ	Εταιρεία Δ	Εταιρεία Ε	Εταιρεία ΣΤ
1998	Εταιρεία Α	Εταιρεία Β	Εταιρεία Γ	Εταιρεία Δ	Εταιρεία Ε	Εταιρεία ΣΤ
2000	Εταιρεία Α	Εταιρεία Β	Εταιρεία Γ	Εταιρεία Δ	Εταιρεία Ε	Εταιρεία ΣΤ
2002	Εταιρεία Α	Εταιρεία Β	Εταιρεία Γ	Εταιρεία Δ	Εταιρεία Ε	Εταιρεία ΣΤ
2004	Εταιρεία Α	Εταιρεία Β	Εταιρεία Γ	Εταιρεία Δ	Εταιρεία Ε	Εταιρεία ΣΤ
2006	Εταιρεία Α	Εταιρεία Β	Εταιρεία Γ	Εταιρεία Δ	Εταιρεία Ε	Εταιρεία ΣΤ
2008	Εταιρεία Α	Εταιρεία Β	Εταιρεία Γ	Εταιρεία Δ	Εταιρεία Ε	Εταιρεία ΣΤ
2010	Εταιρεία Α	Εταιρεία Β	Εταιρεία Γ	Εταιρεία Δ	Εταιρεία Ε	Εταιρεία ΣΤ
2012	Εταιρεία Α	Εταιρεία Β	Εταιρεία Γ	Εταιρεία Δ	Εταιρεία Ε	Εταιρεία ΣΤ
2014	Εταιρεία Α	Εταιρεία Β	Εταιρεία Γ	Εταιρεία Δ	Εταιρεία Ε	Εταιρεία ΣΤ
2016	Εταιρεία Α	Εταιρεία Β	Εταιρεία Γ	Εταιρεία Δ	Εταιρεία Ε	Εταιρεία ΣΤ
2018	Εταιρεία Α	Εταιρεία Β	Εταιρεία Γ	Εταιρεία Δ	Εταιρεία Ε	Εταιρεία ΣΤ
2020	Εταιρεία Α	Εταιρεία Β	Εταιρεία Γ	Εταιρεία Δ	Εταιρεία Ε	Εταιρεία ΣΤ

4.2) Σ&Ε ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ

Τα αποτελέσματα των πιο σημαντικών μελετών για τις Σ&Ε μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που παρουσιάσαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 4.1: Αποτελέσματα μελετών στις Η.Π.Α και Ευρώπη για Σ&Ε μεταξύ τραπεζών

ΜΕΛΕΤΗ	ΔΕΙΓΜΑ/ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ	EVENT WINDOW	ΜΕΘΟΔΟΣ	ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ		
				BIDDER	TARGET	NEW FIRM
<i>Becher (2000)</i>	558 Τράπεζες/ 1980-1997	[-5,+5] [-30,+5]	Event study	Αρνητική Θετική	Θετική Θετική	Θετική Θετική
<i>Houston & Ryngaert (1994)</i>	153 Σ&Ε/ 1985-1991	Μη διαθέσιμο	Event study	Αρνητική	Θετική	Θετική
<i>Rad & Van Beek (2000)</i>	Μη διαθέσιμο/ 1989-1996	[-40,+40]	Event study	Πριν την ανακοίνωση αρνητική και μετά θετική	Θετική	Μ/Δ
<i>Vander Vennet (1993)</i>	492 Τράπεζες/ 1988-1992	-----	Λογιστικά δεδομένα	Βελτίωση στην κερδοφορία & την αποτελεσματικότητα		
<i>James & Wier (1987)</i>	60 Εξαγορές/ 1972-1983	Μη διαθέσιμο	Event study	Θετική	Μ/Δ	Μ/Δ
<i>Neely (1987)</i>	26 Εξαγορές/ 1979-1985	Μη διαθέσιμο	Event study	Θετική	Θετική	Μ/Δ
<i>Trifts & Scanlon (1987)</i>	21 Συγχωνεύσεις/ 1982-1985	Μη διαθέσιμο	Event study	Αρνητική	Θετική	Μ/Δ
<i>Cornett & De (1991)</i>	152 Bidders, 37 Targets/ 1982-1986	Μη διαθέσιμο	Event study	Αρνητική	Θετική	Μ/Δ
<i>Houston & Ryngaert (1997)</i>	184 Συγχωνεύσεις/ 1985-1992	Μη διαθέσιμο	Event study	Αρνητική	Θετική	Μ/Δ
<i>Rhoades (1998)</i>	9 μελέτες περιπτώσεων	-----	Event study Econometric model Fin.ratios	Θετική (5/9) Αρνητική (4/9)	Θετική (9/9)	Θετική (5/9) Αρνητική(2/9) Μ/Δ (2/9)

Βλέπουμε λοιπόν, βάσει των στοιχείων που έχουμε, ότι οι τράπεζες ή άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που είναι στόχοι για εξαγορά λαμβάνουν τα μεγαλύτερα οφέλη όταν πραγματοποιούνται Σ&Ε. Οι εμπειρικές μελέτες δείχνουν πως οι μη-κανονικές αποδόσεις κατά την περίοδο παρατήρησης-πριν και μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης- είναι πάντα θετικές και στατιστικά σημαντικές. Αντιθέτως, τα αποτελέσματα για τους υποψήφιους αγοραστές δεν είναι πάντα σαφή και προς την ίδια κατεύθυνση. Αφενός μεν η πλειοψηφία των εμπειρικών ευρημάτων συνηγορεί υπέρ της αντίληψης για αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις, αφετέρου δε υπάρχουν ενδείξεις για πραγματοποίηση θετικών αποδόσεων αν και μερικές φορές μη στατιστικά σημαντικών. Ο νέος χρηματοοικονομικός όμιλος που προκύπτει από τη συγχώνευση φαίνεται να έχει σχεδόν πάντα θετικές μη-κανονικές αποδόσεις ώστε να ενισχύεται η άποψη ότι οι Σ&Ε δημιουργούν τελικά αξία. Το κύμα των Σ&Ε που κατακλύζει τον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών δημιουργεί συνθήκες βελτίωσης της αποτελεσματικότητας στους ομίλους που προκύπτουν.

Με βάση την επισκόπηση των αποτελεσμάτων των εμπειρικών μελετών, μπορούμε να πούμε ότι υπάρχουν μερικοί παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των Σ&Ε και κατά συνέπεια τη δημιουργία αξίας ή όχι.

- Ο βαθμός συσχέτισης των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται. Για παράδειγμα τα κέρδη είναι υψηλότερα όταν συγχωνεύονται τράπεζες (οριζόντια ολοκλήρωση) λόγω κυρίως οικονομιών κλίμακας από την συγκέντρωση των λειτουργιών και την εξάλειψη επιπλέον κόστους. Ωστόσο, και σε ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις δημιουργείται αξία λόγω κυρίως των οικονομιών φάσματος καθώς δίνεται η δυνατότητα στο νέο όμιλο να διαθέσει επιπλέον προϊόντα και υπηρεσίες με το υπάρχον δίκτυο. Επίσης δημιουργούνται διοικητικές συνέργειες κυρίως μεταξύ ιδρυμάτων με συμπληρωματικές δραστηριότητες και χρηματοοικονομικές συνέργειες.
- Η φάση (ανάπτυξης, ωρίμανσης, ύφεσης) στην οποία βρίσκεται ο κλάδος όπου γίνονται οι Σ&Ε, και η οικονομία γενικότερα συμβάλλει στην ολοκλήρωση ή μη μιας συγχώνευσης με επιτυχία. Σε ένα περιβάλλον οικονομικής ανάπτυξης όπου έχουμε χαμηλά επιτόκια και υψηλές τιμές μετοχών επωφελούνται τα συγχωνευόμενα πιστωτικά ιδρύματα.

- Ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος εξαγοράς: ανταλλαγή μετοχών ή μετρητά ή συνδυασμός των δύο. Οι Σ&Ε που γίνονται με μετρητά προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις στους μετόχους των συγχωνευόμενων ιδρυμάτων σε σχέση με εκείνες που γίνονται με ανταλλαγή μετοχών όπως δείχνουν οι περισσότερες μελέτες. Επισημαίνουμε ότι η ανταλλαγή μετοχών, ενώ αποτελεί τον κύριο τρόπο πληρωμής τιμήματος στις Σ&Ε μεταξύ τραπεζών, διαχέει την αρνητική πληροφορία ότι η μετοχή της αγοράζουσας τράπεζας είναι υπερτιμημένη ώστε να ερμηνεύονται εν μέρει οι αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις των υποψήφιων αγοραστών.
- Το μέγεθος του υποψήφιου αγοραστή σε σχέση με το αντίστοιχο της εταιρείας-στόχου για εξαγορά καθώς και η κερδοφορία του. Συγκεκριμένα, όταν μεγάλες και κερδοφόρες τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες ή άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εξαγοράζουν μικρότερου μεγέθους εταιρείες, οι αποδόσεις είναι πιο υψηλές σύμφωνα με εμπειρικά αποτελέσματα (π.χ. Tourani & Van Beek, 2000).
- Η αποτελεσματικότητα των διευθυντικών στελεχών καθώς και η αποδοτικότητα των εταιρειών γενικότερα συμβάλλουν στην πραγματοποίηση επιτυχών Σ&Ε. Όταν αποδοτικές και αποτελεσματικά διοικούμενα χρηματοοικονομικές εταιρείες συγχωνεύονται με άλλες λιγότερο αποδοτικές και μεταφέρουν το αποδοτικό τρόπο λειτουργίας τους τότε η Σ&Ε δημιουργεί αξία. Με αυτόν τον τρόπο γίνεται καλύτερη χρήση των πόρων του εξαγοραζόμενου χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, αξιοποίηση των εναλλακτικών ευκαιριών και αντιμετώπιση των απειλών του περιβάλλοντος. Η αγορά εξάλλου επιβραβεύει όταν οι καλά διοικούμενες επιχειρήσεις εξαγοράζουν και συγχωνεύονται με λιγότερο αποδοτικές επιχειρήσεις.

Στη μελέτη του ο Becher (2000) έδειξε ότι και η περίοδος παρατήρησης (event window) κατά την εφαρμογή μιας ανάλυσης γεγονότων παίζει ρόλο στην απόδοση μιας Σ&Ε κυρίως για τους υποψήφιους αγοραστές. Επίσης, σημαντικός παράγοντας είναι η εκτίμηση της αγοράς για τα κίνητρα της Σ&Ε. Αν κρίνει ότι γίνεται για τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων ανταποκρίνεται θετικά, ενώ δεν έχει ευνοϊκή αντίδραση στην περίπτωση κατά την οποία μια Σ&Ε εξυπηρετεί μόνο προσωπικές επιδιώξεις των διευθυντικών στελεχών.

Είναι αξιοσημείωτο το γεγονός του μεγάλου αριθμού Σ&Ε εταιριών του χρηματοοικονομικού τομέα τσός εντός όσο εκτός των συνόρων. Επικρατέστεροι παράγοντες από το σύγχρονο περιβάλλον που συμβάλλουν στον έντονο αυτό ρυθμό των Σ&Ε μπορούν να θεωρηθούν :

- τεχνολογική πρόοδος που πιθανόν να αύξησε τις οικονομίες κλίμακας στην παραγωγή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, τη δημιουργία ευκαιριών για βελτίωση της αποδοτικότητας και την αύξηση της αξίας μέσω της ενοποίησης και να ευνοεί τους μεγάλους χρηματοοικονομικούς ομίλους
- θετικές αλλαγές των χρηματοοικονομικών συνθηκών όπου τα χαμηλά επιτόκια και οι υψηλές τιμές των μετοχών μείωσαν τους οικονομικούς περιορισμούς στη δραστηριότητα των Σ&Ε
- οι Σ&Ε αποτελούν ίσως έναν αποδοτικό τρόπο για εξάλειψη της υπερβολικής δυναμικότητας συνεπάγεται μη αποτελεσματική λειτουργία για τις εταιρείες και μια διέξοδο από μια πιθανή χρεοκοπία λόγω financial distress.
- η παγκοσμιοποίηση των αγορών ωθεί τις Σ&Ε μεταξύ χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων σε διεθνές επίπεδο καθώς η ελεύθερη διακίνηση αγαθών και υπηρεσιών, χρορηγράφων και αξιών στις διεθνείς αγορές δημιουργεί ανάγκες για καταθέσεις, χορηγήσεις και άλλες υπηρεσίες από διεθνείς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς. Ωστόσο, τα διαφορετικά νομοθετικά πλαίσια που διέπουν κάθε χώρα για την ανάπτυξη νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων, οι διαφορετικές πρακτικές και κανόνες στη λογική και την φορολογία ενέχουν κίνδυνο αποτυχίας.
- τέλος, η αποκατανοκοποίηση (deregulation). Στις Η.Π.Α τη δεκαετία του '80 και αρχές του 1990 η γεωγραφική απελευθέρωση και η κατάργηση κάποιων περιορισμών σχετικά με την αγοραστική δύναμη των τραπεζών οδήγησε σε μεγάλο αριθμό Σ&Ε μεταξύ τραπεζών. Στην Ευρώπη το ξεκίνημα έγινε το 1993 οπότε η τραπεζική επιτροπή της ΕΕ επέτρεψε στις τράπεζες να λειτουργούν ελεύθερα στα εθνικά σύνορα της Ευρώπης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξένη

- Becher, D., 2000, The valuation effects of Bank Mergers. *Journal of Corporate Finance*, vol.6: 189-214
- Berger, A., Demsetz, R., Strahan, Ph., 1999, The consolidation of the financial services industry: Causes, Consequences and Implications for the future. *Journal of Banking and Finance*, vol.23: 135-194
- Bessler, W., Murtagh, J., 2002, The stock market reaction to cross-border acquisitions of financial services firms: An analysis of Canadian Banks. *Journal of International Financial Markets, Institution and Money*
- Breely, R., Myers, S., Principles of Corporate Finance. 2003, 7th edition Mc Graw Hill, ch.33
- Brigham, E., Ehrhardt, M., Financial Management-Theory and Practice. 2002, 10th edition Harcourt College Publishers, ch.26
- Cornett, M.M., De, S., 1991. Common stock returns in corporate takeover bids: evidence from interstate bank mergers. *Journal of Banking and Finance*, vol.15: 273-295
- Cybo-Ottone, A., Murgia, M., 2000, Mergers and Shareholder's wealth in European Banking. *Journal of Banking and Finance*, vol.24: 831-859
- ECB: Mergers and Acquisitions involving the EU Banking Industry-Facts and Implications, December 2000
- Hawawini, G., Swary, I., Mergers and Acquisitions in the US Banking Industry-Evidence from the capital markets. 1990, Elsevier Science Publishers B.V, ch.2
- Houston, J.F., Ryngaert, M.D., 1994, The overall gains from large Bank Mergers. *Journal of Banking and Finance*, vol.18: 1155-1176
- Houston, J.F., Ryngaert, M.D., 1997. Equity issuance and adverse selection: a direct test using conditional stock offers. *Journal of Finance*, vol.52: 197-219
- James, C., Wier, P., 1987. Returns to acquirers and competition in the acquisition market: the case of banking. *Journal of political economy*, vol.95: 355-370
- Martin, K.J., Mc Conell, J.J., 1991. Corporate performance, corporate takeovers and management turnover. *Journal of Finance*, vol.46: 671-688
- Neely, W.P., 1987. Banking acquisitions: acquirer and target shareholder returns. *Financial Management*, 66-74

Rad, A.T., Van Beek, L., 1999, Market valuation of European Bank Mergers. *European Management Journal* , vol.17: 532-540

Rhoades, St., 1998, The efficiency effects of Bank Mergers: An overview of case studies of nine mergers. *Journal of Banking and Finance*, vol.22: 273-291

Roll, R., 1986. The hubris Hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*, vol.59: 197-216

Saunders, A., Cornett, M., *Financial Institutions management-A risk management approach*. 2003, 4th edition Mc Graw Hill, ch.4

Travlos, N.G, 1990, Sources of gain from Domestic and International Acquisitions. *Corporate Finance Review*

Trifts, J.W., Scanlon, K.P., 1987. Interstate bank mergers: the early evidence. *The Journal of Financial Research*, vol.10: 305-311

Vander Venet, R., 1996, The effects of Mergers and Acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions. *Journal of Banking and Finance*, vol.20: 1531-1558

Weston, F., Siu, J., Johnson, Br., *Takeovers, Restructuring & Corporate Governance*. 2001, 3rd edition Prentice Hall, ch.6&8

Weston, F., Brigham, E., *Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής*. 1986, κεφ.19, μετάφραση: Γιάννης Λειβαδίτης

Ελληνική

Καραμούζης Νικόλαος, Το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα μπροστά στη νέα πραγματικότητα. *Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών*, Β' τρίμηνο 2002

Καραμούζης Νικόλαος, Τάσεις στο Διεθνή Χρηματοπιστωτικό Χώρο. Σημειώσεις πανεπιστημιακών παραδόσεων

Κυριαζής Δημήτρης, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις. Σημειώσεις πανεπιστημιακών παραδόσεων, Μάιος 2003

Παπαδάκης Βασίλης, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία. Αθήνα , Μάιος 2002

Σαρσέντης Ν.Β, *Επιχειρησιακή Στρατηγική και Πολιτική*. 1996, 2^η έκδοση, Ευγένιου Μπένου, κεφ.7

Τραυλός Νικόλαος, *Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Επιχειρήσεων*. Οικονομικό Δελτίο Εμπορικής Τράπεζας, 1991

Φίλιππας Δ.Νικόλαος, Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματοπιστηριακό Περιβάλλον. 2000
Globus Invest, κεφ.8

Χαρδούβελλης Γκίκας-Τσιριτάκης Εμμανουήλ, Πιστωτικά Ιδρύματα και Διαχείριση
Κινδύνων. Σημειώσεις πανεπιστημιακών παραδόσεων, κεφ.1&2, Φεβρουάριος 2003

Διαδίκτυο

www.hba.gr

www.hcmc.gr

www.phoenix.gr

www.naftemporiki.gr

hba.gr/5publ/enimerotica/1fv.htm: «Σύγχρονοι τρόποι κάλυψης των χρηματοδοτικών
αναγκών των επιχειρήσεων».

Πανεπιστήμιο Πειραιώς