Ο Ι Κ Ο Ν Ο Μ Ι Κ Ο Π Α Ν Ε Π Ι Σ Τ Η Μ Ι Ο Α Θ Η Ν Ω Ν

Τ Μ Η Μ Α Ο Ι Κ Ο Ν Ο Μ Ι Κ Η Σ Ε Π Ι Σ Τ Η Μ Η Σ

Ο Ι Ο Ι Κ Ο Ν Ο Μ Ι Κ Ε Σ Ε Π Ι Δ Ρ Α Σ Ε Ι Σ Τ Ω Ν Σ Υ Γ Χ Ω Ν Ε Υ Σ Ε Ω Ν Κ Α Ι Τ Ω Ν Ε Ξ Α Γ Ο Ρ Ω Ν Σ Τ Η Ν Κ Ε Ρ Δ Ο Φ Ο Ρ Ι Α Τ Ω Ν Ε Π Ι Χ Ε Ι Ρ Η Σ Ε Ω Ν Τ Ο Υ Χ Ρ Η Μ Α Τ Ο Ο Ι Κ Ο Ν Ο Μ Ι Κ Ο Υ Τ Ο Μ Ε Α

Α Ν Τ Ω Ν Ι Α Φ Λ Ω Ρ Ο Υ

Διατριβή υποβληθείσα προς μερική εκπλήρωση

των απαραιτήτων προϋποθέσεων

για την απόκτηση του

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

Ιανουάριος 2011

Εγκρίνουμε τη διατριβή της ΑΝΤΩΝΙΑΣ ΦΛΩΡΟΥ

Υπεύθυνη Καθηγήτρια

ΛΟΥΡΗ ΕΛΕΝΗ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Εξεταστής Καθηγητής

ΚΑΤΣΟΥΛΑΚΟΣ ΙΩΑΝΝΗΣ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Εξεταστής Καθηγητής

ΖΑΧΑΡΙΑΣ ΕΛΕΥΘΕΡΙΟΣ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

20/1/2011

Ε Υ Χ Α Ρ Ι Σ Τ Ι Ε Σ

Στο σημείο αυτό, θα ήθελα να ευχαριστήσω την επιβλέπουσα καθηγήτρια της διατριβής μου, κυρία Ελένη Λουρή, για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με ένα θέμα που με ενδιέφερε πολύ, για τον χρόνο που αφιέρωσε, για την πολύτιμη βοήθειά της, για την ουσιαστική συμβολή και καθοδήγησή της και τέλος, για την άψογη συνεργασία που είχαμε καθ' όλη τη διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας. Επιπλέον, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους καθηγητές και εξεταστές της διατριβής μου, κύριο Ιωάννη Κατσουλάκο και κύριο Ελευθέριο Ζαχαριά για το χρόνο που πρόκειται να διαθέσουν στην ανάγνωση της εργασίας μου, καθώς επίσης και για την πολύ καλή συνεργασία που είχαμε.

Π Ε Ρ Ι Ε Χ Ο Μ Ε Ν Α

ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ……...6

ΕΙΣΑΓΩΓΗ……...9

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ:
«ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ»

1.1. Οι έννοιες της Συγχώνευσης και της Εξαγοράς……...……13

1.2. Ταξινόμηση και μορφές των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών...…….15
1.2.1. Οι μορφές των Σ&Ε με βάση τον τρόπο της προσφοράς εξαγοράς…….15
1.2.2. Οι μορφές των Σ&Ε με βάση τη διάθεση ή τη θέση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης απέναντι στην πρόταση εξαγοράς……17
1.2.3. Οι μορφές των Σ&Ε με βάση τη συσχέτιση των δραστηριοτήτων των συγχωνευμένων εταιρειών……...19

1.3. Λόγοι και κίνητρα για Συγχωνεύσεις και Εξαγορές...……20
1.3.1. Τα κίνητρα με βάση τις Οικονομικές Θεωρίες……21
1.3.2. Τα κίνητρα με βάση τις Διοικητικές Θεωρίες……..27
1.3.3. Τα κίνητρα με βάση τις Χρηματοοικονομικές Θεωρίες……..28
1.3.4. Τα κίνητρα με βάση τις Στρατηγικές Θεωρίες…….29
1.3.5. Τα κίνητρα με βάση τις Θεωρίες Συμπεριφοράς Οργανισμών……31

1.4. Αντικίνητρα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών……...…….31

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ:
«ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ ΚΥΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ»

2.1. Κύματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στις Η.Π.Α……...……....34
2.2. Κύματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ευρώπη……...……37
2.3. Κύματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ελλάδα……...……45

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ:
«ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ»……52

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ:
«ΜΕΘΟΔΟΙ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ»

4.1. Η έννοια της αποτελεσματικότητας των χρηματοοικονομικών οργανισμών…...68
4.1.1. Αποτελεσματικότητα κερδών……..70
4.1.2. Αποτελεσματικότητα κόστους……71
4.1.3. Τεχνολογική αποτελεσματικότητα……...71
4.2.Παράγοντες Επηρεασμού της Αποδοτικότητας των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών……...72
4.3.Βασικές Μέθοδοι Μέτρησης της Αποδοτικότητας των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών των Χρηματοοικονομικών Οργανισμών…….……..74
4.3.1. Μέθοδος μη Κανονικών Αποδόσεων ή Μεθοδολογία Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων (Abnormal Returns or Event Study Methodology)……...74
4.3.2. Μέθοδος Αξιολόγησης της Λειτουργικής Αποδοτικότητας βάσει Λογιστικών Στοιχείων (Accounting based Operational Performance Evaluation)……..80

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ:
«ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ, ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ»

5.1. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές μεταξύ Τραπεζικών Ιδρυμάτων……....82
5.1.1. Όμιλος Εθνικής Τράπεζας…….……...83
5.1.2. Όμιλος Τράπεζας Πειραιώς……88
5.1.3. Όμιλος Marfin Egnatia Bank……...91
5.1.4. Όμιλος EFG Eurobank Ergasias……..93
5.1.5. Όμιλος Alpha Bank……97
5.1.6. Όμιλος Εμπορικής Τράπεζας…….…..98
5.2. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Τραπεζών και Ασφαλιστικών Εταιρειών…….102
5.3. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές μεταξύ Ασφαλιστικών Εταιρειών……108
5.4. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Τραπεζών και Χρηματιστηριακών Εταιρειών….111

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ:

«ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΩΝ ΚΑΤΑΛΛΗΛΩΝ ΕΤΑΙΡΩΝ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ»

6.1.Εισαγωγικές Παρατηρήσεις……121

6.2.Διαρθρωτικές σχέσεις μεταξύ επιχειρήσεων και κλάδων……124

6.3.Διακλαδικοί συνδυασμοί και διαφοροποίηση……..127

6.4. Arbitrage Pricing Theory……134

6.4.1. Θεωρητική θεμελίωση του Arbitrage Pricing Theory……134

6.4.2. Arbitrage Pricing Theory (APT): Η επιχείρηση σαν μια δέσμη συντελεστών…….....137

6.4.3. Single-industry factors and factor loadings: Διακλαδικές Σχέσεις……142

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ:

«ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΣΥΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΗΝ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ»

7.1. Αποδοτικότητα τραπεζών……..151

7.2. Αποδοτικότητα ασφαλιστικών εταιρειών……..163

7.3. Σύγκριση Αποτελεσμάτων……181

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ……..….184

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ……...…187

Π Ε Ρ Ι Λ Η Ψ Η Δ Ι Π Λ Ω Μ Α Τ Ι Κ Η Σ Ε Ρ Γ Α Σ Ι Α Σ

Η παρούσα διπλωματική εργασία έχει ως αντικείμενο διαπραγμάτευσης το θέμα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών και συγκεκριμένα τις οικονομικές επιδράσεις που έχουν στην κερδοφορία των επιχειρήσεων του χρηματοοικονομικού τομέα. Είναι γεγονός αναμφισβήτητο ότι τα τελευταία χρόνια, οι σημαντικές θεσμικές και διαρθρωτικές αλλαγές που συντελέστηκαν στο χώρο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών καθώς και οι σπουδαίες εξελίξεις που πραγματοποιήθηκαν στο επιχειρηματικό περιβάλλον, όπως η αλματώδης πρόοδος της τεχνολογίας, η απελευθέρωση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου και η ανάπτυξη των διεθνών αγορών, συνέβαλαν στη δημιουργία ενός περιβάλλοντος όπου η αύξηση του μεγέθους των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων προέβαλε ως επιτακτική ανάγκη επιβίωσης.

Τα τελευταία είκοσι χρόνια περίπου, η παγκόσμια οικονομία γνώρισε έναν μεγάλο αριθμό επιχειρηματικών αναδιοργανώσεων καθώς πληθώρα συγχωνεύσεων και εξαγορών πραγματοποιήθηκαν με πρωτοφανή ρυθμό. Οι συγχωνεύσεις εταιρειών δεν αποτελούν σε καμία περίπτωση καινούργιο φαινόμενο, ιδιαίτερα για τις Η.Π.Α., όπου πολυάριθμες συγχωνεύσεις συνδυάστηκαν με ραγδαίους ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας και με σημαντικές εξελίξεις στο επιχειρησιακό περιβάλλον. Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι για πολλές από τις επιχειρήσεις μάλιστα αποτελούν αποτελεσματικό μέσο αντιμετώπισης του διαρκώς αυξανόμενου ανταγωνισμού. Στην Ευρώπη, η πολιτική και οικονομική ενοποίηση των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, παράλληλα με τις οικονομικές μεταρρυθμίσεις στην Ανατολική Ευρώπη δημιούργησαν ένα πρόσφορο περιβάλλον για νέες συγχωνεύσεις.

Στην Ελλάδα, οι τάσεις για συγχωνεύσεις και εξαγορές εκδηλώθηκαν με καθυστέρηση σε σχέση με άλλες χώρες αλλά βαθμιαία προσέλαβαν μεγάλες διαστάσεις. Επικεντρώνοντας το ενδιαφέρον μας στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, οφείλουμε να επισημάνουμε ότι ο βασικός στόχος στον τραπεζικό κλάδο ήταν η δημιουργία μεγάλων τραπεζικών ομίλων ικανών όχι μόνο να διατηρήσουν αλλά και να διευρύνουν το μερίδιό τους στην ελληνική αγορά, καθώς επίσης και να επεκταθούν στις διεθνείς αγορές με προτεραιότητα τα Βαλκάνια. Μέσω των εξαγορών και των συγχωνεύσεων, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προσπάθησαν να εκμεταλλευτούν τις οικονομίες κλίμακας και τις συνέργιες και να

περιορίσουν αισθητά το κόστος των παρεχόμενων υπηρεσιών, ώστε να καλύψουν σε ικανοποιητικό βαθμό τις ανάγκες για νέα προϊόντα τόσο εγχώρια όσο και διασυνοριακά. Δεν πρέπει να παρακάμπτουμε ότι στις αρχές της δεκαετίας του 1990, πέρα από τις κλασσικές τραπεζικές συγχωνεύσεις, παρατηρούνται και συγχωνεύσεις μεταξύ τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών, πράγμα που μια δεκαετία νωρίτερα ήταν εντελώς άγνωστο. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μεταξύ τραπεζικών ιδρυμάτων και ασφαλιστικών εταιρειών έχουν αποδειχθεί ιδιαίτερα κερδοφόρα υπόθεση, προσδίδοντας στους εν λόγω οργανισμούς σημαντικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις του χρηματοοικονομικού κλάδου, οι οποίες επιμένουν να συνεχίζουν μόνες τους την πορεία τους, δείχνοντας ελάχιστη προτίμηση σε τέτοιου είδους συνενώσεις. Πρέπει να τονιστεί ιδιαίτερα ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση λαμβάνει ουσιαστικά μέτρα, προκειμένου να εξασφαλίσει μια ενιαία αγορά για χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Επιπλέον, στη μεγέθυνση του χρηματοοικονομικού τομέα, καταλυτικό ρόλο έπαιξε και η υπερμεγέθυνση των χρηματιστηριακών εταιρειών. Συγχρόνως, η απόκτηση χρηματιστηριακών εταιρειών από τράπεζες τους δίνει τη δυνατότητα να διευρύνουν το πελατολόγιό τους και να αποκτήσουν ευρεία πρόσβαση στα χρηματιστηριακά δρώμενα.

Βασικοί σκοποί της συνένωσης δύο ή περισσότερων χρηματοοικονομικών οργανισμών είναι η συγκέντρωση μεγάλων κεφαλαίων, η άσκηση εξειδικευμένης δραστηριότητας, η μείωση του κόστους λειτουργίας, η αποφυγή ανταγωνισμού μεταξύ τους, ο συντονισμός των δράσεών τους, η αντιμετώπιση ισχυρών ανταγωνιστών, η άσκηση συμπληρωματικών εργασιών και η απόκτηση ισχυρών μέσων για την επίτευξη των τεθέντων επιχειρηματικών στόχων. Όλοι αυτοί οι επιμέρους λόγοι για τους οποίους αποφασίζεται και διενεργείται η συνένωση των μέσων που διαθέτουν τα συγχωνευόμενα και συνελεγχόμενα νομικά πρόσωπα συμβάλλουν στην επιδίωξη της ενίσχυσης της εσωτερικής δύναμης, η οποία εκφράζεται από την εσωτερική αξία των νέων μετοχών και από την επίτευξη ικανοποιητικών κερδών.

Οι θετικές επιδράσεις, που απορρέουν ως αποτέλεσμα της δυναμικής των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, που αναμφισβήτητα έχουν οδηγήσει σε αλληλοσυμπληρωματικότητα δραστηριοτήτων μεταξύ των διαφόρων φορέων του χρηματοοικονομικού τομέα, εκπορεύονται τόσο από την ανάγκη επίτευξης των απαραίτητων οικονομιών κλίμακας, όσο και από την ανάγκη διατήρησης

ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος που θα συντελέσει ακόμα περισσότερο σε ταχύτερους ρυθμούς αύξησης των κερδών.

Ωστόσο, δεν πρέπει να παρακάμπτουμε ότι ο δρόμος των συγχωνεύσεων και εξαγορών δεν είναι πάντα ομαλός, αφού είναι δυνατόν τα μεγαλεπήβολα αυτά εγχειρήματα να αποτύχουν. Ως λόγοι αποτυχίας, μπορούν να θεωρηθούν η ανεπαρκής αξιολόγηση της απόδοσης της εταιρείας-στόχου, η έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού και ορθής επενδυτικής λογικής, η ύπαρξη μη ρεαλιστικών προσδοκιών, η σύγκρουση συμφερόντων και ο εσωτερικός ανταγωνισμός μεταξύ των διοικητικών στελεχών που μπορούν να οδηγήσουν όχι μόνο σε καθυστερήσεις στην πραγματοποίηση μιας ενδεχόμενης συγχώνευσης αλλά ακόμα χειρότερα μπορούν να ματαιώσουν τη διαδικασία υλοποίησής της.

Σκοπός της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας είναι η εξέταση της τάσης των χρηματοοικονομικών οργανισμών για την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών, η ανάλυση της επιρροής που ασκούν τα στρατηγικά αυτά εγχειρήματα στην κερδοφορία του χρηματοοικονομικού κλάδου, καθώς επίσης και η εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων σχετικά με τις προοπτικές των συγχωνεύσεων και εξαγορών του χρηματοοικονομικού κλάδου, βάσει θεωρητικών προσεγγίσεων και ερμηνείας εμπειρικών δεδομένων.

Ε Ι Σ Α Γ Ω Γ Η

Σε ένα παγκοσμιοποιημένο και έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον σαν το σημερινό, οι εθνικές και ακόμη περισσότερο οι πολυεθνικές επιχειρήσεις προσπαθούν να επιβιώσουν και να βελτιώσουν τη θέση τους, είτε εκμεταλλευόμενες ορισμένα πλεονεκτήματα που διαθέτουν έναντι άλλων, είτε ενώνοντας τις δυνάμεις τους με άλλες επιχειρήσεις μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο ανταγωνισμός ωθεί τις εταιρείες στο να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους στον ίδιο ή και σε διαφορετικούς κλάδους, με αποτέλεσμα οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές να αποτελούν πολύ σημαντικές δραστηριότητες στη σύγχρονη επιχειρηματική πραγματικότητα. Βέβαια, όταν μια επιχείρηση αποφασίζει να διεξάγει μια συγχώνευση ή εξαγορά, αντιμετωπίζει την πράξη αυτή ως μια επένδυση. Όπως είναι γνωστό, κάθε επένδυση εμπεριέχει κάποιο ρίσκο, το οποίο η επιχείρηση θα πρέπει να αξιολογήσει. Επιπροσθέτως, θα πρέπει να προβλέψει το χρονικό ορίζοντα μέσα στον οποίο η επένδυση θα καρποφορήσει, καθώς αυτή μπορεί να αποβεί καθοριστική για τη βιωσιμότητα και το μέλλον μιας εταιρείας.

Την τελευταία δεκαπενταετία περίπου, σε ολόκληρη την Ευρώπη, το ισχυρό κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει συντελέσει στην αναδιάρθρωση της λειτουργικής δραστηριότητας των χρηματοοικονομικών οργανισμών και αποτελεί σπουδαίο κίνητρο των τελευταίων να αυξήσουν το φυσικό τους μέγεθος, αποκτώντας σημαντική οικονομική επιφάνεια και αυξημένο γόητρο στο ευρύτερο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Επομένως, η δημιουργία κολοσσιαίων χρηματοοικονομικών οργανισμών που είναι απόρροια συγχωνεύσεων και εξαγορών συμβάλλει καταλυτικά στην αναθέρμανση του χρηματοοικονομικού κλάδου μέσω της γεωγραφικής επέκτασης των δραστηριοτήτων τους και της προώθησης στην αγορά περισσότερο σύνθετων και εύχρηστων χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών, προσφέροντας με αυτόν τον τρόπο στους επιμέρους πελάτες τους μια μεγάλη γκάμα εναλλακτικών επιλογών.

Η ελληνική οικονομία ως μια ανοιχτή ευρωπαϊκή οικονομία, παρά τις στρεβλώσεις και τις ανισορροπίες της δεν θα μπορούσε να μείνει μακριά από τον καταιγισμό των εξελίξεων των τελευταίων ετών. Αν και το ελληνικό χρηματοοικονομικό σύστημα, μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1990, λειτουργούσε κάτω από μια ασφυκτική

γραφειοκρατία με ένα περιορισμένο νομικό και θεσμικό ανταγωνιστικό πλέγμα, οι πρόσφατες αλλαγές (ιδιωτικοποιήσεις τραπεζών, προσπάθεια σύγκλισης με τα ευρωπαϊκά δεδομένα κ.λπ.) συνέβαλαν στο να καταστήσουν ικανό το χρηματοοικονομικό σύστημα να λειτουργεί κάτω από ένα απελευθερωμένο και αναπτυσσόμενο ανταγωνιστικό περιβάλλον.

Αναλύοντας τη δομή της παρούσας διπλωματικής εργασίας, παρατηρούμε ότι στο πρώτο κεφάλαιο παρατίθενται οι έννοιες της συγχώνευσης και της εξαγοράς και επιχειρείται η ανεύρεση των μορφών τους καθώς επίσης και η παρουσίαση των κινήτρων που δικαιολογούν την εκτεταμένη χρήση τους στο σύνολο των επιχειρήσεων, ενώ παράλληλα γίνεται αναφορά και στους ανασταλτικούς παράγοντες που λειτουργούν ως αντικίνητρα για συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, γίνεται μια ιστορική αναδρομή, η οποία έχει ως στόχο να μας ενημερώσει για την γένεση και την πορεία των συγχωνεύσεων και των εξαγορών μέσα στο χρόνο, η οποία αναφέρεται με τη μορφή «κυμάτων». Τα μέρη στα οποία κινείται αυτή η αναδρομή περιλαμβάνουν τόσο τις Η.Π.Α. και τις Ευρωπαϊκές χώρες, όσο και την Ελλάδα. Στο ευρύτερο πλαίσιο της συγκεκριμένης ανάλυσης, παρουσιάζονται και αρκετά στατιστικά στοιχεία για τον χρηματοοικονομικό τομέα ειδικότερα, ο οποίος άλλωστε αποτελεί και το αντικείμενο μελέτης της παρούσας εργασίας.

Στη συνέχεια, για την πληρέστερη παρουσίαση του χρηματοοικονομικού συστήματος και την κατανόηση της στρατηγικής επέκτασης των επιχειρήσεων του χρηματοοικονομικού τομέα μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών, κρίνεται απαραίτητη με τη βοήθεια της υπάρχουσας βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας μια εκτενής ανάλυση του θεωρητικού υποβάθρου των συγχωνεύσεων και εξαγορών, η οποία πραγματοποιείται στο τρίτο κεφάλαιο, το οποίο εστιάζει στην εξαγωγή συμπερασμάτων αναφορικά με την κερδοφορία και τους παράγοντες που διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στην επίτευξη αποτελεσματικότητας για τους οργανισμούς που προέρχονται μέσα από στρατηγικά εγχειρήματα συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Το τέταρτο κεφάλαιο επικεντρώνεται στην εξέταση των βασικών μεθόδων μέτρησης της αποτελεσματικότητας και της αποδοτικότητας των συγχωνεύσεων και των εξαγορών.

Το πέμπτο κεφάλαιο εμπεριέχει μια παρουσίαση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, η οποία επικεντρώνεται στον ελλαδικό χώρο, χρησιμοποιώντας περιπτώσεις χρηματοοικονομικών οργανισμών που συγχωνεύτηκαν, ενώ συνάμα παρατίθεται και μια περιγραφική ανάλυση της οικονομικής κατάστασης που χαρακτηρίζει τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις, προκειμένου να αποκομίσουμε πληροφόρηση για την επίδραση που μπορεί να άσκησαν οι συγκεκριμένες συγχωνεύσεις ή εξαγορές στην μελλοντική πορεία αυτών των επιχειρήσεων.

Το έκτο κεφάλαιο είναι εμπειρικό και επικεντρώνεται στην ανάλυση ενός οικονομικού υποδείγματος που βασίζεται στο ζήτημα της επιλογής των καταλληλότερων εταίρων στις συγχωνεύσεις του κλάδου των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Το εμπειρικό κομμάτι της έρευνας εμπεριέχει κατάρτιση πινάκων, ανάλυση χρηματοοικονομικών στοιχείων από οικονομικές καταστάσεις και χρήση στατιστικών μεγεθών, που κρίνονται αναγκαία, προκειμένου να μας βοηθήσουν να αντιληφθούμε αν υπάρχουν στοιχεία διαφοροποίησης μεταξύ των υπό συγχώνευση επιχειρήσεων και να εντοπίσουμε τους επιθυμητούς συνδυασμούς κατηγοριών επιχειρήσεων που θα συμβάλουν στη δημιουργία ωφελειών.

Το έβδομο κεφάλαιο εξετάζει τις επιδράσεις των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στην αποδοτικότητα των χρηματοοικονομικών οργανισμών και συγκεκριμένα των τραπεζών και των ασφαλιστικών εταιρειών που αποτελούν μάλιστα και τους δύο βασικούς πυλώνες του χρηματοοικονομικού συστήματος. Εν προκειμένω, στην περίπτωση των τραπεζών, χρησιμοποιείται η μέθοδος αξιολόγησης της λειτουργικής αποδοτικότητας βάσει λογιστικών στοιχείων, ενώ στην περίπτωση των ασφαλιστικών εταιρειών χρησιμοποιείται η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων ή αλλιώς μέθοδος των μη κανονικών αποδόσεων, προκειμένου να εξάγουμε συμπεράσματα για τις επιδράσεις που συνεπάγονται οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές για τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και τους μετόχους τους. Τέλος, διεξάγεται μια σύγκριση, η οποία διερευνώντας τις διαφορές και τα κοινά στοιχεία των αποτελεσμάτων των παραπάνω αναλύσεων, διασαφηνίζει τη θετική συμβολή των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αύξηση της κερδοφορίας των χρηματοοικονομικών οργανισμών.

Τέλος, είναι σημαντικό να τονιστεί ότι η επιλογή της κατάλληλης στρατηγικής κίνησης εξαρτάται από το οικονομικό και επιχειρησιακό περιβάλλον και σε καμιά

περίπτωση, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δεν αποτελούν πανάκεια για μια θετική οικονομική πορεία. Αυτό που αποτελούν στην ουσία οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι ένας εναλλακτικός τρόπος αναδιάρθρωσης των επιχειρήσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

«ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ»

1.1. Οι έννοιες της Συγχώνευσης και της Εξαγοράς

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν την πλέον ουσιαστική αντίδραση των επιχειρήσεων απέναντι στον εντεινόμενο ανταγωνισμό που επικρατεί στην παγκόσμια οικονομία, ως αποτέλεσμα της διεθνοποίησης ή ενοποίησης των αγορών χρήματος και κεφαλαίου σε πρώτο επίπεδο και των αγορών αγαθών και υπηρεσιών σε δεύτερο επίπεδο. Είναι γεγονός αναμφισβήτητο ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές θεωρούνται ως οι πιο διαδεδομένες επιχειρησιακές στρατηγικές, στην προσπάθεια επέκτασης στην αγορά, αφού αποτελούν διεθνώς μια από τις πιο συνήθεις μεθόδους, τις οποίες οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν για την ανάπτυξη τόσο του χαρτοφυλακίου των αγαθών και υπηρεσιών τους, όσο και για τη διεύρυνση των πωλήσεων, των κερδών και των μεριδίων που κατέχουν σε μια συγκεκριμένη αγορά, καθώς και των άλλων σημαντικών μεγεθών ή παραμέτρων που αφορούν τη διοίκηση της επιχείρησης και την αποτελεσματικότητά της.

Στο σημείο αυτό, κρίνεται σκόπιμο να δοθεί ένας ορισμός των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, ούτως ώστε να γίνει κατανοητό το περιεχόμενο των δύο αυτών εννοιών. Συγκεκριμένα, **συγχώνευση είναι η οικονομική πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις λύονται με σκοπό το σχηματισμό μιας κατά κανόνα μεγαλύτερης και ισχυρότερης οικονομικής μονάδας. Οι λυόμενες επιχειρήσεις δεν τίθενται σε εκκαθάριση, επειδή η περιουσία τους δεν διανέμεται στους ιδιοκτήτες τους, αλλά μεταβιβάζεται στην προκύπτουσα από τη συγχώνευση νέα επιχείρηση.** Υπάρχουν δύο βασικοί τρόποι συγχώνευσης. Ο πρώτος τρόπος αναφέρεται στη δημιουργία μιας νέας εταιρείας, της οποίας το κεφάλαιο θα αποτελείται από το άθροισμα των καθαρών θέσεων των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων και ενδεχομένως συμπληρωματικών εισφορών. Οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις λύονται αλλά χωρίς να ακολουθήσει το στάδιο της εκκαθάρισης. Ο δεύτερος τρόπος αναφέρεται στην απορρόφηση της περιουσίας μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων οι οποίες λύονται χωρίς να υπάρχει εκκαθάριση από άλλη επιχείρηση, η οποία συνεχίζει τη λειτουργία της. Οι συγχωνεύσεις, των οποίων η σχετική

διαδικασία ρυθμίζεται από διάταξη νόμου, καλούνται γνήσιες συγχωνεύσεις, ενώ όλες οι υπόλοιπες καλούνται μη γνήσιες ή καταχρηστικές. Από την επικείμενη συγχώνευση, θα προκύψει μια νέα εταιρεία. Στην περίπτωση της συγχώνευσης με απορρόφηση, δεν προκύπτει νέα εταιρεία αλλά η απορροφούσα εταιρεία συνεχίζει τη λειτουργία της και μετά την απορρόφηση (Λεονταρής, 2000).

Με τον όρο <u>εξαγορά</u>, νοείται η οικονομική πράξη, με την οποία μια ή περισσότερες επιχειρήσεις (εξαγοραζόμενες) μεταβιβάζουν, μετά τη λύση τους, χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, σε μια άλλη εταιρεία (εξαγοράζουσα), το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό), έναντι αποδόσεως στους μετόχους των εξαγοραζόμενων εταιρειών του αντιτίμου των μετοχών τους. Ύστερα από την ολοκλήρωση της εξαγοράς, οι εξαγοραζόμενες εταιρείες εξαφανίζονται και οι ιδιοκτήτες τους δίνουν τις μετοχές τους για ακύρωση λαμβάνοντας ένα συμφωνημένο αντίτιμο. Η εξαγορά επιχείρησης από μια άλλη επιχείρηση εξομοιώνεται με τη συγχώνευση δια απορροφήσεως (Brigham-Capenski, 1996).

Λαμβάνοντας υπόψη τους προαναφερθέντες ορισμούς, μπορούμε εύκολα να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές διαφέρουν:

- ως προς το είδος του ανταλλάγματος που προσφέρεται για την πραγματοποίησή τους (στις συγχωνεύσεις, το αντάλλαγμα είναι μερίδια συμμετοχής, ενώ στις εξαγορές δίνονται χρηματικά ποσά)

<u>και</u>

- ως προς τη δυνατότητα που έχουν οι μέτοχοι της εταιρείας που συγχωνεύεται ή εξαγοράζεται να επηρεάσουν τη διοίκηση του νέου οικονομικού οργανισμού. Στην περίπτωση της εξαγοράς, δεν υπάρχει «δικαίωμα λόγου» των παλαιών μετόχων της εξαγοραζόμενης εταιρείας, αφού οι μετοχές έχουν ακυρωθεί, ενώ στην περίπτωση των συγχωνεύσεων, το «δικαίωμα λόγου» είναι υπαρκτό, αφού υπάρχει δυνατότητα συμμετοχής των παλαιών μετόχων στη διοίκηση της νέας εταιρείας μέσω του αριθμού των μετοχών που κατέχουν. Στην περίπτωση που ο αριθμός των μετοχών είναι αρκετά μεγάλος, οι παλαιοί μέτοχοι έχουν αρκετή δύναμη, έτσι ώστε να επηρεάσουν σημαντικά τη διοίκηση της νέας συγχωνευμένης εταιρείας (Παπαδάκης, 1998).

1.2. Ταξινόμηση και μορφές των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές καταχωρούνται σε επιμέρους κατηγορίες βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων, όπως είναι ο τρόπος της προσφοράς εξαγοράς, η διάθεση της διοίκησης ή αλλιώς η θέση που θα πάρει η διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης απέναντι στην πρόταση εξαγοράς και η συσχέτιση των δραστηριοτήτων των συγχωνευμένων εταιρειών.

1.2.1. Οι μορφές των Σ&Ε με βάση τον τρόπο της προσφοράς εξαγοράς:

Ενοποίηση:

Πρόκειται για το συνδυασμό δύο ξεχωριστών επιχειρήσεων σε μια νέα επιχείρηση με ξεχωριστή νομική υπόσταση. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, και οι δύο επιχειρήσεις παύουν να υφίστανται. Για να πραγματοποιηθεί, είναι αναγκαία η συναίνεση των μετόχων. Όσον αφορά τα διοικητικά στελέχη, είναι δυνατόν να απορρίψουν την πρόταση ενοποίησης.

Απόκτηση στοιχείων του ενεργητικού:

Μια επιχείρηση αγοράζει συγκεκριμένα στοιχεία του ενεργητικού από μια άλλη επιχείρηση. Σε μια τέτοια περίπτωση, η εξαγοράζουσα επιχείρηση αποκτά μόνο στοιχεία του ενεργητικού και όχι και του παθητικού, δηλαδή υποχρεώσεις της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Με την ολοκλήρωση της εξαγοράς, η επιχείρηση που εξαγοράζεται μπορεί να διανείμει με τη μορφή μερισμάτων στους μετόχους της τα εναπομείναντα στοιχεία του ενεργητικού της, με αποτέλεσμα τη διάλυση της επιχείρησης ή να κρατήσει τα χρηματικά της κεφάλαια, προκειμένου να τα επανεπενδύσει σε καινούργιες δραστηριότητες.

Απόκτηση μετοχών:

Η αγοράζουσα επιχείρηση επενδύει σε μετοχές της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, συνήθως μέσω χρηματιστηρίου. Ως αντάλλαγμα στη συγκεκριμένη εξαγορά, μπορεί

να νοηθεί το χρήμα ή ένα ποσοστό των μετοχών της αγοράζουσας επιχείρησης, το οποίο προσφέρεται στην εξαγοραζόμενη. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, πραγματοποιείται μεταβίβαση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού από την εξαγοραζόμενη στην αγοράζουσα επιχείρηση.

Διαμάχη ανάμεσα σε Διοίκηση και εναντιωμένους μετόχους (Proxy Fights):

Στην προκειμένη περίπτωση, μέτοχοι που είναι δυσαρεστημένοι με τις πολιτικές της διοίκησης αναζητούν είτε εκλογή στο Διοικητικό Συμβούλιο με απώτερο στόχο να αποσύρουν τη διοίκηση είτε υποστήριξη από μια πλειοψηφία μετόχων για την εύρεση λύσης σε μια συγκεκριμένη εταιρική πολιτική.

Στο σημείο αυτό, μπορούμε να αναφέρουμε κάποιες ειδικές περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων οι οποίες είναι γνωστές ως μετατροπές σε επιχειρήσεις κλειστού τύπου και οι οποίες είναι οι ακόλουθες:

Η μοχλευμένη εξαγορά (Leveraged Buy-Out):

Χαρακτηριστικό γνώρισμα αυτής της μορφής εξαγοράς είναι το γεγονός ότι η χρηματοδότησή της προέρχεται κυρίως (κατά ένα ποσοστό της τάξης του 75%) από τραπεζικό δανεισμό και όχι από τα ίδια κεφάλαια της εξαγοράστριας εταιρείας. Με άλλα λόγια, η περίπτωση αυτή αναφέρεται στην εξαγορά μιας επιχείρησης με τη χρήση μιας σημαντικής ποσότητας δανεισμένων χρημάτων (ομόλογα ή δάνεια), προκειμένου να αντιμετωπιστεί το κόστος της εξαγοράς. Συχνά, τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης που εξαγοράζεται χρησιμοποιούνται σαν εγγύηση για τα δάνεια συμπληρωματικά με τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης που κάνει την εξαγορά. Οι επενδυτές έχουν ως χορηγούς υποστήριξης άλλες επιχειρήσεις, οι οποίες εξειδικεύονται στις εξαγορές ή άλλες επενδυτικές τράπεζες. Ο σκοπός των μοχλευμένων εξαγορών είναι να επιτραπεί στις επιχειρήσεις να κάνουν μεγάλες εξαγορές χωρίς να χρειάζεται να δεσμεύσουν πολύ κεφάλαιο. Λαμβάνοντας όμως υπόψη ότι πρόκειται για έναν από τους πλέον επιθετικούς τρόπους μεγέθυνσης με ταυτόχρονη ανάληψη ιδιαίτερα υψηλού επιχειρηματικού ρίσκου, πρέπει να χρησιμοποιείται κυρίως από ώριμες εταιρείες με προβλέψιμες ταμειακές ροές και όχι από νέες, υψηλού κινδύνου εταιρείες.

Αντίστροφη Εξαγορά (Reverse Leveraged Buy-Out):

Οι μέτοχοι μιας μη εισηγμένης στο Χρηματιστήριο εταιρείας συμμετέχουν στην έκδοση δικαιωμάτων μιας εισηγμένης που χρησιμοποιεί τα αντληθέντα κεφάλαια για να εξαγοράσει την πρώτη και να εξασφαλίσει την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο. Με αυτόν τον τρόπο, η Telesis Χρηματιστηριακή εξαγόρασε τη Δωρική Επενδυτική Τράπεζα, αποκτώντας τόσο την τραπεζική της άδεια όσο και τη θέση της στο Χρηματιστήριο, μέχρι που τελικά μετονομάστηκε σε Telesis Επενδυτική Τράπεζα.

Η εξαγορά επιχειρήσεων από τη διοίκησή τους (Management Buy-Out):

Στην περίπτωση αυτή, μια ομάδα διευθυντικών στελεχών ή μια τρίτη ομάδα επενδυτών (venture capital) αποκτά τον έλεγχο μιας επιχείρησης. Όσον αφορά τις μεγάλες επιχειρήσεις, οι οποίες χαρακτηρίζονται από υψηλή κεφαλαιοποίηση, επειδή τα διευθυντικά στελέχη μπορεί να είναι δύσκολο να χρηματοδοτήσουν την εξαγορά της επιχείρησης εξολοκλήρου, η εξαγορά αναφέρεται σε μια περιφερειακή θυγατρική ή παραγωγική μονάδα της επιχείρησης.

Εξαγορά εταιρικών μονάδων (Unit Management Buy-Out):

Πρόκειται για εξαγορά εταιρικών μονάδων, όπου οι αγοραστές καθοδηγούμενοι από ένα διευθυντικό στέλεχος της μητρικής εταιρείας, αγοράζουν τη θυγατρική της, καταβάλλοντας ένα μέρος του κεφαλαίου ενώ το υπόλοιπο είναι δυνατόν να αντλείται από επενδυτικές τράπεζες με τη μορφή δανειακού κεφαλαίου.

1.2.2. Οι μορφές των Σ&Ε με βάση τη διάθεση ή τη θέση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης απέναντι στην πρόταση εξαγοράς:

Φιλικές Σ&Ε:

Η διοίκηση της αγοραζόμενης επιχείρησης συνεργάζεται με τη διοίκηση της αγοράζουσας για την ολοκλήρωση της εξαγοράς.

Εχθρικές Σ&Ε:

Η διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης αρνείται την εξαγορά και καταφεύγει σε αμυντικές τακτικές, ούτως ώστε να την καθυστερήσει ή ακόμα και να την αποφύγει. Μερικές από τις εν λόγω **τακτικές άμυνας** παρουσιάζονται στη συνέχεια:

- Ένας τρόπος που χρησιμοποιεί η διοίκηση για να καθυστερήσει μια ανεπιθύμητη εξαγορά είναι η πρόκληση δικαστικών επεμβάσεων που συνήθως στηρίζονται σε αντιμονοπωλιακές νομοθεσίες.
- Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις προβαίνουν σε πώληση ή καταστροφή ενός μέρους των περιουσιακών εκείνων στοιχείων (**"crown jewels"**-κοσμήματα του στέμματος) που επιδιώκει ο επιθετικά διακείμενος υποψήφιος αγοραστής.
- Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις αναζητούν έναν φιλικά διακείμενο προς την επιχείρηση-στόχο αγοραστή (**"White Knight"**-Λευκός Ιππότης).
- Το κράτος μερικές φορές έχει το δικαίωμα σε ορισμένες ιδιωτικοποιήσεις να προβάλει βέτο σε ορισμένες σημαντικές αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου (**"golden share"**-χρυσή μετοχή).
- Σε μια προσπάθειά της η διοίκηση της υπό εξαγορά επιχείρησης να κάνει οικονομικά λιγότερο ελκυστική την εξαγορά, δημιουργεί αξιόγραφα, τα οποία δίνουν ειδικά δικαιώματα στους κατόχους τους, όπως παραδείγματος χάρη αγορά μετοχών της εξαγοράζουσας ή της εξαγοραζόμενης επιχείρησης που ασκούνται μόνο σε περίπτωση ιδιοκτησιακής αλλαγής (**"poison pill"**-κώνειο).
- Η επιχείρηση-στόχος προτείνει στον επιδρομέα την αγορά του τμήματος των μετοχών που αυτός ήδη κατέχει σε μια αρκετά δελεαστική τιμή με αντάλλαγμα την απόσυρσή του από τη διεκδίκηση της επιχείρησης-στόχου (**"green mail"**-πράσινη επιστολή).
- Τα συμβόλαια των διοικητικών στελεχών των υπό εξαγορά επιχειρήσεων ενδέχεται να εμπεριέχουν όρους που καθιστούν πολυδάπανη την απόλυση ή αντικατάστασή τους σε περίπτωση εξαγοράς (**"golden parachute"**-χρυσό αλεξίπτωτο).
- Η επιχείρηση-στόχος είναι δυνατόν να κάνει μια αντιπροσφορά για την εξαγορά του ίδιου του υποψήφιου αγοραστή της (**pac man defense**).
- Είναι δυνατόν να υπάρξουν πολυμερείς και πολυσύνθετες συμφωνίες ανάμεσα σε διάφορα ενδιαφερόμενα μέρη, όπως προμηθευτές, πελάτες, πιστωτές, που μπορεί να δυσχεράνουν μια εν δυνάμει εξαγορά (**"porcupine"-**σκαντζόχοιρος).

Στρατηγικές Συμμαχίες:

Πρόκειται για συμφωνίες ανάμεσα σε εταιρείες για συνεργασία, οι οποίες έχουν ως απώτερο στόχο τη διαφοροποίηση του κινδύνου, την αύξηση της παραγωγικής αποδοτικότητας καθώς επίσης και τη μείωση του κόστους.

1.2.3. Οι μορφές των Σ&Ε με βάση τη συσχέτιση των δραστηριοτήτων των συγχωνευμένων εταιρειών:

Συσχετισμένες Συγχωνεύσεις, οι οποίες ταξινομούνται ως εξής:

Οριζόντιες Συγχωνεύσεις:

Οριζόντιες συγχωνεύσεις έχουμε όταν δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο ίδιο στάδιο της παραγωγικής διαδικασίας ή στον ίδιο κλάδο αποφασίζουν να συγχωνευτούν. Στην Ελλάδα, χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η εξαγορά της Ιονικής Τράπεζας από την Άλφα Τράπεζα Πίστεως το 1999. Με αυτόν τον τύπο συγχώνευσης, επιτυγχάνεται η δημιουργία αποτελεσματικότερων οικονομικών μονάδων, οι οποίες σαφώς μπορούν να εκμεταλλευθούν οικονομίες κλίμακας και να καταφέρουν εύκολα να επεκταθούν σε νέες διεθνείς αγορές χωρίς μεγάλο κόστος.

Κάθετες Συγχωνεύσεις:

Κάθετες συγχωνεύσεις έχουμε όταν δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται σε διαφορετικά στάδια παραγωγής αποφασίζουν να συνενωθούν. Κάθετες συγχωνεύσεις μπορούν να γίνουν είτε προς τα εμπρός **(forward vertical integration)**, όπου οι επιχειρήσεις συγχωνεύονται με επιχειρήσεις που βρίσκονται πιο κοντά στον καταναλωτή στην αλυσίδα αξίας, είτε προς τα πίσω **(backward vertical integration)** με την εξαγορά προμηθευτή προκειμένου η επιχείρηση να εξασφαλίσει μια φθηνή πηγή πρώτων υλών. Ένα παράδειγμα μιας κάθετης συνένωσης είναι η εξαγορά του ABC τηλεοπτικού δικτύου από τη Walt Disney, με στόχο την προβολή των ταινιών της τελευταίας σε μεγαλύτερο τηλεοπτικό κοινό.

Ομοκεντρικές ή Ομογενείς Συγχωνεύσεις:

Ομοκεντρικές ή ομογενείς ονομάζονται οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές που υλοποιούνται σε διαφορετικού τύπου επιχειρήσεις με αλληλοσυμπληρούμενες δραστηριότητες, δίχως να υφίσταται κάποια παραγωγική ανάμεσά τους εξάρτηση.

Ασυσχέτιστες ή Ασύνδετες Συγχωνεύσεις:

Οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις, οι οποίες μάλιστα είναι γνωστές και ως ανομοιογενείς αναφέρονται σε εταιρείες με διαφορετικές επιχειρηματικές γραμμές, δηλαδή σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε κλάδους που δεν έχουν καμία σχέση μεταξύ τους. Απώτερος στόχος τέτοιου είδους επιχειρηματικών συνενώσεων δεν είναι κανένας άλλος από την επέκταση σε νέα προϊόντα και αγορές, καθώς επίσης και σε νέες επιχειρηματικές δραστηριότητες. Σαν αποτέλεσμα, εμφανίζονται δύο συγκεκριμένα είδη συγχωνεύσεων: **οι συγχωνεύσεις επέκτασης αγορών**, όπου έχουμε επιχειρήσεις που πωλούν τα ίδια προϊόντα σε διαφορετικές αγορές και **οι συγχωνεύσεις επέκτασης προϊόντος**, όπου έχουμε επιχειρήσεις που πωλούν διαφορετικά αλλά συσχετιζόμενα προϊόντα στην ίδια αγορά.

1.3. Λόγοι και κίνητρα για Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Είναι αναμφισβήτητο γεγονός ότι τα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις να συνενωθούν μεταξύ τους είναι πολλά και περίπλοκα. Κατά καιρούς, έχουν κάνει την εμφάνισή τους διάφορες θεωρίες, που κατηγοριοποιούν τα κίνητρα αυτά, διευκολύνοντας έτσι σε σημαντικό βαθμό την κατανόηση του συγκεκριμένου θέματος. Τα εν λόγω κίνητρα, όπως παρουσιάζονται στη συνέχεια, ταξινομούνται με βάση τις παρακάτω θεωρίες:

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ

ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ

ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ

ΘΕΩΡΙΕΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ

1.3.1. Τα κίνητρα με βάση τις Οικονομικές Θεωρίες

Μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης και του πλούτου των μετόχων

Σύμφωνα με τους Friedman (1953) και Becker (1962), σε μια ανταγωνιστική αγορά, κάθε επιχείρηση έχει σαν στόχο τη μεγιστοποίηση των κερδών της. Αυτό σημαίνει ότι δύο επιχειρήσεις θα αποφασίσουν να συνενωθούν μόνο σε περίπτωση που αναμένουν ότι αυτή τους η ενέργεια θα αυξήσει τον πλούτο των μετόχων.

Αύξηση μεριδίου αγοράς

Η αύξηση της δύναμης στην αγορά, κυρίως μέσω οριζόντιας συγχώνευσης, μπορεί να επιφέρει υψηλή κερδοφορία στην ενιαία επιχείρηση, οδηγώντας σε μονοπωλιακά κέρδη, εξαιτίας της αύξησης της τιμής, καθώς μειώνεται ο ανταγωνισμός. Εξάλλου, όπως υποστηρίζει ο Eckbo (1983), ο συνδυασμός επιχειρήσεων, ιδιαίτερα στις οριζόντιες συγχωνεύσεις, μειώνει τον ανταγωνισμό και αυξάνει την πιθανότητα επιτυχούς συνεργασίας ανάμεσα σε ανταγωνιζόμενες επιχειρήσεις. Σε πολλές χώρες του κόσμου, εφαρμόζονται ειδικοί νόμοι για τον έλεγχο των οριζόντιων κυρίως συγχωνεύσεων, οι οποίες μειώνουν τον ανταγωνισμό στην αγορά με τη δημιουργία μεγάλων επιχειρηματικών συγκροτημάτων, τα οποία εστιάζοντας την προσοχή τους στη μεγιστοποίηση των κερδών τους, καταφεύγουν στην προσφορά χαμηλότερης ποιότητας προϊόντων σε μια αρκετά υψηλή τιμή, βλάπτοντας έτσι τα συμφέροντα των καταναλωτών. Βέβαια, πέρα από την περίπτωση των οριζόντιων συγχωνεύσεων, πρέπει να λάβουμε σοβαρά υπόψη και την περίπτωση των κάθετων συγχωνεύσεων, αφού είναι γεγονός ότι η εξαγορά ενός βασικού προμηθευτή έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση των εμποδίων εισόδου νέων ανταγωνιστών στην αγορά.

Δημιουργία μεγάλων επιχειρηματικών ομίλων

Μέσω των συνενώσεων, δημιουργούνται μεγάλοι επιχειρηματικοί όμιλοι, οι οποίοι έχουν τις ικανότητες, από τη μια μεριά, να ανταποκριθούν στις συνεχώς αυξανόμενες συνθήκες ανταγωνισμού και από την άλλη μεριά, είναι σε θέση να διαχειριστούν επιτυχώς καταστάσεις ανεπιθύμητων προτάσεων συνεργασίας ή επιθετικών εξαγορών από άλλες ανταγωνιστικές επιχειρήσεις.

Μονοπωλιακή δύναμη

Σημαντικό κίνητρο που ωθεί τις επιχειρήσεις σε συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελεί η ενίσχυση της δύναμης της εξαγοράζουσας εταιρείας στην εθνική ή διεθνή αγορά. Η μονοπωλιακή δύναμη ορίζεται ως η ικανότητα των επιχειρήσεων να θέτουν και να διατηρούν τιμές πάνω από το ανταγωνιστικό επίπεδο, δηλαδή τιμές που είναι υψηλότερες από το οριακό κόστος. Στόχος είναι ο περιορισμός του ανταγωνισμού, που έχει ως επακόλουθο την αύξηση της τιμής και επομένως, την επίτευξη μονοπωλιακών κερδών. Μολονότι η απόκτηση μονοπωλιακής δύναμης αποτελεί ελκυστικό κίνητρο για συγχωνεύσεις, είναι γεγονός ότι οι αντιμονοπωλιακές νομοθεσίες θέτουν σημαντικά εμπόδια σε αυτού του είδους τις συγκεντρώσεις.

Ο συνδυασμός και η αλληλοσυμπλήρωση των πόρων και των ικανοτήτων

Όταν οι υφιστάμενοι πόροι και ικανότητες που διαθέτει μια επιχείρηση υπολείπονται σε σχέση με το επιθυμητό επίπεδο, το ήδη υπάρχον κενό μπορεί να καλυφθεί μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών άλλων επιχειρήσεων που διαθέτουν συμπληρωματικούς πόρους και ικανότητες. Τέτοιοι πόροι είναι το μάρκετινγκ, το δίκτυο διανομής, η παραγωγή, η έρευνα και ανάπτυξη (R&D) κ.λπ. Αντίστοιχα, οι ικανότητες αναφέρονται στην οργανωσιακή δομή, στο στυλ διοίκησης, στη φήμη, στις δυνατότητες για καινοτομία κ.λπ.

Εξάλλου, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι μια δυναμική διαδικασία που συμβάλλει στην ενίσχυση των βασικών ικανοτήτων και πόρων που έχουν καθοριστεί να είναι η πηγή του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματός μιας επιχείρησης. Μέσα από μια γενική θεώρηση, μπορεί να ισχυριστεί κανείς ότι οι συγκεκριμένες δραστηριότητες αποτελούν δίοδο, με την οποία μια επιχείρηση αποκτά πρόσβαση σε νέους πόρους, με την ανάπτυξη των οποίων θα αυξήσει την κερδοφορία της και θα ενισχύσει την ανταγωνιστικότητά της.

Εξοικονόμηση κόστους και χρόνου

Μια κάθετη συγχώνευση μπορεί να επιτύχει μείωση του κόστους παραγωγής, καθώς διευκολύνει τον συντονισμό και τη διαχείριση, καταργεί ορισμένες διαπραγματεύσεις και μειώνει το κόστος επικοινωνίας ενώ συνάμα επιτρέπει σε έναν

τομέα παραγωγής την εφαρμογή της τεχνολογίας που αναπτύχθηκε σε έναν άλλο παραγωγικό τομέα. Επίσης, λόγω του γεγονότος ότι η επένδυση σε καινοτομία είναι πραγματικά δαπανηρή για μια επιχείρηση, οι εταιρείες προτιμούν να διαφοροποιούνται μέσω της οδού των συγχωνεύσεων και των εξαγορών παρά να θυσιάζουν πολύτιμους πόρους στην εξ' αρχής δημιουργία ενός προϊόντος.

Υπέρβαση εμποδίων εισόδου

Είναι δυνατόν μια επιχείρηση να αντιμετωπίζει σοβαρά εμπόδια εισόδου σε μια αγορά, τα οποία μπορεί να υπερκεράσει μέσω μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς με μια ήδη υπάρχουσα εταιρεία, η οποία διαθέτει όχι μόνο γνώση της αγοράς και ένα εγκατεστημένο δίκτυο διανομής αλλά συνάμα και μια εξασφαλισμένη καταναλωτική πίστη γύρω από το όνομά της.

Πλεόνασμα κεφαλαίων

Αν μια εταιρεία, που δραστηριοποιείται σε έναν ώριμο κλάδο, έχει πλεονασματικά χρηματικά διαθέσιμα αλλά ελάχιστες επικερδείς επιχειρηματικές ευκαιρίες, τότε έχει τη δυνατότητα να διανείμει τα επιπλέον κεφάλαια στους μετόχους προσφέροντάς τους μια αυξημένη ποσότητα μερίσματος ή να προχωρήσει σε επαναγορά ιδίων μετοχών. Όμως, οι επιχειρήσεις προτιμούν για διάφορους λόγους να μην καταφεύγουν σε τέτοιου είδους πρακτικές. Έτσι, οι περισσότερες εταιρείες, που διαθέτουν σημαντικά πλεονάσματα μετρητών, καταφεύγουν σε εξαγορές ανταγωνιστών τους, οι οποίες μάλιστα χρηματοδοτούνται εξολοκλήρου με μετρητά. Αξίζει παράλληλα να αναφέρουμε ότι, κατά το παρελθόν, πολλές επιχειρήσεις με υψηλά χρηματικά διαθέσιμα αποτέλεσαν στόχο επιθετικών εξαγορών. Συγκεκριμένα, κάτι τέτοιο παρατηρήθηκε σε αρκετά υψηλό βαθμό στις αρχές του 1980 κατά τη διάρκεια της πετρελαϊκής κρίσης, όπου επιχειρήσεις-αγοραστές αποσκοπούσαν στην απόκτηση των χρηματικών ροών των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων, καθώς ήθελαν να διασφαλίσουν ότι αυτές οι ροές δεν θα διατεθούν σε προγράμματα εξόρυξης πετρελαίου με αρνητική καθαρή παρούσα αξία.

Επίτευξη συνεργιών σε λειτουργικό, χρηματοοικονομικό και διοικητικό επίπεδο

Σε λειτουργικό επίπεδο, οι συνέργιες μπορούν να προκύψουν από οικονομίες κλίμακας, που επιτυγχάνονται με τη μεγέθυνση της επιχείρησης, τη μείωση του κόστους και τον αποτελεσματικότερο καταμερισμό των παραγωγικών συντελεστών, καθώς επίσης και από οικονομίες φάσματος και οικονομίες μάθησης και εμπειρίας.

Εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος

Οι οικονομίες κλίμακας αναφέρονται στη δυνατότητα που έχει η νέα επιχείρηση που προκύπτει από τη συνένωση ξεχωριστών επιχειρήσεων, να επιμερίσει το σταθερό κόστος της παραγωγικής διαδικασίας σε μεγαλύτερο αριθμό παραγωγικών μονάδων. Οι οικονομίες κλίμακας μεταφράζονται σε οικονομική αξία, μέσω του αυξημένου μεγέθους και της αυξημένης παραγωγικής ικανότητας, την οποία αποκτά η επιχείρηση για το χαρτοφυλάκιο των αγαθών και υπηρεσιών της. Μακροχρόνια, επιτυγχάνεται αύξηση της ανταγωνιστικότητας της επιχείρησης ενώ παράλληλα η επιχείρηση αυξάνει τη διαπραγματευτική της ικανότητα σε επίπεδο προμηθειών ενδιάμεσων προϊόντων.

Οι οικονομίες φάσματος αναφέρονται στη μείωση του κόστους παραγωγής από την προσθήκη συναφών παραγωγικών διαδικασιών λόγω χρησιμοποίησης της ίδιας τεχνολογίας και του ίδιου δικτύου διανομής και για τις δύο επιχειρήσεις. Οι οικονομίες φάσματος επιτρέπουν στην επιχείρηση να προσανατολιστεί σε καινούργιες κατευθύνσεις προϊόντων και να δραστηριοποιηθεί σε νέους κλάδους, ικανοποιώντας έτσι ένα μεγάλο εύρος καταναλωτικών αναγκών και περιορίζοντας αισθητά την εξάρτησή της από συγκεκριμένες αγορές και προμηθευτές.

Οικονομίες μάθησης και εμπειρίας

Μια επιχείρηση είναι δυνατόν να μειώσει το κόστος παραγωγής χωρίς να αυξήσει την παραγόμενη ποσότητα, μέσω της διαδικασίας μάθησης. Η καμπύλη μάθησης ή εμπειρίας χρησιμοποιείται για να αποδώσει την απόκτηση εμπειρίας από μια επιχείρηση, η οποία συνεπάγεται την ελαχιστοποίηση λαθών που αναπόφευκτα μπορούν να εμφανιστούν κατά τα πρώτα στάδια της λειτουργίας μιας επιχείρησης. Σε καμία περίπτωση, οι οικονομίες μάθησης και εμπειρίας δεν πρέπει να συγχέονται με

τις οικονομίες κλίμακας, καθώς οι τελευταίες αφορούν την αύξηση της αποδοτικότητας ως αποτέλεσμα της αύξησης της παραγωγής. Αντιθέτως, οι οικονομίες μάθησης αναφέρονται στην αύξηση της αποδοτικότητας που πηγάζει από τη μάθηση και την εμπειρία που αποκτάται λόγω της επανάληψης συγκεκριμένων δραστηριοτήτων. Όπως είναι άλλωστε γνωστό, η μάθηση παίρνει τη μορφή του αποδοτικότερου προγραμματισμού της παραγωγής, της καλύτερης χρήσης των πρώτων υλών, της ορθολογικότερης διαχείρισης των αποθεμάτων, της αποτελεσματικότερης ομαδικής εργασίας, της μεγαλύτερης εξειδίκευσης κ.λπ. Πράγματι, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορούν να ενισχύσουν τη διαδικασία μάθησης, γιατί η συγχωνευμένη επιχείρηση θα απολαμβάνει τη συσσωρευμένη γνώση και εμπειρία των αρχικά ανεξάρτητων επιχειρήσεων.

Σε χρηματοοικονομικό επίπεδο, ευκαιρίες για συνέργιες μπορούν να δημιουργηθούν από:

Αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης

Η συγχώνευση δύο επιχειρήσεων, των οποίων οι ταμειακές ροές δεν σχετίζονται τέλεια μειώνει τον κίνδυνο (επιτυγχάνεται διασπορά κινδύνου). Αποτέλεσμα αυτής της μείωσης είναι το φαινόμενο της συνασφάλισης, που μειώνει την πιθανότητα χρεοκοπίας και επομένως αυξάνει τη δανειοληπτική ικανότητα της νέας επιχειρηματικής οντότητας.

Φορολογικά οφέλη και εξοικονομήσεις

Πρόκειται για αχρησιμοποίητα φορολογικά οφέλη (tax shields) και φορολογικές εξοικονομήσεις (tax savings) που είναι δυνατόν να προκύψουν είτε από φορολογικά κίνητρα που παρέχει η κυβέρνηση, όπως παραδείγματος χάρη μειωμένοι φορολογικοί συντελεστές για συγχωνεύσεις, είτε από μεταφορά ζημιών από τη μια επιχείρηση στην άλλη για τη μείωση του πραγματικού φορολογικού συντελεστή. Συγκεκριμένες μελέτες, που έχουν διεξαχθεί από τους Gilson, Scholes & Wolfson (1986), έχουν δείξει ότι ένας καθόλου ευκαταφρόνητος αριθμός εξαγορών έγιναν με πρωταρχικό κίνητρο την εξασφάλιση ορισμένων φοροαπαλλαγών.

Αύξηση των κερδών ανά μετοχή

Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες για την αύξηση της τιμής της μετοχής και τη δημιουργία υπεραξίας στους μετόχους. Όμως, αυτό προϋποθέτει τη συγχώνευση δύο μεγάλων ανταγωνιστών, ούτως ώστε να αυξηθεί η δυνατότητά τους να θέτουν τιμές και κατ' επέκταση να δημιουργούν μεγαλύτερους δείκτες.

Μείωση του δείκτη P/E

Ο δείκτης P/E, που αποτελεί τον πολλαπλασιαστή των κερδών της επιχείρησης, είναι ένας ευρέως διαδεδομένος χρηματοοικονομικός δείκτης, η χρηστική αξία του οποίου έγκειται στο γεγονός ότι αντιπροσωπεύει το premium, το οποίο είναι διατεθειμένος να πληρώσει ο επενδυτής για κάθε χρηματική μονάδα κέρδους που η επιχείρηση επιτυγχάνει. Το ουσιαστικό κίνητρο είναι συνήθως η μείωση του εν λόγω δείκτη της εξαγοράστριας εταιρείας σε περιπτώσεις μειωμένης κερδοφορίας.

Μείωση του συνολικού δανεισμού της νέας επιχειρηματικής οντότητας

Μια επιχείρηση με έντονη δανειοληπτική δραστηριότητα στην πάνω αγορά είναι δυνατόν να βελτιώσει την εικόνα του συνολικού δανεισμού της, αν καταφύγει σε κάθετη ολοκλήρωση με την εταιρεία προμηθευτή.

Σε διοικητικό επίπεδο, η αποτελεσματικότητα πηγάζει από το γεγονός ότι η συγχώνευση αποτελεί αφορμή για την αντικατάσταση της διοίκησης της εταιρείας στόχου ή για τον συνδυασμό των πιο ικανών στελεχών από τις διοικήσεις των δύο εταιρειών. Η θεωρία αντικατάστασης της μη αποδοτικής διοίκησης, στην ακραία περίπτωσή της, υποστηρίζει ότι η διοίκηση είναι ολοκληρωτικά ανίκανη και κατά συνέπεια, οποιαδήποτε άλλη διοίκηση θα μπορούσε να αποδώσει καλύτερα.

1.3.2. Τα κίνητρα με βάση τις Διοικητικές Θεωρίες

Διοικητική Αλαζονεία

Υποστηρίζεται γενικά ότι οι μεγαλύτεροι οργανισμοί προσφέρουν συνήθως μεγαλύτερες αμοιβές στα ανώτατα στελέχη, τα οποία συχνά παρακινούμενα από προσωπικά συμφέροντα και υποκινούμενα από προσωπικές φιλοδοξίες, προχωρούν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Σύμφωνα με τον Richard Roll (1986), ο οποίος ανέπτυξε τη θεωρία της αλαζονείας ως πιθανό κίνητρο των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα οικονομικά οφέλη από τις εξαγορές – εάν όντως υφίστανται – ενδεχομένως να έχουν υπερεκτιμηθεί. Σύμφωνα με αυτήν τη θεωρία, τα διοικητικά στελέχη διακατέχονται από υπέρμετρη αλαζονεία και πολλές φορές παρακινούνται από τη ματαιοδοξία τους για επιχειρηματική επέκταση. Κατά συνέπεια, υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους και πιστεύουν ότι η αποτίμηση της εταιρείας-στόχου που έχουν διενεργήσει είναι σωστή. Εξαιτίας του γεγονότος ότι η εξαγοράζουσα εταιρεία προσφέρει πολύ υψηλότερη τιμή από την πραγματική αξία της εταιρείας-στόχου, οι μέτοχοί της υφίστανται απώλειες και μείωση του πλούτου τους.

Κατά τους Hayward & Hambrick (1997), υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της αλαζονείας των διοικητικών στελεχών και του ύψους της πρόσθετης τιμής (premium) επί της προ συγχωνευμένης τιμής των αξιογράφων που πληρώνουν στην εταιρεία-στόχο. Εδώ είναι, λοιπόν, που υπεισέρχεται η υπόθεση της αλαζονείας, διότι αν και τα διοικητικά στελέχη είναι ενήμερα για τις απώλειες που έχουν υποστεί σε σημαντικό βαθμό άλλες εταιρείες που έχουν καταφύγει σε παραπλήσιες συγχωνεύσεις και εξαγορές, έχουν την αλαζονεία να πιστεύουν ότι μπορούν δράσουν αποτελεσματικότερα σε σχέση με άλλα στελέχη όσον αφορά τον εντοπισμό των πλέον ελκυστικών ευκαιριών για συγχωνεύσεις. Εντούτοις, στην πραγματικότητα, οι εκτιμήσεις των διευθυντικών στελεχών πολλές φορές αποδεικνύονται λανθασμένες, με αποτέλεσμα οι πολυπόθητες συνέργιες να μην πραγματοποιούνται ποτέ.

Καθοριστικό στοιχείο της επονομαζόμενης «κατάρας του νικητή» (winner's curse), αποτελεί, λοιπόν, η ύβρις (hubris) που προκύπτει όταν η διαδικασία λήψης αποφάσεων υποκινείται από τα αλαζονικά κίνητρα των διοικητικών στελεχών. Με άλλα λόγια, ο νικητής είναι «καταραμένος», με την έννοια ότι πληρώνει πολύ περισσότερα σε σχέση με την πραγματική αξία της εξαγοραζόμενης εταιρείας.

Πρόβλημα Αντιπροσώπευσης (Agency Problem)

Είναι κοινά αποδεκτό και διαπιστώνεται καθημερινά ότι στις μεγάλες εταιρείες δεν υπάρχει ταύτιση μεταξύ ιδιοκτησίας και διοίκησης. Οι ιδιοκτήτες ενδιαφέρονται για την κερδοφορία και κατά συνέπεια, για τον πλούτο που η εταιρεία τους αποφέρει ενώ οι διοικούντες καταβάλλουν κάθε δυνατή προσπάθεια, έτσι ώστε να αυξήσουν τη δύναμη και το μέγεθος της επιχείρησης και ταυτόχρονα τους μισθούς τους και την προσωπική τους ικανοποίηση, πράγμα το οποίο μπορούν να επιτύχουν γρηγορότερα μέσω μιας συγχώνευσης. Τα διοικητικά στελέχη είναι δυνατόν να κατέχουν κάποιο ποσοστό μετοχών στις εταιρείες που διοικούν. Οι μέτοχοι, οι οποίοι είναι και οι πραγματικοί ιδιοκτήτες (principals), εκλέγουν το Διοικητικό Συμβούλιο που με τη σειρά του προσλαμβάνει στη συνέχεια τα διοικητικά στελέχη ως αντιπροσώπους (agents), ούτως ώστε να αναλάβουν τη διοίκηση της εταιρείας. Είναι γεγονός ότι αυτή η διάχυση της ιδιοκτησίας και του διαχωρισμού της από τη διοίκηση έχει ως αναπόφευκτη συνέπεια να μην λειτουργούν αρκετά αποτελεσματικά οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης.

Λαμβάνοντας υπόψη τη Θεωρία της Αντιπροσώπευσης (Agency Theory), η οποία βασίστηκε στις απόψεις των Berle & Means (1936), Jensen & Meckling (1976) και επεκτάθηκε από τους Fama (1980) και Fama & Jensen (1983), ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας και διοίκησης δημιουργεί αντιθέσεις συμφερόντων ανάμεσα στα διευθυντικά στελέχη και στους μετόχους και ανάμεσα στους μετόχους και στους πιστωτές. Σύμφωνα, λοιπόν, με ό,τι πρεσβεύει η προαναφερθείσα θεωρία, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές γίνονται για να διορθώσουν καταστάσεις, όπου υπάρχει διάσταση επιθυμιών μεταξύ στελεχών και μετόχων. Πράγματι, οι χαμηλές τιμές πιέζουν τα διευθυντικά στελέχη να δραστηριοποιηθούν για να αυξήσουν την τιμή, αλλιώς θα αποτελέσουν στόχο εξαγοράς από κάποια εταιρεία που διαβλέπει ότι οι μετοχές είναι υποτιμημένες.

1.3.3. Τα κίνητρα με βάση τις Χρηματοοικονομικές Θεωρίες

Οι θεωρίες αυτές είναι ένα μίγμα των νεοκλασικών οικονομικών και διοικητικών θεωριών, με την έννοια ότι το ρόλο της προώθησης της μεγιστοποίησης των κερδών,

υπό τους περιορισμούς που θέτει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, τον αναλαμβάνει η ίδια η αγορά, κάνοντας χρήση του μηχανισμού των εξαγορών.

Σε κάθε τέλεια ανταγωνιστική αγορά, επικρατεί **ένας μηχανισμός εταιρικού ελέγχου**. Όταν τα διοικητικά στελέχη λαμβάνουν αποφάσεις που είναι επιβλαβείς για τα συμφέροντα των μετόχων, η αγορά επεμβαίνει και είτε διώχνει την μη αποδοτική διοικητική ομάδα (δηλαδή η επιχείρηση εξαγοράζεται από κάποια άλλη), είτε προειδοποιεί τα διοικητικά στελέχη να διορθώσουν τα λάθη τους (αν η προσφορά για εξαγορά έχει αποτύχει).

Επιπλέον, αν λάβουμε υπόψη **τη θεωρία των πραγματικών δικαιωμάτων ή επιλογών (real options theory)**, η οποία θεωρεί τις εξαγορές ως μια επιλογή των επιχειρήσεων ανάμεσα σε έναν αριθμό ενδεχόμενων επιλογών, θα δούμε ότι η επιλογή μιας εξαγοράς είναι σαν ένα call-option πάνω στα περιουσιακά στοιχεία μιας εταιρείας που προσφέρει έναν αριθμό δυνητικών επιλογών στρατηγικού χαρακτήρα. Ο κίνδυνος είναι αναπόσπαστο κομμάτι μιας εξαγοράς αλλά ο κίνδυνος είναι πολύ μεγαλύτερος στην περίπτωση των real options, διότι απουσιάζει το ενδεχόμενο ακύρωσης του συμβολαίου ή η κατανομή του κινδύνου σε έναν τρίτο που λειτουργεί σαν εγγυητής.

1.3.4. Τα κίνητρα με βάση τις Στρατηγικές Θεωρίες

Σύμφωνα με τον Porter (1987), η απόφαση του εξωτερικού τρόπου ανάπτυξης μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι απόρροια της κατάλληλης εταιρικής στρατηγικής σε συνδυασμό με την επιλογή των επιμέρους γενικών στρατηγικών με τελικό σκοπό την επίτευξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

Στην περίπτωση που μια επιχείρηση αποσκοπεί στη **διαφοροποίηση** και θέλει να εισέλθει σε μια καινούργια αγορά, μπορεί να προβεί σε συγχώνευση με μια επιχείρηση ενός άλλου κλάδου. Με την εφαρμογή Στρατηγικής Διαφοροποίησης, τα διοικητικά στελέχη αποσκοπούν στην διείσδυση σε περισσότερο κερδοφόρες αγορές, για το λόγο ότι η αγορά στην οποία δραστηριοποιείται ήδη η επιχείρηση έχει εισέλθει στο στάδιο της ωριμότητας ή εξαιτίας ύπαρξης έντονου ανταγωνισμού σε αυτήν, ο οποίος αναχαιτίζει αυξήσεις των τιμών που θα έδιναν σημαντική ώθηση στην

επιχείρηση έτσι ώστε να πραγματοποιήσει υπερβάλλοντα κέρδη. Σύμφωνα με τον Sudarsanam (1995), η διαφοροποίηση αναφέρεται στην ικανότητα μιας επιχείρησης να πραγματοποιεί πωλήσεις νέων προϊόντων σε νέες αγορές. Κάτι τέτοιο υπονοεί ότι η επιχείρηση, εφαρμόζοντας Στρατηγική Διαφοροποίησης, θα προβεί σε ασυσχέτιστη συγχώνευση. Η διαφοροποίηση ήταν ένας από τους κατεξοχήν κυριότερους παράγοντες που συνέβαλαν στο τρίτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Αμερική κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1960. Εκείνη την εποχή, δεν ήταν σε καμία περίπτωση λίγες εκείνες οι εταιρείες που προτίμησαν να προχωρήσουν στην αγορά άλλων επιχειρήσεων, αντί να επιδιώξουν την εσωτερική επέκταση.

Σύμφωνα με έρευνες των Campa & Kedia (2002) και Villalonga (2004), συγχωνεύσεις, στις οποίες η διαφοροποίηση διαδραματίζει σημαντικό ρόλο, εμφανίζουν υψηλές πιθανότητες δημιουργίας αξίας.

Επιπροσθέτως, η διαφοροποίηση μπορεί να είναι η λύση σε αυτό που ο Porter (1987) περιγράφει ως απειλή από υποκατάστατα. Οι de Wit & Meyer (1998) δηλώνουν ότι η διαφοροποίηση μπορεί να αποδειχθεί σωτήρια λύση για μια επιχείρηση που διατρέχει τον κίνδυνο να υποστεί απώλεια ενός σημαντικού αριθμού πελατών, που έχουν στραφεί σε υποκατάστατα προϊόντα. Αντιλαμβανόμενη μια επιχείρηση αυτόν τον κίνδυνο, μπορεί να διασφαλίσει τη θέση της στην αγορά, αν αποφασίσει να συγχωνευτεί με την εταιρεία που πουλάει τα υποκατάστατα προϊόντα.

Κατά τους Grinblatt & Titman (2002), οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις μπορούν να αποβούν επωφελείς, γιατί περιορίζεται αισθητά το ρίσκο των μετόχων της εταιρείας, με συνέπεια να διευκολύνεται η προσέλκυση επενδυτών και να μειώνεται το κόστος κεφαλαίου.

Παρόλ' αυτά, δεν πρέπει να παρακάμπτουμε τον έντονο σκεπτικισμό που υπάρχει για αυτό το είδος στρατηγικής, λαμβάνοντας συνάμα σοβαρά υπόψη τους ισχυρισμούς των Morck, Shleifer & Vishny (1990), Lang & Stulz (1994) και Lamont & Polk (2002), οι οποίοι μελετώντας συγχωνεύσεις που είχαν ως κίνητρο τη διαφοροποίηση, διαπίστωσαν καταστροφή παρά δημιουργία αξίας.

Επίσης, σύμφωνα με τη **στρατηγική θεώρηση των πόρων και ικανοτήτων** (Prahalad & Hamel, 1990), που επικεντρώνεται ως επί το πλείστον στους θεμελιώδεις πόρους και ικανότητες που κατέχουν οι επιχειρήσεις ως πηγή διατηρήσιμου

ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, οι εξαγορές αποτελούν έναν από τους πιο γρήγορους τρόπους για την απόκτησή τους.

1.3.5. Τα κίνητρα με βάση τις Θεωρίες Συμπεριφοράς Οργανισμών

Σύμφωνα με τις συγκεκριμένες θεωρίες, μια επιχείρηση δεν είναι εφικτό να λαμβάνει πάντα ορθολογικές αποφάσεις, αφού μια επιχείρηση είναι στην ουσία μια «μικρογραφία της κοινωνίας» με πολλά άτομα που διέπονται τις περισσότερες φορές από εξολοκλήρου διαφορετικές προτεραιότητες και προσδοκίες. Το όλο θέμα γίνεται ακόμα πιο περίπλοκο στην περίπτωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, που πέρα από τα μεγάλα κεφάλαια που απαιτεί για να πραγματοποιηθεί, επιφέρει ποικίλες ανακατατάξεις και αλλαγές μέσα σε έναν οργανισμό, με αποτέλεσμα να δημιουργείται φόβος και αμφιβολία για το μέλλον. Όλα τα προαναφερθέντα, λοιπόν, δεν μπορούν σε καμία περίπτωση να αφήσουν ανεπηρέαστες τις αποφάσεις των στελεχών που σίγουρα παίζουν καθοριστικό ρόλο για την επιτυχία μιας συγχώνευσης.

1.4. Αντικίνητρα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Πέρα από τα προαναφερθέντα κίνητρα, που προσφέρουν ένα κατάλληλο υπόβαθρο που ευνοεί την ανάπτυξη των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, υπάρχουν και ορισμένοι ανασταλτικοί παράγοντες, που περιορίζουν τη σημασία και το ρόλο των εν λόγω επιχειρηματικών συνενώσεων. Οι παράγοντες αυτοί, που λειτουργούν ως αντικίνητρα για συγχωνεύσεις και εξαγορές, μπορούν να συνοψισθούν στις ακόλουθες κατηγορίες:

- **Έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού και ορθής επενδυτικής λογικής.**

- **Ύπαρξη μη ρεαλιστικών προσδοκιών.**

  Δεν είναι λίγες εκείνες οι περιπτώσεις, που στον επιχειρηματικό χώρο δημιουργούνται υπέρμετρες προσδοκίες όσον αφορά την αναμενόμενη αποδοτικότητα του νέου σχήματος, με αναπόφευκτη συνέπεια την αποτυχία

ανάπτυξης των αρχικών δεσμεύσεων των εμπλεκομένων μερών, λόγω δημιουργίας λανθασμένων εντυπώσεων.

- **Προσωπικοί λόγοι διευθυντικών στελεχών**, όπως η ικανοποίηση ατομικών συμφερόντων.

- **Η επικρατούσα οικονομική συγκυρία.**
  Πολλές φορές, ορισμένες συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτυγχάνουν να πραγματοποιηθούν, εξαιτίας κάποιων οικονομικών γεγονότων που βρίσκονται έξω από τον έλεγχο της επιχείρησης και κατά συνέπεια, η επιχείρηση δεν μπορεί να τα προβλέψει εκ των προτέρων.

- **Σύγκρουση συμφερόντων και εσωτερικός ανταγωνισμός.**

- **Το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης.**
  Εδώ, συμπεριλαμβάνεται το θεσμικό πλαίσιο, καθώς επίσης και παράγοντες που αφορούν μεταβλητές, που η επιχείρηση δεν μπορεί να έχει υπό τον έλεγχό της.

- **Συγκρουόμενες επιχειρηματικές κουλτούρες.**
  Είναι γεγονός αναμφισβήτητο ότι οι επιχειρήσεις που διέπονται από εκ διαμέτρου αντίθετες κουλτούρες και πολιτικές, έρχονται συνεχώς αντιμέτωπες με αλλεπάλληλα προβλήματα που δεν επιτρέπουν στην νέα επιχειρηματική οντότητα να αναπτύξει τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από την ενοποίηση.

- **Υπερβολικό κόστος εξαγοράς.**
  Το υπερβολικό κόστος μιας εξαγοράς είναι δυνατόν να αναστείλει τα μεγαλεπήβολα σχέδια μιας επιχείρησης για περεταίρω επέκταση. Αρκετά συχνά, παρατηρούνται συγκρούσεις ως προς τη χρήση της καταλληλότερης μεθόδου αποτίμησης μιας εξαγοράς. Από πολλούς αναλυτές, προβάλλεται ως καλύτερη μέθοδος, η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας, ενώ δεν είναι λίγες εκείνες οι φορές, που χρησιμοποιούνται και μέθοδοι, που στηρίζονται στην Εσωτερική Αξία ή στην Χρηματιστηριακή Αξία – Τρέχουσα Αξία.

- **Αποτυχία γρήγορης συνένωσης κατά τη διάρκεια της συγχώνευσης ή εξαγοράς**, με αποτέλεσμα η καθυστέρηση που επέρχεται να αναστέλλει τα αρχικά σχέδια των επιχειρήσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

«ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ ΚΥΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ»

Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει μια μακρόχρονη πορεία στο χρόνο, αφού χρονολογείται εδώ και έναν αιώνα περίπου, κατά τη διάρκεια του οποίου μπορεί κανείς να διακρίνει, σύμφωνα με ιστορικούς μελετητές, πέντε μεγάλα κύματα, εκ των οποίων μάλιστα τα τέσσερα πρώτα εμφανίζονται κυρίως στις Η.Π.Α. ενώ το τελευταίο αναφέρεται ως το πρώτο διεθνές κύμα συγχωνεύσεων. Με άλλα λόγια, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές βρήκαν αρχικά πρόσφορο έδαφος στις Η.Π.Α. και έπειτα άρχισαν να παίρνουν τις αναμενόμενες διαστάσεις και να σημειώνουν μεγάλη άνθιση τόσο στην Ευρώπη όσο και στον υπόλοιπο κόσμο.

Συνοπτικά, για την απόκτηση μιας σφαιρικής εικόνας για τα κύματα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, είναι χρήσιμο να αναφέρουμε τα κύρια χαρακτηριστικά κάθε κύματος: το πρώτο κύμα χαρακτηρίζεται από τη δημιουργία μεγάλων μονοπωλίων, το δεύτερο συνδέεται με την ανάπτυξη ολιγοπωλίων και την κάθετη ολοκλήρωση, το τρίτο σχετίζεται με την ανάπτυξη επιχειρήσεων σε δραστηριότητες που είναι ασυσχέτιστες μεταξύ τους, το τέταρτο που είναι γνωστό ως «περίοδος μανίας των συγχωνεύσεων» (merger mania) μεγάλων επιχειρήσεων συνοδεύτηκε από εχθρικές εξαγορές και αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων, και το πέμπτο και μεγαλύτερο (με αξία συναλλαγών 1,75 τρισεκατομμύρια δολάρια) χαρακτηρίζεται από την προσπάθεια των εταιρειών να επιτύχουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στην αγορά.

Όσον αφορά τα κύματα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στις Η.Π.Α., έχει αποδειχτεί ότι συνδέθηκαν με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με σπουδαίες τεχνολογικές εξελίξεις, με κρατικά κίνητρα καθώς επίσης και με ύψιστης σημασίας ευκαιρίες επενδύσεων μετά το πέρας πολεμικών συρράξεων.

Όμως, και η Ευρώπη δεν έμεινε αμέτοχη στις εξελίξεις. Ουσιαστικό ρόλο διαδραμάτισε η δημιουργία της Ενιαίας Αγοράς, η αύξηση του διεθνούς ανταγωνισμού, οι ανάγκες εκσυγχρονισμού του πιστωτικού συστήματος, οι αποκρατικοποιήσεις και οι σημαντικές οικονομικές ευκαιρίες που αναδύθηκαν με την

προοπτική ενσωμάτωσης στη συγκεκριμένη αγορά των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης.

Επίσης, οφείλουμε να τονίσουμε ότι τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια έκρηξη των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αρχίζει να υποχωρεί η ύπαρξη αμερικάνικων, γερμανικών ή ιαπωνικών επιχειρήσεων και τη θέση τους καταλαμβάνουν πολυδαίδαλοι όμιλοι εταιρειών. Αυτή η κατάσταση ενισχύθηκε ακόμη περισσότερο από την απελευθέρωση του εμπορίου σε συνδυασμό με τις νέες συνθήκες που δημιούργησε η παγκοσμιοποίηση, η οποία κατέστησε επιτακτική την ανάγκη ισχυροποίησης των επιχειρήσεων.

2.1. Κύματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στις Η.Π.Α.

ΠΡΩΤΟ ΚΥΜΑ (1893 - 1907)

Το πρώτο κύμα, το οποίο εμφανίστηκε μετά την ύφεση του 1883, ακολουθώντας μια δεκαετία οικονομικής στασιμότητας και ολοκληρώθηκε στις αρχές του 1900, χαρακτηρίστηκε από τη δημιουργία μεγάλων μονοπωλίων (General Electric, Eastman Kodak κ.λπ.). Πολλές επιχειρήσεις προέβησαν σε οριζόντιες συγχωνεύσεις και αρκετοί ολιγοπωλιακοί κλάδοι μετατράπηκαν σχετικά γρήγορα σε μονοπωλιακούς. Αυτή η κατάσταση ευνοήθηκε, κατά ένα σημαντικό βαθμό, από την απουσία ενός κατάλληλου και αυστηρού πλαισίου αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας. Το πρώτο αυτό κύμα περιγράφηκε από τον George Stigler ως «συγχώνευση για μονοπώλιο». Ο νόμος του Sherman, που προέβλεπε τον έλεγχο και την αποτροπή των μονοπωλίων, αν και υπήρχε την συγκεκριμένη χρονική περίοδο, δεν μπόρεσε να επιδράσει ουσιαστικά και να ανατρέψει την υφιστάμενη κατάσταση.

ΔΕΥΤΕΡΟ ΚΥΜΑ (ΔΕΚΑΕΤΙΑ 1920)

Το δεύτερο κύμα, το οποίο κάλυψε ολόκληρη τη δεκαετία του 1920, ήταν μικρότερο σε σχέση με το πρώτο. Επιχειρήσεις εξαγόραζαν άλλες επιχειρήσεις, έχοντας ως κύρια αποστολή την αύξηση του μεριδίου αγοράς τους και την επέκταση

σε νέες αγορές. Μολονότι υπήρχαν αυστηροί αντιμονοπωλιακοί νόμοι, δεν ήταν σε καμία περίπτωση ανέφικτη η δημιουργία ολιγοπωλίων και η κάθετη ολοκλήρωση. Οι κάθετες συγχωνεύσεις έδωσαν στους κατασκευαστές τη δυνατότητα να ελέγχουν πιο αποτελεσματικά τη λειτουργία των καναλιών διανομής. Το δεύτερο κύμα ακολουθήθηκε από οικονομική ανάπτυξη και άνθιση του χρηματιστηρίου. Ενώ κατά τη διάρκεια του πρώτου κύματος είχαμε την κυριαρχία μιας γιγάντιας εταιρείας, τώρα οι συγχωνεύσεις οδηγούν στη δημιουργία δύο ισχυρών εταιρειών. Γίνεται, επομένως, κατανοητό ότι το δεύτερο κύμα διακατεχόταν από μια τάση προς την ολιγοπωλιακή δομή σε πολλούς κλάδους. Δεν είναι τυχαίο, λοιπόν, το γεγονός ότι ο Stigler ονομάζει το εν λόγω κύμα ως «the merger to oligopoly movement». Αυτό όμως εν τέλει κατέρρευσε το 1929 με το κραχ στο χρηματιστήριο και την παγκόσμια οικονομική κρίση που ακολούθησε.

ΤΡΙΤΟ ΚΥΜΑ (ΔΕΚΑΕΤΙΑ 1960)

Το τρίτο κύμα συνδέθηκε με την κυριαρχία των ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων (conglomerates), αφού εκείνη την εποχή κύριος σκοπός των επιχειρήσεων ήταν η ανάπτυξη δραστηριοτήτων σε διαφορετικές αγορές και με διαφοροποιημένα προϊόντα. Χαρακτηριστική μάλιστα είναι η περίπτωση της ITT, της οποίας το χαρτοφυλάκιο περιελάμβανε από ασφάλειες ζωής και χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες ως και οικοδομικές επιχειρήσεις και πωλήσεις μηχανημάτων. Τις διαφοροποιημένες συγχωνεύσεις και εξαγορές υποκίνησε η αντιμονοπωλιακή νομοθεσία που περιόρισε σημαντικά τις συγχωνεύσεις οριζόντιας και κάθετης ολοκλήρωσης, δίνοντας το έναυσμα στα διοικητικά στελέχη να επιδιώκουν την ανάπτυξη των εταιρειών τους μέσω συνεργασιών με εταιρείες άλλων κλάδων. Αυτή η πορεία προς αυτή την κατεύθυνση διεκόπη μετά το τέλος της δεκαετίας του 1960, λόγω της μείωσης που παρατηρήθηκε στις τιμές των μετοχών των διαφοροποιημένων επιχειρήσεων.

ΤΕΤΑΡΤΟ ΚΥΜΑ (ΔΕΚΑΕΤΙΑ ΤΟΥ 1980)

Κατά τη δεκαετία του 1980, κάνει την εμφάνισή του το τέταρτο μεγάλο κύμα στην αμερικανική ιστορία, το οποίο χαρακτηρίστηκε από εχθρικές εξαγορές και αποσχίσεις

τμημάτων ή κλάδων επιχειρήσεων (divestitures), οι οποίες απαρτίζουν περίπου το 20% με 30% της δραστηριότητας των εξαγορών. Σύμφωνα με τους Schleifer & Vishny (1991), εκείνη την χρονική περίοδο, έγινε η αντιστροφή της τάσης για διαφοροποίηση, δηλαδή το λεγόμενο de-conglomeration, η συγκέντρωση στα core activities και η αύξηση της χρήσης του outsourcing. Η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται επιπλέον από την εκτεταμένη χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου (junk bonds) για τη χρηματοδότηση των εξαγορών τύπου Leverage Buy-Out (μοχλευμένες εξαγορές).

ΠΕΜΠΤΟ ΚΥΜΑ (1993 - 2001)

Το πέμπτο κύμα χαρακτηρίζεται από έντονο διεθνή χαρακτήρα, αφού οι περισσότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν διασυνοριακές συναλλαγές. Αναμφισβήτητα, ουσιαστικό ρόλο διαδραματίζει η ανάπτυξη κλάδων νέων τεχνολογιών, όπως είναι παραδείγματος χάρη το διαδίκτυο, οι τηλεπικοινωνίες κ.λπ. Η αρκετά υψηλή αξιολόγηση ορισμένων εταιρειών νέων τεχνολογιών (π.χ. Microsoft) τους έδωσε τη δυνατότητα να προβούν σε εξαγορές ή συγχωνεύσεις με άλλες μικρότερες εταιρείες του χώρου, εξασφαλίζοντας με αυτόν τον τρόπο ταχεία ανάπτυξη. Πραγματοποιήθηκε ένας αξιόλογος αριθμός εξαγορών, οι οποίες είχαν ως σκοπό την ανάπτυξη και διατήρηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μέσω της απόκτησης μοναδικών και θεμελιωδών πόρων και ικανοτήτων. Επίσης, άλλα χαρακτηριστικά στοιχεία του κινήματος αυτού ήταν η παγκοσμιοποίηση προϊόντων, υπηρεσιών και κεφαλαιαγορών, η απελευθέρωση και η φιλελευθεροποίηση αγορών και οι ιδιωτικοποιήσεις κλάδων, όπως τραπεζικά ιδρύματα, επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας και υπηρεσίες υγείας, η δημιουργία υπερεθνικών οργανισμών και τέλος, η επικράτηση της αρχής της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων στις περισσότερες από τις αγγλοσαξονικές χώρες.

2.2. Κύματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ευρώπη

Η μεγάλη άνοδος της δραστηριότητας των εξαγορών στις Η.Π.Α. κατά τις δεκαετίες 1980 και 1990 θεωρήθηκε μέρος ενός παγκόσμιου φαινομένου, όπως άλλωστε μαρτυρεί και η εμπειρία των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όπου ο αριθμός των εξαγορών έχει ανέλθει θεαματικά την τελευταία δεκαπενταετία και ιδιαίτερα για το Ηνωμένο Βασίλειο.

Στην Ευρώπη, μπορούμε να παρατηρήσουμε τέσσερα κύματα συγχωνεύσεων που σημάδεψαν τον περασμένο αιώνα. Οι συγχωνεύσεις αυτές έλαβαν, τουλάχιστον αρχικά, εθνική εμβέλεια, σε αντίθεση με τις αντίστοιχες που πραγματοποιήθηκαν στις Η.Π.Α., οι οποίες διακατέχονταν από διεθνή χαρακτήρα.

Συγκεκριμένα, **το πρώτο κύμα**, το οποίο ήταν μικρού μεγέθους, έκανε την εμφάνισή του κατά τη δεκαετία του 1960. Οι επιχειρήσεις εκείνης της περιόδου κινούνταν προς την κατεύθυνση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών με στόχο κυρίως την εξασφάλιση οικονομιών κλίμακας.

Όσον αφορά το **δεύτερο κύμα**, το οποίο συντελέστηκε κατά τα έτη 1987-1992, μπορούμε να πούμε ότι οι επιχειρήσεις, παρακολουθώντας τα αποτελέσματα του παγκόσμιου ανταγωνισμού, θεώρησαν ότι έπρεπε να αυξήσουν σημαντικά το μέγεθός τους, προκειμένου να μην αφανιστούν από την επιχειρηματική σκηνή.

Το τρίτο κύμα αναπτύχθηκε στο Ηνωμένο Βασίλειο κατά τα έτη 1990 - 2001, σε μια εποχή μάλιστα που στην Ευρώπη λάμβανε χώρα ένας αριθμός από ουσιαστικές ανακατατάξεις τόσο σε οικονομικό όσο και σε κοινωνικοπολιτικό επίπεδο, όπως η δημιουργία της Ενιαίας Αγοράς, η Οικονομική και Νομισματική Ένωση, η διόγκωση του διεθνούς ανταγωνισμού, οι ευνοϊκές συνθήκες που δημιούργησαν οι οικονομικές μεταρρυθμίσεις στην Ανατολική Ευρώπη. Το σπουδαιότερο χαρακτηριστικό στοιχείο αυτού του κύματος ήταν η τάση των ευρωπαϊκών εταιρειών προς πραγμάτωση συγχωνεύσεων και εξαγορών που επικεντρώνονταν σε διεθνείς δραστηριότητες. Επίσης, ο Black (2000) απέδωσε στο κύμα αυτό τον χαρακτηρισμό του πρώτου «διεθνούς» κύματος συγχωνεύσεων (“first-ever international merger wave”).

Ο ***Πίνακας 2.1.***, που ακολουθεί, παρουσιάζει την αξία των εξαγορών και αποσχίσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση κατά τα έτη 1984 - 2001.

Πίνακας 2.1:

Αξία ($εκατ.) των εξαγορών και αποσχίσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση (αξία συμφωνίας > $50 εκατ.)

Εξαγορές και αποσχίσεις στην Ε.Ε. (1984-2001)					
Έτος	**Εξαγορές**		**Αποσχίσεις**		**Αποσχίσεις/Εξαγορές(%)**
	Αριθμός	**Αξία $εκατ.**	**Αριθμός**	**Αξία $εκατ.**	
1984	1	150	0	0	0%
1985	44	21.138	1	173	1%
1986	73	46.416	3	8.592	19%
1987	135	57.250	6	4.842	8%
1988	212	99.443	11	7.376	7%
1989	261	158.538	19	12.586	8%
1990	291	121.024	26	15.493	13%
1991	277	122.749	28	19.005	15%
1992	211	89.957	20	7.304	8%
1993	232	88.186	28	17.245	20%
1994	263	117.904	37	24.342	21%
1995	322	186.307	33	13.304	7%
1996	382	186.398	36	15.468	8%
1997	457	297.924	33	19.549	7%
1998	610	456.787	44	49.455	11%
1999	786	968.931	37	47.346	5%
2000	888	1.082.931	49	30.379	3%
2001	554	461.548	50	32.982	7%

Πηγή: Thomson Financial One Banker Deals

Ο ***Πίνακας 2.2.*** προσφέρει μια αναλυτική παρουσίαση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών ανάλογα με τον αριθμό των συναλλαγών για τη δεκαετία του 1990 μεταξύ των 15 κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και το συγκρίνει με το μερίδιο κάθε μέλους στο ΑΕΠ της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Όπως φαίνεται και από τον ακόλουθο πίνακα, η χώρα που ξεχωρίζει από πλευράς έντασης συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι το Ηνωμένο Βασίλειο, το οποίο κατά το διάστημα 1991-1999 κατάφερε να συγκεντρώσει το 30% της διεθνούς δραστηριότητας συγχωνεύσεων και εξαγορών κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, συγκρινόμενο με τα αντίστοιχα ποσοστά της τάξης του 17% για τη Γερμανία, 14% για τη Γαλλία και 7% για την Ολλανδία. Για να γίνει περισσότερο κατανοητός ο βαθμός έκθεσης του Ηνωμένου Βασιλείου στις διεθνείς συγχωνεύσεις και εξαγορές, είναι χρήσιμο να αναφερθεί ότι κατά τα έτη 1998-1999, κατείχε το 26% όλων των διεθνών συγχωνεύσεων, συμπεριλαμβάνοντας εταιρείες χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης είτε ως αγοράζουσες είτε ως αγοραζόμενες, ενώ η Γερμανία είχε μόλις το 16%, η Γαλλία το 13% και η Ολλανδία το 9% [Directorate General for Economic and Financial Affairs, European Commission]. Η περιγραφείσα για το Ηνωμένο Βασίλειο κατάσταση δεν είναι καθόλου τυχαία αλλά απεναντίας είναι εντελώς αναμενόμενη, αφού το Λονδίνο αποτελεί τον μεγαλύτερο πόλο έλξης διεθνούς κεφαλαίου σε ολόκληρο τον κόσμο. Επίσης, η Μ. Βρετανία έχει μακρά ιστορία στις συναλλαγές των συγχωνεύσεων και εμφανίζει πολλά κοινά στοιχεία με την Αμερική στον τομέα της κυβερνητικής laissez faire συμπεριφοράς στις εξαγορές, καθώς και της σημασίας που δίνει στο χρηματιστήριο ως πηγή εταιρικής χρηματοδότησης και εταιρικής διακυβέρνησης. Όσον αφορά την Ελλάδα, όπως φαίνεται και από τα στοιχεία του πίνακα, μπορούμε να πούμε ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις δεν ήταν ελκυστικές για εξαγορές, εξασφαλίζοντας ένα μερίδιο της τάξης του 0,67%.

Πίνακας 2.2:

Μερίδια δραστηριότητας των Σ&Ε και ΑΕΠ μεταξύ των Χωρών-Μελών της Ε.Ε., 1991-1999.

Μέλος Χώρα	Μερίδιο Δραστηριότητας Σ&Ε (%)	Μερίδιο ΑΕΠ (%)
Βέλγιο	2,80	3,2
Δανία	2,54	2,1
Γερμανία	16,54	28,4
Ελλάδα	0,67	1,4
Ισπανία	4,84	6,9
Γαλλία	14,38	18,1
Ιρλανδία	1,58	0,8
Ιταλία	6,39	12,7
Λουξεμβούργο	0,47	0,2
Ολλανδία	6,90	4,9
Αυστρία	1,91	2,7
Πορτογαλία	1,06	1,3
Φινλανδία	4,15	1,6
Σουηδία	5,34	2,8
Ηνωμένο Βασίλειο (UK)	30,45	13
Ε.Ε.	100,00	100

Σημείωση: Κατά τον υπολογισμό του πίνακα, οι διασυνοριακές συναλλαγές μεταξύ των χωρών-μελών της Ε.Ε. λαμβάνονται υπόψη δύο φορές, μία για τη χώρα του bidder και μία για τη χώρα του target.

Πηγή: Directorate General for Economic and Financial Affairs, European Commission, European Economy, Supplement A, Economic Trends, 2000.

Σύμφωνα με τον ***Πίνακα 2.3.***, ο οποίος παρέχει μια συνοπτική εικόνα της κατανομής της δραστηριότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών των επιχειρήσεων των χωρών-μελών της Ευρωζώνης σε εθνικό, κοινοτικό και διεθνές επίπεδο, παρατηρείται κάποια μείωση στην αναλογία των εθνικών συγχωνεύσεων και

εξαγορών από το 1992 έως το 1999, ενώ οι κοινοτικές συγχωνεύσεις, δηλαδή αυτές που έγιναν από επιχειρήσεις διαφορετικών κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, παρουσίαζαν μια σταθερή αναλογία διαχρονικά της τάξης του 13% - 15%. Τέλος, οι συνολικές διεθνείς εξαγορές, συμπεριλαμβάνοντας και τις εταιρείες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, είτε ως αγοράζουσες είτε ως αγοραζόμενες, παρουσίασαν μια ανοδική τάση από 21% το 1991 σε 29% το διάστημα 1996-1999.

Πίνακας 2.3:

Κατανομή της δραστηριότητας των Σ&Ε των επιχειρήσεων των χωρών-μελών της Ευρωζώνης σε Εθνικό, Κοινοτικό και Διεθνές επίπεδο.

Έτος	**Εθνικό**	**Κοινοτικό**	**Διεθνές**		**Σύνολο**
			Bidder από την Ε.Ε.	**Target από την Ε.Ε.**	
1991	65,1%	14,0%	8,1%	12,8%	100,0%
1992	67,9%	12,9%	7,1%	12,2%	100,0%
1993	63,5%	12,5%	9,1%	14,9%	100,0%
1994	62,7%	13,6%	10,2%	13,5%	100,0%
1995	61,0%	13,5%	12,7%	12,7%	100,0%
1996	57,9%	13,5%	13,8%	14,8%	100,0%
1997	56,8%	14,3%	13,3%	15,6%	100,0%
1998	55,0%	14,5%	14,9%	15,5%	100,0%
1999	56,5%	15,0%	17,4%	11,2%	100,0%

Πηγή: Directorate General for Economic and Financial Affairs, European Commission, European Economy, Supplement A, Economic Trends, 2000.

Όσον αφορά τον χρηματοοικονομικό τομέα, που είναι και το αντικείμενο μελέτης της παρούσας εργασίας, αξίζει να αναφέρουμε ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές που οδηγούν στην επέκταση ή στη δημιουργία ενός χρηματοοικονομικού ομίλου έχουν τελείως διαφορετικά χαρακτηριστικά από τις απλές συγχωνεύσεις και εξαγορές, αφού αφορούν την επέκταση ή τη δημιουργία μιας ομάδας εταιρειών που

δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους του χρηματοοικονομικού τομέα. Η μεγαλύτερη ή η εξαγοράζουσα εταιρεία μπορεί να είναι ένα πιστωτικό ίδρυμα, μια ασφαλιστική εταιρεία, μια εταιρεία συμμετοχών ή κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, κατά τη δεκαετία του 1990, παρατηρήθηκε ότι στις περισσότερες περιπτώσεις, οι επεκτάσεις ομίλων μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών έγιναν με πρωτοβουλία των πιστωτικών ιδρυμάτων. Οι τράπεζες δηλαδή επεκτάθηκαν πιο ενεργητικά σε άλλους χρηματοοικονομικούς κλάδους και δραστηριότητες σε σχέση με τη διείσδυση που έκαναν άλλες χρηματοοικονομικές εταιρείες προς τις αμιγώς τραπεζικές δραστηριότητες. Οι τομείς που προσέλκυσαν κυρίως το ενδιαφέρον των παραδοσιακών πιστωτικών ιδρυμάτων ήταν η διαχείριση χαρτοφυλακίου και οι επενδυτικές υπηρεσίες. Ο ***Πίνακας 2.4.*** απεικονίζει τον αριθμό των εγχώριων επεκτάσεων ομίλων στην Ευρωπαϊκή Ένωση κατά το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1990 ανάλογα με τις δραστηριότητες που συγχωνεύονται.

Πίνακας 2.4:

Εγχώριες Επεκτάσεις Ομίλων

	1995	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**Α' 2000**
Συγχωνεύσεις μεταξύ τραπεζικών και ασφαλιστικών ιδρυμάτων και εξαγορές ασφαλιστικών ιδρυμάτων από τις τράπεζες	6	6	11	9	4	6
Τράπεζες που ίδρυσαν ασφαλιστικές εταιρείες	9	6	4	6	7	3
Ασφαλιστικές εταιρείες που αγόρασαν ή ίδρυσαν τράπεζες	3	4	5	5	4	1
Συγχωνεύσεις μεταξύ τραπεζικών και άλλων χρημ/κών ιδρυμάτων και εξαγορές άλλων χρημ/κών ιδρυμάτων από τράπεζες	19	17	24	19	32	22
Τράπεζες που ίδρυσαν άλλα χρημ/κά ιδρύματα	28	35	26	22	38	36
Άλλα χρημ/κά ιδρύματα που αγόρασαν ή ίδρυσαν τράπεζες	0	2	3	5	9	2
Σύνολο	**65**	**70**	**73**	**66**	**94**	**70**
Συγχωνεύσεις και εξαγορές ως ποσοστό στις συνολικές επεκτάσεις ομίλων	38%	36%	52%	51%	51%	41%

Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Όσον αφορά τώρα τις διασυνοριακές επεκτάσεις ομίλων, αυτές αφορούσαν περισσότερο κινήσεις σε τρίτες χώρες παρά εντός της ζώνης του Ευρώ. Η διεθνοποίηση των ομίλων μοιράστηκε σχεδόν σε αριθμό μεταξύ της ίδρυσης νέων εταιρειών και των συγχωνεύσεων και εξαγορών, όπως άλλωστε περιγράφεται στον ***Πίνακα 2.5.*** Τέλος, αξίζει να σημειώσουμε ότι σε διεθνές επίπεδο ήταν πολύ μικρός ο αριθμός των επεκτάσεων, στον οποίο ενεπλάκησαν οι ασφαλιστικές εταιρείες.

Πίνακας 2.5:

Διασυνοριακές Επεκτάσεις Ομίλων

	1995	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**Α' 2000**
Συγχωνεύσεις μεταξύ εγχώριων τραπεζικών και ξένων ασφαλιστικών ιδρυμάτων και εξαγορές ξένων ασφαλιστικών ιδρυμάτων από εγχώριες τράπεζες	3	2	2	4	6	9
Εγχώριες τράπεζες που ίδρυσαν ξένες ασφαλιστικές εταιρείες	1	0	0	0	1	5
Ξένες ασφαλιστικές εταιρείες που αγόρασαν ή ίδρυσαν εγχώριες τράπεζες	1	1	2	2	3	3
Συγχωνεύσεις μεταξύ εγχώριων τραπεζικών και άλλων ξένων χρημ/κών ιδρυμάτων και εξαγορές άλλων ξένων χρημ/κών ιδρυμάτων από εγχώριες τράπεζες	11	11	13	10	30	15
Εγχώριες τράπεζες που ίδρυσαν άλλα ξένα χρημ/κά ιδρύματα	16	20	21	23	26	14
Άλλα ξένα χρημ/κά ιδρύματα που αγόρασαν ή ίδρυσαν εγχώριες τράπεζες	2	3	6	6	6	3
Σύνολο	**34**	**37**	**44**	**45**	**72**	**49**
Συγχωνεύσεις και Εξαγορές ως ποσοστό στις συνολικές δισυνοριακές επεκτάσεις ομίλων	50%	46%	52%	49%	56%	57%

Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Στη συνέχεια και συγκεκριμένα από το 2004 και έπειτα, στο σύνολο των κλάδων της οικονομίας, άρχισε να λαμβάνει χώρα στην Ευρωπαϊκή Ένωση ένα **τέταρτο κύμα** συγχωνεύσεων και εξαγορών, επιβεβαιώνοντας την έντονη προσήλωση των ευρωπαϊκών χωρών στην κατεύθυνση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, με το Ηνωμένο Βασίλειο να κατέχει για ακόμη μια φορά θέση πρωταγωνιστή. Η άνοδος αυτή συνεχίστηκε, χωρίς να αναχαιτιστεί ούτε κατά το ελάχιστο, και την αμέσως επόμενη χρονιά. Το 2005, η ευρωπαϊκή αγορά συγχωνεύσεων και εξαγορών χαρακτηρίστηκε από τη μεγαλύτερη κινητικότητα των τελευταίων πέντε ετών με σύνολο δημοσιευμένης αξίας συναλλαγών περίπου €800 δις, παρουσιάζοντας κατά 51% αύξηση σε σύγκριση με το 2004. Σε αυτήν την άνοδο, ρόλο κλειδί έπαιξαν οι διασυνοριακές συναλλαγές, οι οποίες ανήλθαν κατά 58,7%, αφού είναι πλέον πραγματικότητα ότι οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις αποβλέπουν στη δημιουργία πανευρωπαϊκών κολοσσών, αξιοποιώντας κάθε ευκαιρία για επέκταση και επενδύσεις στις νέες αναπτυσσόμενες αγορές της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας της PriceWaterhouseCoopers (2006), στην οποία περιγράφεται η σύνθεση της ευρωπαϊκής αγοράς συγχωνεύσεων και εξαγορών κατά κλάδο δραστηριότητας για τα έτη 2005 - 2006, προκύπτει ότι οι κλάδοι εκείνοι που παρουσιάζουν αυξημένη κινητικότητα, ακολουθώντας τη γενικότερη τάση συγκέντρωσης στην ευρωπαϊκή αγορά ήταν οι κλάδοι της ενέργειας και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Εντός του 2006, ανακοινώθηκαν και ολοκληρώθηκαν συνολικά σε όλους τους τομείς 8.757 συμφωνίες συνολικής αξίας πάνω από $1 τρις, έναντι 8.260 συμφωνιών του προηγούμενου έτους συνολικής αξίας $0,9 τρις. Η αυξημένη κινητικότητα δεν έπαψε να υφίσταται ούτε το 2007 ως αποτέλεσμα της επιδίωξης των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων να προσχωρούν σε διαρθρωτικές κινήσεις για την καλύτερη ανταπόκριση στις προκλήσεις του ανταγωνισμού.

Σύμφωνα με την προαναφερθείσα έρευνα, η οποία μελετάει τις δέκα πιο δραστήριες χώρες της Ευρώπης ανάλογα με την αξία των πραγματοποιηθέντων για τα έτη 2005 - 2006 συγχωνεύσεων και εξαγορών, απορρέει ότι το Ηνωμένο Βασίλειο κατέχει και αυτήν τη χρονική περίοδο κεντρική θέση στις εξελίξεις με 2.651 συμφωνίες συνολικής αξίας $331,6 δις για το 2006. Πολλές διασυνοριακές δραστηριότητες υφίστανται ανάμεσα στο Ηνωμένο Βασίλειο και στις Η.Π.Α. Η Ελλάδα βρέθηκε στην 17^{η} θέση σημειώνοντας μια αύξηση στη συνολική αξία των

συμφωνιών (συγκεκριμένα, $11,4 δις το 2006, έναντι $4,4 δις το 2005). Η εν λόγω κατάσταση αφορά τον χρηματοοικονομικό τομέα (Εμπορική Τράπεζα, Εγνατία, Marfin Bank), καθώς επίσης και τον τομέα των τηλεπικοινωνιών.

Σύμφωνα με εκτιμήσεις, υπάρχουν πολλά περιθώρια ακόμη στον ευρωπαϊκό χώρο για συγχωνεύσεις και εξαγορές. Αν εξαιρέσουμε το Ηνωμένο Βασίλειο, που υπήρξε πρωτοπόρο σε αυτό το θέμα, η υπόλοιπη Ευρώπη σχετικά πρόσφατα δοκίμασε τις αντοχές της, με συνέπεια να αυξάνονται οι προσδοκίες για σημαντικές περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών και στον υπόλοιπο ευρωπαϊκό κόσμο.

2.3. Κύματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ελλάδα

ΤΟ ΠΡΩΤΟ ΚΥΜΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Τα κύρια χαρακτηριστικά του ελληνικού χρηματοοικονομικού συστήματος κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1970 και του 1980 ήταν η υποανάπτυξη και ο έντονος κρατικός παρεμβατισμός. Το τραπεζικό σύστημα αποτελούσε τον κυρίαρχο πόλο ανάπτυξης των διαφόρων χρηματοοικονομικών εργασιών. Οι υπόλοιποι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί διαδραμάτιζαν δευτερεύοντα ρόλο, ενώ η αγορά ουσιαστικά υπολειτουργούσε. Τα συνταξιοδοτικά ταμεία ήταν υπό κρατική διοίκηση, ενώ οι ασφαλιστικές εταιρείες ανήκαν κατά κανόνα στις μεγάλες κρατικές τράπεζες. Το χρηματοοικονομικό σύστημα είχε τη μορφή που εξυπηρετούσε τα στρατηγικά σχέδια για οικονομική ανάπτυξη που οραματίζονταν οι πρώτες μεταπολεμικές κυβερνήσεις. Εφαρμόζονταν μια σειρά από κανόνες που αποσκοπούσαν στη διοχέτευση των αποταμιευτικών πόρων σε προεπιλεγμένες χρήσεις που υποτίθεται ότι ήταν πιο αποδοτικές και εθνικά αναγκαίες, σύμφωνα με το τότε «ορθόδοξο» μοντέλο βιομηχανικής ανάπτυξης. Ειδικότερα, ένας μεγάλος αριθμός χρηματοοικονομικών υπηρεσιών βρισκόταν υπό διοικητικό έλεγχο, ο καθορισμός των επιτοκίων γινόταν από την Τράπεζα της Ελλάδας και όχι από τις δυνάμεις της αγοράς και τέλος, η κίνηση κεφαλαίων υπόκειντο σε αυστηρούς περιορισμούς. Όλοι αυτοί οι ρυθμιστικοί κανόνες προκαλούσαν σημαντικές στρεβλώσεις στην κατανομή των πόρων και την αποτελεσματικότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος. Αρκεί να αναλογιστεί κανείς ότι μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1980, τα ¾ των καταθέσεων στις τράπεζες

ήταν δεσμευμένα για τη χορήγηση δανείων σε συγκεκριμένους τομείς. Συγκεκριμένα, το 50% αφορούσε δανεισμό στο δημόσιο τομέα, 15% στη βιομηχανία και 10% στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Όπως είναι γνωστό, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποσκοπούν τόσο στην ενίσχυση της τάξης των εταιρικών μεγεθών όσο και στη βελτίωση της παραγωγικότητας των επιχειρήσεων, αξιοποιώντας κατάλληλα τις κεφαλαιακές εισροές του οικονομικού κυκλώματος. Θα ήταν πράγματι εντελώς απίθανο να παρέμεναν αδιάφοροι οι Έλληνες επιχειρηματίες μπροστά στα οικονομικά αποτελέσματα που επιτυγχάνονται μέσω της δυναμικής των συγχωνεύσεων και των εξαγορών σε παγκόσμιο επίπεδο. Μελετώντας κανείς την παγκόσμια οικονομική ιστορία, θα διαπιστώσει ότι το ζήτημα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών διανύει μια πολυετή πορεία μέσα στο χρόνο, η οποία θα πρέπει να ληφθεί σοβαρά υπόψη από τις εγχώριες επιχειρήσεις, οι οποίες ερευνώντας διεξοδικά ανάλογες κινήσεις επιχειρήσεων κατά το παρελθόν και προσπαθώντας με κάθε τρόπο να προλάβουν το «τρένο» της σύγκλισης και της ανάπτυξης μεγάλων επιχειρηματικών σχημάτων, παρόμοια με εκείνα των διεθνών ανταγωνιστών τους, θα καταφέρουν να μεγιστοποιήσουν τα οικονομικά τους οφέλη και να ανταποκριθούν με επιτυχία στον παγκόσμιο ανταγωνισμό.

Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, τα πρώτα βήματα της απελευθέρωσης του χρηματοοικονομικού κλάδου επέφεραν αλλαγή του σκηνικού. Δύο είναι οι παράγοντες που οδήγησαν στην εκ βάθρων ανατροπή του όλου σκηνικού από το 1995 και μετά. Πρώτον, η διαρκώς διευρυνόμενη διαφορά στην αποδοτικότητα μεταξύ ιδιωτικών και δημοσίων τραπεζών είχε ως αποτέλεσμα την ανακατανομή των μεριδίων αγοράς υπέρ των πρώτων. Δεύτερον, η πολιτική προώθησης των ιδιωτικοποιήσεων, σε συνδυασμό με την έλευση και στην Ελλάδα του κύματος των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, μετέβαλε ολοκληρωτικά τη μορφή της αγοράς. Λιγότεροι και πιο ισχυροί όμιλοι κυριαρχούν πλέον στην αγορά.

Στην Ελλάδα, η συγκέντρωση του χρηματοοικονομικού κεφαλαίου ξεκίνησε από την προσπάθεια των κυβερνήσεων να αποκρατικοποιήσουν το τραπεζικό σύστημα. Η τάση συγκέντρωσης επιταχύνθηκε περεταίρω από την ανοδική πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς και την προοπτική εισόδου στην Ο.Ν.Ε. Έγινε αντιληπτό ότι ο κατακερματισμός των δυνάμεων αποτελούσε τροχοπέδη στην αντιμετώπιση της

πρόκλησης του ανταγωνισμού σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Λόγω του μικρού τους μεγέθους, οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί ήταν δύσκολο να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά τον ανταγωνισμό στον ευρωπαϊκό στίβο. Απώτερος στόχος, λοιπόν, της διαδικασίας συγκέντρωσης ήταν η βελτίωση της θέσης τους στην εγχώρια αγορά, καθώς επίσης και η εξυπηρέτηση των αναγκών της πελατείας τους στην ευρωπαϊκή αγορά.

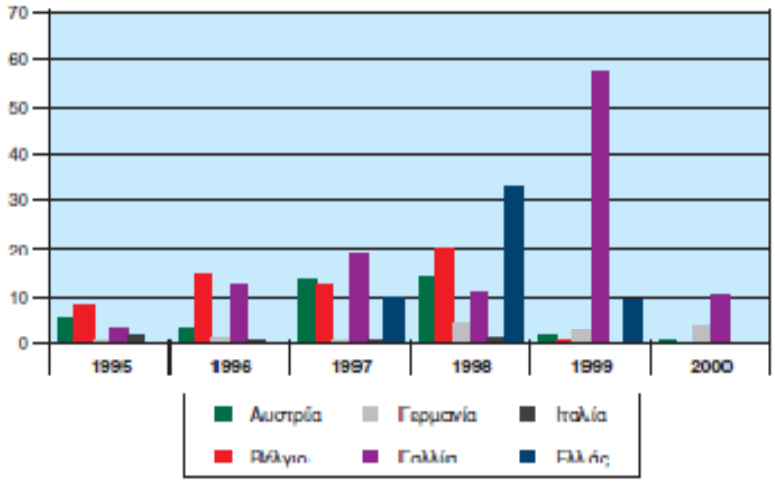
Το πρώτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα λαμβάνει χώρα κατά την περίοδο 1998 - 1999, με βαρυσήμαντες επιπτώσεις για όλους τους κλάδους και αποτελώντας παράλληλα έμπρακτη προσπάθεια των ελληνικών επιχειρήσεων να προσαρμοστούν κατάλληλα στην παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος, κεφαλαίου, αγαθών και υπηρεσιών. Όσον αφορά τον τραπεζικό κλάδο, παρατηρούνται αξιοσημείωτες αλλαγές στα μερίδια αγοράς των τραπεζών, με ουσιαστική άνοδο των μεριδίων των ιδιωτικών ομίλων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα της πρώτης φάσης των ελληνικών συγχωνεύσεων και εξαγορών (πρώτο εξάμηνο του 1998) ήταν η συγχώνευση μεταξύ της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος και της θυγατρικής της, Κτηματικής Τράπεζας. Εξάλλου, εκείνη την εποχή, ο αυξανόμενος εσωτερικός ανταγωνισμός στον τραπεζικό κλάδο, το συνεχώς φθίνον επίπεδο των επιτοκίων και η άνθιση της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς είχαν ως αποτέλεσμα τη δημιουργία για τα τραπεζικά ιδρύματα μιας κατάστασης έντονου προγραμματισμού για τις μελλοντικές κινήσεις που θα έπρεπε να αναλάβουν. Αν και το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και των εξαγορών δημιουργεί ένα νέο και πρωτόγνωρο σκηνικό στο εγχώριο οικονομικό γίγνεσθαι, αφού τα μακροχρόνια αποτελέσματα των συμπράξεων που έχουν λάβει χώρα μέχρι σήμερα δεν μπορούν εύκολα να εκτιμηθούν, οι περισσότεροι αναλυτές στη χώρα μας δεν διστάζουν να ισχυριστούν ότι η τάση αυτή θα συνεχιστεί τόσο σε κλάδους αιχμής, όπως ο τραπεζικός κλάδος όσο και στο σύνολο της οικονομίας, σε συνδυασμό με τις ανάγκες εκσυγχρονισμού του παραγωγικού ιστού, τις πιέσεις του διεθνούς ανταγωνισμού, την επέκταση της πολιτικής αποκρατικοποιήσεων και την ένταξη της χώρας μας στην Ο.Ν.Ε., η οποία αναμφίβολα αποτέλεσε ένα μεγάλο βήμα στη διαδικασία της πλήρους απελευθέρωσης των διασυνοριακών συναλλαγών, τοποθετώντας τις επιχειρηματικές οργανώσεις προ των πυλών της ανάπτυξης μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Όσον αφορά τον χρηματοπιστωτικό τομέα, αρκετές για τα δεδομένα εκείνης της εποχής συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ελλάδα συντελέστηκαν κατά τη διετία

1998 - 1999. Σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Κεντρική Τράπεζας, το 1998 έγιναν 9 εγχώριες συγχωνεύσεις και εξαγορές και η συνολική τους αξία έφτασε περίπου το 33% του συνόλου του ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος. Το 1999, μειώθηκαν σε 8 και η αξία τους ως ποσοστό στο σύνολο του ενεργητικού μόλις υπερέβη το 9%. Στο ***Διάγραμμα 2.1.***, όπου απεικονίζεται η αξία των συγχωνεύσεων και των εξαγορών ως ποσοστό στο ενεργητικό των πιστωτικών ιδρυμάτων για μια σειρά χωρών της Ευρώπης για το διάστημα 1995 - 2000, παρατηρούμε ότι το ύψος των εγχώριων συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα ήταν από τα υψηλότερα στην Ευρώπη, πράγμα το οποίο μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η αναδιάρθρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος για την αντιμετώπιση του ανταγωνισμού στην ευρωζώνη ήταν ιδιαίτερα σημαντική.

Διάγραμμα 2.1:

Αξία Εγχώριων Συγχωνεύσεων ως ποσοστό στο σύνολο του Ενεργητικού των πιστωτικών Ιδρυμάτων.



Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Στον ***Πίνακα 2.6.***, παρουσιάζονται τα κύρια χαρακτηριστικά μερικών από τις σημαντικότερες εξαγορές και συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν κατά τα έτη 1996 - 1999, με τη μεγαλύτερη δραστηριότητα να εκδηλώνεται κατά τα έτη 1998 – 1999. Οι ελληνικές τράπεζες έχουν βελτιώσει σημαντικά τη θέση τους αλλά εξακολουθούν να είναι μικρές με βάση τα διεθνή πρότυπα.

Πίνακας 2.6.

Το χρονικό των ιδιωτικοποιήσεων, συγχωνεύσεων και εξαγορών στην περίοδο 1996 – 1999

Τράπεζα	Έλεγχος	Αγοραστής	Έτος
Τράπεζα Εργασίας	Ιδιωτική	EFG Eurobank	1998-1999
Ιονική Τράπεζα	Δημόσια	Alpha Τράπεζα Πίστεως	1999
Τράπεζα Κρήτης	Δημόσια	EFG Eurobank	1998
Τράπεζα Αθηνών	Ιδιωτική	EFG Eurobank	1998
Τράπεζα Μακεδονίας-Θράκης	Δημόσια	Τράπεζα Πειραιώς	1998
Credit Lyonnais Greece	Ιδιωτική	Τράπεζα Πειραιώς	1998
Τράπεζα Χίου	Ιδιωτική	Τράπεζα Πειραιώς	1998-1999
Γενική Τράπεζα	Δημόσια	Interamerican	1998
Τράπεζα Κεντρικής Ελλάδος	Δημόσια	Εγνατία Τράπεζα	1998
National Westmister Bank	Ιδιωτική	Τράπεζα Πειραιώς	1999
Interbank	Ιδιωτική	EFG Eurobank	1996
Εθνική Κτηματική Τράπεζα	Δημόσια	Εθνική Τράπεζα	1998
Δωρική Τράπεζα	Ιδιωτική	Telesis Χρηματιστηριακή	1999

Πηγή: «Η δυναμική του χρηματοοικονομικού συστήματος», Προβόπουλος & Καπόπουλος

Η συγκέντρωση της τραπεζικής αγοράς μπορεί να αποδοθεί στους εξής παράγοντες:

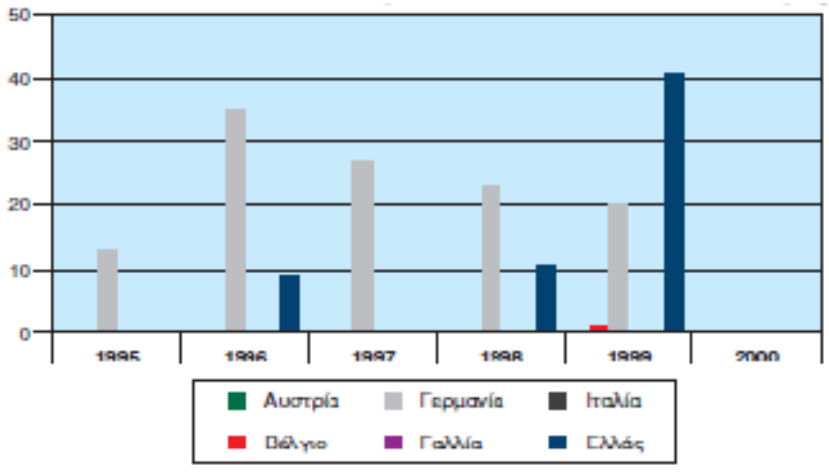
- Πρώτον, στο γεγονός ότι οι τράπεζες αντιλήφθηκαν ότι για να επιβιώσουν στη ζώνη του ευρώ, θα πρέπει να αποκτήσουν τουλάχιστον ένα «κρίσιμο μέγεθος».
- Δεύτερον, στην προσπάθεια από την πλευρά των τραπεζών να απορροφήσουν με τον πιο οικονομικό τρόπο την πλεονάζουσα δυναμικότητα που εκτιμούν ότι θα προκύψει μετά την εισαγωγή των νέων τραπεζικών τεχνολογιών. Με άλλα λόγια, οι ελληνικές τράπεζες φαίνεται πως προεξόφλησαν τον κίνδυνο εμφάνισης πλεονάζουσας δυναμικότητας και πιέσεων στους ισολογισμούς τους στην εποχή μετά την είσοδο στην Ο.Ν.Ε.

- Τρίτον, η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος οδήγησε σε μια ένταση του ανταγωνισμού για τον περιορισμό του μέσου κόστους μέσω της αξιοποίησης οικονομιών κλίμακας και φάσματος. Μολονότι η μείωση του κόστους μπορεί να επιτευχθεί από τις επιμέρους τράπεζες ξεχωριστά, η κοινή προσπάθεια παρουσιάζει σημαντικά πλεονεκτήματα.

Παρά το γεγονός ότι οι ελληνικοί τραπεζικοί οργανισμοί δεν προέβησαν σε σημαντικές συγχωνεύσεις και εξαγορές με άλλα τραπεζικά ιδρύματα εντός της ευρωζώνης, σημείωσαν σημαντικές επιδόσεις στις συγχωνεύσεις και εξαγορές με τρίτες χώρες. Οι ελληνικές τράπεζες εξαγόρασαν 2 τράπεζες σε τρίτες χώρες το 1998, 5 τράπεζες το 1999 και μία τράπεζα κατά το πρώτο εξάμηνο του 2000. Λαμβάνοντας υπόψη ότι οι περισσότερες από τις παραπάνω συγχωνεύσεις και εξαγορές αφορούν βαλκανικές χώρες, γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι η διείσδυση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος στη βαλκανική ενδοχώρα είναι ιδιαίτερα αισθητή. Σύμφωνα με το ***Διάγραμμα 2.2.***, το σύνολο του ενεργητικού των τραπεζών που εξαγόρασαν τράπεζες σε τρίτες χώρες ως ποσοστό στο συνολικό ενεργητικό του ελληνικού τραπεζικού συστήματος άγγιξε το 11% το 1998 και το 41% το 1999 και ήταν από τα υψηλότερα στην Ευρώπη.

Διάγραμμα 2.2:

Αξία Συγχωνεύσεων με τρίτες χώρες ως ποσοστό στο σύνολο του Ενεργητικού των πιστωτικών ιδρυμάτων.



Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Αν και η ελληνική οικονομία φαίνεται να βρίσκεται ακόμα στη φάση της αναδιάταξης των εσωτερικών της δυνάμεων, αναμένεται ότι θα ακολουθήσει μια δεύτερη περίοδος, όπου οι διασυνοριακές συνεργασίες θα είναι εντονότερες σε σχέση με πριν. Μολονότι κατά τη διάρκεια των προηγούμενων ετών, οι συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων με ξένες επιχειρήσεις ήταν σπάνιες, τα τελευταία χρόνια φαίνεται να αντιστρέφεται αυτή η κατάσταση, καθώς ο ρυθμός διείσδυσης ελληνικών επιχειρήσεων σε ξένες αγορές είναι ανοδικός. Επιπροσθέτως, η διάνοιξη προοπτικών στα Βαλκάνια και οι εξελίξεις στις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης έχουν δημιουργήσει σημαντικές προκλήσεις και ευκαιρίες για τις ελληνικές επιχειρήσεις. Οι εξαγορές εκτιμάται ότι πρόκειται να διαδραματίσουν σπουδαίο ρόλο στη διαμόρφωση της εταιρικής στρατηγικής, ούτως ώστε να αντιμετωπιστούν οι προκλήσεις του μέλλοντος. Άλλωστε, οι θετικές εξελίξεις στον κλάδο των τραπεζών δεν είναι παρά μόνο η αρχή μιας γενικότερης τάσης στο χώρο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, αφού το εγχώριο οικονομικό περιβάλλον διέπεται από μια δυναμική για εντονότερες τέτοιου είδους συμπράξεις και κινήσεις στο μέλλον.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

«ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ»

Κατά τη δεκαετία του 1990, μια μεγάλη διαδικασία χρηματοοικονομικής συγκέντρωσης έλαβε χώρα στην Ευρωπαϊκή Ένωση, αν και η δραστηριότητα σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές ήταν περιορισμένη στον τραπεζικό τομέα. Δεδομένου του κεντρικού ρόλου που διαδραματίζουν οι τράπεζες στην πιστωτική διαδικασία και στην οικονομία γενικότερα, αυτή η διαδικασία χρηματοοικονομικής συγκέντρωσης έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον όχι μόνο των managers και των μετόχων αλλά και των δανειζόμενων και των διαμορφωτών της πολιτικής. Μολονότι στις Ηνωμένες Πολιτείες υπάρχουν εκτεταμένα εμπειρικά στοιχεία σχετικά με τις επιδράσεις της συγκέντρωσης στο χρηματοοικονομικό κλάδο, η εμπειρική βιβλιογραφία παραμένει περιορισμένη στην Ευρώπη. Οι Altunbas & Ibanez (2004) αξιολόγησαν την επίδραση που επέρχεται στην αποδοτικότητά των τραπεζικών οργανισμών που συμμετέχουν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές ως αποτέλεσμα των ομοιοτήτων που παρουσιάζουν σε επίπεδο στρατηγικής.

Αξίζει να αναφερθεί ότι σε όρους μεθοδολογίας, οι περισσότερες μελέτες που αναλύουν την επίδραση της τραπεζικής συγκέντρωσης στην αποδοτικότητα συνηθίζουν να ακολουθούν δύο είδη εμπειρικών μεθόδων. Από τη μια πλευρά, υπάρχουν πολυάριθμες έρευνες που συγκρίνουν την αποδοτικότητα πριν και μετά τη συγχώνευση. Από την άλλη πλευρά, ένα άλλο τμήμα της εμπειρικής βιβλιογραφίας χρησιμοποιεί τη μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων ή μη κανονικών αποδόσεων (event study or abnormal returns methodology), με την οποία αναλύονται οι μεταβολές των τιμών ορισμένων χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων γύρω από το χρόνο ανακοίνωσης της συγχώνευσης. Οι Altunbas & Ibanez χρησιμοποιούν την πρώτη προσέγγιση, δηλαδή συγκρίνουν την αποδοτικότητα πριν και μετά τη συγχώνευση σε ένα δείγμα 265 τραπεζικών συμφωνιών που ολοκληρώθηκαν από το 1992 έως το 2001 στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Συγκεκριμένα, εξετάζουν την επίδραση των στρατηγικών ομοιοτήτων που υπάρχουν μεταξύ των εξαγοραζουσών και εξαγοραζόμενων τραπεζών στην αποδοτικότητα της συγχωνευμένης τραπεζικής οντότητας. Τα αποτελέσματα από την

ανάλυσή τους έδειξαν ότι η συνολική εικόνα που σχηματίζεται είναι αυτή των μεγάλων, γενικά αποτελεσματικότερων τραπεζών που συγχωνεύονται με σχετικά μικρότερους και κεφαλαιακά καλύτερους οργανισμούς με περισσότερο διαφοροποιημένες πηγές εισοδήματος. Διασαφηνίζεται επίσης ότι παρατηρούνται βελτιώσεις στην αποδοτικότητα, αφού η συγχώνευση συντελεστεί, ιδιαίτερα στην περίπτωση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Όσον αφορά την επίδραση των στρατηγικών ομοιοτήτων στην αποδοτικότητα, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι μεγάλες ομοιότητες ανάμεσα σε συγχωνευόμενους εταίρους συνετέλεσαν σε αυξημένη αποδοτικότητα, αν και υπάρχουν σημαντικές αποκλίσεις ανάμεσα σε εγχώριες και διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Παρατηρήθηκε ότι, κατά μέσο όρο, οι ομοιότητες στις στρατηγικές καταθέσεων των συγχωνευόμενων εταίρων βελτιώνουν την αποδοτικότητα και των εγχώριων και των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Σχετικά με τις εγχώριες συγχωνεύσεις, διαπιστώθηκαν επιβλαβείς για την αποδοτικότητα επιπτώσεις των ανομοιοτήτων των στρατηγικών εσόδων, δανεισμού και καταθέσεων, ενώ παρατηρήθηκε ότι οι διαφορές στην κεφαλαιοποίηση καθώς επίσης στην επένδυση για τεχνολογία και χρηματοοικονομική καινοτομία βελτίωσαν την αποδοτικότητα. Αντιθέτως, σχετικά με τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι διαφορές στις στρατηγικές δανεισμού και πιστωτικών κινδύνων ενίσχυσαν την αποδοτικότητα, ενώ η έλλειψη τεχνολογίας και χρηματοοικονομικής καινοτομίας οδήγησαν σε μείωσή της.

Είναι γεγονός ότι παρά τις αξιοσημείωτες αλλαγές που έχουν λάβει χώρα στις ευρωπαϊκές χρηματοοικονομικές αγορές, έχει διεξαχθεί μικρός αριθμός ερευνών μέχρι σήμερα πάνω στην οικονομική αποτελεσματικότητα της αγοράς ασφαλιστικών υπηρεσιών, όπου έχουν συντελεστεί ορισμένες από τις πιο δυναμικές αλλαγές. Οι Cummins & Weiss (2004), προσπαθώντας να συμπληρώσουν αυτό το κενό στη βιβλιογραφία, αναλύουν τις επιδράσεις των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στον ευρωπαϊκό ασφαλιστικό κλάδο. Όπως είναι γνωστό, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, οι χρηματοοικονομικές αγορές στην Ευρώπη απελευθερώθηκαν για να ανταποκριθούν στην αποστολή της Ευρωπαϊκής Ένωσης που ήταν η δημιουργία μιας ενιαίας αγοράς για χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Οι ασφαλιστικές αγορές

επηρεάστηκαν ιδιαίτερα από την Τρίτη Γενιά Ασφαλιστικών Οδηγιών (Third Generation Insurance Directives), που εφαρμόστηκαν το 1994 και απελευθέρωσαν τις ασφαλιστικές αγορές ευνοώντας τον ανταγωνισμό. Οι Οδηγίες (Directives) έθεσαν σε εφαρμογή την ιδέα του "single passport", σύμφωνα με την οποία μια ασφαλιστική εταιρεία μπορεί να αναπτύξει επιχειρηματική δραστηριότητα σε όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με την προϋπόθεση ότι έχει σχετική άδεια σε μια χώρα της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η απελευθέρωση οδήγησε σε ένα κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών που σε τέτοια έκταση δεν είχε επαναληφθεί ποτέ κατά το παρελθόν. Η εισαγωγή του ευρώ το 1999 άλλαξε σημαντικά το οικονομικό τοπίο για τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες στην ευρωπαϊκή αγορά. Από το 1990 έως το 2002, πραγματοποιήθηκαν 2.595 συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι οποίες συμπεριελάμβαναν ευρωπαϊκές ασφαλιστικές, εκ των οποίων οι 1.669 οδήγησαν σε αλλαγές σε θέματα ελέγχου. Συναλλαγές συνέβαιναν και διασυνοριακά και ενδοσυνοριακά, καθώς επίσης διακλαδικά (π.χ. ασφάλειες και τράπεζες) και ενδοκλαδικά.

Ο στόχος των Cummins & Weiss είναι να ερευνήσουν αν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στην ευρωπαϊκή ασφαλιστική αγορά δημιουργούν αξία για τους μετόχους. Η ανάλυσή τους δείχνει ότι οι ευρωπαϊκές συγχωνεύσεις και εξαγορές δημιούργησαν μικρές αρνητικές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις [cumulative average abnormal returns (CAARs)] για τους αγοραστές. Οι εταιρείες-στόχοι, εντούτοις, πραγματοποίησαν βασικές θετικές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CAARs) σε εύρος 12% με 15%. Διακρίνοντας τις συναλλαγές σε διασυνοριακές και εγχώριες, διαπιστώνουμε ότι οι διασυνοριακές συναλλαγές ήταν ουδέτερες κινδύνου για τους αγοραστές, ενώ οι ενδοσυνοριακές συναλλαγές οδήγησαν σε σημαντική απώλεια αξίας (προσεγγιστικά 2%) για τους αγοραστές. Για τις εταιρείες-στόχους, τόσο οι διασυνοριακές όσο και οι ενδοσυνοριακές συναλλαγές οδήγησαν στη δημιουργία αξίας. Δεδομένου του γεγονότος ότι οι διασυνοριακές συναλλαγές είναι ουδέτερης αξίας για τους αγοραστές και δημιουργούν αξία για τις εταιρείες-στόχους, αυτές οι συναλλαγές φαίνεται να οδηγούν σε οικονομικά κέρδη.

Οι Pilloff & Santomero (1996) αναδεικνύουν με επιχειρήματα και με παρουσίαση συνοπτικών μελετών ότι η βιβλιογραφία που υπάρχει πάνω στο θέμα της αξίας των συγχωνεύσεων και των εξαγορών παρουσιάζει ένα ξεκάθαρο παράδοξο. Τα εμπειρικά

στοιχεία δείχνουν καθαρά ότι κατά μέσο όρο δεν υπάρχει στατιστικά σημαντικό κέρδος στην αξία ή στην απόδοση από τη δραστηριότητα της συγχώνευσης. Κατά μέσο όρο, οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων κερδίζουν εις βάρος των αγοραζουσών εταιρειών. Υποστηρίζεται ότι η αγορά δεν είναι σε θέση να προβλέψει με ακρίβεια την απώτερη επιτυχία των ανεξάρτητων συγχωνεύσεων, όπως αποδεικνύεται από την απουσία συσχέτισης ανάμεσα στις μεταβολές στα λογιστικά μέτρα απόδοσης και στις χρηματιστηριακές αποδόσεις γύρω από την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Παρόλα ταύτα, συγχωνεύσεις συνεχίζουν να υπάρχουν, όπως δείχνει άλλωστε η σύγχρονη πραγματικότητα, αφού η τάση ενοποίησης παρέχει στις επιχειρήσεις σημαντικά πλεονεκτήματα, όπως η μείωση του κόστους, η αύξηση της δύναμης στην αγορά, οι οικονομίες κλίμακας και φάσματος, η μείωση της αστάθειας των εσόδων κ.λπ.

Οι Berger & Humphrey (1992), μελετούν τις συγχωνεύσεις που συνέβησαν κατά τη δεκαετία του 1980 και οι οποίες περιλαμβάνουν τραπεζικούς οργανισμούς με τουλάχιστον 1 δισεκατομμύριο δολάρια σε στοιχεία ενεργητικού. Τα αποτελέσματα της έρευνάς τους βασίστηκαν στη μεθοδολογία συνόρων. Η μεθοδολογία συνόρων περιλαμβάνει οικονομετρική ανάλυση για να υπολογίσει ένα αποδοτικό σύνορο δαπανών για ένα σύνολο τραπεζών. Για έναν δεδομένο οργανισμό, η απόκλιση μεταξύ των πραγματικών δαπανών και του σημείου ελάχιστου κόστους στο σύνορο, που αντιστοιχεί σε έναν οργανισμό παρόμοιο με την υπό εξέταση τράπεζα, μετρά τη Χ-αποτελεσματικότητα. Οι Berger & Humphrey διαπίστωσαν ότι οι συγχωνεύσεις κατά μέσο όρο δεν επέφεραν σημαντικά πλεονεκτήματα στη Χ-αποτελεσματικότητα. Επίσης, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι το ποσό επικάλυψης της αγοράς και η διαφορά της Χ-αποτελεσματικότητας μεταξύ του αγοραστή και του στόχου δεν επηρέασαν τα κέρδη αποτελεσματικότητας μετά τη συγχώνευση. Πέρα όμως από τη μελέτη της Χ-αποτελεσματικότητας, εξετάζονται παράλληλα η απόδοση του ενεργητικού και οι συνολικές δαπάνες προς τα στοιχεία του ενεργητικού, με αποτέλεσμα να γίνεται αντιληπτό ότι δεν προκύπτουν κέρδη και δεν υπάρχει καμία σχέση ανάμεσα στα κέρδη και στη σχετική αποδοτικότητα των αγοραστών και των στόχων.

Ο De Young (1993), ο οποίος επίσης χρησιμοποιεί μεθοδολογία συνόρων για να εξετάσει την αποτελεσματικότητα κόστους, δεν καταλήγει σε διαφορετικά αποτελέσματα από αυτά των Berger και Humphrey. Υποστηρίζει ότι δεν εμφανίστηκαν πλεονεκτήματα κόστους για 348 συγχωνεύσεις που εξέτασε, οι οποίες έλαβαν χώρα στον κλάδο των τραπεζών μεταξύ του 1986 και 1987. Ωστόσο, ο ίδιος παρατήρησε ότι σε περιπτώσεις όπου και ο αγοραστής και ο στόχος δεν ήταν ισχυροί τραπεζικοί οργανισμοί, οι συγχωνεύσεις οδήγησαν σε βελτίωση της αποτελεσματικότητας κόστους.

Ο Rhoades (1987) εξετάζει την επίδραση των συγχωνεύσεων στο λόγο των καθαρών εσόδων προς τα στοιχεία του ενεργητικού και στο λόγο των μη τοκοφόρων δαπανών προς τα στοιχεία του ενεργητικού. Χρησιμοποιεί probit αναλύσεις, όπου μια ψευδομεταβλητή, που διακρίνει τις τράπεζες που δεν έχουν εξαγοραστεί, από τις τράπεζες που εξαγοράστηκαν από τραπεζικούς οργανισμούς συμμετοχών, χρησιμοποιείται ως εξαρτημένη μεταβλητή. Τα μέτρα αποδοτικότητας και ορισμένες μεταβλητές ελέγχου χρησιμοποιούνται ως ανεξάρτητες μεταβλητές. Ο Rhoades βρίσκει ότι ούτε τα έσοδα ούτε οι μη τοκοφόρες δαπάνες επηρεάζονται από τη δραστηριότητα της συγχώνευσης. Σε μια μετέπειτα μελέτη του το 1993, διεξάγει μια ολοκληρωμένη έρευνα των εντός αγοράς συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ του 1981 και 1986, παλινδρομώντας τη μεταβολή ορισμένων μέτρων αποδοτικότητας πάνω σε μεταβλητές ελέγχου και μια ψευδομεταβλητή που διαφοροποιεί τις τράπεζες που δεσμεύτηκαν σε μια εντός αγοράς συγχώνευση από εκείνες που δεν δεσμεύτηκαν. Ο Rhoades διεξάγει επίσης και ορισμένες logit αναλύσεις, όπου οι εξαρτημένες μεταβλητές μετρούν αν η αποδοτικότητα μιας τράπεζας αυξήθηκε, μειώθηκε ή παρέμεινε αμετάβλητη. Και στα δύο σύνολα ελέγχων, οι μειώσεις του κόστους και τα κέρδη αποτελεσματικότητας δεν ήταν σημαντικά όσον αφορά τις οριζόντιες συγχωνεύσεις. Αλλά και το 1990, σε μια παρόμοια μελέτη του, η οποία περιελάμβανε 13 εξαγορές που αφορούσαν τράπεζες δισεκατομμυρίων δολαρίων, δεν βρήκε καμία επίδραση στην αποδοτικότητα λόγω των συγχωνεύσεων, παραμένοντας έτσι συνεπής στο υπόλοιπο έργο του.

Το έργο των Linder & Crane (1992), το οποίο είναι επίσης αξιοσημείωτο, αναλύει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα 47 διαπολιτειακών συγχωνεύσεων σε επίπεδο τραπεζών, που έλαβαν χώρα στη Νέα Αγγλία μεταξύ του 1982 και 1987. Από τις 47 συγχωνεύσεις του δείγματος, οι 25 ήταν ενοποιήσεις θυγατρικών τραπεζών που κατέχονταν από την ίδια εταιρεία συμμετοχών. Οι συγγραφείς συλλέγουν στοιχεία για τον αγοραστή και για την επιχείρηση-στόχο και τα αντιπαραβάλλουν με την αποδοτικότητα που παρατηρείται ένα ή δύο χρόνια μετά την ενοποίηση. Τα αποτελέσματα, εν τέλει, αναδεικνύουν ότι οι συγχωνεύσεις δεν καταλήγουν σε βελτίωση των λειτουργικών εσόδων.

Υπάρχουν ορισμένες μελέτες που υποστηρίζουν ότι υπάρχει κερδοφορία από τις συγχωνεύσεις αλλά τα αποτελέσματά τους πρέπει να γίνουν αντικείμενο λεπτομερούς επεξεργασίας. Οι Spindt & Tarhan (1993) ανίχνευσαν κέρδη σε ένα δείγμα 192 συγχωνεύσεων εμπορικών τραπεζών, οι οποίες ολοκληρώθηκαν το 1986. Σύμφωνα με μη παραμετρικούς ελέγχους που διενεργήθηκαν, προέκυψε ότι οι συγχωνεύσεις οδήγησαν σε λειτουργικές βελτιώσεις. Επειδή όμως τα εν λόγω αποτελέσματα μπορεί να έχουν προκύψει από οικονομίες κλίμακας στους μικρούς οργανισμούς, δεν είναι σαφές αν τα συγκεκριμένα ευρήματα αφορούν τις συγχωνεύσεις μεγάλων εμπορικών τραπεζικών οργανισμών.

Η Chamberlain (1992) περιγράφει τη σημασία που μπορεί να έχει η επιλογή του δείγματος στον επηρεασμό των αποτελεσμάτων μιας μελέτης πάνω σε συγχωνεύσεις. Το δείγμα που χρησιμοποιεί απαρτίζεται από 180 θυγατρικές τράπεζες που εξαγοράστηκαν από τραπεζικές εταιρείες συμμετοχών μεταξύ του 1981 και 1987. Το κεντρικό θέμα της ανάλυσης είναι η τράπεζα στόχος που, ενώ υπέστη ιδιοκτησιακή αλλαγή, δεν ενώθηκε με άλλη τράπεζα. Για κάθε συγχώνευση, διεξάγεται μια matched pair analysis. Η αποδοτικότητα πριν και μετά τη συγχώνευση της εξαγοραζόμενης τράπεζας αντιπαραβάλλεται με εκείνη μιας μη εξαγοραζόμενης τράπεζας της ίδιας περιοχής, παρόμοιου μεγέθους και μόχλευσης. Ενώ η Chamberlain διαπιστώνει την ύπαρξη κερδοφορίας όταν οι συγχωνεύσεις του Τέξας παραλείπονται από το δείγμα, δεν ανευρίσκει κανένα ίχνος κερδοφορίας όταν εξετάζει το πλήρες δείγμα.

Οι Hannan & Wolken (1989), οι οποίοι διεκπεραιώνουν μια έρευνα των σταθμισμένων ως προς την αξία μη κανονικών αποδόσεων που πραγματοποιήθηκαν σε 43 ανακοινωθείσες συμφωνίες μεταξύ του 1982 και 1987, ανακαλύπτουν ότι κατά μέσο όρο, η συνολική αξία των μετοχών δεν επηρεάστηκε σημαντικά από την ανακοίνωση της συμφωνίας. Εντούτοις, βρήκαν ότι ένας προσδιοριστικός παράγοντας, η κεφαλαιοποίηση της εταιρείας-στόχου, επηρέασε τα αναμενόμενα κέρδη της συνέργιας. Το κεφάλαιο της εταιρείας-στόχου ήταν αρνητικά συσχετισμένο με τη μεταβολή στη συνολική αξία.

Οι Houston & Ryngaert (1994), που εξετάζουν ένα δείγμα 153 συγχωνεύσεων που ανακοινώθηκαν μεταξύ του 1985 και 1991, διαπιστώνουν ότι οι αγοραστές υπέστησαν απώλειες στην αξία, ενώ οι εταιρείες-στόχοι αποκόμισαν κέρδος. Ωστόσο, δεν υπήρξε σημαντική συσσωρευμένη επίδραση στη συνολική αξία των δύο οργανισμών. Το μέγεθος της αξίας που δημιουργήθηκε ήταν υψηλότερο στην περίπτωση που οι αγοραστές ήταν ισχυροί οργανισμοί πριν τη συγχώνευση.

Οι Madura & Wiant (1994) εξετάζουν τις μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών κατά τη διάρκεια μιας μακροσκελούς περιόδου μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνάς τους, οι μέσες αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών ήταν αρνητικές κατά τη διάρκεια της 36μηνης περιόδου μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Επιπροσθέτως, οι μη κανονικές αποδόσεις, οι οποίες ήταν αρνητικές σχεδόν κάθε μήνα, φαίνεται ότι οφείλονται στο γεγονός ότι η συγχώνευση συνέβαλε στην επίτευξη λιγότερων ωφελειών από τις προβλεπόμενες ή στο ότι η αγορά είχε αναθεωρήσει προς τα κάτω τις προσδοκίες της για τη συγχώνευση.

Ο Becher (2000), συγκεντρώνοντας τα πορίσματα έξι εργασιών [James & Wier (1987), Neely (1987), Trifts & Scanlon (1987), Cornett (1991), Houston & Ryngaert (1994), Houston & Ryngaert (1997)], εκτιμά μέση σωρευτική υπεραπόδοση -0,57% για τους μετόχους των απορροφουσών τραπεζών και ταυτόχρονα 20,48% αντίστοιχη υπεραπόδοση για τους μετόχους των απορροφούμενων τραπεζών. Ο ίδιος ερευνητής,

σε δείγμα 558 εξαγορών και συγχωνεύσεων τραπεζών στις Η.Π.Α. για την περίοδο 1980 - 1997, εκτιμά 22% μέση σωρευτική υπεραπόδοση για τους μετόχους των εξαγοραζόμενων τραπεζών, -0,10% αντίστοιχη απόδοση για τους μετόχους των εξαγοραζουσών τραπεζών και 3% σταθμισμένη σωρευτική υπεραπόδοση για το διάστημα [-30, +5] ημερών από την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Όλες οι παραπάνω σωρευτικές υπεραποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές. Αν το διάστημα περιοριστεί στο [-5, +5], οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων τραπεζών απολαμβάνουν 17,1%, οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών -1,08% ενώ η σταθμισμένη σωρευτική υπεραπόδοση περιορίζεται στο 1,08%.

Αναφορικά με την περίπτωση της Ευρώπης, μια σοβαρή μελέτη της ευρωπαϊκής αγοράς εντοπίζεται στο έργο των Cybo-Ottone & Murgia (1996), οι οποίοι αναλύουν 26 συγχωνεύσεις εταιρειών παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (και όχι μόνο τραπεζών), που έλαβαν χώρα μεταξύ του 1988 και 1995 σε 13 ευρωπαϊκές τραπεζικές αγορές. Τα αποτελέσματά τους είναι παρόμοια με το μεγαλύτερο μέρος των ερευνών που διενεργείται για αμερικανικούς τραπεζικούς οργανισμούς. Οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις των εταιρειών-στόχων ήταν θετικές και εκείνες των αγοραστών ήταν ουσιαστικά μηδενικές. Αυτή η παρατήρηση υποδηλώνει μεταφορά πλούτου από τους αγοραστές στις εταιρείες-στόχους. Επιπλέον, σε σύγκριση με τις συγχωνεύσεις των αμερικανικών τραπεζών, η αλλαγή στη συνολική αξία των ευρωπαϊκών χρηματοοικονομικών εταιρειών τη στιγμή της ανακοίνωσης ήταν μικρή και μη σημαντική. Αυτό το σχήμα συνεχίστηκε για τουλάχιστον ένα χρόνο. Στο χρόνο που ακολουθεί τη συγχώνευση (εξαιρώντας τις πρώτες δέκα ημέρες μετά την ανακοίνωση), η συνδυασμένη αξία του αγοραστή και του στόχου δεν μεταβλήθηκε σημαντικά.

Επίσης, σε μια μετέπειτα έρευνά τους, οι Cybo-Ottone & Murgia (2000), σε δείγμα 54 εξαγορών και συγχωνεύσεων που ανακοινώθηκαν και ολοκληρώθηκαν την περίοδο 1988-1997 μεταξύ εταιρειών της ευρύτερης χρηματοοικονομικής αγοράς για δεκατρείς χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, εκτιμούν τη σωρευτική υπεραπόδοση για τους μετόχους των εξαγοραζόμενων και των εξαγοραζουσών τραπεζών. Σε καθεμία από τις 54 περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων, τουλάχιστον η μία εταιρεία ήταν τράπεζα, ενώ το σύνολο των εταιρειών ήταν εισηγμένες σε χρηματιστήριο

χώρας της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι ερευνητές εκτιμούν 3% σταθμισμένη μέση σωρευτική υπεραπόδοση, 15,3% στατιστικά σημαντική σωρευτική υπεραπόδοση για τους μετόχους των εξαγοραζόμενων και 2,2% σωρευτική υπεραπόδοση για τους μετόχους των εξαγοράζουσων για το διάστημα [-20, +20] από την ανακοίνωση της πρόθεσης συγχώνευσης ή εξαγοράς. Όλες οι παραπάνω αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές. Συγχρόνως, οι ερευνητές συμπεραίνουν ότι οι οριζόντιες εξαγορές και συγχωνεύσεις μεταξύ τραπεζών και μάλιστα της ίδιας χώρας δημιουργούν τις μεγαλύτερες υπεραποδόσεις έναντι όλων των εναλλακτικών περιπτώσεων εξαγορών και συγχωνεύσεων μεταξύ τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών ή τραπεζών και χρηματιστηριακών εταιρειών ή εταιρειών επενδύσεων.

Όσον αφορά τα ευρήματα του Zhang (1995), τα οποία βασίζονται πάνω σε στοιχεία που αφορούν τις Ηνωμένες Πολιτείες, αυτά έρχονται σε αντίθεση με εκείνα των περισσότερων ερευνών που χρησιμοποιούν τη μέθοδο των μη κανονικών αποδόσεων, αφού ο ερευνητής παρατηρεί ότι οι συγχωνεύσεις οδηγούν σε μια σημαντική αύξηση στη συνολική αξία. Αν και οι δύο υπό συγχώνευση επιχειρήσεις στο δείγμα του Zhang παρουσίασαν μια αύξηση στην τιμή της μετοχής κατά τη διάρκεια της ανακοίνωσης της συγχώνευσης, οι μέτοχοι της επιχείρησης-στόχου ωφελήθηκαν κατά πολύ περισσότερο σε ποσοστιαία βάση σε σχέση με τους μετόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι αυξήσεις στη αξία ήταν πάρα πολύ μικρές, ακόμα και σε περιπτώσεις που αναμένονταν βελτιωμένη αποτελεσματικότητα και αυξημένη δύναμη στην αγορά. Οι διαφορές στην αξία μειώθηκαν, καθώς οι εταιρείες-στόχοι έγιναν μεγαλύτερες σε σχέση με τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις και καθώς η ποσότητα γεωγραφικής επικάλυψης ανάμεσα στους αγοραστές και στις εταιρείες-στόχους αυξήθηκε. Η τελευταία αυτή παρατήρηση σχετίζεται με το γεγονός ότι η διαφοροποίηση δημιουργεί αξία.

Οι Cornett και Tehranian (1992), οι οποίοι εξετάζουν 30 συγχωνεύσεις μεγάλων εταιρειών συμμετοχών, ισχυρίζονται ότι η κερδοφορία, όπως υπολογίζεται από τις αποδόσεις των ταμειακών ροών στην αξία αγοράς των στοιχείων του ενεργητικού, βελτιώθηκε σημαντικά μετά τη συγχώνευση.

Οι Cornett και Tehranian εξετάζουν επίσης τις σταθμισμένες ως προς την αξία μη κανονικές αποδόσεις γύρω από το χρόνο ανακοίνωσης της συγχώνευσης και διαπιστώνουν ότι η αγορά απαντά στις ανακοινωθείσες συμφωνίες αυξάνοντας τη συνδυασμένη αξία των συγχωνευμένων εταίρων. Βρήκαν επίσης ότι οι μεταβολές σε ορισμένα μέτρα αποδοτικότητας, συμπεριλαμβανομένων των αποδόσεων των ταμειακών ροών στην αξία αγοράς των στοιχείων του ενεργητικού, ήταν θετικά συσχετισμένες με τις σταθμισμένες ως προς την αξία μη κανονικές αποδόσεις. Αυτές οι σχέσεις υπαγορεύουν ότι η αγορά μπορεί να είχε καταστεί ικανή να προβλέψει επακριβώς τα πιθανά οφέλη των μεμονωμένων συγχωνεύσεων. Όμως, τα καθαρά έσοδα προς τα συνολικά στοιχεία του ενεργητικού δεν είναι μια από τις μεταβλητές που ήταν συσχετισμένη με τις σταθμισμένες στην αξία μη κανονικές αποδόσεις.

Ο Arturo Estrella (2001) εξετάζει τις προοπτικές που διανοίγονται στους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς των Η.Π.Α. μετά τη θέσπιση του Νόμου Gramm-Leach-Bliley, ο οποίος άνοιξε το δρόμο για συγχωνεύσεις εμπορικών τραπεζών, επενδυτικών τραπεζών, χρηματιστηριακών εταιρειών και ασφαλιστικών εταιρειών, ανακαλώντας μέρος παλαιότερου νόμου που απαγόρευε σε ένα θεσμικό όργανο να δρα ως ένας συνδυασμός επενδυτικής τράπεζας, εμπορικής τράπεζας και ασφαλιστικής εταιρείας. Συγκριμένα, το άρθρο επικεντρώνεται στα πιθανά κέρδη της διαφοροποίησης για τράπεζες και εταιρείες άλλων τομέων. Αυτό εξετάζεται μέσω μιας ανάλυσης, η οποία βασίζεται στη θεωρία τιμολόγησης δικαιωμάτων, καθώς επίσης και μέσω μελέτης των βασικών συντελεστών (παραγόντων), από τους οποίους επηρεάζονται οι επιχειρήσεις του χρηματοοικονομικού κλάδου. Τα κέρδη της διαφοροποίησης σχετίζονται συνήθως με διαφορές σε αυτούς τους συντελεστές, αν και τέτοιες διαφορές στις επιχειρηματικές δραστηριότητες μπορούν να δημιουργήσουν δύσκολες προκλήσεις για το management που πρέπει να προβεί στη διενέργεια κερδοφόρων συγχωνεύσεων.

Όπως προκύπτει από τα αποτελέσματα της έρευνας, οι τραπεζικοί οργανισμοί και οι ασφαλιστικές εταιρείες είναι δυνατόν να απολαμβάνουν τα κέρδη της διαφοροποίησης και από τις δύο πλευρές, τουλάχιστον κατά την πλειονότητα των περιπτώσεων. Ένας περιοριστικός παράγοντας είναι το γεγονός ότι οι πολύ μεγάλες τράπεζες μπορεί να είναι τόσο μεγάλες σε σύγκριση με τους μελλοντικούς

συνεταίρους τους που το μέγεθός τους μπορεί να έχει αρνητικό αντίκτυπο στα κέρδη διαφοροποίησης.

Οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες περιέχουν μερικούς σημαντικούς κοινούς συντελεστές που είναι σε υψηλό βαθμό συσχετιζόμενοι. Αυτό το αποτέλεσμα σημαίνει ότι οι συγκεκριμένες συγχωνεύσεις μπορεί να έχουν δυσμενείς επιδράσεις στη διαφοροποίηση. Παρόλ' αυτά, οι ασφαλιστικές εταιρείες είναι πολύ διαφοροποιημένες σαν κλάδος και η σημαντικότητα πολλών συντελεστών, που δεν σχετίζονται με τις τράπεζες, δημιουργεί δυνατότητα για αξιοσημείωτα κέρδη διαφοροποίησης.

Από τους διάφορους τομείς που εξετάζονται, οι δύο τομείς που φαίνεται λιγότερο πιθανό να δημιουργούν κέρδη διαφοροποίησης και για τις δύο πλευρές είναι οι χρηματιστηριακές εταιρείες και οι μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις. Από τη μια μεριά, οι αποδόσεις των χρηματιστηριακών εταιρειών είναι αρκετά ευμετάβλητες. Από την άλλη μεριά, οι μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις έχουν πολύ χαμηλά επίπεδα μόχλευσης, τα οποία τις καθιστούν αρκετά ασφαλείς σε σύγκριση με τις χρηματοοικονομικές εταιρείες. Ωστόσο, όταν αυτές οι επιχειρήσεις συνδυάζονται με χρηματοοικονομικές εταιρείες πολύ υψηλότερης μόχλευσης, τα αποτελέσματα τείνουν να αυξάνουν τον κίνδυνο των μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων.

Σύμφωνα με έρευνα του Group of Ten (2001), το μεγαλύτερο μέρος των αλλαγών που παρατηρήθηκαν στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες τη δεκαετία του 1990 υποκινήθηκε από την ενοποίηση, όπως παρατηρείται στις διάφορες μορφές της. Συγκεκριμένα, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, όπως επίσης και τα joint ventures και οι στρατηγικές συμμαχίες, αντιπροσωπεύουν τις πιο συνηθισμένες μεθόδους ενοποίησης, κάθε μία από τις οποίες προτιμάται κάτω από συγκεκριμένες περιστάσεις.

Η πλειονότητα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, τόσο σε αριθμητικούς όρους όσο και σε όρους αξίας των συμφωνιών, επικεντρώνεται σε επιχειρήσεις που βρίσκονταν στον ίδιο κλάδο και προέρχονταν από την ίδια χώρα. Επιπλέον, οι τράπεζες κατείχαν ένα μεγάλο μερίδιο της δραστηριότητας των συγχωνεύσεων και των εξαγορών που έλαβε χώρα κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990. Το επίπεδο

δραστηριότητας σε joint ventures και στρατηγικές εξαγορές επίσης παρουσίασε αύξηση την ίδια δεκαετία και συγκεκριμένα κατά τα δύο τελευταία έτη της.

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μείωσαν τον αριθμό των τραπεζών και αύξησαν τη συγκέντρωση στους τραπεζικούς κλάδους των περισσότερων χωρών της συγκεκριμένης έρευνας. Ο ασφαλιστικός κλάδος δεν επηρεάστηκε τόσο πολύ από τη συγκέντρωση. Το μέγεθος των τραπεζικών και ασφαλιστικών κλάδων στις περισσότερες χώρες έτεινε να αυξάνει σε σχέση με το Α.Ε.Π.

Ειδικότερα, η συγκεκριμένη έρευνα επικεντρώνεται σε τρεις σημαντικές ομάδες χρηματοοικονομικών οργανισμών: οργανισμούς καταθέσεων (τράπεζες), ασφαλιστικές εταιρείες και χρηματιστηριακές εταιρείες. Είναι γεγονός ότι η απελευθέρωση των χρηματαγορών και η επιταχυνόμενη ανάπτυξη της τεχνολογίας έχουν αυξήσει τον ανταγωνισμό σε ενδοσυνοριακούς και διασυνοριακούς κλάδους. Ειδικότερα, ο περιορισμός των γεωγραφικών εμποδίων και η απελευθέρωση των χρηματαγορών αναγκάζουν τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς να βελτιώνουν την αποτελεσματικότητα των υπαρχόντων δραστηριοτήτων τους και να επεκτείνονται σε νέες αγορές, προσπαθώντας να χτίσουν ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε ένα νέο περιβάλλον.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές επιτρέπουν στους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς να αυξήσουν ραγδαία το μέγεθός τους και να βελτιώσουν τη γνώση των στελεχών τους σε νέα προϊόντα και αγορές, επιτυγχάνοντας την εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος, την αύξηση του μεριδίου αγοράς και την προσέλκυση καινούργιων πελατών. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στο χρηματοοικονομικό τομέα έχουν σημαντικές επιπτώσεις για τις επιχειρήσεις, καθώς επίσης για τους ανταγωνιστές τους και τους πελάτες τους και συγκεκριμένα για τα νοικοκυριά και τις μικρές εταιρείες.

Πράγματι, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορούν να οδηγήσουν σε μεγαλύτερες και πιο διαφοροποιημένες επιχειρήσεις. Ωστόσο, κάτι τέτοιο δεν σημαίνει ότι οι εν λόγω επιχειρήσεις λειτουργούν πιο αποτελεσματικά. Η συγχώνευση μπορεί να αυξήσει τη δύναμη των χρηματοοικονομικών οργανισμών στην αγορά οδηγώντας, λοιπόν, σε τιμές μεγαλύτερες από αυτές που κυριαρχούν σε μια υποθετική κατάσταση τέλειου ανταγωνισμού. Το αποτέλεσμα της συγχώνευσης στον ανταγωνισμό εξαρτάται από ορισμένους παράγοντες, όπως τα χαρακτηριστικά

της συμφωνίας (in-market or out-of-market), τον τύπο των πελατών (local or international) και το βαθμό ανταγωνισμού στις διάφορες αγορές.

Ο DeLong (1999) κατηγοριοποιεί τις τραπεζικές συγχωνεύσεις ανά ομάδες, ανάλογα με τη δραστηριότητα και τη γεωγραφική εστίαση και διαφοροποίηση. Οι συγχωνεύσεις μεταξύ επιχειρηματικών εταίρων που εστιάζουν τόσο σε όρους γεωγραφίας όσο και σε όρους δραστηριότητας βελτιώνουν περισσότερο την αξία των μετοχών, ενώ εκείνες που διαφοροποιούνται είτε γεωγραφικά είτε σε επίπεδο δραστηριοτήτων δεν δημιουργούν αξία. Αυτά τα αποτελέσματα διατηρούν την ισχύ τους εδώ και πολλά χρόνια. Συγκεκριμένα, στοιχεία για τις δυσμενείς επιπτώσεις στην αξία των διαφοροποιημένων επιχειρήσεων παρέχονται από τους Morck, Shleifer & Vishny (1990), οι οποίοι ελέγχουν τις αποδόσεις των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων. Ενώ τα αρνητικά αποτελέσματα που προκύπτουν για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις θα μπορούσαν όντως να αντανακλούν την οικονομική κατωτερότητα των διαφοροποιημένων συγχωνεύσεων, μια άλλη πιθανή ερμηνεία αυτών των αποτελεσμάτων είναι ότι οι managers επιδιώκουν την ικανοποίηση των δικών τους συμφερόντων και έτσι υπερπληρώνουν για συγχωνεύσεις που τους δίνουν το ιδιωτικό όφελος της διαφοροποίησης. Μια δεύτερη ερμηνεία υπονοεί τη μεταφορά αξίας από την αγοράζουσα επιχείρηση στην επιχείρηση-στόχο στην περίπτωση των διαφοροποιημένων συγχωνεύσεων αλλά δεν υπονοεί απαραίτητα καταστροφή οικονομικής αξίας σε τέτοιες συγχωνεύσεις. Ένα αναμενόμενο ερώτημα που προκύπτει είναι: ποιο είναι το αποτέλεσμα των διαφοροποιημένων συγχωνεύσεων στη συνολική αξία της εξαγοράζουσας επιχείρησης και της επιχείρησης-στόχου; Αυτό το ερώτημα δεν έχει απαντηθεί πλήρως στη βιβλιογραφία. Οι Houston & Ryngaert (1994) παρέχουν μια μη ολοκληρωμένη απάντηση, σχετικά με το ζήτημα της διαφοροποίησης. Εντούτοις, ο DeLong διερευνά την επίδραση της διαφοροποίησης τόσο σε γεωγραφικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο δραστηριότητας.

Η εστίαση και η διαφοροποίηση, ωστόσο, δεν είναι τα μόνα στοιχεία που επηρεάζουν τις αποδόσεις των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων. Άλλα στοιχεία, επίσης, όπως οι αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις (CARs), το είδος της εταιρικής διακυβέρνησης (Brickley & James, 1987 – Hubbard & Palia, 1997) ή τα agency costs

(Cornett et al., 1998) θα μπορούσαν εξίσου να επηρεάσουν την απόδοση των τραπεζικών συγχωνεύσεων.

Αν και οι τιμές των μετοχών αποκαλύπτουν την προσδοκία της αγοράς για μελλοντικές ροές μετρητών, η πραγματική απόδοση μπορεί να διαφέρει από τις προσδοκίες της αγοράς. Η πειστικότητα αυτής της παρατήρησης ενισχύεται ακόμα περισσότερο στην περίπτωση των τραπεζικών συγχωνεύσεων. Μολονότι είναι δυνατόν να υπάρχουν προηγούμενες συνθήκες που μπορεί να προβλέπουν την επιτυχία μιας συγχώνευσης, η παρουσία τους μπορεί να μην γίνεται εύκολα αντιληπτή. Οι Berger & Humphrey (1992) δεν βρήκαν καμία προφανή συσχέτιση ανάμεσα σε συγχωνεύσεις που μειώνουν το κόστος και ανάμεσα σε συγχωνεύσεις για τις οποίες θα μπορούσε να υπάρχει πρόβλεψη μείωσης του κόστους εκ των προτέρων. Οι Berger et al. (1998) προσφέρουν μία πιθανή εξήγηση όσον αφορά το ζήτημα των επιδράσεων των συγχωνεύσεων. Σύμφωνα, λοιπόν, με αυτούς, μόνο η στατική επίδραση του συνδυασμένου ισολογισμού είναι εύκολα αντιληπτή. Οι δυναμικές επιδράσεις, όπως οι αλλαγές σε καθιερωμένες πρακτικές, επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό την απόδοση μιας συγχωνευμένης τράπεζας αλλά είναι εξαιρετικά δύσκολο να προβλεφθούν τη στιγμή της ανακοίνωσης της συγχώνευσης. Ο Flannery (1999) ισχυρίζεται ότι η αγορά εισέρχεται σε ένα νέο πεδίο με τις σημερινές συγχωνεύσεις. Οι μεγα-συγχωνεύσεις μεταξύ διαφόρων χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων σε διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές δεν παρουσιάζουν σημαντικές ομοιότητες συγκρινόμενες με εκείνες του παρελθόντος και οι μέτοχοι χρειάζονται «ανανεωμένη» διορατικότητα, ούτως ώστε να αποκτήσουν πρόσβαση στα οφέλη των νέων τύπων συγχωνεύσεων.

Σε μια μετέπειτα έρευνά του, ο DeLong (2001) εξετάζει ένα δείγμα 280 συγχωνεύσεων, οι οποίες ανακοινώθηκαν την περίοδο 1988 - 1995 στις Η.Π.Α. και αφορούσαν περιπτώσεις στις οποίες τουλάχιστον η μία εταιρεία ανήκε στον κλάδο των τραπεζών. Ο DeLong εκτιμά τη σταθμισμένη σωρευτική υπεραπόδοση μεταξύ απορροφούσας και απορροφούμενης εταιρείας για το διάστημα [-10, +1] από την ανακοίνωση της πρόθεσης για συγχώνευση και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι μόνο οι οριζόντιες συγχωνεύσεις μεταξύ τραπεζών δημιουργούν στατιστικά σημαντικές σωρευτικές υπεραποδόσεις, οι οποίες ωστόσο είναι μόνο 3%, εφόσον οι όποιες υπεραποδόσεις για τις απορροφούμενες εταιρείες αντισταθμίζονται από τις αρνητικές αποδόσεις των απορροφουσών.

Οι Milbourn, Boot & Thakor (1999), προσπαθούν να ρίξουν φως στο ερώτημα: «Γιατί οι τράπεζες προσπαθούν να αυξήσουν το μέγεθός τους και να επεκτείνουν το φάσμα των λειτουργιών τους;» Για το συγκεκριμένο θέμα, παρέχονται δύο πιθανές εξηγήσεις:

- Πρώτον, όσον αφορά το θέμα του μεγέθους, αξίζει να αναφερθεί ότι οι CEOs ενδιαφέρονται να διοικούν μεγάλους τραπεζικούς οργανισμούς, γιατί κάτι τέτοιο τους προσδίδει κύρος και φήμη. Γι' αυτό, παρατηρείται συχνά το φαινόμενο να επιδιώκουν την αύξηση του μεγέθους του τραπεζικού οργανισμού που διοικούν, ακόμα και αν μία τέτοια κίνηση βλάπτει τα συμφέροντα των μετόχων.
- Δεύτερον, όσον αφορά το θέμα της επέκτασης του φάσματος, διαπιστώνεται ότι κάτι τέτοιο μπορεί να είναι ιδανικό για τους μετόχους της τράπεζας σε ένα περιβάλλον με επαρκώς υψηλή αβεβαιότητα στρατηγικών ικανοτήτων. Αν μια τράπεζα προσδοκά ότι θα της επιτραπεί ρυθμιστικά να επεκταθεί σε διάφορες δραστηριότητες στο μέλλον αλλά υπάρχει αβεβαιότητα σχετικά με το αν έχει τις ικανότητες να το πράξει, τότε είναι δυνατόν να επενδύσει σε αυτές τις νέες δραστηριότητες νωρίς, ούτως ώστε να επιλύσει το θέμα της αβεβαιότητας. Βέβαια, η δράση αυτή συνεπιφέρει κινδύνους (διότι γίνονται επενδύσεις νωρίς, πριν η ζήτηση να είναι γνωστή) και κόστος (διάλυση της εστίασης).

Τελικά, ως προς το ζήτημα της αλληλεπίδρασης ανάμεσα στις επιθυμίες της τράπεζας για το μέγεθος και στην εστίαση, διαπιστώνεται ότι η συγχώνευση θα μπορούσε να ωφελήσει τις τράπεζες τόσο από την πλευρά της απόκτησης κερδών όσο και από την πλευρά της διευκόλυνσης στρατηγικών επενδύσεων σε νέες δραστηριότητες.

Σαν γενικό συμπέρασμα, λοιπόν, προβάλλεται ότι οι τράπεζες μπορούν να επεκτείνουν το μέγεθος και το φάσμα τους για δύο κυρίως λόγους. Ο ένας λόγος είναι ότι οι CEOs διαβλέπουν σημαντικά προσωπικά οφέλη με κυρίαρχο τη βελτίωση της προσωπικής τους εικόνας και της φήμης τους, ακόμα και αν δεν μπορούν να αξιολογήσουν, σε κάποιο λογικό βαθμό, την αναμενόμενη αξία αυτών των ωφελειών. Αυτός ο λόγος βέβαια, δεν συνάδει με το τι είναι καλό για τους μετόχους. Ο άλλος λόγος είναι ότι οι CEOs διαβλέπουν πιθανά κέρδη για τους μετόχους της τράπεζας, που μπορούν εύκολα να πραγματοποιηθούν μέσω της αύξησης του μεγέθους και της επέκτασης του φάσματος.

Από τη μελέτη των στοιχείων, προβάλλονται ως εξηγήσεις πάνω στη διερεύνηση του συγκεκριμένου θέματος, οι παρακάτω προβλέψεις:

- Αν υπάρχει βασική στρατηγική αβεβαιότητα για μελλοντικές ευκαιρίες και αν αναμένεται μέτριος ανταγωνισμός για αβέβαιες μελλοντικές ευκαιρίες, η επέκταση του φάσματος για εκμετάλλευση μελλοντικών ευκαιριών θα πρέπει να ωφελήσει τους μετόχους. Τόσο το αποτέλεσμα ανακοίνωσης της τιμής της μετοχής όσο και η – μετά την επέκταση – απόδοση της τράπεζας θα πρέπει να είναι θετικές.
- Οι συγχωνεύσεις μεταξύ τραπεζών, που επεκτείνουν την κλίμακα, θα πρέπει επίσης να ωφελούν τους μετόχους και αυτά τα οφέλη θα πρέπει να φαίνονται τόσο στο αποτέλεσμα της ανακοίνωσης όσο και στην – μετά τη συγχώνευση – απόδοση της τράπεζας.
- Η επέκταση της κλίμακας και του φάσματος που δεν ικανοποιεί τις παραπάνω συνθήκες δεν είναι καλή για τους μετόχους και αποδίδεται είτε σε υπερεμπιστοσύνη των δυνατοτήτων των CEOs, είτε σε άλλους λόγους που σχετίζονται με προσωπικές επιδιώξεις των CEOs. Ακόμα και αν το αποτέλεσμα της ανακοίνωσης της τιμής της μετοχής σε αυτά τα κίνητρα μπορεί να είναι θετικό, η μετέπειτα απόδοση της τράπεζας θα είναι απογοητευτική για τους μετόχους.

Συνοψίζοντας, λαμβάνοντας υπόψη γενικότερα την υπάρχουσα βιβλιογραφία και αρθρογραφία που επικεντρώνονται στην αναζήτηση των επιδράσεων που έχουν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στην κερδοφορία των χρηματοοικονομικών οργανισμών, αξίζει να επισημανθεί ότι οι περισσότερες μελέτες αποτυγχάνουν να βρουν μια θετική σχέση ανάμεσα στη δραστηριότητα της συγχώνευσης και στα κέρδη είτε σε σχέση με την απόδοση είτε σε σχέση με τον πλούτο των μετόχων. Η τάση μάλιστα που επικρατεί συνηγορεί υπέρ της άποψης ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μεταφέρουν αξία από τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις στις εταιρείες στόχους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ:

«ΜΕΘΟΔΟΙ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ»

4.1. Η έννοια της αποτελεσματικότητας των χρηματοοικονομικών οργανισμών

Η βελτίωση της επιχειρηματικής αποδοτικότητας και της αυξημένης κερδοφορίας που επέρχεται ή δεν επέρχεται ως παραγόμενο αποτέλεσμα από τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές υπήρξε διαχρονικά και ιδιαίτερα τις τελευταίες δεκαετίες εκτενές αντικείμενο συζήτησης και αντιπαράθεσης. Ένας μεγάλος αριθμός ερευνητών έχει ασχοληθεί τα τελευταία χρόνια με το αν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία, καθώς επίσης και με τη διερεύνηση των δυναμικότερων παραγόντων που δημιουργούν αξία και επηρεάζουν την κατανομή της μεταξύ των μετόχων των συνενωμένων επιχειρήσεων. Μελετώντας τη σχετική βιβλιογραφία, μπορεί κανείς να διαπιστώσει ότι έχει εκπονηθεί πλήθος εμπειρικών μελετών που προσπαθούν να εξετάσουν την επίδραση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στην αξία και κατ' επέκταση στον πλούτο των μετόχων, τόσο της εξαγοράζουσας όσο και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

Το σημαντικό ενδιαφέρον που έχει παρατηρηθεί για το μέγεθος της αποδοτικότητας που μπορεί να επέλθει ως αποτέλεσμα συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι λογικό, αν αναλογιστεί κανείς ότι τέτοιου είδους διαδικασίες απαιτούν μεγάλα κεφάλαια, τα οποία δεσμεύονται αναγκαστικά για ένα αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα. Βασικά, το ερώτημα που πρέπει να απαντηθεί δεν είναι κανένα άλλο από το αν η μελλοντική παρούσα αξία των ταμειακών ροών της ενιαίας επιχείρησης θα είναι μεγαλύτερη σε σχέση με την αντίστοιχη μελλοντική παρούσα αξία της κάθε επιχείρησης ξεχωριστά συν την αντίστοιχη μελλοντική παρούσα αξία των συνεργιών της συγχώνευσης μειωμένη κατά το καταβαλλόμενο premium και τα έξοδα εξαγοράς.

Όσον αφορά τον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, αξίζει να επισημάνουμε ότι ο συγκεκριμένος τομέας δεν παύει να μετασχηματίζεται και να ανανεώνεται ανταποκρινόμενος στις θεμελιώδεις αλλαγές που επιφέρει το ρυθμιστικό και τεχνολογικό περιβάλλον. Οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί απαντούν στις νέες

προκλήσεις, με το να προσπαθούν να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητά τους και με το να αναζητούν νέους πελάτες, αυξάνοντας το εύρος των προϊόντων που προσφέρουν και επεκτείνοντας τα γεωγραφικά τους όρια. Όμως, κανείς δεν μπορεί να παραβλέψει το ενδεχόμενο, η επίδραση της συγχώνευσης στην αποδοτικότητα των συγχωνευμένων οργανισμών, να μην είναι καθαρά θετική.

Η αποτελεσματικότητα είναι μια ευρεία έννοια που μπορεί κανείς να τη συναντήσει σε πολλά πεδία των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης. Υπό τη στενή έννοια του όρου, η αποτελεσματικότητα σχετίζεται με την εξασφάλιση ότι οι κοινωνικοί πόροι πρέπει να κατανέμονται μεταξύ των πλέον αποδοτικών χρήσεων. Η εν λόγω έννοια εκτείνεται συνάμα από τον ορισμό της αποτελεσματικότητας κέρδους ή κόστους που αφορά τη βραχυχρόνια περίοδο μέχρι τον ορισμό της τεχνολογικής αποτελεσματικότητας που αφορά τη μακροχρόνια περίοδο.

Η απλούστερη προσέγγιση για τη μέτρηση της αποτελεσματικότητας χρησιμοποιεί σύγκριση ισολογισμών που περιγράφουν το κόστος και την κερδοφορία. Ωστόσο, αυτή η μεθοδολογία δεν λαμβάνει εξ' ολοκλήρου υπόψη την πολυπλοκότητα του χρηματοοικονομικού κλάδου. Πιο περίπλοκες αναλύσεις μετρούν το διοικητικό κόστος και την αποτελεσματικότητα κερδών, κάνοντας σύγκριση των επιχειρήσεων με τον κλάδο, λαμβάνοντας υπόψη για κάθε οργανισμό τις εισροές, τις εκροές και τις τιμές που αντιμετωπίζει. Εκτιμάται ένα σύνορο, κατά μήκος του οποίου θα λειτουργούσαν όλες οι αποτελεσματικές επιχειρήσεις και η απόσταση κάθε επιχείρησης από το σύνορο εκλαμβάνεται σαν μέτρο της αποτελεσματικότητας ή της αναποτελεσματικότητάς της.

Προκειμένου να εκτιμήσουμε τις οικονομίες κλίμακας και φάσματος, εξετάζεται το σχήμα του συνόρου, όπως δίνεται από τις υπάρχουσες τεχνολογίες: αν η αποδοτικότητα των επιχειρήσεων πάνω στο σύνορο (δηλαδή των επιχειρήσεων που συνδυάζουν ιδεατά τους υπάρχοντες πόρους) βελτιωνόταν με την αλλαγή του μεγέθους και του μείγματος προϊόντων τους, τότε υπάρχει ακόμα χώρος για εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος.

Η επίδραση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στην αποτελεσματικότητα σε επίπεδο επιχείρησης μπορεί να μετρηθεί με τη σύγκριση επιχειρήσεων στη βάση διαφορετικών διαστάσεων. Για παράδειγμα, ορισμένες μελέτες ερευνούν τη σχέση ανάμεσα στο μέγεθος και στην αποτελεσματικότητα κόστους. Αν οι μεγαλύτερες

επιχειρήσεις είναι πιο αποτελεσματικές, οι συγχωνεύσεις ενδεχομένως θα επιφέρουν αύξηση στην αποδοτικότητα. Αυτή η μεθοδολογία πάσχει ωστόσο από μια αδυναμία: υποθέτει ότι οι συγχωνευμένες οργανώσεις είναι κατά μεγάλο βαθμό συγκρίσιμες με άλλες μεγαλύτερες επιχειρήσεις. Όμως, το γεγονός ότι ορισμένες επιχειρήσεις εμπλέκονται σε μια συγχώνευση ενώ άλλες όχι, αποτελεί ένδειξη ότι αυτές μπορεί να διαφέρουν κατά κάποιον τρόπο. Αναλύσεις που εστιάζουν στη σύγκριση της αποδοτικότητας μεταξύ των συγχωνευμένων και των μη συγχωνευμένων εταιρειών είναι πιο αξιόπιστες και παρέχουν άμεσα στοιχεία για τη σχέση ανάμεσα σε συγχωνεύσεις και εξαγορές και αποτελεσματικότητα.

Οι δύο παραπάνω προσεγγίσεις είναι συμπληρωματικές. Και οι δύο παρέχουν πληροφόρηση για τις συνέπειες της συγκεντρωτικής διαδικασίας στον ανταγωνισμό και στην αποτελεσματικότητα. Η εμπειρία έχει δείξει ότι αρκετές έρευνες έχουν διεξαχθεί στη βάση της ανάλυσης έμμεσων στοιχείων εξαιτίας κυρίως των προβλημάτων της διαθεσιμότητας δεδομένων.

Τέλος, για τις επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε συναλλαγές μετοχών, τα κέρδη αποτελεσματικότητας μπορούν να μετρηθούν στη βάση της χρηματιστηριακής απόδοσης: μια εταιρεία θεωρείται ότι διαγράφει αξιόλογη πορεία, όταν οι μετοχές της ξεπερνούν σε απόδοση ένα δεδομένο πρότυπο σημείο αναφοράς (π.χ. το μέσο όρο του κλάδου ή ένα δείκτη επιχειρήσεων συγκρίσιμου μεγέθους). Τα συνολικά κέρδη αποτελεσματικότητας από μια συγχώνευση εκτιμώνται σε όρους αθροίσματος των αξιών αγοράς της επιχείρησης που κάνει την προσφορά και της επιχείρησης-στόχου: αν το άθροισμα αυξάνεται, η συμφωνία υποτίθεται ότι δημιουργεί αξία, ενώ δεν δημιουργεί αξία, αν το άθροισμα μειώνεται.

4.1.1. Αποτελεσματικότητα κερδών

Ένας χρηματοοικονομικός οργανισμός θεωρείται αποτελεσματικός από άποψη κερδών, αν μεγιστοποιεί τα κέρδη του για ένα δεδομένο συνδυασμό παραγωγικών συντελεστών και τιμών των προσφερόμενων υπηρεσιών. Οι Akhavein, Berger & Hamphrey (1997) μελετώντας την τραπεζική αγορά των Η.Π.Α. διαπίστωσαν ότι οι τραπεζικές συγχωνεύσεις που συντελέστηκαν κατά τη δεκαετία του 1980 και στις

αρχές της δεκαετίας του 1990 συνέβαλαν στην αύξηση της αποτελεσματικότητας των κερδών. Τα κέρδη αυτά θα μπορούσαν να προέρχονται από τη βελτιωμένη διαφοροποίηση του κινδύνου, αφού τα συγχωνευμένα τραπεζικά ιδρύματα μετέτρεψαν τα χαρτοφυλάκια των μετοχών τους σε χαρτοφυλάκια δανείων. Οι Huizinga, Nelissen & Vennet (2001) υποστηρίζουν ότι η μέτρηση της αποτελεσματικότητας των κερδών επιτυγχάνεται μέσω του λόγου των προβλεπόμενων κερδών προς τα άριστα κέρδη πάνω στο αποτελεσματικό σύνορο (efficient frontier). Ο λόγος αυτός για τις συγχωνευμένες επιχειρηματικές οντότητες του δείγματός τους είναι μικρότερος από τον αντίστοιχο λόγο που παρουσιάζουν οι επιχειρήσεις που δεν έχουν εμπλακεί σε κάποια συγχώνευση ή εξαγορά.

4.1.2. Αποτελεσματικότητα κόστους

Από πλευράς κόστους, ένας χρηματοοικονομικός οργανισμός θεωρείται αποτελεσματικός, όταν ελαχιστοποιεί το κόστος του για δεδομένες τιμές των συντελεστών παραγωγής και για δεδομένο επίπεδο προσφερόμενων υπηρεσιών. Η αποτελεσματικότητα κόστους, όπως επίσης και η αποτελεσματικότητα κερδών, εστιάζει στον τρόπο με τον οποίο συνδυάζονται οι παραγωγικοί συντελεστές και στο βαθμό στον οποίο η αποτελεσματικότητα της συγκεκριμένης διαδικασίας αντανακλά τη διοίκηση του χρηματοοικονομικού οργανισμού, ενώ η τεχνολογία και το μέγεθός του θεωρούνται δεδομένα.

4.1.3. Τεχνολογική αποτελεσματικότητα

Ένας χρηματοοικονομικός οργανισμός είναι αποτελεσματικός από τεχνολογική άποψη, όταν μπορεί να φτάσει το άριστο μέγεθος για τον κλάδο του και να παράγει τον άριστο συνδυασμό υπηρεσιών δεδομένων των τιμών των συντελεστών παραγωγής. Λόγω του γεγονότος ότι οι οικονομίες κλίμακας και φάσματος εξαρτώνται από την τεχνολογία, καθώς επίσης και από τις επιμέρους προτιμήσεις των πελατών ή το κανονιστικό πλαίσιο των χρηματοοικονομικών οργανισμών, οι συγκεκριμένοι οργανισμοί αποσκοπούν να επωφεληθούν από τις εν λόγω οικονομίες

μέσα από την εξειδίκευση των δραστηριοτήτων τους, όπως και μέσα από συγχωνεύσεις και εξαγορές. Η πρόσβαση σε νέες τεχνολογικές εφαρμογές μπορεί να ενισχύσει την ανταγωνιστικότητα των χρηματοοικονομικών οργανισμών, καθώς επίσης και τη δυνατότητά τους να προσφέρουν ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών προϊόντων. Οι Huizinga (2003) και Berger & Mester (1997) υποστήριξαν ότι η εισαγωγή νέων τεχνολογιών μπορεί να διαδραματίσει ουσιαστικό ρόλο στη βελτίωση της παραγωγικότητας μέσω της χρήσης καινούργιου κεφαλαιακού εξοπλισμού και να συμβάλει ουσιωδώς στη μείωση του κόστους και στην αύξηση της κερδοφορίας. Στην περίπτωση μάλιστα των τραπεζών, οι Berger & Mester ισχυρίζονται ότι η τεχνολογία μπορεί να στρέψει τα τραπεζικά ιδρύματα προς τη διενέργεια συγχωνεύσεων και εξαγορών, ούτως ώστε να περιοριστεί σημαντικά το υψηλό σταθερό κόστος που αυτή συνεπάγεται. Στα πλαίσια των χρηματοοικονομικών οργανισμών, η είσοδος νέων τεχνολογικών εφαρμογών συμβάλλει παράλληλα και στην ταχύτερη εξυπηρέτηση των πελατών κατά τη συναλλακτική τους δραστηριότητα με τους εν λόγω οργανισμούς.

4.2. Παράγοντες Επηρεασμού της Αποδοτικότητας των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών

Η αποδοτικότητα μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς μπορεί να επηρεαστεί από αρκετούς παράγοντες. Για λόγους απλούστευσης, είναι προτιμότερο να διακρίνουμε τους εν λόγω παράγοντες σε μακροπρόθεσμους και βραχυπρόθεσμους. Οι μακροπρόθεσμοι παράγοντες σχετίζονται με την επιλογή της συγχώνευσης ως τμήμα μιας ολοκληρωμένης εταιρικής στρατηγικής που επιδιώκει τη διατήρηση του παλαιού ή την απόκτηση νέου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, ενώ οι βραχυπρόθεσμοι παράγοντες σχετίζονται με τις συνθήκες κάτω από τις οποίες γίνεται η προσφορά, με τις διάφορες τακτικές που εφαρμόζει τόσο η επιχείρηση που κάνει την προσφορά όσο και η επιχείρηση-στόχος κατά τη διαδικασία προσφοράς, καθώς επίσης και με τον τρόπο δόμησης της συμφωνίας.

Στην κατηγορία των μακροπρόθεσμων παραγόντων υπάγεται ο βαθμός συσχέτισης των δύο επιχειρήσεων. Οι περισσότεροι ερευνητές, όπως οι Porter (1985), Singh & Montgomery (1987), Shelton (1988), Ravenscraft & Scherer (1988),

Markides (1995), υποστηρίζουν ότι τα κέρδη είναι μεγαλύτερα, στην περίπτωση συγχωνεύσεων και εξαγορών που γίνονται μεταξύ επιχειρήσεων με συσχετισμένες δραστηριότητες. Βέβαια, υπάρχει και η αντίθετη άποψη που υποστηρίζει ότι και οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις δημιουργούν σημαντική αξία. Κάτι τέτοιο μπορεί να συμβεί είτε λόγω δημιουργίας διοικητικών συνεργιών από την καλύτερη αξιοποίηση των πόρων και ικανοτήτων είτε λόγω χρηματοοικονομικών συνεργιών που προκύπτουν από τον χαμηλότερο κίνδυνο που δημιουργεί η χαμηλή συσχέτιση των διαφορετικών ταμειακών ροών των επιχειρήσεων. Παράλληλα, μακροπρόθεσμα, η πορεία των κερδών της επιχείρησης επηρεάζεται από την κατάσταση του κλάδου που βρίσκονται οι επιχειρήσεις που αποφασίζουν να ενώσουν τις δυνάμεις τους (ανάπτυξη, ωριμότητα, ύφεση).

Η κατηγορία των βραχυπρόθεσμων παραγόντων, από την άλλη μεριά, εμπερικλείει παράγοντες, όπως η διάθεση της προσφοράς, καθώς μια εχθρική προσφορά θα επιφέρει πολύ μεγαλύτερες αποδόσεις στους μετόχους των εταιρειών-στόχων, όπως άλλωστε περιγράφουν οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες. Ένας άλλος αξιόλογος παράγοντας είναι ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η προσφορά (δηλαδή tender offer: προσφορά απ' ευθείας στους μετόχους ή merger: πρόταση στη διοίκηση της εταιρείας). Συνήθως, τα tender offers σχετίζονται με εχθρικές προσφορές, ενώ τα mergers με φιλικές. Επιπλέον, η κατοχή ποσοστού ιδιοκτησίας στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας-στόχου από την εταιρεία που κάνει την προσφορά μειώνει τα κέρδη των μετόχων της εταιρείας-στόχου και αυξάνει αυτά της εταιρείας που κάνει πρόταση για εξαγορά. Συνάμα, ο τρόπος πληρωμής των μετόχων της εταιρείας-στόχου (μετρητά, μετοχές ή συνδυασμός εναλλακτικών μεθόδων) είναι μία εξίσου σημαντική παράμετρος, καθώς έρευνες έχουν δείξει ότι η πληρωμή με μετρητά προσφέρει τα μεγαλύτερα κέρδη στους μετόχους των συγχωνευμένων εταιρειών. Επιπροσθέτως, η ύπαρξη πολλών εταιρειών που κάνουν προσφορά αυξάνει τα κέρδη της εταιρείας-στόχου και μειώνει την απόδοση για την εταιρεία που κάνει την προσφορά. Τέλος, σημαντικό στοιχείο αποτελεί ότι η αγορά εκτιμά θετικά την περίπτωση που το μέγεθος της επιχείρησης-στόχου είναι μικρότερο από το μέγεθος της επιχείρησης που κάνει την προσφορά, αυξάνοντας τις αποδόσεις των πρώτων.

4.3. Βασικές Μέθοδοι Μέτρησης της Αποδοτικότητας των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών των Χρηματοοικονομικών Οργανισμών

Είναι γεγονός ότι η επιτυχία στην εκτίμηση της κερδοφορίας μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την αξιοπιστία της εκάστοτε μεθόδου που χρησιμοποιείται. Οι σημαντικότεροι και συνηθέστεροι τρόποι που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της αποδοτικότητας των συγχωνεύσεων και των εξαγορών των χρηματοοικονομικών εταιρειών αλλά και των λοιπών επιχειρήσεων της οικονομίας αναλύονται στη συνέχεια μαζί με μια σύντομη περιγραφή των κυριότερων πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων που εμφανίζουν.

4.3.1. Μέθοδος μη Κανονικών Αποδόσεων ή Μεθοδολογία Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων (Abnormal Returns or Event Study Methodology)

Η μεθοδολογία της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων ή μέθοδος των μη κανονικών αποδόσεων (event study or abnormal returns methodology) έχει διαδραματίσει ουσιαστικό ρόλο στις έρευνες περί στρατηγικής διοίκησης των επιχειρήσεων, εξετάζοντας το χρηματοοικονομικό αντίκτυπο διαφόρων ανακοινώσεων επιχειρηματικών γεγονότων, όπως η πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων κάνει σύγκριση των αποδόσεων που πραγματοποιούν οι επενδυτές κατά την ανακοίνωση του γεγονότος με τις αναμενόμενες αποδόσεις που θα είχαν στην περίπτωση που κανένα γεγονός δεν είχε συμβεί. Με άλλα λόγια, στην περίπτωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, συγκρίνονται οι πραγματικές αποδόσεις (actual returns) των μετοχών των υποψήφιων εξαγοραζουσών και εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων από την ανακοίνωση του γεγονότος μέχρι την ολοκλήρωσή του, με τις αντίστοιχες αναμενόμενες ή προβλεπόμενες αποδόσεις (expected or predicted returns) για την ίδια περίοδο. Η επίδραση του γεγονότος (εν προκειμένω, η συγχώνευση ή η εξαγορά) στην αξία της επιχείρησης ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ της αξίας της επιχείρησης με τη συνθήκη ότι το γεγονός έχει συμβεί και της αξίας της επιχείρησης με τη συνθήκη ότι το γεγονός δεν έλαβε χώρα. Η διαφορά που προκύπτει ανάμεσα στις πραγματοποιηθείσες και στις αναμενόμενες αποδόσεις ονομάζεται έκτακτη ή μη

αναμενόμενη ή μη κανονική απόδοση (abnormal return) και αντιπροσωπεύει την οικονομική αξία που δημιουργείται από τη συγχώνευση ή εξαγορά. Σε περίπτωση που η αξία της μετοχής έχει αυξηθεί μετά την έλευση του γεγονότος, αυτό σημαίνει ότι η απόδοση που κερδίζει ο επενδυτής πάνω στη συγκεκριμένη μετοχή, στο χρονικό διάστημα που περικλείει τη γνωστοποίηση του γεγονότος για πρώτη φορά, είναι υψηλότερη απ' ό,τι θα ήταν κανονικά.

Οι μη κανονικές αποδόσεις δίνονται από τον τύπο:

$$AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt})$$

όπου:

R_{jt} είναι οι αποδόσεις μετοχών j σε t χρονικά διαστήματα (μήνες ή ημέρες) και

$E(R_{jt})$ είναι οι αναμενόμενες αποδόσεις μετοχών j σε t χρονικά διαστήματα (μήνες ή ημέρες).

Επομένως, ο χρονικός ορίζοντας διακρίνεται σε δύο περιόδους, εκ των οποίων η μία είναι η περίοδος υπολογισμού (estimation period) και η άλλη είναι η περίοδος παρατήρησης (observation period), η οποία χωρίζεται περεταίρω σε υποπεριόδους, τα λεγόμενα event windows. Η ημερομηνία του γεγονότος (ημέρα ή μήνας δημόσιας ανακοίνωσης του bid) λέγεται event day/month και τοποθετείται στην όλη χρονική περίοδο στο σημείο 0.

Οι πραγματικές αποδόσεις υπολογίζονται με βάση τις τιμές των μετοχών και τα μερίσματα, με την προϋπόθεση ότι αυτά επανεπενδύονται. Ο υπολογισμός, εντούτοις, των αναμενόμενων αποδόσεων είναι πιο περίπλοκος και γίνεται με ανάλυση παλινδρόμησης (regression analysis) με τη βοήθεια διαφόρων υποδειγμάτων. Τα πιο διαδεδομένα υποδείγματα, τα οποία θα αναλυθούν και στη συνέχεια είναι το υπόδειγμα της αγοράς (market model), το υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης (mean adjusted return model), το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης – με το δείκτη της αγοράς - απόδοσης (market adjusted return model) και το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαίου (capital asset pricing model (CAPM)).

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (MARKET MODEL)

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα συσχετίζει την απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων του δείγματος με την απόδοση ενός benchmark portfolio (proxy του πραγματικού χαρτοφυλακίου της αγοράς) που είναι συνήθως ο Γενικός Δείκτης της αγοράς (π.χ. ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών). Με αυτή τη διαδικασία, οι αποδόσεις λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο της αγοράς. Επομένως, οι αποδόσεις των μετοχών δημιουργούνται από την παρακάτω διαδικασία:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + e_{jt}$$

όπου:

α_j είναι ο σταθερός όρος [$\alpha_j = E(R_{jt}) - \beta_j R_{mt}$],

β_j είναι το beta της αγοράς που δείχνει τη μεταβλητότητα της μετοχής σε σχέση με την αγορά (συστηματικός κίνδυνος) , [$\beta_j = \frac{Cov(R_{jt}, R_{mt})}{Var(R_{mt})}$]

R_{mt} είναι η απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς και

e_{jt} είναι το υπολογιστικό σφάλμα της μετοχής j την ημέρα t. Υποθέτουμε ότι ακολουθεί κανονική κατανομή με μέσο μηδέν και σταθερή διακύμανση.

Έπειτα, παλινδρομούμε με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων το R_{jt} πάνω στο R_{mt} και οι παράμετροι α_j και β_j που υπολογίζονται για κάθε μετοχή του δείγματος κατά τη διάρκεια της περιόδου υπολογισμού αποθηκεύονται για να χρησιμοποιηθούν στη συνέχεια προκειμένου να υπολογιστούν οι αναμενόμενες αποδόσεις κατά την περίοδο παρατήρησης. Η νέα εξίσωση παλινδρόμησης για τις προβλέψεις των αποδόσεων δίνεται από τον τύπο:

$$E(R_{jt}) = E(\alpha_j estim) + E(\beta_j estim)\, R_{mt} + e_{jt}$$

όπου R_{mt} είναι η πραγματική απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς.

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

(MEAN ADJUSTED RETURN MODEL)

$$R_{jt} = \overline{R}_{jt}$$

όπου $\overline{R}_{jt}$ είναι η μέση απόδοση της μετοχής j κατά τη διάρκεια της περιόδου υπολογισμού.

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ – ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ – ΑΠΟΔΟΣΗΣ (MARKET ADJUSTED RETURN MODEL)

$$R_{jt} = R_{mt}$$

όπου R_{mt} είναι η απόδοση του δείκτη της αγοράς κατά την περίοδο παρατήρησης.

Στον συγκεκριμένο τύπο, η αναμενόμενη απόδοση κάθε μετοχής j ισούται με την απόδοση της αγοράς. Το α ισούται με το μηδέν και το β ισούται με τη μονάδα.

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

(CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM))

$$R_{jt} - R_{ft} = \alpha_{jt} + \beta_{jt} [E(R_{mt}) - R_{ft}]$$

όπου:

R_{ft} είναι το risk free rate, δηλαδή η απόδοση κρατικών ομολόγων μηδενικού κινδύνου

$[E(R_{mt}) - R_{ft}]$ είναι η επιπλέον αναμενόμενη απόδοση της αγορά που πρέπει να υπάρχει για να αποζημιώσει τον επενδυτή από το να μην αγοράσει ομόλογα δημοσίου, μηδενικού κινδύνου, δηλαδή είναι το expected risk premium.

Τα α και β υπολογίζονται με παλινδρόμηση των επιπλέον αποδόσεων $(R_j - R_f)$ πάνω στο risk premium της περιόδου υπολογισμού. Η αναμενόμενη απόδοση

υπολογίζεται από την παλινδρόμηση των α και β πάνω στο risk premium της περιόδου παρατήρησης.

Προκειμένου να εξαχθούν τα κατάλληλα συμπεράσματα από τη μέθοδο των μη κανονικών αποδόσεων, θα πρέπει, αφού επιλεχθεί κάποιο υπόδειγμα και αφού υπολογιστούν οι μη κανονικές αποδόσεις για καθεμία επιχείρηση του δείγματος σε κάθε χρονικό σημείο t, να υπολογιστεί ο μέσος όρος αυτών των αποδόσεων και το άθροισμα των μέσων όρων για χρονικό ορίζοντα t = 1,…T.

Η μέση μη κανονική απόδοση (average abnormal return) δίνεται από τον τύπο:

$$AAR_t = \sum_{j=1}^{N} \frac{AR_{jt}}{N}$$

όπου:

j = 1,2,…N είναι ο αριθμός των επιχειρήσεων του δείγματος,

AR_{jt} είναι η μη κανονική απόδοση κάθε επιχείρησης j στο χρόνο t και

AAR είναι η μέση μη κανονική απόδοση όλων των επιχειρήσεων του δείγματος σε κάθε χρονικό σημείο t της περιόδου παρατήρησης.

Η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση (cumulative average abnormal return) υπολογίζεται ωε εξής:

$$CAAR_t = \sum_{j=-n}^{T} AAR_t$$

όπου:

T είναι η περίοδος παρατήρησης και

CAAR είναι η αθροιστική απόδοση των μέσων μη κανονικών αποδόσεων για την περίοδο παρατήρησης.

ΕΛΕΓΧΟΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ AARs ΚΑΙ CAARs

Οι μηδενικές υποθέσεις που ελέγχονται είναι ότι τα AARs και CAARs είναι ίσα με το μηδέν έναντι της εναλλακτικής ότι είναι διάφορα του μηδενός και ο έλεγχος που χρησιμοποιείται είναι ο έλεγχος t-statistic.

Για το t-statistic των AARs, διαιρούμε τα AARs της περιόδου παρατήρησης με το τυπικό σφάλμα (standard error) που έχουν κατά την περίοδο υπολογισμού.

$$t_{AAR} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)}$$

Για το t-statistic των CAARs, ο αντίστοιχος τύπος είναι ο εξής:

$$t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{\sqrt{T} * S(AAR_t)}$$

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ Η΄ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Τα ισχυρότερα πλεονεκτήματα που αντλούνται από τη συγκεκριμένη μεθοδολογία απορρέουν από το γεγονός ότι μας δίνει μια άμεση μέτρηση της αξίας που δημιουργείται για τους επενδυτές από τις μεταβολές των μετοχών και επιπλέον, μπορούμε να πάρουμε μια μέτρηση που βλέπει μπροστά (“forward looking”) στη δημιουργία αξίας, υπό την έννοια ότι οι χρηματαγορές μπορούν να προβλέψουν τη μελλοντική κερδοφορία και να αποτυπώσουν τις μελλοντικές προσδοκίες για τις επιχειρήσεις μέσω των μετοχών τους. Αυτό συμβαίνει, επειδή θεωρητικά η τιμή των μετοχών είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών, όπως την προεξοφλεί η αγορά σήμερα, χωρίς να παρέχεται δυνατότητα αλλοίωσης από κάποιο φυσικό πρόσωπο. Αν και η μέθοδος αυτή παρουσιάζει κάποιας μορφής ευαισθησία ανάλογα με το ποιο μοντέλο θα χρησιμοποιηθεί ως πρότυπο για τον προσδιορισμό των κανονικών αποδόσεων (π.χ. CAPM κ.λπ.), οφείλουμε να

ομολογήσουμε ότι είναι μια μέθοδος που χρησιμοποιείται επανειλημμένα και εκτεταμένα στον χρηματοοικονομικό κλάδο εδώ και πολλά χρόνια.

Ωστόσο, βασικά μειονεκτήματα της μεθόδου ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων είναι ότι εξαρτάται από την υποτιθέμενη αποτελεσματικότητα της αγοράς για τις σωστές προβλέψεις των τιμών των μετοχών με βάση το παρελθόν. Επιπροσθέτως, είναι ευάλωτη στη μεταβλητότητα των χαρακτηριστικών απόδοσης και κινδύνου (α και β) των επιχειρήσεων που παρουσιάζεται διαχρονικά, ενώ συνάμα είναι ευάλωτη και στο πρόβλημα χαμηλής εμπορευσιμότητας των μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης (small caps stocks). Τέλος, η μέθοδος αυτή, συγκρινόμενη με τις λογιστικές μεθόδους και τις μελέτες στρατηγικής ανάλυσης τύπου case study, δεν υπεισέρχεται εις βάθος στη μελέτη των μεγεθών των εταιρειών μετά τη συγχώνευση.

4.3.2. Μέθοδος Αξιολόγησης της Λειτουργικής Αποδοτικότητας βάσει Λογιστικών Στοιχείων (Accounting based Operational Performance Evaluation)

Η συγκεκριμένη μέθοδος εφαρμόστηκε πρώτη ιστορικά για τη μελέτη των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων, πολύ πριν καθιερωθούν η θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών και η χρήση του CAPM που αναβάθμισαν τη σημασία της αξιοποίησης στοιχείων της αγοράς για τη διεξαγωγή επιστημονικών συμπερασμάτων.

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιεί λογιστικά στοιχεία από τους ισολογισμούς των χρηματοοικονομικών οργανισμών και συγκρίνει τη λειτουργική αποδοτικότητά τους πριν και μετά την πραγματοποίηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Λόγω του γεγονότος ότι χρησιμοποιεί διάφορα μέτρα σύγκρισης που υπολογίζονται βάσει λογιστικών στοιχείων (π.χ. λειτουργικά κέρδη – EBIT, πωλήσεις, ταμειακές ροές, δείκτες ROE, ROA κ.λπ.), έχει ως αποτέλεσμα να πραγματοποιείται μια εις βάθος ανάλυση της πραγματικής επίδρασης που έχουν οι συγχωνεύσεις, όπως αυτή συνάγεται από τις λογιστικές καταστάσεις. Η χρησιμοποίηση των λογιστικών στοιχείων συμβάλλει στον υπολογισμό της μεταβολής στη λειτουργική αποδοτικότητα, καθώς επίσης και των αλλαγών στα κέρδη, στα έσοδα και στο κόστος των χρηματοοικονομικών οργανισμών μετά την ολοκλήρωση των συγχωνεύσεων και

των εξαγορών. Βέβαια, πρέπει να αναφέρουμε ότι τυχόν μειώσεις του κόστους παραγωγής δεν σημαίνουν και αύξηση της αποδοτικότητας της νέας επιχειρηματικής οντότητας που δημιουργείται μετά τη συγχώνευση, επειδή είναι δυνατό να υπάρχουν παράλληλα και μειώσεις των εσόδων και των περιουσιακών στοιχείων της νέας συγχωνευμένης χρηματοοικονομικής μονάδας. Οι μειώσεις αυτές του κόστους οφείλονται συνήθως σε απολύσεις ανθρώπινου δυναμικού ή καλύτερη εκμετάλλευση των πληροφοριακών συστημάτων. Το βασικό πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι η εύκολη συλλογή λογιστικών στοιχείων από τους δημοσιευμένους ισολογισμούς και η άμεση μέτρηση της αποδοτικότητας. Πάνω σε αυτό το ζήτημα, οι Pillof & Santomero (1998) υποστηρίζουν ότι με τη συγκεκριμένη μέθοδο, η εκτίμηση της αποδοτικότητας γίνεται με τη χρήση πραγματικών στοιχείων και όχι με τη χρήση των αναμενόμενων μεταβολών των αποδόσεων των μετοχών. Κατά συνέπεια, αυτή η μέθοδος αυτή θεωρείται πιο αξιόπιστη σε σχέση με τη μέθοδο ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων.

Ωστόσο, δεν πρέπει να παρακάμπτουμε τα μειονεκτήματα της μεθόδου, όπως για παράδειγμα το γεγονός ότι ο διαχωρισμός των επιπτώσεων της εξαγοράς από άλλα γεγονότα και επιχειρηματικές αποφάσεις είναι δύσκολος ή ότι η επιλογή του κατάλληλου μέτρου ελέγχου της απόδοσης είναι υποκειμενική (π.χ. λειτουργικά κέρδη ή κέρδη ανά μετοχή) ή ότι τα μέτρα της λειτουργικής απόδοσης είναι ευάλωτα σε προβλήματα μέτρησης (π.χ. χρήση διαφορετικών λογιστικών κανόνων σε περιπτώσεις εξαγορών).

Παρόλ’ αυτά, δεν πρέπει να παραβλέπει κανείς την αξία της μεθόδου χρήσης λογιστικών στοιχείων, η οποία αποτελεί μάλιστα σημαντικό βοηθητικό εργαλείο που συνεισφέρει σημαντικά στις μελέτες ανάλυσης των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

«ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ, ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ»

5.1. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές μεταξύ Τραπεζικών Ιδρυμάτων

Είναι γεγονός αναμφισβήτητο ότι τα τελευταία χρόνια, ο τραπεζικός τομέας διεθνώς παρουσιάζει έντονη δραστηριότητα σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι κυριότεροι παράγοντες που έχουν συνεισφέρει προς αυτήν την κατεύθυνση είναι η τεχνολογική πρόοδος, η παγκοσμιοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών και η ενίσχυση της εποπτείας των πιστωτικών συστημάτων. Παράλληλα, η δημιουργία ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς στην Ευρωπαϊκή Ένωση και η εισαγωγή του ευρώ διευκόλυναν τη διαδικασία συγκέντρωσης των τραπεζών.

Αξίζει να επισημανθεί ότι στην Ευρωπαϊκή Ένωση, έχουν παρατηρηθεί δύο τύποι συγχωνεύσεων και συγκεκριμένα, οι στρατηγικές συγχωνεύσεις, στις οποίες εμπλέκεται τουλάχιστον μια μεγάλη τράπεζα, με στόχο την επέκτασή της στις αγορές της Ο.Ν.Ε. και οι συγχωνεύσεις για την απορρόφηση της πλεονάζουσας τραπεζικής δραστηριότητας, ιδιαίτερα στο χώρο των μικρών τραπεζών. Σε αυτή τη δεύτερη μορφή συγχωνεύσεων, μια τράπεζα μεσαίου, κατά κύριο λόγο, μεγέθους εξαγοράζει μικρές τράπεζες και μετασχηματίζεται εν τέλει σε τράπεζα μεγάλης δυναμικότητας με διευρυμένο ποσοστό στην αγορά και αύξηση των κερδών της.

Στην Ελλάδα, οι τάσεις για συγχωνεύσεις και εξαγορές εκδηλώθηκαν με καθυστέρηση αλλά βαθμιαία προσέλαβαν μεγάλες διαστάσεις. Ο βασικός στόχος ήταν η δημιουργία μεγάλων τραπεζικών ομίλων ικανών όχι μόνο να διατηρήσουν αλλά και να διευρύνουν το μερίδιό τους στην ελληνική αγορά, καθώς επίσης και να επεκταθούν στις διεθνείς αγορές με προτεραιότητα τα Βαλκάνια.

Στη συνέχεια, περιγράφονται οι κυριότερες τραπεζικές συγχωνεύσεις και εξαγορές, που έλαβαν χώρα τα τελευταία χρόνια στην ελληνική κοινωνία, καθώς επίσης και οι επιδράσεις τους στη συνολική εικόνα και στην κερδοφορία των αντίστοιχων τραπεζικών ομίλων.

5.1.1. Όμιλος Εθνικής Τράπεζας

Μια εξαιρετικά σημαντική συγχώνευση ήταν αυτή της Εθνικής Τράπεζας με την **Εθνική Κτηματική Τράπεζα** το 1998. Αξίζει να αναφερθεί ότι μόλις ένα χρόνο νωρίτερα είχε προηγηθεί συγχώνευση ανάμεσα στην Εθνική Στεγαστική Τράπεζα και στην Εθνική Κτηματική Τράπεζα, οι οποίες βρίσκονταν κάτω από την ιδιοκτησία του ελληνικού κράτους. Η συγχώνευση του 1998 είχε δημιουργήσει προσδοκίες για την εδραίωση ενός ισχυρού πιστωτικού ιδρύματος και ενός ομίλου ικανού να εκμεταλλευτεί αποτελεσματικά τις ευκαιρίες και να ανταποκριθεί επιτυχώς στις προκλήσεις των εγχώριων και διεθνών αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Η διαδικασία της συγχώνευσης προϋπέθετε ότι το σύνολο των καταστημάτων της Εθνικής Κτηματικής θα λειτουργούσαν σαν καταστήματα της Εθνικής Τράπεζας ενώ ιδιαίτερη προσοχή δόθηκε τόσο στην εξοικείωση των δύο πλευρών στις προσφερόμενες κοινές υπηρεσίες και προϊόντα, όσο και σε θέματα υποστήριξης του δικτύου, ούτως ώστε να εξασφαλιστεί η ενιαία εξυπηρέτηση των πελατών των δύο τραπεζικών ιδρυμάτων. Σχετικά με το αποτέλεσμα της συγχώνευσης, θα μπορούσαμε να πούμε ότι ήταν επιτυχές, αφού τα αμέσως επόμενα χρόνια, η Εθνική Τράπεζα παρουσίαζε αύξηση του συνόλου του ενεργητικού της, των εσόδων από τόκους και των αποτελεσμάτων χρήσης προ φόρων. Κρίνοντας τη συγκεκριμένη συγχώνευση, πρέπει να σημειώσουμε ότι παρά τα προβλήματα επικοινωνίας που ανέκυψαν λόγω της διαφορετικής οργανωσιακής κουλτούρας των δύο τραπεζικών ιδρυμάτων και παρά την αρχική αδυναμία που παρατηρήθηκε στην εξομάλυνση των προβλημάτων που προέκυψαν από την επιχειρηματική αλλαγή, η εν λόγω συγχώνευση δίκαια δημιουργεί την εντύπωση μιας επιτυχημένης προσπάθειας, αφού επήλθε μια ραγδαία γενικότερη βελτίωση της όλης κατάστασης, ενώ παράλληλα επιτεύχθηκαν οι αναμενόμενες συνέργιες. Δεν είναι τυχαίο άλλωστε το γεγονός ότι ο νέος τραπεζικός οργανισμός απέκτησε την πρώτη θέση στην τραπεζική αγορά, ελέγχοντας το 29% του συνόλου των χορηγούμενων δανείων και το 39,8% των συνολικών καταθέσεων.

Ένα πιο πρόσφατο σχετικά γεγονός είναι αυτό που πραγματοποιήθηκε τον Απρίλιο του 2006, όπου η Εθνική Τράπεζα προχώρησε σε μία κομβικής σημασίας συμφωνία για την εξαγορά του 46% των μετοχών της **Finansbank**, επιλογή που σηματοδοτεί την εδραίωση της Τράπεζας ως ισχυρού χρηματοπιστωτικού ομίλου στη Ν.Α. Ευρώπη και τη διασφάλιση της σημαντικής της παρουσίας στην εν λόγω περιοχή του

στρατηγικού της ενδιαφέροντος. Η Finansbank αποτελεί δυναμική τράπεζα με αποτελεσματική διοίκηση και ισχυρή θέση στην αγορά της Τουρκίας, ενώ υπάρχουν προσδοκίες ότι θα προσφέρει στον όμιλο σημαντικές συνέργιες από τις δραστηριότητές της σε άλλες χώρες της Ν.Α. Ευρώπης. Ως αποτέλεσμα της νέας δομής του ομίλου, αναμενόταν άλλωστε ότι ένα σημαντικό ποσοστό που ξεπερνάει το 30% των εσόδων θα προερχόταν από εργασίες εκτός Ελλάδος, επιτυγχάνοντας σημαντική διαφοροποίηση των πηγών κερδοφορίας του.

Πίνακας 5.1:

Αποτελέσματα Ομίλου Εθνικής Τράπεζας

σε € εκατ.	**α! 6μηνο 2007**	**α! 6μηνο 2006**	**%**
Καθαρά κέρδη	878	546	+61%
Καθαρά κέρδη από εγχώριες δραστηριότητες (προ κερδών από πώληση ΑΓΕΤ)	490	364	+35%
Καθαρά κέρδη Finansbank	244	-	-
Οργανικά κέρδη ΝΑ Ευρώπης	76	61	+25%
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	25.4%	*30.1%	
Συντελεστής αποτελεσματικότητας (C/I)	48.3%	50.8%	
Επιτοκιακό Περιθώριο (NIM)	4.20%	3.38%	
Επιτοκιακό αποτέλεσμα (NII)	1443	887	+63%
Ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPL ratio)	3.7%	4.6%	
Σύνολο ενεργητικού	82332	61232	+34%
Σύνολο δανείων	49277	32823	+50%
Σύνολο καταθέσεων	55357	45665	+21%
Δάνεια / Καταθέσεις	89%	72%	

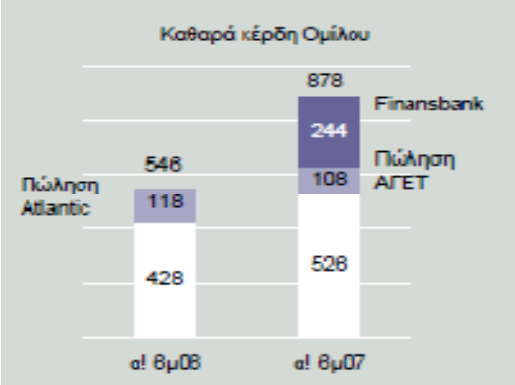
* πριν την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά €3 δις.

Πηγή: Εθνική Τράπεζα

Σχεδόν 40% της οργανικής κερδοφορίας του πρώτου εξαμήνου του 2007 προέρχεται από τις τράπεζες του ομίλου στη Ν.Α. Ευρώπη και την Τουρκία, όπου και καταγράφονται οι υψηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης εργασιών και κερδοφορίας, επιβεβαιώνοντας τη στρατηγική του ομίλου να διευρύνει και να διαφοροποιήσει τις πηγές εσόδων του. Ιδιαίτερη συμβολή στα κέρδη του ομίλου είχε η Finansbank, η οποία συνεισέφερε στο πρώτο εξάμηνο €244 εκατ., ποσό που αντιστοιχεί στο 31%

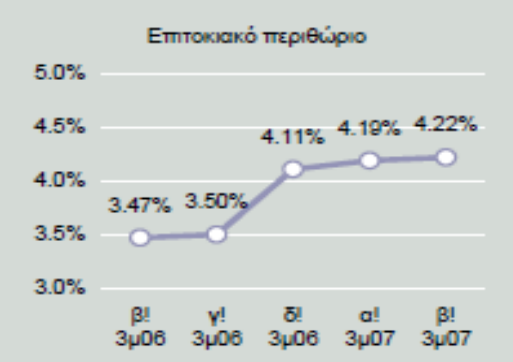
της συνολικής κερδοφορίας. Αθροίζοντας τα κέρδη της Finansbank, ο όμιλος έχει ήδη από τον πρώτο χρόνο της εξαγοράς ανακτήσει το 11% της συνολικής του επένδυσης. Το μέγεθος αυτό γίνεται ακόμη πιο εντυπωσιακό αν ληφθεί υπόψη το σχετικά πρώιμο στάδιο ανάπτυξης της τουρκικής τραπεζικής αγοράς και η δυναμική που θα προσδώσει στη Finansbank η επέκταση του δικτύου καταστημάτων της.

Πίνακας 5.2:



Πηγή: Εθνική Τράπεζα

Πίνακας 5.3:



Πηγή: Εθνική Τράπεζα

Το επιτοκιακό αποτέλεσμα του Ομίλου διαμορφώθηκε σε €1443 εκατ. το α΄ 6μηνο του 2007, ενώ το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο του β΄ 3μήνου 2007 ανήλθε σε 4.22% έναντι 4.19% το α΄ 3μηνο. Η Finansbank συνέβαλε καθοριστικά σε αυτή την εξέλιξη καθώς το επιτοκιακό της περιθώριο διατηρήθηκε στα επίπεδα του 7%.

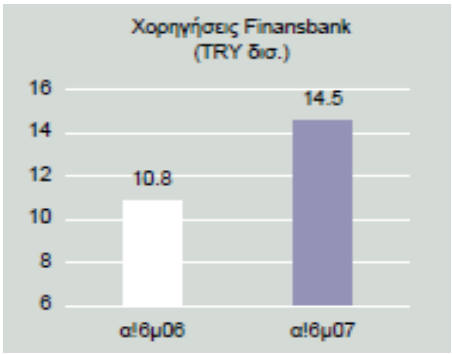
Πίνακας 5.4:

Finansbank		
(σε εκατ. €)	6μ '07	18.8-31.12.06
Επιτοκιακό αποτέλεσμα	350	247
Προμήθειες	113	77
Οργανικά έσοδα	463	324
Σύνολο εξόδων	(227)	(140)
Οργανικά κέρδη	236	184
Λοιπά έσοδα	82	23
Προβλέψεις	(15)	(10)
Φόροι	(53)	(34)
Μειοψηφία	(4)	(3)
Καθαρά κέρδη μετόχων	244	160

Πηγή: Εθνική Τράπεζα

Όπως προαναφέρθηκε, τα καθαρά κέρδη του ομίλου της Finansbank το α΄ 6μηνο του 2007 ανήλθαν σε €244 εκατ., αντιπροσωπεύοντας το 31% της κερδοφορίας του ομίλου. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων παραμένει εξαιρετικά υψηλή (39%) ενώ ταυτόχρονα σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα διατηρείται και ο λόγος κόστους προς έσοδα (42%) παρά τη ραγδαία ανάπτυξη των εργασιών της Finansbank, καθώς κατά το α΄ 6μηνο του 2007 στο δίκτυο καταστημάτων της προστίθεντο περίπου δύο καταστήματα την εβδομάδα.

Πίνακας 5.5:

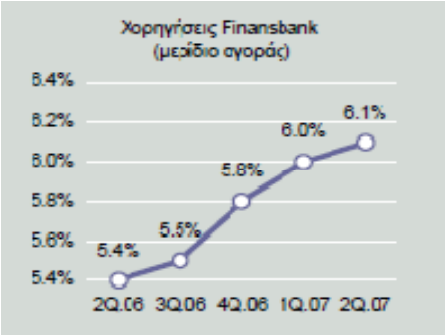


Πηγή: Εθνική Τράπεζα

Η δυναμική ανάπτυξη των εργασιών της Finansbank απεικονίζεται και στην επέκταση του δανειακού της χαρτοφυλακίου, το οποίο διαμορφώθηκε σε 14.5 δισ. τουρκικές λίρες αυξημένο κατά 34% σε σχέση με τον Ιούνιο του 2006. Το συνολικό

μερίδιο αγοράς της Finansbank το 2007 προσεγγίζει το 6.1% αυξημένο κατά 0.7 ποσοστιαίες μονάδες μέσα σε ένα χρόνο.

Πίνακας 5.6:



Πηγή: Εθνική Τράπεζα

Οι χορηγήσεις λιανικής τραπεζικής της Finansbank αυξήθηκαν στο σύνολό τους με εντυπωσιακούς ρυθμούς της τάξης του 52% και ανήλθαν τον Ιούνιο του 2007 σε 5.4 δισ. τουρκικές λίρες. Ιδιαίτερη δυναμική παρουσιάζουν οι χορηγήσεις στεγαστικών δανείων, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 64% σε σχέση με τον Ιούνιο του προηγούμενου έτους και διαμορφώθηκαν σε 2.5 δισ. τουρκικές λίρες με αποτέλεσμα το μερίδιο αγοράς της Finansbank στη στεγαστική πίστη να προσεγγίζει πλέον το 10%. Αντίστοιχα, υψηλούς ρυθμούς (47%) παρουσιάζουν και τα υπόλοιπα καταναλωτικής πίστης, τα οποία διαμορφώθηκαν σε 2.8 δισ. τουρκικές λίρες και το σχετικό μερίδιο αγοράς σε 5.4%.

Εξαιρετική πορεία παρουσιάζουν και οι χορηγήσεις επιχειρηματικής πίστης, οι οποίες ανήλθαν σε 9.1 δισ. τουρκικές λίρες, σημειώνοντας αύξηση 25% σε ετήσια βάση σχεδόν διπλάσια της αγοράς, με αποτέλεσμα το μερίδιο της Finansbank να αυξηθεί στο 5.8%.

Η ραγδαία αύξηση των χορηγήσεων δεν επηρέασε την ποιότητα του χαρτοφυλακίου με το δείκτη των μη εξυπηρετούμενων δανείων να διαμορφώνεται μόλις στο 2% του συνολικού χαρτοφυλακίου, ποσοστό που είναι το χαμηλότερο της τουρκικής αγοράς.

Ιδιαίτερα θετικά εξελίσσονται και οι καταθέσεις σε τοπικό νόμισμα, οι οποίες διαμορφώθηκαν σε 5.1 δισ. τουρκικές λίρες σημειώνοντας αύξηση κατά 9% έναντι του Ιουνίου του 2006, γεγονός που υπογραμμίζει την αυξανόμενη εμπιστοσύνη με την οποία περιβάλλει τη Finansbank η ευρεία πελατειακή της βάση.

Οι εξαιρετικές επιδόσεις της Finansbank και ιδίως η υψηλή κερδοφορία της είχαν ως αποτέλεσμα ο Όμιλος της Εθνικής Τράπεζας να έχει ανακτήσει ήδη από το πρώτο χρόνο της εξαγοράς το 11% της συνολικής επένδυσης, όπως προαναφέρθηκε.

Η δυναμική αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική δεδομένου ότι η τουρκική τραπεζική αγορά βρίσκεται σε πρώιμο στάδιο ανάπτυξης και οι θετικές επιπτώσεις των συνεργιών μεταξύ ΕΤΕ και Finansbank δεν έχουν επιτευχθεί πλήρως.

Παρόλα ταύτα, αλλαγές στο ανταγωνιστικό περιβάλλον της Τουρκίας ενδέχεται να έχουν δυσμενείς επιπτώσεις στη δραστηριότητα της Finansbank. Τυχόν ένταση του ανταγωνισμού από υφιστάμενους ή νέους ανταγωνιστές στον τραπεζικό χώρο στην Τουρκία ενδέχεται να περιορίσει τη δυνατότητα της Finansbank για περαιτέρω ανάπτυξη και διατήρηση του μεριδίου αγοράς της και να οδηγήσει σε συρρίκνωση των περιθωρίων της. Το γεγονός αυτό θα μπορούσε να επηρεάσει την επίτευξη των στρατηγικών στόχων της τράπεζας στην Τουρκία. Ταυτόχρονα, η σύγκλιση της τουρκικής οικονομίας με αυτή των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης ενδέχεται να έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση των επιτοκίων στην Τουρκία, με ενδεχόμενη μείωση του επιτοκιακού περιθωρίου της Finansbank.

5.1.2. Όμιλος Τράπεζας Πειραιώς

Η Τράπεζα Πειραιώς υλοποίησε μία σειρά στρατηγικών κινήσεων, με σκοπό την εδραίωσή της στην εγχώρια αγορά. Έτσι, το 1998 προχώρησε στην απορρόφηση των εργασιών της **Chase Manhattan** στην Ελλάδα, στην εξαγορά της **Τράπεζας Μακεδονίας-Θράκης** και της Τράπεζας **Credit Lyonnais Hellas**, ενώ στις αρχές του 1999 προέβη στην απόκτηση του ελέγχου της **Τράπεζας Χίου** και στην απορρόφηση των εργασιών της **National Westminster Bank PLC** στην Ελλάδα. Τον Ιούνιο του 2000, πραγματοποίησε την ενοποίηση των τραπεζικών δραστηριοτήτων της στην Ελλάδα, μέσω της απορρόφησης των εμπορικών Τραπεζών Μακεδονίας - Θράκης και

Χίου, δημιουργώντας μία από τις τρεις μεγαλύτερες ιδιωτικές τράπεζες στη χώρα μας.

Προσπαθώντας να εστιάσουμε ειδικότερα στην ανάλυση της επίδρασης των εξαγορών των τραπεζών Μακεδονίας - Θράκης και Χίου στην αποτελεσματικότητα του Ομίλου Πειραιώς, αξίζει να επισημάνουμε ότι την περίοδο της εξαγοράς, η **Τράπεζα Μακεδονίας - Θράκης** παρουσίαζε πολύ καλή ρευστότητα και κέρδη χρήσεως μετά φόρων 482.832.718 δραχμές. Κάνοντας μια σύγκριση των κυριότερων οικονομικών μεγεθών, τα χρόνια πριν και αμέσως μετά τη συγχώνευση, μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι για τον όμιλο, ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους αυξανόταν σταδιακά ενώ από την εξέταση των στοιχείων των ισολογισμών, προκύπτει ότι κατά την περίοδο 2000 - 2003, τα στοιχεία του ενεργητικού σημείωσαν μια βαθμιαία αυξητική τάση, με αποτέλεσμα να ξεπερνούν τα 11.000.000.000 ευρώ. Όσον αφορά τα στοιχεία της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης που εμφανίζονται ως κέρδη, παρουσίασαν ομοίως ανοδική, κατά κύριο λόγο, τάση κατά το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, φτάνοντας το 2003 τα 111.771.000 ευρώ. Ωστόσο, η περιγραφείσα εικόνα σε συνδυασμό με τη φθίνουσα τάση ορισμένων δεικτών, όπως ο δείκτης ρευστότητας, ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας και οι δείκτες οικονομικής αποτελεσματικότητας (ROE, ROA), δεν μας επιτρέπουν να εξάγουμε ένα ξεκάθαρα ασφαλές συμπέρασμα για το αν η συγκεκριμένη εξαγορά από μόνη της ήταν αποτελεσματική.

Από την άλλη μεριά, περισσότερο ξεκάθαρα φαίνονται τα πράγματα, στην περίπτωση της εξαγοράς της **Τράπεζας Χίου**. Η εν λόγω εξαγορά αποτιμάται ότι είχε θετικές επιδράσεις στην περαιτέρω επιδίωξη του ομίλου για επέκταση και ισχυροποίηση της θέσης του. Αυτό το συμπέρασμα εξάγεται κυρίως από την πολύ καλή εικόνα, που παρουσίαζε ο υπό εξαγορά τραπεζικός οργανισμός εκείνο το χρονικό διάστημα. Ειδικότερα, η τράπεζα Χίου χαρακτηριζόταν από ένα μεγαλύτερο καθαρό περιθώριο κέρδους από τόκους σε σχέση με τον κλάδο. Επίσης, η αποδοτικότητα του ενεργητικού της ήταν στα ίδια επίπεδα με τον κλάδο ενώ η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων ήταν υψηλότερη από τα υπόλοιπα τραπεζικά ιδρύματα του κλάδου.

Μια άλλη στρατηγική κίνηση της Τράπεζας Πειραιώς για επέκταση και ισχυροποίηση της θέσης της έλαβε χώρα στις αρχές του 2002, όπου η Τράπεζα

Πειραιώς εξαγόρασε την **ETBAbank**. Το σύνολο των καθαρών εσόδων διαμορφώθηκε σε 287,6 εκατ. ευρώ το πρώτο εξάμηνο του 2003 έναντι 251,2 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο εξάμηνο του 2002, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 14,5%. Σημειώνεται ότι το 81,1% των καθαρών εσόδων του ομίλου προήλθε από έντοκα έσοδα και προμήθειες εργασιών. Τα κέρδη χρηματοοικονομικών πράξεων ανήλθαν σε 33,4 εκατ. ευρώ το πρώτο εξάμηνο του 2003, έναντι 9,8 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο εξάμηνο του προηγούμενου έτους. Η βελτίωση αυτή οφείλεται στην αύξηση των αποτελεσμάτων από χρηματοοικονομικές πράξεις της ETBAbank κατά 17,1 εκατ. ευρώ και των δύο εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου κατά 6,3 εκατ. ευρώ. Ειδικότερα, τα κέρδη από πράξεις επί μετοχών το πρώτο εξάμηνο του 2003 διαμορφώθηκαν σε 9,8 εκατ. ευρώ, από πράξεις ομολόγων σε 17,5 εκατ. ευρώ και από πράξεις συναλλάγματος σε 6,1 εκατ. ευρώ. Πρέπει να αναφερθεί ότι στην πραγματοποίηση των κερδών από πράξεις επί ομολόγων, συνέβαλε και η σημαντική πτώση των επιτοκίων κατά το πρώτο εξάμηνο του 2003, γεγονός που αντιστάθμισε μερικώς τη μείωση των εσόδων από τόκους τίτλων σταθερής απόδοσης. Σε γενικές γραμμές, η εξαγορά της ETBAbank και η ανάληψη της διοίκησής της από την Τράπεζα Πειραιώς συνέβαλε στην βελτίωση της αποδοτικότητας του χαρτοφυλακίου των δανείων της και του χαρτοφυλακίου των συμμετοχών της και ήδη από τους πρώτους μήνες του 2002 σημειώθηκε αύξηση της κερδοφορίας της και βελτίωση της καθαρής της θέσης.

Στις αρχές του 2005, ο Όμιλος Τράπεζας Πειραιώς υλοποιώντας τη στρατηγική επέκτασής του στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και Ανατολικής Μεσογείου, προχώρησε στην εξαγορά της βουλγαρικής τράπεζας **Eurobank** (μετονομάστηκε σε Piraeus Bank Bulgaria), ενισχύοντας την εκεί παρουσία του ομίλου, ενώ το Μάρτιο 2006 ολοκληρώθηκε η συγχώνευση των καταστημάτων της Τράπεζας Πειραιώς στη Βουλγαρία με την Eurobank. Επίσης, το 2005, πραγματοποίησε είσοδο στη σερβική αγορά με την εξαγορά της **Atlas Bank**, αλλά και στην αιγυπτιακή αγορά με την εξαγορά της **Egyptian Commercial Bank**. Τέλος, εντός του 2007, ο Όμιλος Πειραιώς διεύρυνε τη διεθνή παρουσία του στην Ουκρανία με την εξαγορά της **International Commerce Bank** και στην Κύπρο με την έγκριση λειτουργίας τραπεζικού ιδρύματος (Τράπεζα Πειραιώς Κύπρου) και τη συμφωνία εξαγοράς του δικτύου της **Arab Bank** Κύπρου.

Στο τέλος Μαρτίου 2010, ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς διέθετε ένα δίκτυο 876 καταστημάτων (359 στην Ελλάδα και 517 στο εξωτερικό) και ίδια κεφάλαια που διαμορφώθηκαν στα €3.579 εκατ. Οι καταθέσεις, τα repos και τα ομόλογα πελατών του ομίλου διαμορφώθηκαν στα €30.084 εκατ., τα δάνεια μετά από προβλέψεις στα €37.736 εκατ. και το σύνολο του ενεργητικού στα €55.220 εκατ.

5.1.3. Όμιλος Marfin Egnatia Bank

Τον Μάρτιο του 2007, το Διοικητικό Συμβούλιο της Εγνατίας Τράπεζας ενέκρινε το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης δι' απορροφήσεως της **«Marfin Bank Ανώνυμης Τραπεζικής Εταιρείας»** και της **«Λαϊκής Τράπεζας Ανώνυμης Εταιρείας»** από την **«Εγνατία Τράπεζα Ανώνυμη Εταιρεία»**.

Το 2007, ο Όμιλος της Marfin Εγνατίας μετά την επιτυχή ολοκλήρωση της νομικής και λειτουργικής συγχώνευσης των τριών τραπεζών, σημείωσε μεγάλη επιτυχία και σημαντική ανάπτυξη. Στο τέλος του έτους, ο όμιλος είχε συνολικό ενεργητικό €13,7 δισ., ένα δίκτυο 179 καταστημάτων σε Ελλάδα και Ρουμανία και ανθρώπινο δυναμικό που αποτελείτο από 3.256 υπαλλήλους. Αξίζει να επισημανθεί ότι η Διοίκηση κατάφερε να ξεπεράσει τους αρχικούς της στόχους για το 2007.

Τα ενοποιημένα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και δικαιώματα μειοψηφίας ανήλθαν σε €135,1 εκατ., σημειώνοντας αύξηση 174% σε σύγκριση με τα αποτελέσματα του 2006. Τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και προ δικαιωμάτων μειοψηφίας ήταν αυξημένα κατά €69,3 εκατ. (αύξηση 96%) σε σχέση με τα αποτελέσματα του 2006.

Το σύνολο του ενεργητικού του ομίλου ανήλθε σε €13,7 δισ. σημειώνοντας αύξηση κατά 47% σε σύγκριση με το τέλος του 2006. Οι συνολικές χορηγήσεις του ομίλου σημείωσαν ισχυρή ετήσια αύξηση κατά 54% και διαμορφώθηκαν σε €9,6 δισ. Οι διεθνείς χορηγήσεις έφτασαν τα €0,5 δισ., που αντιστοιχούν σε ποσοστό 5,2% του συνόλου των χορηγήσεων του ομίλου. Αντίστοιχα, οι συνολικές καταθέσεις του ομίλου σημείωσαν αύξηση κατά 29% και έφτασαν τα €9,3 δισ. Η αύξηση προκύπτει από την επέκταση του δικτύου, την σταδιακή ωρίμανση των υποκαταστημάτων και την επέκταση της πελατειακής βάσης του ομίλου.

Η ισχυρή ανάπτυξη τόσο του χαρτοφυλακίου χορηγήσεων όσο και του χαρτοφυλακίου καταθέσεων είχε ως αποτέλεσμα τα καθαρά έσοδα από τόκους να ενισχυθούν σημαντικά και να διαμορφωθούν σε €267,4 εκατ. σημειώνοντας αύξηση κατά 27% σε σχέση με τα αποτελέσματα του 2006.

Τα έσοδα από καθαρές προμήθειες είχαν αξιοσημείωτη αύξηση της τάξης του 84% και έφτασαν τα €197,4 εκατ. Ενισχύθηκαν τόσο από τις αυξήσεις στις τραπεζικές, χρηματιστηριακές, επενδυτικές προμήθειες όσο και από τις προμήθειες διαχείρισης χαρτοφυλακίου πελατών.

Τα συνολικά λειτουργικά έξοδα παρουσίασαν άνοδο κατά 26% στα €258,3 εκατ. Η αύξηση των δαπανών οφείλεται στη μετεγκατάσταση 10 καταστημάτων και στο άνοιγμα 10 νέων τραπεζικών κέντρων και 16 καταστημάτων στην Ελλάδα, καθώς και 11 νέων καταστημάτων στη Ρουμανία. Επιπλέον, η αύξηση οφείλεται και σε δαπάνες που αφορούσαν αφενός μεν την συγχώνευση των τριών τραπεζών και αφετέρου ένα μικρό πρόγραμμα εθελούσιας εξόδου.

Η αύξηση στην κερδοφορία του ομίλου είχε σαν αποτέλεσμα τη σημαντική ενίσχυση της αποδοτικότητας του ενεργητικού (Return on Assets) σε 1,23% σε σύγκριση με 0,84% το 2006, ενώ η αποδοτικότητα ενσώματων ιδίων κεφαλαίων (Return on Tangible Equity) ανήλθε σε 19,6%.

Η Τράπεζα αύξησε το μερίδιό της στο σύνολο των δανείων σε 4,4% το 2007 έναντι 3,6% το 2006 και των καταθέσεων σε 4,8% από 3,9% αντίστοιχα. Σημαντική ήταν και η βελτίωση στις επιμέρους κατηγορίες δανείων. Συγκεκριμένα, η Marfin Εγνατία βελτίωσε το μερίδιό της στα στεγαστικά δάνεια σε 2,6% το 2007 από 1,8% ένα χρόνο νωρίτερα και αντίστοιχα στα επιχειρηματικά δάνεια σε 5,3% από 4,3%.

5.1.4. Όμιλος EFG Eurobank Ergasias

Η Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias ιδρύθηκε το 1990 με αρχική επωνυμία «Ευρωεπενδυτική Τράπεζα» και στόχο την παροχή κυρίως επενδυτικών υπηρεσιών. Με την απελευθέρωση της αγοράς λιανικής τραπεζικής στην Ελλάδα, η Τράπεζα επαναπροσδιόρισε τους στρατηγικούς της στόχους. Έκτοτε η EFG Eurobank Ergasias έχει ακολουθήσει μια ανοδική πορεία, μέσα από δυναμική οργανική ανάπτυξη, αλλά και μέσα από εξαγορές και συγχωνεύσεις, καταλαμβάνοντας σήμερα ηγετική θέση στους ταχύτερα αναπτυσσόμενους και πιο προσοδοφόρους τομείς της αγοράς.

Το 2000, είχαμε τη συγχώνευση δύο επιτυχημένων τραπεζικών ιδρυμάτων και συγκεκριμένα, της **Τράπεζας Εργασίας** με τη **Eurobank**. Η Τράπεζα Εργασίας ήταν ένα ώριμο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα με πορεία 26 ετών περίπου και έμπειρο στελεχιακό δυναμικό. Εξειδικευόταν σε μικρομεσαίες κυρίως επιχειρήσεις, διέθετε ευελιξία υπηρεσιών και προέβαινε σε αυστηρό έλεγχο κόστους. Από την άλλη μεριά, η Eurobank εξειδικευόταν σε ιδιώτες πελάτες, διέθετε ευρεία γκάμα και ποιότητα προϊόντων και έδινε ιδιαίτερη έμφαση στην τεχνολογία. Όσον αφορά στην Τράπεζα Εργασίας, το βασικό μειονέκτημά της και παράλληλα η κύρια αιτία των προβλημάτων που αντιμετώπιζε ήταν τα παλιά τραπεζικά μοντέλα που χρησιμοποιούσε, τα οποία δεν ήταν συμβατά με τις σύγχρονες εξελίξεις. Αυτό μάλιστα δικαιολογεί την κίνηση στην οποία προέβη η Eurobank, η οποία εστιάζοντας την προσοχή της στην ανάπτυξη νέων πληροφοριακών συστημάτων, προτίμησε να διατηρήσει μόνο το 5% των προϊόντων της Τράπεζας Εργασίας, ενώ το υπόλοιπο 95% προήλθε από παράλληλη ανάπτυξη του προϊοντικού χαρτοφυλακίου.

Κάνοντας μια σύγκριση των οικονομικών μεγεθών της Eurobank πριν και μετά τη συγχώνευση, δηλαδή συγκρίνοντας τα έτη 1999 και 2000, μπορούμε να παρατηρήσουμε μια αύξηση των χορηγήσεων κατά 33% και των καταθέσεων κατά 17%, ενώ τα ίδια κεφάλαια μειώθηκαν κατά 3%. Το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού αυξήθηκε κατά 13% και τα καθαρά έσοδα από τόκους κατά 10% ενώ αντιθέτως, τα λειτουργικά έσοδα μειώθηκαν κατά 3% και τα κέρδη προ φόρων κατά 8%. Τέλος, τα καθαρά κέρδη του ομίλου σημείωσαν αύξηση κατά 4%. Με άλλα λόγια, ορισμένα στοιχεία του ισολογισμού παρουσίασαν αύξηση, ενώ τα έσοδα μειώθηκαν, πράγμα το οποίο μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η συγκεκριμένη

συγχώνευση ήταν μια βεβιασμένη κίνηση από τη μεριά της Eurobank. Προς ενίσχυση του συγκεκριμένου συμπεράσματος, δεν πρέπει να παρακάμπτουμε ότι οι δύο τράπεζες διακρίνονταν από διαφορετικές πολιτικές και οράματα, πράγμα το οποίο ενισχύει τα ήδη υπάρχοντα προβλήματα. Εξάλλου, όπως υποστηρίζεται, στόχος της Eurobank με την εν λόγω συνένωση δραστηριοτήτων ήταν η οικειοποίηση της τεχνογνωσίας, του δικτύου και της πελατειακής βάσης που διέθετε η Τράπεζα Εργασίας, καθώς επίσης η εξασφάλιση οικονομιών κλίμακας και φάσματος και η ενίσχυση της δύναμής της στην αγορά. Η EFG Eurobank Ergasias συνέχισε προς την κατεύθυνση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών και τα μετέπειτα χρόνια, διαγράφοντας μια επιτυχημένη πορεία στο χώρο της κατά τα έτη που ακολούθησαν.

Το 2001 πραγματοποιήθηκε συγχώνευση με απορρόφηση της **Τέλεσις Τράπεζας Επενδύσεων Α.Ε** από την **Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias A.E.** Η ενοποίηση της Telesis δημιούργησε υπεραξία εξαγοράς ύψους €18 εκατ., η οποία θα αποσβεσθεί σε περίοδο 15 ετών. Η εξαγορά της Telesis ενδυναμώνει ακόμα περισσότερο τη θέση της EFG Eurobank Ergasias στους τομείς της επενδυτικής τραπεζικής, του private banking και των κεφαλαιαγορών.

Είναι γεγονός ότι οι δύο οργανισμοί παρουσιάζουν μια εγγενή συμπληρωματικότητα. Το μεγάλο δίκτυο καταστημάτων της Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias A.E. από τη μία πλευρά, και η ευελιξία της Τέλεσις Τράπεζας Επενδύσεων Α.Ε. από την άλλη πλευρά, αλλά και η τεχνογνωσία και το πελατολόγιο που διαθέτει κάθε όμιλος σε συγκεκριμένους και συμπληρωματικούς τομείς, αποτέλεσαν ουσιαστικές προϋποθέσεις για την αντιμετώπιση του ανταγωνισμού και την εδραίωση της νέας τράπεζας, που προέκυψε μετά τη συγχώνευση, στους τομείς που παρουσιάζουν σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του ομίλου, που προέκυψαν για το έτος 2001, οφείλουμε να επισημάνουμε ότι άμεση συνέπεια της συγκεκριμένης συγχώνευσης ήταν η αύξηση των εσόδων και της κερδοφορίας, πράγμα το οποίο άλλωστε απεικονίζεται αναλυτικά και στον πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας 5.7:

(€, εκατ)	2000	2001	Αύξηση
Απαιτήσεις κατά Πελατών	8.422	10.974	30,3%
Υποχρεώσεις προς Πελάτες	13.239	15.310	15,6%
Ίδια Κεφάλαια	1.880	2.011	6.9%
Δικαιώματα Μειοψηφίας	262	223	-14,8%
Ενεργητικό	16.833	19.618	16,5%

(€, εκατ)	2000	2001	Αύξηση
Καθαρά Έσοδα Τόκων	505	614	21,7%
Μη Επιτοκιακά Έσοδα	389	329	-15,4%
Ολικά Έσοδα Εκμετάλλευσης	894	943	5,5%
Λειτουργικές Δαπάνες	501	547	9,2%
Καθαρά Κέρδη περιόδου	200	206	2.9%

Πηγή: EFG Eurobank Ergasias

Στον χρηματιστηριακό τομέα, τόσο στον κλάδο των μετοχών όσο και των παραγώγων, μετά τη συγχώνευση, η τράπεζα κατείχε ισχυρή θέση στην αγορά από πλευράς όγκου συναλλαγών. Στον τομέα της επενδυτικής τραπεζικής, οι δύο τράπεζες έχουν μαζί μια ισχυρή ομάδα στελεχών υψηλών προδιαγραφών στην ελληνική αγορά και δυνατότητα πρόσβασης σε ένα από τα πιο ισχυρά και ταχέως αναπτυσσόμενα τραπεζικά δίκτυα. Αξίζει να αναφέρουμε ότι μετά τη συγχώνευση, το μερίδιο της Eurobank Ergasias στον χρηματιστηριακό τομέα αυξήθηκε στο 10.5% και το μέσο μερίδιο αγοράς στο Χρηματιστήριο Παραγώγων ήταν 22%, ενώ στον τομέα της επενδυτικής τραπεζικής το μερίδιο αγοράς της αυξήθηκε στο 25%.

Επίσης, η ισχυρή κεφαλαιακή βάση επιτρέπει την ανάληψη μεγάλων έργων επενδυτικής τραπεζικής, τόσο στο δημόσιο όσο και στον ιδιωτικό τομέα. Το νέο σχήμα επωφελείται από τη σύγχρονη τεχνογνωσία και την υψηλή ποιότητα ανθρώπινου δυναμικού, το οποίο άλλωστε θεωρεί κύριο ανταγωνιστικό του προτέρημα για την προσφορά ποιοτικών υπηρεσιών προστιθέμενης αξίας. Στον τομέα της παροχής υπηρεσιών private banking, ο ενιαίος όμιλος έχει διακεκριμένο πελατολόγιο, με πρόσβαση στο μεγάλο και ιδιαίτερα αποτελεσματικό τραπεζικό δίκτυο της Τράπεζας EFG Eurobank Ergasias A.E. καθώς και ευρύ φάσμα προηγμένων προϊόντων, ευρωπαϊκών προδιαγραφών λόγω και της συνεργασίας με

την Deutsche Bank. Η νέα Τράπεζα παρέχει ολοκληρωμένες υπηρεσίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου σε ασφαλιστικά ταμεία και μη κερδοσκοπικούς οργανισμούς.

Η συγχώνευση δημιούργησε προοπτικές περαιτέρω ανάπτυξης, όπως η ανάπτυξη νέων δικτύων πωλήσεων επενδυτικών και χρηματιστηριακών συναλλαγών, η διεύρυνση των σχέσεων με εταιρικούς πελάτες υψηλής ποιότητας και διεθνών προδιαγραφών και η ανάπτυξη του e-banking και e-trading με την εκμετάλλευση της υφιστάμενης υποδομής και των επενδύσεων σε τεχνολογία των δύο ομίλων.

Είναι φανερό από τα ανωτέρω ότι με τη συγχώνευση δημιουργείται ένας οργανισμός με σημαντικά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα στην ελληνική αγορά και συνέργιες, οι οποίες θα οδηγήσουν στη δημιουργία πρόσθετων εσόδων.

Λαμβάνοντας υπόψη τα μερίδια αγοράς κατά το έτος 2001, μπορούμε να πούμε ότι η EFG Eurobank Ergasias είχε μια πολύ σημαντική θέση σε ιδιαίτερα κερδοφόρους και ταχύτατα αναπτυσσόμενους τομείς, όπως είναι η καταναλωτική και στεγαστική πίστη, οι πιστωτικές κάρτες, τα αμοιβαία κεφάλαια, οι αναδοχές και οι χρηματιστηριακές συναλλαγές.

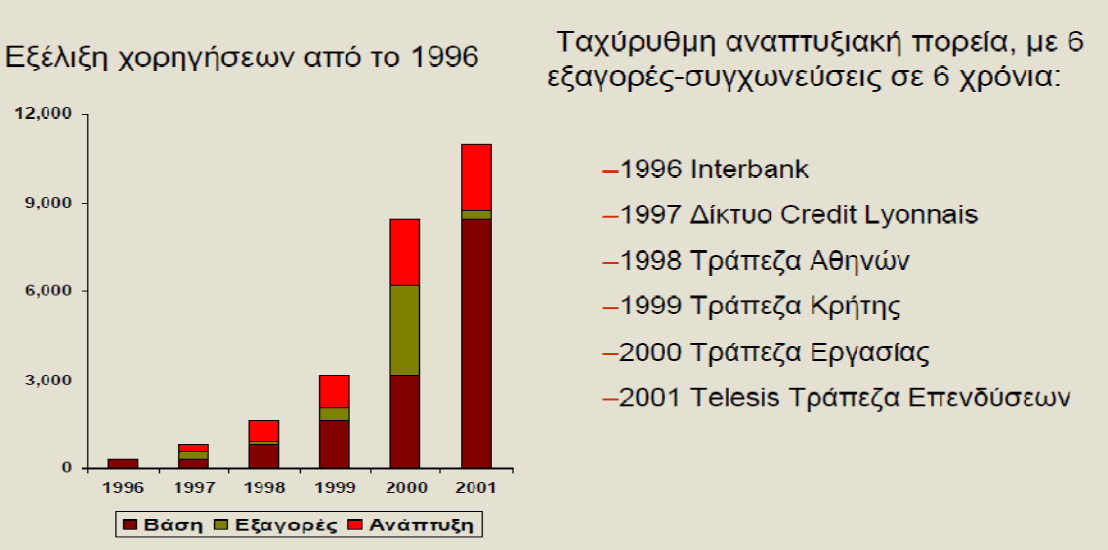
Πίνακας 5.8:



Πηγή: EFG Eurobank Ergasias

Τέλος, προκειμένου να παρουσιάσουμε μια συνοπτική εικόνα των επιδράσεων των συγχωνεύσεων και των εξαγορών του ομίλου που συντελέστηκαν από το 1996 έως το 2001 στον τομέα των χορηγήσεων, είναι χρήσιμο να παραθέσουμε το ακόλουθο γράφημα, επισημαίνοντας ότι παρουσιάστηκε ταχύρυθμη εξέλιξη του ομίλου στον συγκεκριμένο τομέα.

Πίνακας 5.9:



Πηγή: EFG Eurobank Ergasias

5.1.5. Όμιλος Alpha Bank

Η Alpha Bank ιδρύθηκε το 1879 και είναι μία από τις μεγαλύτερες τράπεζες στην Ελλάδα. Με δίκτυο άνω των 1.000 καταστημάτων, ο Όμιλος της Alpha Bank δραστηριοποιείται και στη διεθνή τραπεζική αγορά με παρουσία στην Κύπρο, στη Ρουμανία, στη Βουλγαρία, στη Σερβία, στην Ουκρανία, στην Αλβανία, στην Π.Γ.Δ.Μ. και στη Μεγάλη Βρετανία.

Η Τράπεζα γνώρισε μεγάλη ανάπτυξη τις τελευταίες δεκαετίες. Πέρα από την προσφορά απλών τραπεζικών υπηρεσιών και προϊόντων, εξελίχθηκε σε έναν ολοκληρωμένο όμιλο παροχής οικονομικών υπηρεσιών. Το 1999 πραγματοποιήθηκε

η εξαγορά του 51% των μετοχών της **Ιονικής Τράπεζας**. Σήμερα, η Alpha Bank είναι μία από τις μεγαλύτερες τράπεζες στην Ελλάδα. Οι δραστηριότητές της καλύπτουν ολόκληρο το φάσμα των οικονομικών υπηρεσιών. Το διάστημα πριν τη συγχώνευση, η Ιονική Τράπεζα είχε κέρδη που αντιστοιχούσαν σχεδόν στο 40% των εσόδων της Alpha Bank, γεγονός το οποίο απαιτούσε το συντονισμό των εργασιών των δύο τραπεζών για αύξηση των εσόδων, πράγμα το οποίο επιτεύχθηκε σχετικά γρήγορα αμέσως μετά τη συγχώνευση. Αυτή η αύξηση των εσόδων επιταχύνθηκε ακόμα περισσότερο από την υιοθέτηση κοινής πολιτικής χορηγήσεων και ιδιαίτερα αυτής που ακολουθεί η Alpha, η οποία δίνει αυξημένη βαρύτητα στο θέμα της αυστηρής παρακολούθησης των επισφαλών απαιτήσεων και των καθυστερήσεων.

Δεν πρέπει να παραλείψουμε να αναφέρουμε την καλή οικονομική κατάσταση, στην οποία βρισκόταν η Ιονική, η οποία αξιοποιούσε στο μέγιστο βαθμό τους πόρους που είχε στη διάθεσή της και δίκαια δημιουργούσε προσδοκίες για αυξημένη κερδοφορία των δύο τραπεζών στο μέλλον. Η Alpha Bank, σχεδόν μέχρι το τέλος του 1999, είχε επιτύχει αύξηση της κερδοφορίας και των εσόδων της, των χορηγήσεών της (κατά 40%), των καταθέσεων και των repos (περίπου κατά 40%). Η συγχώνευση της Alpha Bank με την Ιονική Τράπεζα συνέβαλε στη δημιουργία ενός μεγάλου ιδιωτικού τραπεζικού ομίλου με αυξημένο μερίδιο αγοράς, δημιούργησε προοπτικές για εξασφάλιση συνεργιών και ενίσχυση των προσφερόμενων υπηρεσιών.

5.1.6. Όμιλος Εμπορικής Τράπεζας

Η πορεία της Εμπορικής Τράπεζας αρχίζει ουσιαστικά το 1886. Από τότε η Τράπεζα πέρασε από πολλές φάσεις για να καταλήξει σήμερα να είναι ένα από τα μεγαλύτερα τραπεζικά ιδρύματα στην Ελλάδα και να έχει συνεχή, γόνιμη και ενεργό συμμετοχή στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας και στον εκσυγχρονισμό της τραπεζικής αγοράς στη χώρα μας. Το 1962, η Εμπορική εξαγόρασε την **Τράπεζα Πειραιώς** και την ασφαλιστική εταιρεία Γενικές Ασφάλειες, ενώ το 1964, εξαγόρασε την **Τράπεζα Αττικής**. Το 1991-1992, προχώρησε στην πώληση επτά θυγατρικών (Τράπεζα Πειραιώς κ.α.), το 1995, προέβη σε συμφωνία με την E.B.R.D για ίδρυση θυγατρικών σε χώρες της Ανατολικής Ευρώπη, καθώς επίσης και σε εξαγορά του 51% της ασφαλιστικής εταιρείας Metrolife ενώ το 1997, πούλησε το 49,5% της

Τράπεζας Αττικής και τέλος, το 1999, πούλησε το 51% της Ιονικής Τράπεζας. Το 1998, πραγματοποίησε διείσδυση στα Βαλκάνια αγοράζοντας το 86% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της **Bulgarian Investment Bank**, το οποίο μέχρι τότε κατείχε η E.B.R.D. Τον Ιούνιο του 2000, ύστερα από πολύμηνες διαπραγματεύσεις, ανακοινώθηκε ότι η Εμπορική Τράπεζα πέτυχε συμφωνία με την τρίτη μεγαλύτερη τράπεζα της Γαλλίας **Crédit Agricole**, η οποία αγόρασε από τις θυγατρικές Φοίνικα και Εμπορική Κεφαλαίου το 6,7% των μετοχών της Εμπορικής Τράπεζας αντί τιμήματος 94,1 δις δρχ. Η τιμή ανά μετοχή ορίστηκε στις 16.450 δρχ. Έγινε επίσης σαφές ότι υπάρχει προαιρετικό δικαίωμα για τη Γαλλική Τράπεζα να αποκτήσει στο μέλλον επιπλέον 3,5% του μετοχικού κεφαλαίου της Εμπορικής από το ποσοστό που κατέχουν το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο ή το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων.

Η εν λόγω συμφωνία μεταξύ της Εμπορικής και της Crédit Agricole προβλέπει συνεργασία στους τομείς επενδυτικής τραπεζικής, διαχείρισης διαθεσίμων και τραπεζο-ασφαλειών, ενώ θα μεταφερθεί τεχνογνωσία από τη Γαλλική Τράπεζα σε επίπεδο ηλεκτρονικής τραπεζικής. Το 2002, η Crédit Agricole αύξησε το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της Εμπορικής που κατείχε σε 8,74%, το 2004 απορρόφησε δέκα θυγατρικές εταιρείες στα πλαίσια ανασύνταξης του ομίλου, ενώ το 2006 αύξησε το ποσοστό συμμετοχής της στο μετοχικό κεφάλαιο της Εμπορικής σε 71,97%, το 2008 σε 82,47% και τέλος το 2010 σε 91%.

Η Crédit Agricole, η οποία αποκαλείται και «πράσινη τράπεζα» στη Γαλλία, λόγω της αγροτικής συνεταιριστικής καταγωγής της, είναι σχετικά καινούργιος παίχτης στην ελληνική τραπεζική αγορά. Αξίζει να αναφερθεί ότι κατατάσσεται στην κορυφή των τραπεζικών ιδρυμάτων παγκοσμίως και βαθμολογείται με ΑΑΑ από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης κινδύνων και κατά συνέπεια, έχει μεγάλη δυνατότητα άντλησης φθηνών κεφαλαίων, δηλαδή έχει χαμηλό κόστος απόκτησης χρήματος, πράγμα το οποίο της δίνει σημαντικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι των υπολοίπων τραπεζών που δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά.

Η Crédit Agricole αποτελεί ηγετικό οικονομικό εταίρο της γαλλικής οικονομίας και τη μεγαλύτερη τράπεζα σε κέρδη λιανικής τραπεζικής στην Ευρώπη. Φιλοδοξία της είναι να δημιουργήσει έναν παγκόσμιας κλάσης ηγέτη στον τομέα της τραπεζικής και των ασφαλειών, σύμφωνα με τις αρχές του Οικουμενικού Συμφώνου των Ηνωμένων Εθνών. Αποτελεί κυρίαρχο παίκτη στη Γαλλία κατέχοντας το 28% της

αγοράς καταναλωτών, ενώ σημαντική είναι επίσης η θέση που κατέχει στον τομέα των ασφαλειών, στον καταναλωτικό δανεισμό και στη συλλογική διαχείριση ενεργητικού τόσο στη Γαλλία όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Ωστόσο, είναι σχετικά νωρίς για να μιλήσουμε για επιτυχία ή αποτελεσματικότητα του εν λόγω εγχειρήματος. Όμως, αναμένεται ότι η συγκεκριμένη συμφωνία θα έχει επιτυχή έκβαση, αν αναλογιστεί κανείς την εμβέλεια, το κύρος και τη δύναμη της Crédit Agricole σε παγκόσμιο επίπεδο.

Συμπερασματικά, λαμβάνοντας υπόψη τις περιπτώσεις των συγχωνεύσεων και των εξαγορών που συντελέστηκαν στα πλαίσια των προαναφερθέντων τραπεζικών ομίλων, καθώς επίσης και άλλα παραδείγματα ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, τα οποία ακολουθώντας τις εξελίξεις εισήλθαν με τη σειρά τους τα τελευταία χρόνια στη φάση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, η οποία οδήγησε σε σημαντική αναδιάταξη του τραπεζικού κλάδου διαμορφώνοντας νέες ισορροπίες στην ελληνική χρηματοπιστωτική αγορά, μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι τα τελευταία 15 χρόνια περίπου έχουν σημειωθεί ριζικές αλλαγές στον εγχώριο χρηματοπιστωτικό χώρο, κυρίως με την παγκοσμιοποίηση των δραστηριοτήτων και το άνοιγμα των αγορών. Πιο συγκεκριμένα την περίοδο 1998 - 2001, εξαγοράστηκαν 14 τράπεζες, έξι από τις οποίες ήταν υπό κρατικό έλεγχο. Παρά το γεγονός ότι ο αριθμός φαίνεται μικρός σε απόλυτα μεγέθη, είναι αρκετά σημαντικός αν αναλογιστεί κανείς το σχετικά μικρό αριθμό τραπεζών που λειτουργούν στην Ελλάδα. Όπως αναφέρεται στην Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος (2001), οι λόγοι που οδήγησαν σε αυτές τις συγχωνεύσεις και εξαγορές ήταν η ισχυροποίηση της θέσης των τραπεζών στην ελληνική αγορά, η απόκτηση μεγέθους που θα τους επιτρέψει να αποκομίσουν οφέλη από οικονομίες κλίμακας, καθώς επίσης και η ευκολότερη πρόσβαση στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Παρόλα ταύτα, δεν πρέπει να παρακάμπτουμε ότι το μέγεθος των ελληνικών τραπεζών συνεχίζει να υπολείπεται σημαντικά από το αντίστοιχο των πιστωτικών ιδρυμάτων που εδρεύουν στην Ευρώπη ή σε άλλες οικονομικά προηγμένες χώρες. Ενδεικτικά, αναφέρουμε ότι με βάση το σύνολο του ενεργητικού στο τέλος του 2002, καμία ελληνική τράπεζα δεν συμπεριλαμβανόταν στις 100 μεγαλύτερες του κόσμου και μόνο δύο συμπεριλαμβάνονταν στις 100 μεγαλύτερες ευρωπαϊκές τράπεζες (Έκθεση Διοικητή Τράπεζας Ελλάδος, 2003).

Έτσι, παρά το γεγονός ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν από το 2001 και μετά ήταν σχετικά περιορισμένες σε σύγκριση με τα προηγούμενα χρόνια, ενδεχομένως λόγω των διεθνών συγκυριών και του δυσμενούς οικονομικού κλίματος αλλά και των προσπαθειών των τραπεζικών ομίλων για ουσιαστική συγχώνευση των λειτουργιών των συγχωνευμένων ιδρυμάτων, η περαιτέρω ενοποίηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος δεν μπορεί να αποκλειστεί.

5.2. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Τραπεζών και Ασφαλιστικών Εταιρειών

Σε παγκόσμιο επίπεδο, στις αρχές της δεκαετίας του 1980, οι συγχωνεύσεις μεταξύ τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών ήταν σχεδόν άγνωστες. Προς τα τέλη όμως της δεκαετίας, η τραπεζική διανομή των ασφαλιστικών προϊόντων είχε γίνει πλέον πραγματικότητα, καθώς η παροχή όλων των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών καθώς και των χρηματοασφαλιστικών προϊόντων πραγματοποιούνταν από έναν μόνο οργανισμό. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μεταξύ τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών παρατηρούνται με μεγαλύτερη συχνότητα στην Κεντρική Ευρώπη, αν και υπάρχουν ανάλογες περιπτώσεις και στην Αυστραλία και στις Η.Π.Α. Αξίζει να επισημανθεί ότι ένας αξιόλογος αριθμός τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών της Ευρωπαϊκής Ένωσης κατέφυγαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές που τους έδωσαν τη δυνατότητα δημιουργίας ενός καλά διαφοροποιημένου ομίλου χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, ο οποίος αναμφίβολα τους εξασφάλισε μια ισχυρή παρουσία σε ένα έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον.

Είναι γεγονός ότι οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες, αναζητώντας συνεργασία στις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες, κατάφεραν σε ουσιαστικό βαθμό να μειώσουν το κόστος και να αυξήσουν συγχρόνως το μερίδιό τους στην αγορά. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έχουν καταστήσει εφικτή την συνδυασμένη προώθηση ολοκληρωμένων τραπεζικών και ασφαλιστικών υπηρεσιών, ως μετεξέλιξη της αγοράς χρηματοοικονομικών προϊόντων, καθώς επίσης και τη δημιουργία ενός κοινού δικτύου μέσω μιας ευρύτερης μεταξύ τους συνεργασίας που μπορεί να λάβει διάφορες μορφές:

- Παραχώρηση του πελατολογίου του ενός αντισυμβαλλόμενου μέρους (δηλαδή της τράπεζας ή τη ασφαλιστικής) στο δίκτυο προώθησης πωλήσεων του άλλου μέρους (cross selling).
- Υπογραφή συμφωνίας συνεργασίας μεταξύ τράπεζας και ασφαλιστικής εταιρείας, με βάση την οποία η τράπεζα ενεργεί ως αντιπρόσωπος.
- Μερική ή ολική εξαγορά ασφαλιστικής εταιρείας από τράπεζα, που δίνει τη δυνατότητα στην τελευταία να πραγματοποιήσει διείσδυση στην ασφαλιστική αγορά.

- Συνεργασία με κοινή οργάνωση, όπου αν και τράπεζα και ασφαλιστική εταιρεία δρουν ως χωριστά νομικά πρόσωπα, συγκλίνουν σε επίπεδο σχεδιασμού προϊόντων και marketing.
- Συμφωνία joint venture ανάμεσα σε τράπεζα και ασφαλιστική εταιρεία.
- Δημιουργία νέας ασφαλιστικής εταιρείας από την τράπεζα, προκειμένου να υπάρχει πλήρης έλεγχος της ασφαλιστικής διαδικασίας.
- Ανταλλαγή μέρους των μετοχών μεταξύ τράπεζας και ασφαλιστικής, με στόχο την από κοινού προώθηση του bancassurance[1].
- Εφαρμογή του bancassurance από όμιλο, που ελέγχει τράπεζα και ασφαλιστική.
- Δημιουργία τράπεζας από την ασφαλιστική εταιρεία ως αμυντική στρατηγική, με στόχο να μη χαθεί μερίδιο αγοράς της ασφαλιστικής εταιρείας υπέρ των bancassurers.

Από τους προαναφερθέντες τρόπους συνεργασίας, η ορθή επιλογή αποτελεί συνάρτηση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών κάθε οργανισμού, των δεδομένων της αγοράς, της πολυπλοκότητας των προϊόντων, καθώς επίσης και της δυνατότητας εξεύρεσης του καταλληλότερου συνεταίρου. Στην περίπτωση των τραπεζών, οι οποίες διαθέτουν σημαντική πελατεία, παρατηρείται ιδιαίτερα έντονο το φαινόμενο της εξαγοράς ασφαλιστικών εταιρειών και της εσωτερικής ανάπτυξης προϊόντων ασφάλισης ζωής.

Εν όψει των διαφορετικών αυτών μορφών συνεργασίας, ο θεσμός του bancassurance αποτελεί «ομπρέλα» για ένα πλήθος χρηματοοικονομικών προϊόντων. Η σύγκλιση ασφαλιστικών και τραπεζικών εργασιών καθιστά τα όρια μεταξύ των χρηματοοικονομικών προϊόντων δυσδιάκριτα. Τα ασφαλιστικά προϊόντα διαφοροποιούνται και έχουν περισσότερα επενδυτικά και αποταμιευτικά χαρακτηριστικά. Η νέα γενιά προϊόντων ζωής είναι προϊόντα ευέλικτα, με ιδιαίτερη έμφαση στην κερδοφορία και στην απόδοση, με αποτέλεσμα η ασφάλιση ζωής να μετακινηθεί από την προστασία στην επένδυση. Τα προϊόντα αυτά, σε συνδυασμό με τις φορολογικές ρυθμίσεις και τις θετικές αποδόσεις, κέρδισαν την προτίμηση του

[1] bancassurance: η πώληση ασφαλειών από τράπεζες, οι οποίες συμμετέχουν κατά τουλάχιστον 50% στην ασφαλιστική εταιρεία, τα προϊόντα της οποίας προωθούν.

αποταμιευτικού κοινού εις βάρος των τραπεζικών προϊόντων. Είναι γεγονός, λοιπόν, ότι οι τράπεζες, οι οποίες στηρίζονται στο δίκτυό τους και στη στενή σχέση με τους πελάτες τους, έχουν πραγματοποιήσει μια ιδιαίτερα έντονη διείσδυση στον ασφαλιστικό χώρο, προωθώντας κατά κύριο λόγο αποταμιευτικά προϊόντα (ασφάλειες ζωής). Συγχρόνως, τα τραπεζικά προϊόντα βελτιώνονται και διαφοροποιούνται σε σημαντικό βαθμό.

Στην Ελλάδα μάλιστα, η οποία σαφώς και δεν έμεινε καθόλου ανεπηρέαστη από τις διεθνείς εξελίξεις που σημειώνονται στον ευρύτερο χρηματοοικονομικό χώρο, το bancassurance βρίσκεται σε περίοδο ανάπτυξης, καθώς είναι ιδιαίτερο το γενικότερο ενδιαφέρον των καταναλωτών. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μεταξύ τραπεζικών ιδρυμάτων και ασφαλιστικών εταιρειών έχουν αποδειχθεί ιδιαίτερα κερδοφόρα υπόθεση, προσδίδοντας στις εν λόγω επιχειρήσεις σημαντικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις του χρηματοοικονομικού κλάδου, οι οποίες επιμένουν να συνεχίζουν μόνες τους την πορεία τους δείχνοντας ελάχιστη προτίμηση σε τέτοιου είδους συνενώσεις. Άλλωστε, η απελευθέρωση της αγοράς, η πτώση των επιτοκίων, η βελτίωση της τεχνολογίας και η προσφυγή των πελατών σε ευέλικτα χρηματοασφαλιστικά προϊόντα που απαιτούν ενιαία εξυπηρέτηση, καθιστούν ακόμα πιο έντονο τον ανταγωνισμό και έχουν ως αποτέλεσμα τη διαφοροποίηση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων που συντελείται με τη διείσδυση των τραπεζών στο χώρο των ασφαλιστικών εταιρειών και το αντίστροφο. Επομένως, η ύπαρξη ανταγωνιστικών πιέσεων δεν επικεντρώνεται μόνο στις τιμές αλλά και στην ποιότητα των προϊόντων, καθώς επίσης και στον τρόπο προώθησής τους.

Ο ασφαλιστικός κλάδος στην Ελλάδα παρουσιάζει αναπτυξιακή πορεία. Γι’ αυτό το λόγο, λοιπόν, προβλέπεται ιδιαίτερα ευνοϊκή η διαδικασία ενοποίησης του χώρου των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών στο άμεσο μέλλον. Εξάλλου, οι συγχωνεύσεις, που μέχρι τώρα έχουν συντελεστεί στη χώρα μας στο συγκεκριμένο τμήμα του τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, έχουν οδηγήσει σε σημαντικό βαθμό στην εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και αποτελεσματικών συνεργιών, με αποτέλεσμα τη δημιουργία ομίλων με καλύτερα δίκτυα πωλήσεων και πιο ανταγωνιστικά τραπεζο-ασφαλιστικά προϊόντα προς όφελος του τελικού καταναλωτή.

Στη συνέχεια, ακολουθεί μια περιγραφή ορισμένων από τις κυριότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές, που συντελέστηκαν στον ελληνικό τραπεζο-ασφαλιστικό χώρο τα τελευταία χρόνια, καθώς επίσης και μια συνοπτική παρουσίαση της μετέπειτα οικονομικής πορείας τους:

- Το 1997, πραγματοποιείται συγχώνευση όλων των ασφαλιστικών εταιρειών του ομίλου της **Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος** (**ΑΣΤΗΡ, ΠΑΝΕΛΛΗΝΙΟΣ, ΕΤΕΒΑ**), δημιουργώντας έναν ισχυρό ασφαλιστικό όμιλο. Το 1998, **η Εθνική Ασφαλιστική** ανακοίνωσε τη συμμετοχή της στα κεφάλαια της ιδιωτικής εταιρείας **ΕΥΡΩΠΗ** που εξειδικεύεται στους εμπορικούς και βιομηχανικούς κινδύνους και εξαγόρασε το χαρτοφυλάκιο ζημιών της εταιρείας **Λαϊκή Ασφαλιστική**.

Η νέα διαμορφωμένη εταιρεία παρακολουθεί τις διεθνείς εξελίξεις, υποστηρίζει την πελατοκεντρική φιλοσοφία, σχεδιάζει προϊόντα και υπηρεσίες σύμφωνα με τις απαιτήσεις της αγοράς, με στόχο την πρωτοπορία και την ποιότητα. Επιλογή της εταιρείας ήταν άλλωστε από την αρχή η συνεργασία αποκλειστικά με φερέγγυες εταιρείες του ασφαλιστικού κλάδου, με γνώμονα την ορθή εξυπηρέτηση του πελάτη και την πραγματική κάλυψη των ασφαλιστικών του αναγκών. Η ανάπτυξη της εταιρείας από την έναρξη λειτουργίας της είναι ταχεία.

Ο δείκτης cross selling είναι σε πολύ υψηλά επίπεδα. Αυτό σημαίνει ότι οι πελάτες φαίνεται να είναι ευχαριστημένοι από τις παρεχόμενες υπηρεσίες. Αποτέλεσμα όλων αυτών είναι να αυξάνεται με σταθερούς ρυθμούς το πελατολόγιο της εταιρείας και ταυτόχρονα το δίκτυο των συνεργατών της.

Προκειμένου να ανταποκριθεί στις ταχεία αυξανόμενες ανάγκες της σύγχρονης κοινωνίας και να αντιμετωπίσει τον έντονο ανταγωνισμό, η συγκεκριμένη εταιρεία αποφάσισε να προσθέσει στις παρεχόμενες υπηρεσίες της άλλες δύο συναφείς υπηρεσίες: κτηματομεσιτικά και τραπεζικά δάνεια.

Έτσι, έφτασε στο σημείο να διαθέτει:

- ένα χαρτοφυλάκιο που αριθμεί περί τους 1.500 πιστούς πελάτες και περίπου τα τριπλάσια ασφαλιστικά συμβόλαια.

- ένα καλά οργανωμένο δίκτυο 8 συνεργατών - επαγγελματιών του χώρου, που πρεσβεύουν τις ίδιες αρχές με την ίδια.

- τρεις προσφερόμενες υπηρεσίες: ασφάλειες, κτηματομεσιτικά και τραπεζικά δάνεια.

- Η **Αγροτική Ασφαλιστική Ζωής** συγχωνεύτηκε δια απορρόφησής της από την **Αγροτική Ασφαλιστική ΑΕΓΑ** τον Δεκέμβριο του 2002.

Η Αγροτική Ασφαλιστική παρουσίασε ζημιά ύψους 16,5 εκατομμυρίων ευρώ, έναν χρόνο μόλις μετά τη συγχώνευση. Η εταιρεία θα προσπαθούσε να αυξήσει την παραγωγή της και να «ανακτήσει το χαμένο έδαφος», σύμφωνα με τα λεγόμενα της διοίκησής της εκείνο το διάστημα. Η νέα διοίκηση μάλιστα είχε μιλήσει για λάθος πολιτικές του παρελθόντος και για έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού. Η ενοποιημένη πλέον Αγροτική Ασφαλιστική θα πρέπει να εξετάσει εκ νέου και το θέμα του bancassurance, η ανάπτυξη του οποίου έχει κατά καιρούς θεωρηθεί επιθυμητή αλλά πολύ λίγο έχει προωθηθεί στην πράξη, όπως άλλωστε αναφέρθηκε προηγουμένως. Όσον αφορά την πρόσφατη κατάσταση της εταιρείας, οφείλουμε να επισημάνουμε ότι το 2009 χαρακτηριζόταν από ζημίες ύψους 8,9 εκατομμύρια ευρώ. Στις επικείμενες ενέργειες της Αγροτικής Ασφαλιστικής συγκαταλέγονται ο σχεδιασμός νέων κανονισμών πωλήσεων, η δημιουργία νέων ασφαλιστικών προϊόντων περισσότερο προσιτών και ευέλικτων, καθώς και κινήσεις για μείωση του λειτουργικού κόστους.

- Η **ALPHA Τράπεζα Πίστεως** διαμεσολάβησε στην κοινοπραξία μεταξύ της δικής της εταιρείας μικτών ασφαλίσεων **Εμπορική** και των εταιρειών γενικών ασφαλίσεων και ζωής **Ελληνοβρετανική** για την ίδρυση της εταιρείας μικτών ασφαλίσεων **ALPHA Ασφαλιστική**, η οποία εξαγόρασε αργότερα το 70% της κυπριακής ασφαλιστικής εταιρείας **Metropolitan**.

Η εμπειρία της Alpha Ασφαλιστικής στη διαχείριση μεγάλου πλήθους ασφαλισμένων, η υψηλή ποιότητα υπηρεσιών και εξυπηρέτησης και ο συνδυασμός της τεχνογνωσίας της εταιρίας στη δημιουργία προϊόντος με την εμπειρία της Alpha

Bank στη διαχείριση κεφαλαίων (asset management), την καθιστούν πολύ ανταγωνιστική στον κλάδο των ασφαλίσεων.

- Η **Ασπίς Πρόνοια** απορρόφησε το χαρτοφυλάκιο ζωής της **Λαϊκής Ζωής** το 1997 και το 1999 εξαγόρασε το 80% των μετοχών της ασφαλιστικής **Γκοατέρ Ελλάς** και το 100% των μετοχών των εταιρειών **Nordstem Ζωής** και **Nordstem Ζημιών**, καθώς και της **Commercial Union**, η οποία το 2001 συγχωνεύθηκε δια απορρόφησης με την **Scoplife,** επίσης μέλος του Ομίλου Ασπίς από το 2000 και μετονομάστηκε σε Commercial Value.

Εντούτοις, αξίζει να αναφερθεί ότι το μετέπειτα κλείσιμο του Ομίλου της Ασπίς Πρόνοιας, που κατείχε σημαντικό μερίδιο τόσο στον κλάδο ζωής όσο και στον κλάδο ζημιών, ενίσχυσε τη συγκέντρωση στον κλάδο, σύμφωνα με τα στοιχεία για την κατανομή των μεριδίων αγοράς το 2009.

Συμπερασματικά, λαμβάνοντας υπόψη όλα τα παραπάνω, αξίζει να παρατηρήσουμε ότι τα τελευταία χρόνια αμβλύνθηκαν οι διαφορές, οι διαχωριστικές γραμμές και οι περιορισμοί (ουσιαστικοί αλλά και νομοθετικοί) μεταξύ τραπεζικών και ασφαλιστικών δραστηριοτήτων και αποτελεί πραγματικότητα η στρατηγική διείσδυση εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών σε ασφαλιστικές εργασίες και αντίστροφα, μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων. Κανείς δεν μπορεί να αμφισβητήσει ότι βαθμιαία αναπτύσσονται και διαμορφώνονται χρηματοοικονομικοί όμιλοι με ενιαία στρατηγική που προσφέρουν ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών και δραστηριοποιούνται σε πολυεθνικό επίπεδο με στόχο την εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος, τον περιορισμό των λειτουργικών δαπανών, την απορρόφηση του μεγάλου κόστους των επενδύσεων που απαιτούνται στην τεχνολογία και τη χάραξη αποτελεσματικής στρατηγικής.

5.3. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές μεταξύ Ασφαλιστικών Εταιρειών

Η αυστηρότερη εποπτεία, ο εντεινόμενος ανταγωνισμός και η επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της αγοράς έχει αναγκάσει έναν καθόλου ευκαταφρόνητο αριθμό μικρών ασφαλιστικών εταιρειών να αναζητήσουν συμμαχίες και εξαγορές από μεγαλύτερου μεγέθους και οικονομικά ισχυρότερες ασφαλιστικές εταιρείες. Παρακολουθώντας το διεθνές πεδίο και επηρεαζόμενες από τον έντονο ανταγωνισμό, αρκετές μεγάλες εταιρείες κατευθύνονται προς συγχωνεύσεις, με στόχο την αύξηση των μεριδίων τους και την επίτευξη οικονομιών κλίμακας. Η τάση αυτή βρίσκεται σε απόλυτη συνάρτηση με τις διεθνείς εμπειρίες. Στον ελληνικό ασφαλιστικό κλάδο, έχουν παρατηρηθεί ορισμένα χαρακτηριστικά παραδείγματα συγχωνεύσεων και εξαγορών, εκ των οποίων αναφέρουμε εν συντομία τα εξής:

- Ο **Όμιλος Allianz**, με τις συγχωνεύσεις των εταιρειών **Allianz Γενικών Ασφαλειών, Allianz Ζωής, Halvetia Γενικών Ασφαλειών, AGF Κόσμος και AGF Κόσμος Ζωής**, κατάφερε να εξελιχθεί σε μεγάλου μεγέθους όμιλο στην Ελλάδα, ο οποίος μάλιστα βελτίωσε την κερδοφορία του στα 14,8 εκατομμύρια ευρώ (κέρδη προ φόρων) το 2009, σε σχέση με το αντίστοιχο ποσό των 8,2 εκατομμυρίων ευρώ το 2008.

- Η **Universal Life Internationa**l συγχωνεύτηκε με την **Universal Life Hellas**. Από τη μελέτη των οικονομικών καταστάσεων της Universal Life, προκύπτει ότι η συγκεκριμένη εταιρεία το 2009 χαρακτηρίστηκε από σχετικά μικρές ζημιές.

- Η **Interamerican Ζωής** εξαγόρασε το σύνολο των μετοχών της **Imperio Life E.A.A.E.Z.** από την πορτογαλική ασφαλιστική εταιρεία Imperio Companhia de Seguros S.A. Από πρόσφατα στοιχεία, προκύπτει ότι πρώτη εταιρεία στην κεφαλαιακή κατάταξη κατά το έτος 2009 ήταν η Interamerican Ζωής με ίδια κεφάλαια 293,1 εκατ. ευρώ, ενώ τα κέρδη της για το ίδιο έτος ανήλθαν σε 3,2 εκατομμύρια ευρώ.

- Ο ευρωπαϊκός **ασφαλιστικός όμιλος Eureko BV** προχώρησε σε εξαγορά της **Interamerican Ζωής**.

- Η **Ευρωπαϊκή Πίστη** συγχωνεύτηκε δια απορροφήσεως με την **Eurogroup Insurance and Reinsurance**. Αξίζει να σημειωθεί ότι σύμφωνα με στοιχεία, η εταιρεία πριν το 2004 δεν είχε προχωρήσει σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, καταφέρνοντας να διατηρεί τους απαιτούμενους συντελεστές φερεγγυότητας. Το 2003 μάλιστα αύξησε την παραγωγή της κατά 12%, μειώνοντας τα λειτουργικά της έξοδα κατά 2% και σημειώνοντας κερδοφόρο αποτέλεσμα.

- Η **Φοίνιξ Ασφαλιστική** συγχωνεύτηκε δια απορρόφησης της **Metrolife** τον Ιούνιο του 2002.

- Η **Ιονική Ζωής** απορροφήθηκε από τη **Metrolife** μετά την εξαγορά της τελευταίας από την Εμπορική Τράπεζα.

- Η εταιρία CJU Hellas δραστηριοποιείται στον κλάδο των γενικών ασφαλίσεων και ανήκει στον διεθνή Όμιλο Aviva, που προέκυψε από τη συγχώνευση των εταιριών **Commercial Union, General Accident και Norwich Union**. Σύμφωνα με στοιχεία του έτους 2004, ο ετήσιος κύκλος εργασιών του Ομίλου Aviva προσέγγιζε τα 45 εκατ. ευρώ. Η CJU Hellas φαινόταν μια υγιέστατη εταιρία που πληρούσε σε ικανοποιητικό βαθμό όλους τους απαιτούμενους δείκτες φερεγγυότητας. Συμπληρωματικά, αναφέρουμε ότι το 2003 σημείωσε αξιοσημείωτη άνοδο εργασιών, επιτυγχάνοντας κέρδη εκμετάλλευσης 7,15 εκατ. (5,49 εκατ. από τις ασφαλίσεις ζημιών και 1,65 εκατ. από τις ασφαλίσεις αστικής ευθύνης) και προ φόρων κέρδη 2,1 εκατ. ευρώ.

Συμπερασματικά, προκειμένου να αποκομίσουμε μια σφαιρική εικόνα του ελληνικού ασφαλιστικού κλάδου, αξίζει να σημειώσουμε ότι τα τελευταία χρόνια, ο ασφαλιστικός κλάδος έχει επιτύχει επάνοδο στην κερδοφορία του, ισχυροποίηση των ιδίων κεφαλαίων του και ενίσχυση των επενδύσεών του, όπως προκύπτει σύμφωνα με επίσημα στοιχεία για το έτος 2009, επιδεικνύοντας ισχυρές αντιστάσεις απέναντι στην οικονομική κρίση.

Οι λογιστικές καταστάσεις για τη χρήση 2009 δείχνουν ότι η πλειοψηφία των εταιρειών εμφανίζουν βελτίωση των οικονομικών τους αποτελεσμάτων, ενώ την ίδια στιγμή αρκετές ήταν οι εταιρείες που περιόρισαν τις ζημιές που είχαν καταγράψει το 2008. Τα ίδια κεφάλαια εμφανίζονται ενισχυμένα κατά 6,6%, ενώ αύξηση της τάξης του 7,6% εμφανίζουν οι επενδύσεις σε συνδυασμό με τα χρηματικά διαθέσιμα του κλάδου, το ύψος των οποίων ξεπέρασε τα 9,4 δις ευρώ.

Το συνολικό αποτέλεσμα του κλάδου, όπως αυτό προκύπτει από τις λογιστικές καταστάσεις που δημοσίευσαν οι εταιρείες για την οικονομική χρήση 2009, εμφανίζεται θετικό, καθώς τα συνολικά κέρδη ανήλθαν στα 136,1 εκατ. ευρώ έναντι ζημιογόνου αποτελέσματος ύψους 311,7 εκατ. ευρώ το 2008.

Τα εν λόγω αποτελέσματα σηματοδοτούν ότι ο ασφαλιστικός κλάδος στη χώρα μας μπορεί να μετατραπεί σε έναν αρκετά υγιή κλάδο. Προς αυτήν την κατεύθυνση, καταλυτικό ρόλο μπορεί να διαδραματίσει η δυναμική διαδικασία των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, η οποία εξάλλου όπως δείχνει η εμπειρία, περισσότερο μπορεί να ωφελήσει τον ασφαλιστικό κλάδο παρά να τον βλάψει, αφού είναι γεγονός ότι μια μεγαλύτερου μεγέθους συγχωνευμένη ασφαλιστική οντότητα είναι σε θέση να ανταπεξέλθει αποτελεσματικότερα στα προβλήματα της σύγχρονης εποχής και διεκδικώντας ένα μεγαλύτερο μερίδιο στον κλάδο της να αντιμετωπίσει επιτυχώς τόσο τον εγχώριο όσο και το διεθνή ανταγωνισμό και να αυξήσει σε ικανοποιητικό επίπεδο την κερδοφορία της.

5.4. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Τραπεζών και Χρηματιστηριακών Εταιρειών

Είναι γεγονός ότι η είσοδος των τραπεζών στο χώρο των χρηματιστηριακών εργασιών έχει αποδειχθεί ιδιαίτερα κερδοφόρα υπόθεση, αφού τέτοιου είδους κινήσεις έχουν δώσει στις τράπεζες τη δυνατότητα να παρέχουν στους πελάτες τους έναν αυξημένο αριθμό συμπληρωματικών υπηρεσιών, πέρα από τις καθαρά παραδοσιακού τύπου τραπεζικές υπηρεσίες, με αποτέλεσμα να έχουν επιτύχει ένα αξιόλογο προβάδισμα μεταξύ των διαφόρων πιστωτικών ιδρυμάτων.

Τα τελευταία χρόνια, οι χρηματιστηριακές εταιρείες έχουν σημειώσει μια κερδοφόρα πορεία. Εξάλλου, όπως υποστηρίζεται, στη μεγέθυνση του χρηματοοικονομικού τομέα, καταλυτικό ρόλο δεν έπαιξαν μόνο οι ενοποιήσεις που παρατηρήθηκαν μεταξύ των τραπεζικών ιδρυμάτων αλλά συνάμα και η υπερμεγέθυνση των χρηματιστηριακών εταιρειών. Άλλωστε, η απόκτηση χρηματιστηριακών εταιρειών από τράπεζες τους δίνει τη δυνατότητα να διευρύνουν το πελατολόγιό τους, να αποκτήσουν ευρεία πρόσβαση στα χρηματιστηριακά δρώμενα και να στρέψουν σημαντικά το ενδιαφέρον τους προς την εκτεταμένη δημιουργία τραπεζο-χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Όλες αυτές οι θετικές επιδράσεις, που απορρέουν ως αποτέλεσμα της δυναμικής των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, που αναμφισβήτητα έχουν οδηγήσει σε αλληλοσυμπληρωματικότητα δραστηριοτήτων μεταξύ των συγκεκριμένων φορέων του χρηματοοικονομικού τομέα, εκπορεύονται τόσο από την ανάγκη επίτευξης των απαραίτητων οικονομιών κλίμακας όσο και από την ανάγκη διατήρησης ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, που θα συντελέσει ακόμα περισσότερο σε ταχύτερους ρυθμούς αύξησης των κερδών.

Η είσοδος των εμπορικών τραπεζών στο χώρο των χρηματιστηριακών εταιρειών επιτυγχάνεται κυρίως είτε με τη δημιουργία θυγατρικών εταιρειών είτε με την εξαγορά υπαρχόντων χρηματιστηριακών εταιρειών που χαρακτηρίζονται από τη δυναμική παρουσία τους στις χρηματιστηριακές συναλλαγές. Συγχρόνως, παρατηρείται και τάση συνένωσης των θυγατρικών χρηματιστηριακών εταιρειών, που βρίσκονται υπό τη σκέπη τραπεζικών ομίλων, που προήλθαν από κινήσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Η γενικότερη ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού τομέα, η οποία συνέβαλε στην ενίσχυση των χρηματοοικονομικών οργανισμών, έδωσε τη δυνατότητα ιδίως στις μεγάλου μεγέθους χρηματιστηριακές εταιρείες να αναλαμβάνουν το σύνολο σχεδόν των εργασιών μιας επενδυτικής τράπεζας, όπως για παράδειγμα χρηματιστηριακές πράξεις, πράξεις στην αγορά ομολόγων, διαχείριση περιουσιακών στοιχείων, συμβουλευτικές υπηρεσίες κ.λπ. Η εξέλιξη αυτή, λοιπόν, έχει δημιουργήσει ισχυρά θεμέλια για εντονότερη διεύρυνση του ρόλου των χρηματιστηριακών εταιρειών, πράγμα το οποίο είναι δυνατόν να επιτευχθεί μέσω της απόκτησης μικρομεσαίων τραπεζών, στην περίπτωση βέβαια που ορισμένες χρηματιστηριακές εταιρείες έχουν τους απαραίτητους οικονομικούς πόρους που θα τους δώσει το έναυσμα να προχωρήσουν σε τέτοιου είδους επιχειρηματικά εγχειρήματα.

Στη συνέχεια, παρουσιάζονται ορισμένες από τις σημαντικότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές που έλαβαν χώρα στον ελληνικό χρηματοοικονομικό τομέα και οι οποίες σαφώς περιλαμβάνουν χρηματιστηριακές εταιρείες.

- Μια αξιόλογη περίπτωση είναι αυτή της **Εθνικής Χρηματιστηριακής**, η οποία ξεκίνησε στις 17 Δεκεμβρίου 2007 την λειτουργία της, διαδεχόμενη τις Εθνική Χρηματιστηριακή και Π&Κ Χρηματιστηριακή που συγχωνεύθηκαν.

Η Εθνική Χρηματιστηριακή αποτελεί τον χρηματιστηριακό βραχίονα της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, η οποία αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες τράπεζες στην Ευρώπη. Προήλθε από την συγχώνευση της Εθνικής Χρηματιστηριακής Α.Ε.Π.Ε.Υ. και της Π&Κ Α.Ε.Π.Ε.Υ. και με τον τρόπο αυτό ενσωματώνει την ιστορία και την εμπειρία των δυο αυτών συστατικών της που διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Με βάση τα στοιχεία του Νοεμβρίου 2007 που δημοσίευσε το Χρηματιστήριο Αθηνών, τα συνδυασμένα μερίδια αγοράς των δύο εταιρειών για την περίοδο 1/1/2007 έως 30/11/2007, αποτελούν το 21,01% της χρηματιστηριακής αγοράς καθιστώντας έτσι την νέα εταιρεία την μεγαλύτερη στην Ελλάδα από άποψη μεριδίου αγοράς.

Σε μια προσπάθεια αξιολόγησης της αποτελεσματικότητας των δραστηριοτήτων της, μπορούμε να πούμε ότι παρέχει όλο το φάσμα των επενδυτικών υπηρεσιών σε ιδιώτες και θεσμικούς επενδυτές από την Ελλάδα και το εξωτερικό και κατέχει ηγετική θέση στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Δραστηριοποιείται με

αυτόνομο δίκτυο 9 υποκαταστημάτων στις μεγαλύτερες πόλεις της περιφέρειας καθώς και 2 στο εξωτερικό.

- Σε ανάλογες διαδικασίες συνένωσης προχώρησε και ο Όμιλος Eurobank, όπου στις 19 Μαΐου 2010 ολοκληρώθηκε η νομική διαδικασία συγχώνευσης της Eurobank EFG Χρηματιστηριακής Α.Ε.Π.Ε.Υ. και της Eurobank EFG Telesis Finance Α.Ε.Π.Ε.Υ., με αποτέλεσμα τη δημιουργία εταιρείας Επενδυτικής Τραπεζικής με τη νέα επωνυμία **Eurobank EFG Equities Α.Ε.Π.Ε.Υ.**

Η Eurobank EFG Equities Α.Ε.Π.Ε.Υ. εκτιμάται ότι θα κατέχει στην Ελλάδα σημαντική θέση στις χρηματιστηριακές συναλλαγές σε μετοχές, σε παράγωγα, σε πρωτογενείς και δευτερογενείς εκδόσεις κεφαλαίου, στην παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Η συγχώνευση αξιοποιεί συνέργιες κυρίως στην εξυπηρέτηση εταιρικών πελατών και παράλληλα παρέχει τη δυνατότητα στη Eurobank EFG Equities να εστιάσει αποτελεσματικότερα στην ενίσχυση της παρουσίας της εκτός των ελληνικών συνόρων. Το ίδια κεφάλαια της εταιρείας αναμένεται ότι θα ανέλθουν περίπου σε €100 εκατ.

Η Eurobank EFG Equities καλύπτει ένα ολοκληρωμένο φάσμα δραστηριοτήτων Επενδυτικής Τραπεζικής, όπως χρηματιστηριακές συναλλαγές σε μετοχές και παράγωγα (ελληνικά και ξένα), ειδική διαπραγμάτευση μετοχών, εισαγωγές εταιρειών, αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, εξαγορές, συγχωνεύσεις, ιδιωτικοποιήσεις, επενδύσεις και συμμετοχές κεφαλαίου σε επιχειρήσεις. Η δημιουργία της Eurobank EFG Equities επιβεβαιώνει τη σπουδαιότητα που αποδίδει ο όμιλος Eurobank EFG στον τομέα της παροχής υπηρεσιών κεφαλαιαγοράς και συνάδει με τη γενικότερη στρατηγική του ομίλου στις χώρες της Ευρώπης. Αξίζει να σημειωθεί ότι ήδη, το ενιαίο μοντέλο ανάπτυξης χρηματιστηριακών υπηρεσιών και υπηρεσιών Επενδυτικής Τραπεζικής εφαρμόζεται με επιτυχία στην Τουρκία και τη Βουλγαρία.

Οι στρατηγικοί στόχοι της Eurobank EFG Equities παραμένουν σταθεροί και δεν είναι άλλοι παρά η διατήρηση της ηγετικής θέσης στην ελληνική αγορά, η ενίσχυση της παρουσίας της στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και η βελτίωση της ποιότητας των προσφερόμενων υπηρεσιών της με καινοτόμες ιδέες και προτάσεις.

- Το 2005, **η Eurobank** ολοκλήρωσε την εξαγορά του 100% **της Capital S.A**. και της εξ' ολοκλήρου θυγατρικής της χρηματιστηριακής εταιρείας **Capital Securities S.A.**, μέλους του Χρηματιστηρίου του Βουκουρεστίου.

Η Capital S.A., ανήκε στην εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου Reconstruction Capital Plc, που δραστηριοποιείται στη Ρουμανία από το 1997. Η Capital S.A. έχει δυναμική παρουσία στον τομέα των συμβουλευτικών υπηρεσιών και κατέχει ισχυρή θέση στη Ρουμανία στον τομέα του corporate finance, καθώς και στις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Η εξ' ολοκλήρου θυγατρική της, Capital Securities S.A., διενεργεί συναλλαγές Ευρωπαίων και Αμερικανών θεσμικών επενδυτών, καθώς επίσης και Ρουμανικών εταιρικών και ιδιωτών πελατών στο Χρηματιστήριο του Βουκουρεστίου με μικρό σήμερα μερίδιο αγοράς. Στόχος της Eurobank ήταν να αναδείξει την Capital Securities σε σημαντικό παίκτη του Ρουμανικού Χρηματιστηρίου, διευρύνοντας το φάσμα προϊόντων και υπηρεσιών που προσφέρει.

Η Capital S.A. ιδρύθηκε το 1993 από την E.B.R.D. (European Bank for Reconstruction and Development), την επενδυτική τράπεζα Wasserstein Perella και την εταιρεία Asset Management Partners. Η εξαγορά της Capital S.A., ακολούθησε εκείνη της EFG Istanbul Securities A.S. και εντάχθηκε στην ευρύτερη στρατηγική του Ομίλου της Eurobank για την περαιτέρω διεύρυνση των δραστηριοτήτων του στις κεφαλαιαγορές και την επενδυτική τραπεζική στη Νοτιοανατολική Ευρώπη.

Ο Όμιλος της Eurobank δραστηριοποιούταν ήδη στη Ρουμανία μέσω της θυγατρικής Τράπεζας Bancpost, στην οποία η Eurobank κατείχε ποσοστό 55,26% του μετοχικού κεφαλαίου. Η Bancpost αποτελούσε μία από τις πλέον δυναμικά αναπτυσσόμενες τράπεζες στη Ρουμανική αγορά διευρύνοντας συνεχώς το μερίδιό της στις τραπεζικές εργασίες. Η ολοκλήρωση της εξαγοράς της Capital S.A. ήρθε να συμπληρώσει την ήδη επιτυχημένη παρουσία του ομίλου, δίνοντας την ευκαιρία να εμπλουτιστούν τα προϊόντα και οι υπηρεσίες Κεφαλαιαγοράς που προσφέρονταν στους πελάτες της Bancpost. Παράλληλα, η βάση των πελατών της Eurobank, Έλληνες και διεθνείς θεσμικοί επενδυτές, εταιρικοί και ιδιώτες πελάτες θα έχουν πρόσβαση σε όλο το φάσμα των προϊόντων και υπηρεσιών που προσφέρονται στη ρουμανική κεφαλαιαγορά.

Το Χρηματιστήριο της Ρουμανίας φαινόταν ένα από τα πιο δυναμικά χρηματιστήρια των αναδυόμενων αγορών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης με απόδοση 147,3% (με βάση το δολάριο) για την περίοδο 1 Ιανουαρίου 2004 - 30 Απριλίου 2005. Ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών παρουσίασε εντυπωσιακή αύξηση, ανερχόμενος σε $9,44 εκατομμύρια στις 30 Απριλίου 2005, από $3,45 εκατομμύρια στο τέλος του 2004 και $1,02 εκατομμύρια στο τέλος του 2003. Το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των Ρουμανικών Κεφαλαιαγορών είχε σημειώσει σημαντική βελτίωση, εναρμονιζόμενο με την αντίστοιχη νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, η ρουμανική αγορά παρουσιάζει σημαντικές προοπτικές για IPO's (δημόσιες εγγραφές), συγχωνεύσεις και εξαγορές εταιρειών, καθώς και εταιρικές αναδιαρθρώσεις, που θα οδηγήσουν σταδιακά σε ακόμη υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης στους τομείς της επενδυτικής τραπεζικής αλλά και στην περαιτέρω ενίσχυση του ημερήσιου όγκου των χρηματιστηριακών συναλλαγών.

- Ο Όμιλος Πειραιώς έχει προβεί στη συγχώνευση των τριών χρηματιστηριακών που διαθέτει και συγκεκριμένα της **Σίγμα ΑΧΕ, της Χίος ΑΧΕ και της Μακεδονίας - Θράκης ΑΧΕ**. Η ενιαία χρηματιστηριακή εταιρεία υπάχθηκε στην Πειραιώς Prime Bank, η οποία ανέλαβε ουσιαστικά το brokerage του ομίλου, εξυπηρετούμενη και από το δίκτυο της Τράπεζας Πειραιώς. Την περίοδο της συμφωνίας, τα κεφάλαια της Πειραιώς Prime Bank αναμένονταν να φτάσουν τα 40 δισεκατομμύρια δρχ.

Παρακάτω, παρουσιάζονται αναλυτικότερα οι οικονομικές καταστάσεις των τριών προαναφερθέντων εταιρειών ξεχωριστά, οι οποίες έδωσαν το έναυσμα για συγχώνευση ανάμεσά τους με στόχο την αποτελεσματικότερη πορεία του ομίλου.

ΣΙΓΜΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ.

Η Σίγμα Χρηματιστηριακή αποτελεί την πρώτη ιδιωτική χρηματιστηριακή εταιρεία, που έγινε μέλος του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών με την ίδρυσή της το 1990. Αποτελεί επιπλέον ιδρυτικό μέλος του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών. Ο κύκλος εργασιών της είναι από τους υψηλότερους στο χρηματιστηριακό χώρο, ενώ

η ισχυρή κεφαλαιακή βάση της επιτρέπει αφενός τη διεύρυνση των δραστηριοτήτων της και αφετέρου τη σταθερή της πορεία σε περιστασιακές ανακατατάξεις της αγοράς.

Αξίζει να σημειωθεί ότι το 2000, κατέλαβε την πρώτη θέση στον κατάλογο των χρηματιστηριακών εταιρειών, πραγματοποιώντας συναλλαγές ύψους 3.231.723 εκατομμύρια δρχ. ή ποσοστό 5,47%.

Η εταιρεία παρουσίασε σημαντικά μεγέθη και αποτελέσματα παρά την αρνητική χρηματιστηριακή συγκυρία στην Ελλάδα. Ειδικότερα, το σύνολο του ενεργητικού της στο τέλος της χρήσης 2000 διαμορφώθηκε στα 39.717 εκατομμύρια δρχ. ενώ τα ίδια κεφάλαια στα 3.114 εκατομμύρια δραχμές. Επιπλέον, ο κύκλος εργασιών ανήλθε στα 21.884 εκατομμύρια δρχ. και τα καθαρά κέρδη προ φόρων στα 7.004 εκατομμύρια δρχ. Αξίζει να επισημανθεί ότι από τον Αύγουστο του 2000, η Τράπεζα Πειραιώς κατέχει το 100% της Σίγμα από το 51% που κατείχε.

Οι χρηματιστηριακές υπηρεσίες που προσφέρει η Σίγμα περιλαμβάνουν τη διαπραγμάτευση μετοχών και ομολόγων, όπου η εταιρεία έχει αναγνωριστεί για τις άψογες εκτελέσεις εντολών αλλά και για τις ταχύτατες εκκαθαρίσεις των συναλλαγών. Στη διάρκεια της μακρόχρονης σχέσης με ξένους θεσμικούς επενδυτές, η εταιρεία έχει ανταποκριθεί με επιτυχία στις απαιτήσεις των πιστωτικών τμημάτων διεθνών τραπεζών, επενδυτικών οργανισμών και χρηματιστών.

Παράλληλα με την ηγετική της θέση στο Χρηματιστήριο, η εταιρεία έχει δυναμική παρουσία τόσο στην πρωτογενή όσο και στην δευτερογενή αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου. Συμμετέχει ενεργά στις δημοπρασίες για λογαριασμό Ελλήνων και ξένων θεσμικών επενδυτών και διαμεσολαβεί στην αγορά ομολόγων με μέσο ετήσιο όγκο συναλλαγών 10 τρις δρχ. περίπου.

Η δημιουργία νέων πρωτοποριακών προϊόντων στην Ελλάδα καθώς επίσης και η εισαγωγή νέων τεχνολογιών αιχμής σε κάθε πτυχή της λειτουργίας της εταιρείας έχει ως κύριο στόχο την περαιτέρω βελτίωση των υπηρεσιών που παρέχει στους πελάτες της. Επιπροσθέτως, η ισχυρή βάση ιδιωτικών πελατών σε συνδυασμό με το εκτεταμένο δίκτυο της εταιρείας και την πολύπλευρη κατάρτιση του ανθρώπινου δυναμικού της αποτελούν σταθερή πηγή νέων δραστηριοτήτων και συνεργασιών, καθώς επίσης και εγγύηση για επιτυχή πορεία στο μέλλον.

Στη συνέχεια, ακολουθεί πίνακας με τα βασικά οικονομικά στοιχεία της εταιρείας, κατά τα έτη 1996 – 2000.

Πίνακας 5.10:

Βασικά Οικονομικά Μεγέθη Σίγμα Χρηματιστηριακής Α.Ε.Π.Ε.Υ.

Ποσά σε εκατομμύρια

	2000		**1999**	**1998**	**1997**	**1996**
	ΕΥΡΩ	**ΔΡΧ**	**ΔΡΧ**	**ΔΡΧ**	**ΔΡΧ**	**ΔΡΧ**
Ενεργητικό	116,6	39.717	56.070	15.634	5.698	3.855
Ίδια Κεφάλαια	9,1	3.114	6.575	2.882	2.131	1.709
Κύκλος Εργασιών	64,2	21.884	29.361	9.166	5.495	2.396
Κέρδη προ φόρων	20,6	7.004	13.282	3.105	1.672	843

Πηγή: Εταιρείες Ομίλου Τράπεζας Πειραιώς

ΧΙΟΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.

Το 2000, η Χίος Χρηματιστηριακή, παρά τις αντίξοες χρηματιστηριακές συνθήκες, που επικράτησαν στην ελληνική αλλά και στη διεθνή αγορά, κατάφερε να διατηρήσει την κερδοφορία της σε ικανοποιητικά επίπεδα. Επίσης, διατήρησε τη 13η θέση στην κατάταξη 89 χρηματιστηριακών εταιρειών με αξία συναλλαγών 1.240.404 εκατομμύρια δρχ. και μερίδιο αγοράς 2,10%.

Το Μάρτιο του 2001, ολοκληρώθηκε η συγχώνευση με απορρόφηση της Χίος Χρηματιστηριακής από τη Σίγμα Χρηματιστηριακή, δημιουργώντας τη μεγαλύτερη Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ. από άποψη μεριδίου στην ελληνική αγορά.

Πίνακας 5.11:

Βασικά Οικονομικά Μεγέθη Χίος Χρηματιστηριακής Α.Ε.

Ποσά σε εκατομμύρια

	9μηνο 2000*		**1999**	**1998**
	ΕΥΡΩ	**ΔΡΧ**	**ΔΡΧ**	**ΔΡΧ**
Ενεργητικό	90,0	30.653	27.787	5.486
Ίδια Κεφάλαια	23,5	8.001	8.842	2.122
Κύκλος Εργασιών	18,7	6.384	13.440	1.999
Κέρδη προ φόρων	15,1	5.134	9.185	1.312

* Λόγω της συγχώνευσης με απορρόφηση της ΧΙΟΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ Α.Ε. από τη ΣΙΓΜΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ., η οποία ολοκληρώθηκε το Μάρτιο του 2001, παρουσιάζονται τα μεγέθη του τελευταίου ισολογισμού της πρώτης (ισολογισμός μετασχηματισμού 1/1 – 30/9/00).

Πηγή: Εταιρείες Ομίλου Τράπεζας Πειραιώς

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ - ΘΡΑΚΗΣ Ε.Π.Ε.Υ. Α.Ε.

Το ύψος των χρηματιστηριακών συναλλαγών που διεξήγαγε η εταιρεία το 2000 ανήλθε σε 577.611 εκατομμύρια δρχ., καταλαμβάνοντας έτσι την 34η θέση στην κατάταξη των ΑΧΕ βάσει της αξίας συναλλαγών. Ο κύκλος εργασιών και τα κέρδη προ φόρων σημείωσαν πτώση λόγω της σημαντικής μείωσης του όγκου των συναλλαγών που σημείωσε το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Ακολουθεί πίνακας με τα μεγέθη της εταιρείας, κατά τα έτη 1996-2000.

Πίνακας 5.12:

Βασικά Οικονομικά Μεγέθη Χρηματιστηριακής Μακεδονίας - Θράκης Ε.Π.Ε.Υ. Α.Ε.

Ποσά σε εκατομμύρια

	2000		**1999**	**1998**	**1997**	**1996**
	ΕΥΡΩ	**ΔΡΧ**	**ΔΡΧ**	**ΔΡΧ**	**ΔΡΧ**	**ΔΡΧ**
Ενεργητικό	18,5	6.287	8.432	2.566	1.078	671
Ίδια Κεφάλαια	12,7	4.338	4.090	1.469	639	580
Κύκλος Εργασιών	8,6	2.947	6.151	1.032	345	139
Κέρδη προ φόρων	4,7	1.600	4.520	845	218	80

Πηγή: Εταιρείες Ομίλου Τράπεζας Πειραιώς

Συμπερασματικά, προκειμένου να παρουσιάσουμε μια ολοκληρωμένη εικόνα των χρηματιστηριακών εταιρειών που λειτουργούν στη χώρα μας και να καταστήσουμε σαφή μια ανάλυση των δυνατοτήτων τους σε οικονομικά δυσμενείς περιόδους, οφείλουμε να προσθέσουμε ότι δύο χαρακτηριστικά που τις καθιστούν ευάλωτες σε περιόδους χρηματιστηριακής ύφεσης είναι τόσο το γεγονός ότι είναι επιχειρήσεις εντάσεως κεφαλαίου λόγω των απαιτουμένων σημαντικών επενδύσεων όσο και η υψηλή συμμετοχή του σταθερού κόστους στις συνολικές δαπάνες λειτουργίας τους. Επιπροσθέτως, όταν η ύφεση συνοδεύεται από δραματική πτώση του επιπέδου τιμών, αυξάνεται η δυσκολία είσπραξης των απαιτήσεών τους, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται επισφάλειες που συχνά οδηγούν σε σημαντικές απώλειες. Τα προβλήματα αυτά βίωναν πολύ έντονα κατά το παρελθόν πολλές ελληνικές χρηματιστηριακές εταιρείες, οι οποίες ενθαρρυμένες από τα μεγάλα κέρδη και την πρωτοφανή χρηματιστηριακή δραστηριότητα του 1999 προχώρησαν σε σημαντικές επενδύσεις εκσυγχρονισμού και επέκτασης, διευρύνοντας παράλληλα τις πιστώσεις προς την πελατεία τους. Προκειμένου να εξέλθουν από το αδιέξοδο, στο οποίο περιήλθαν τελικά πολλές χρηματιστηριακές εταιρείες, επιτακτική ήταν η ανάγκη ύπαρξης μιας σειράς νέων επενδύσεων, η διάθεση πρόσθετων κεφαλαίων και η ανάληψη πρόσθετων σταθερών δαπανών, κάτι που δεν ήταν εύκολα εφικτό για την πλειονότητα των ΑΧΕ/ΑΧΕΠΕΥ και ιδιαίτερα για εκείνες που στερούνταν επαρκών κεφαλαίων. Για τις εταιρείες αυτές, η μόνη διέξοδος ήταν η συνένωση των δυνάμεών τους, είτε με μεταξύ τους συγχωνεύσεις είτε με απορρόφησή τους από άλλες μεγαλύτερες ΑΧΕΠΕΥ. Στην πράξη βέβαια, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δεν είναι καθόλου εύκολες, διότι προϋποθέτουν συναφή επαγγελματική κουλτούρα, κοινό όραμα για τους μετόχους των επί μέρους εταιρειών, κοινά αποδεκτό μάνατζμεντ, απώλεια θέσεων από κάποια μέλη των διοικήσεων των συγχωνευομένων εταιρειών κ.λπ. Αξίζει να επισημανθεί ότι μετά το 1999, έγιναν αρκετές συγχωνεύσεις μεταξύ χρηματιστηριακών εταιρειών, με αποτέλεσμα ο αριθμός των χρηματιστηριακών εταιρειών να συρρικνωθεί είτε λόγω συγχωνεύσεων είτε λόγω παύσης των εργασιών τους. Ωστόσο, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μεταξύ χρηματιστηριακών εταιρειών ή μεταξύ τραπεζών και χρηματιστηριακών εταιρειών αποδείχθηκε ζωτικής σημασίας εγχείρημα για το μέλλον και τη συνέχιση της πορείας των χρηματιστηριακών, αφού ακολουθώντας τέτοιου είδους στρατηγικές κινήσεις κατάφεραν αφενός να ξεπεράσουν επιτυχώς ενδεχόμενα προβλήματα τα οποία αντιμετώπιζαν και αφετέρου να εδραιωθούν στην αγορά, απολαμβάνοντας υψηλότερα κέρδη. Βέβαια, αυτονόητο

είναι ότι κάτι τέτοιο δεν αφορά το σύνολο των χρηματιστηριακών που δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά αλλά κυρίως εκείνες τις εταιρείες που παρουσιάζουν μια αξιόλογη πορεία στο χώρο τους και εμφανίζουν ικανοποιητικά οικονομικά μεγέθη που τους επιτρέπουν να έχουν προσδοκίες για σημαντική βελτίωση της θέσης τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ

«ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΩΝ ΚΑΤΑΛΛΗΛΩΝ ΕΤΑΙΡΩΝ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ»

6.1. Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Η εξέταση του ζητήματος ποια είδη συγχωνεύσεων μπορούν να είναι αποτελεσματικότερα για τις τράπεζες και τις άλλες χρηματοοικονομικές εταιρείες εξαρτάται κατά ένα μεγάλο βαθμό από το μέγεθος της διαφοροποίησης αυτών των εταιρειών σε σχέση με τους ενδεχόμενους εταίρους τους. Από την πλευρά του management, η συνένωση διαφορετικών εταιρειών μπορεί να είναι ένα δύσκολο εγχείρημα αλλά είναι δυνατόν να συμβάλει στη δημιουργία σημαντικών κερδών που προκύπτουν λόγω της διαφοροποίησης.

Το υπόδειγμα που θα αναλυθεί στη συνέχεια εμπεριέχει τέσσερις κλάδους, οι οποίοι αποτελούν υποψήφιες λύσεις για ενδεχόμενες συνενώσεις με τράπεζες και συγκεκριμένα τον κλάδο ασφάλειας ζωής, τον κλάδο ασφάλισης ακινήτων και ασφάλισης κατά ατυχημάτων, τον κλάδο των χρηματιστηριακών εταιρειών και τον κλάδο των μη χρηματοοικονομικών εταιρειών. Σε κάθε περίπτωση, τα πιθανά οφέλη της διαφοροποίησης από τις διακλαδικές συγχωνεύσεις εκτιμώνται άμεσα μέσω μιας proforma ανάλυσης[2] που βασίζεται στην αποτίμηση της αγοράς (market valuation).

[2] Proforma analysis: Μια proforma ανάλυση είναι μια αναλυτική παρουσίαση των δυνατοτήτων της οικονομικής θέσης της εταιρείας με βάση την ανασκόπηση των ιστορικών πληροφοριών και τις πιθανές εξοικονομήσεις κόστους λόγω των προβλεπόμενων αλλαγών. Μια proforma ανάλυση εκτελείται χαρακτηριστικά σε συνδυασμό με μια οικονομική ανασκόπηση και αποτελεί ένα από τα κύρια εργαλεία των εταιρειών για τη λήψη αποφάσεων σε ζητήματα ενδεχόμενων συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Ο βαθμός, στον οποίο διαφορετικές επιχειρηματικές δραστηριότητες διακρίνονται ουσιωδώς η μία από την άλλη, προκαλεί ένα tradeoff διαφοροποίησης και αποτελεσματικότητας. Από τη μια μεριά, χαμηλές συσχετίσεις δραστηριοτήτων, δηλαδή υψηλή διαφοροποίηση μεταξύ των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε μια συγχώνευση, μπορούν να βελτιώσουν τον συνδυασμό απόδοσης - κινδύνου για ένα χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει κεφαλαιουχικά περιουσιακά στοιχεία που ενέχουν κίνδυνο. Ωστόσο, από την άλλη μεριά, δεν πρέπει να παραβλέπουμε ότι οι ετερογενείς δραστηριότητες είναι επίσης πιθανό να επιφέρουν σημαντικές δυσχέρειες στην επίτευξη της αποτελεσματικότητας.

Μια τράπεζα που πραγματοποιεί συναλλαγές σε παγκόσμιο επίπεδο μπορεί να συνδυάζει δραστηριότητες που θα μπορούσαν να θεωρηθούν ότι ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους (όπως π.χ. τραπεζική και αξιόγραφα). Υπάρχουν παραδείγματα πολλών ομίλων που ενσωματώνουν τραπεζική, αξιόγραφα και ασφάλιση σε μια ενιαία επιχείρηση. Σύμφωνα με έρευνες που επικεντρώνονται στα οφέλη των τραπεζικών συγχωνεύσεων στην Ευρώπη [Vander Vennet (1996) και Altunbas et al. (1997)], έχει διαπιστωθεί ότι υπάρχουν περιορισμένες πιθανότητες για ευνοϊκούς πρόσθετους συνδυασμούς επιχειρήσεων. Επιπροσθέτως, σύμφωνα με τις συγκεκριμένες έρευνες, υποστηρίζεται ότι οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις είναι αυτές που έχουν τις καλύτερες προοπτικές.

Ο Arturo Estrella (2001) εξετάζει το ζήτημα των ενδεχόμενων κερδών από τη διαφοροποίηση μέσω μιας proforma ανάλυσης των ενδεχόμενων συνδυασμών επιχειρήσεων που αποφασίζουν να συγχωνευτούν, η οποία μάλιστα είναι παρόμοια με αυτή των Boyd & Graham (1998). Οι Boyd & Graham μελέτησαν τα χαρακτηριστικά απόδοσης-κινδύνου εταιρειών πριν και μετά τη συγχώνευση συνδυάζοντας λογιστικά στοιχεία (return on assets) σε μια proforma βάση. Σύμφωνα με τα ευρήματά τους, οι εταιρείες ασφάλειας ζωής έχουν περισσότερες πιθανότητες να "ταιριάξουν" κατάλληλα με τραπεζικούς οργανισμούς συμμετοχών (bank-holding companies).

Μια ανάλογη ανάλυση παρουσιάζεται και στο συγκεκριμένο τμήμα της εργασίας, η οποία όμως βασίζεται στην αγοραία αξία (market value) του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης και στην αγοραία απόδοσή του (market return) και όχι σε λογιστικά στοιχεία. Ένα μέτρο της πιθανότητας αποτυχίας της επιχείρησης προέρχεται από την

εφαρμογή της θεωρίας τιμολόγησης ενός δικαιώματος (option pricing theory)[3] στην αποτίμηση της επιχείρησης. Γίνεται σύγκριση της πιθανότητας αποτυχίας των μεμονωμένων επιχειρήσεων (δηλαδή των επιχειρήσεων πριν τη συγχώνευση) και των συνδυασμών επιχειρήσεων στους διάφορους κλάδους (δηλαδή των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται μεταξύ των διαφόρων κλάδων). Η προσέγγιση που ακολουθείται δεν διαφέρει από αυτή των Santomero & Chung (1992). Ουσιαστικά, το βασικό υπόδειγμα τιμολόγησης ενός option είναι το ίδιο αλλά η εμπειρική εφαρμογή και οι περίοδοι του δείγματος είναι διαφορετικοί.

[3] Η θεωρία τιμολόγησης δικαιωμάτων (option pricing theory) ή αλλιώς θεωρία Black-Scholes ή αλλιώς θεωρία τιμολόγησης παραγώγων μας δίνει έναν αναλυτικό τύπο για την τιμολόγηση των δικαιωμάτων Ευρωπαϊκού τύπου, ο οποίος έγινε γνωστός ως τύπος Black-Scholes. Η ακόλουθη εξίσωση είναι η διάσημη στοχαστική μερική διαφορική εξίσωση (stochastic partial differential equation) Black-Scholes που παίζει ένα σημαντικό ρόλο στην σύγχρονη Χρηματοοικονομική Θεωρία:

$$\boxed{\frac{\partial V}{\partial t} + \frac{1}{2}\sigma^2 S^2 \frac{\partial^2 V}{\partial S^2} + \mathrm{rS}\frac{\partial V}{\partial S} - \mathrm{rV} = 0},$$

όπου V είναι η τιμή ενός δικαιώματος, r είναι το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, σ είναι η τυπική απόκλιση των αποδόσεων γνωστή και ως μεταβλητότητα (volatility) των αποδόσεων και t είναι ο χρόνος.
Κάτω από ορισμένες υποθέσεις, η τιμή Black-Scholes ενός Ευρωπαϊκού δικαιώματος αγοράς δίνεται από την σχέση:

$$\boxed{C^{BS}(S,t) = S\,\Phi(d_1) - e^{-r(T-t)}\,K\,\Phi(d_2)},$$

όπου:

$$\mathrm{d}_1 = \frac{\log\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}},$$

$$\mathrm{d}_2 = \mathrm{d}_1 - \sigma\sqrt{T-t} = \frac{\log\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r - \frac{1}{2}\sigma^2\right)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}},$$

r : το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου,
S : η τιμή της μετοχής στο χρόνο t,
K : η τιμή εξάσκησης του δικαιώματος,
T − t : ο χρόνος ως την λήξη του δικαιώματος και
σ : η μεταβλητότητα της τιμής της μετοχής.

Η τιμή Black-Scholes του αντίστοιχου Ευρωπαϊκού δικαιώματος πώλησης είναι:

$$\boxed{P^{BS}(S,t) = e^{-r(T-t)}K\,\Phi(-d_2) - S\,\Phi(-d_1)}$$

6.2. Διαρθρωτικές σχέσεις μεταξύ επιχειρήσεων και κλάδων

Αν και η διαχείριση πανομοιότυπων επιχειρήσεων δεν καθίσταται ιδιαίτερα δύσκολη υπόθεση για τα διοικητικά στελέχη, οι συγχωνεύσεις ανάμεσα σε επιχειρήσεις που παρουσιάζουν διαφορές μεταξύ τους είναι εκείνες που μπορούν κατά μεγαλύτερη πιθανότητα να οδηγήσουν σε κέρδη λόγω διαφοροποίησης.

Η πληροφόρηση για τις ομοιότητες και τις διαφορές θα πρέπει να εμπεριέχεται στις τιμές των μετοχών. Για παράδειγμα, αν δύο επιχειρήσεις έχουν παρόμοια διάρθρωση, βρίσκονται στον ίδιο κλάδο και διοικούνται με τον ίδιο τρόπο, τότε οι τιμές των μετοχών θα πρέπει επίσης να είναι περίπου ίδιες. Το αντίθετο μπορεί να μην ισχύει, δηλαδή οι τιμές των μετοχών μπορεί να παρομοιάζουν αλλά οι επιχειρήσεις μπορεί να δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους ή να διοικούνται με διαφορετικό τρόπο. Ωστόσο, αν οι επιχειρήσεις όντως διαφέρουν στη διάρθρωση, είναι απίθανο οι τιμές των μετοχών να είναι περίπου ίδιες για παρατεταμένες χρονικές περιόδους, πόσο μάλλον και για διαφορετικές φάσεις του κύκλου ζωής της επιχείρησης. Στην προκειμένη περίπτωση, χρησιμοποιούμε τις τιμές και τις αποδόσεις των μετοχών, προκειμένου να εξακριβώσουμε το ενδεχόμενο διαφοροποίησης, καθώς επίσης και βασικούς συντελεστές του κλάδου.

Ενόψει της μεγάλης σημασίας που είχε για τη χρηματοοικονομική αγορά των Η.Π.Α. και ιδιαίτερα για τις τράπεζες ο Νόμος Gramm-Leach-Bliley[4], ο τραπεζικός κλάδος αποτελεί τον πυρήνα αυτής της ανάλυσης. Παράλληλα, οι άλλοι κλάδοι που εξετάζονται εδώ, όπως προαναφέρθηκε, είναι οι ασφάλειες ζωής, η ασφάλιση ακινήτων και η ασφάλιση κατά ατυχημάτων, οι χρηματιστηριακές εταιρείες και τέλος, οι μη χρηματοοικονομικές εταιρείες.

[4] Ο Νόμος Gramm-Leach-Bliley, ο οποίος είναι γνωστός επίσης και ως Νόμος Εκσυγχρονισμού των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών, θεσπίστηκε στις 12 Νοεμβρίου του 1999 στις Η.Π.Α. και επέτρεψε τη συγχώνευση εμπορικών τραπεζών, επενδυτικών τραπεζών, χρηματιστηριακών εταιρειών και ασφαλιστικών εταιρειών, ανακαλώντας μέρος του Νόμου Glass-Steagall του 1993 που απαγόρευε σε ένα θεσμικό όργανο να δρα ως ένας συνδυασμός επενδυτικής τράπεζας, εμπορικής τράπεζας και ασφαλιστικής εταιρείας.

Το δείγμα αναφέρεται στην αγορά των Η.Π.Α. και περιλαμβάνει τις 10 μεγαλύτερες επιχειρήσεις σε καθέναν από τους πέντε κλάδους (συμπεριλαμβανομένου του τραπεζικού κλάδου), καθώς επίσης και τους επόμενους 10 μεγαλύτερους και τους 10 απόλυτα μικρότερους από όλους τους τραπεζικούς οργανισμούς συμμετοχών που δραστηριοποιούνται στην αμερικανική αγορά. Εν προκειμένω, χρησιμοποιούνται μόνο οι επιχειρήσεις με πλήρη στοιχεία (για πωλήσεις, τιμές μετοχών, κεφαλαιοποίηση της αγοράς και υποχρεώσεις) από τον Ιανουάριο του 1989 μέχρι το Δεκέμβριο του 1998.

Οι προαναφερθέντες κλάδοι ορίζονται αναλυτικά ως εξής:

Bk1 οι 10 μεγαλύτεροι τραπεζικοί οργανισμοί συμμετοχών,

Bk2 οι 10 επόμενοι μεγαλύτεροι τραπεζικοί οργανισμοί συμμετοχών,

Bk3 οι 10 απόλυτα μικρότεροι από όλους τραπεζικοί οργανισμοί συμμετοχών,

LI οι 10 μεγαλύτερες ασφαλιστικές εταιρείες που ασχολούνται με την ασφάλεια ζωής,

PC οι 10 μεγαλύτερες ασφαλιστικές εταιρείες που ασχολούνται με την ασφάλιση ακινήτων και την ασφάλιση κατά ατυχημάτων,

Sec οι 10 μεγαλύτερες χρηματιστηριακές εταιρείες,

Com οι 10 μεγαλύτερες μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις.

Συνολικά, υπάρχουν 70 επιχειρήσεις, με την καθεμία από τις επτά κατηγορίες να αποτελείται από 10 επιχειρήσεις.

Το ερώτημα που τίθεται τώρα είναι αν μια δεδομένη τράπεζα παρομοιάζει περισσότερο με μια άλλη τράπεζα απ' ό,τι με μια επιχείρηση σε έναν διαφορετικό κλάδο. Ο ***Πίνακας 6.1.*** μελετάει το συγκεκριμένο ερώτημα, χρησιμοποιώντας απλές συσχετίσεις.

Πίνακας 6.1:

Οι μέγιστες συσχετίσεις αποδόσεων των μεμονωμένων επιχειρήσεων ομαδοποιημένων ανά κατηγορία

Επιχείρηση σε κατηγορία	Κατηγορία που περιλαμβάνει τη μεγαλύτερη συσχέτιση για μια οποιαδήποτε επιχείρηση που ανήκει σε κατηγορία της πρώτης στήλης						
	Bk1	Bk2	Bk3	LI	PC	Sec	Com
Bk1	**4**	**6**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Bk2	**7**	**3**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Bk3	**1**	**4**	**2**	**3**	**-**	**-**	**-**
LI	**2**	**1**	**-**	**-**	**4**	**2**	**1**
PC	**1**	**1**	**-**	**-**	**8**	**-**	**-**
Sec	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**10**	**-**
Com	**1**	**3**	**-**	**-**	**2**	**-**	**4**

Για κάθε κατηγορία που βρίσκεται στην πρώτη στήλη, ο πίνακας παρουσιάζει πόσες από τις 10 αποδόσεις στην κατηγορία είναι πιο πολύ συσχετιζόμενες με επιχειρήσεις στις κατηγορίες που βρίσκονται στην κορυφή της κάθε στήλης. Τα στοιχεία των αποδόσεων αναφέρονται στο διάστημα Ιανουαρίου 1989 - Δεκεμβρίου 1998.

Πηγή: "Mixing and matching: Prospective financial sector mergers and market valuation", Journal of Banking and Finance, Arturo Estrella, 2001.

Αν παρατηρήσουμε τον συγκεκριμένο πίνακα, θα διαπιστώσουμε ότι κάθε σειρά του πίνακα αθροίζει στο 10. Αυτό είναι λογικό, αφού ο κάθε κλάδος αποτελείται από δέκα επιχειρήσεις. Ο πίνακας εξετάζει πόσες από τις δέκα επιχειρήσεις κάθε κλάδου συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό, σε όρους απόδοσης, με επιχειρήσεις άλλων κλάδων. Για κάθε επιχείρηση σε μια δεδομένη κατηγορία, ο πίνακας αποτυπώνει την κατηγορία της επιχείρησης να συσχετίζεται, σε όρους απόδοσης, με τον εαυτό της, κατά κύριο λόγο. Για παράδειγμα, εστιάζοντας την προσοχή μας στην πρώτη σειρά, παρατηρούμε ότι 4 οργανισμοί που ανήκουν στους 10 μεγαλύτερους τραπεζικούς οργανισμούς συμμετοχών (Bk1), συσχετίζονται σε υψηλό βαθμό με άλλους οργανισμούς που ανήκουν στην ίδια κατηγορία (Bk1), ενώ 6 είναι σε μεγάλο βαθμό συσχετιζόμενοι με οργανισμούς που ανήκουν στην κατηγορία που περιλαμβάνει τους 10 επόμενους τραπεζικούς οργανισμούς συμμετοχών (Bk2). Αυτό υπονοεί ότι όλες οι τράπεζες στην Bk1 κατηγορία είναι σε υψηλό βαθμό συσχετιζόμενες με τις 20 μεγαλύτερες τράπεζες (δηλαδή 10 τράπεζες που εμπεριέχονται στην κατηγορία

Bk1 + 10 τράπεζες που εμπεριέχονται στην κατηγορία Bk2), πράγμα το οποίο επίσης συνάγεται αν παρατηρήσουμε και τη δεύτερη σειρά για τις 10 επόμενες τράπεζες (δηλαδή την κατηγορία Bk2). Επομένως, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι τράπεζες συσχετίζονται περισσότερο με άλλες τράπεζες παρά με ασφαλιστικές, χρηματιστηριακές ή μη χρηματοοικονομικές εταιρείες.

Ένα εξίσου σημαντικό αποτέλεσμα εντοπίζεται για τις χρηματιστηριακές εταιρείες, οι οποίες συσχετίζονται περισσότερο με άλλες χρηματιστηριακές εταιρείες. Τα αποτελέσματα για τις εταιρείες ασφάλισης ακινήτων και ασφάλισης κατά ατυχημάτων δεν διαφέρουν κατά πολύ σε σχέση με τα προηγούμενα, με την έννοια ότι η πλειονότητα των επιχειρήσεων και σε αυτόν τον κλάδο και συγκεκριμένα 8 από τις 10 επιχειρήσεις συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με άλλες επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου. Οι άλλες περιπτώσεις εμφανίζονται λιγότερο αυτόνομες, δηλαδή η κάθε κατηγορία δεν περιλαμβάνει μόνο συσχετίσεις με επιχειρήσεις της ίδιας κατηγορίας αλλά και συσχετίσεις με τουλάχιστον 4 κατηγορίες. Αξιοσημείωτη εν προκειμένω είναι η περίπτωση των εταιρειών ασφάλειας ζωής, οι οποίες έχουν είσοδο σε 5 διαφορετικούς κλάδους εξαιρουμένου όμως του κλάδου ασφάλειας ζωής. Το γεγονός αυτό μπορεί να οφείλεται στο μεγάλο βαθμό διαφοροποίησης που υφίσταται ο κλάδος ασφάλειας ζωής εσωτερικά.

6.3. Διακλαδικοί συνδυασμοί και διαφοροποίηση

Σε αυτό το τμήμα της ανάλυσής μας, επικεντρωνόμαστε άμεσα στο θέμα του εάν οι συγχωνεύσεις που εμπεριέχουν χρηματοοικονομικές εταιρείες έχουν τη δυναμική να αυξήσουν τη διαφοροποίηση. Η μεθοδολογία βασίζεται σε μία σύγκριση των αποδόσεων του μετοχικού κεφαλαίου για εταιρείες σε μια κατηγορία που αντιπροσωπεύει συνάμα και έναν κλάδο με τις αποδόσεις του μετοχικού κεφαλαίου για proforma συνδυασμούς ζευγαριών επιχειρήσεων σε δύο κατηγορίες. Εν προκειμένω, γίνεται χρήση τιμών αγοράς αντί για λογιστικές τιμές και της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (return on equity) αντί για την απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού (return on assets).

Η προσέγγιση που χρησιμοποιείται εδώ βασίζεται στην ερμηνεία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης ως ένα option, όπως στο υπόδειγμα των Black &

Scholes (1973). Στοιχεία για την αξία αγοράς του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης, τη μεταβλητότητα της τιμής της μετοχής και τις συνολικές υποχρεώσεις χρησιμοποιούνται για την κατασκευή ενός δείκτη κινδύνου που αντιστοιχεί στην πιθανότητα αποτυχίας της επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός μπορεί να υπολογιστεί τόσο για τις μεμονωμένες επιχειρήσεις όσο και για τους proforma συνδυασμούς επιχειρήσεων, με στάθμιση με τη συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς για κάθε επιχείρηση σε ένα ζευγάρι.

Για να συνάγουμε την κατάλληλη σχέση που εκφράζει την πιθανότητα αποτυχίας, υποθέτουμε ότι τα στοιχεία του ενεργητικού μιας επιχείρησης έχουν τρέχουσα αξία αγοράς α και ότι τα στοιχεία του παθητικού έχουν αξία λ. Υποθέτουμε ότι το α ακολουθεί ένα γεωμετρικό Brownian motion, που εκφράζεται ως:

$$d\alpha = (r_\alpha - \frac{1}{2}\sigma_\alpha^2)\,\alpha\,dt + \alpha\,\sigma_\alpha\,dz \qquad \textbf{(1)}$$

όπου r_α είναι η μέση απόδοση της αξίας του ενεργητικού της επιχείρησης και σ_α είναι η τυπική απόκλιση της αξίας του ενεργητικού. Οι υποχρεώσεις της επιχείρησης αυξάνονται σύμφωνα με τη σχέση $d\lambda = r_\lambda\,\lambda\,dt$, όπου r_λ είναι η μέση απόδοση της αξίας του παθητικού. Υποθέτουμε επίσης ότι δεν υπάρχουν καθόλου πληρωμές μερισμάτων.

Όπως και στους Black & Scholes (1973), η συνολική αξία αγοράς του μετοχικού κεφαλαίου (w) της επιχείρησης ερμηνεύεται ως ένα call option περιόδου τ που εξουσιοδοτεί τους επενδυτές να αγοράσουν τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης σε μια τιμή εξάσκησης ίση με τις υποχρεώσεις λ_τ. Οι μεταβολές στο w δίνονται από τη σχέση:

$$dw = \frac{\partial w}{\partial \alpha}\,d\alpha + \frac{\partial w}{\partial t}\,dt + \frac{1}{2}\,(\partial^2 w / \partial \alpha^2)\,\alpha^2\,\sigma_\alpha^2\,dt \qquad \textbf{(2)}$$

Χρησιμοποιώντας ουδέτερη κινδύνου τιμολόγηση (risk neutral pricing) [Βλ. Cox & Ross (1976) – Hull (2000), Chapter 11], η αξία του μετοχικού κεφαλαίου δίνεται από τη συνάρτηση Black & Scholes, η οποία σε αυτήν την περίπτωση λαμβάνει τη μορφή:

$$w = \alpha\,\Phi\,\{[\log(\alpha/\lambda) + (1/2)\,\sigma_\alpha^2\,\tau] \;/\; \sigma_\alpha\sqrt{\tau}\} - \lambda\,\Phi\,\{[\log(\alpha/\lambda) - (1/2)\,\sigma_\alpha^2\,\tau] / \sigma_\alpha\sqrt{\tau}\}$$

(3)

όπου Φ είναι η αθροιστική συνάρτηση της κανονικής κατανομής. Στο τέλος των τ περιόδων, η πιθανότητα αποτυχίας δίνεται από:

$$p = P(\alpha_\tau < \lambda_\tau) = 1 - \Phi\{[\log(\alpha/\lambda) - (1/2)\sigma_\alpha^2 \tau] / \sigma_\alpha \sqrt{\tau}\} \quad \textbf{(4)}$$

Μπορούμε να εκτιμήσουμε τις τιμές των w και σ_w από τα στοιχεία των τιμών των μετοχών και από την Εξίσωση (2) έχουμε:

$$\sigma_w = \left(\frac{\alpha}{w}\frac{\partial w}{\partial \alpha}\right)\sigma_\alpha \quad \textbf{(5)}$$

Από τις Εξισώσεις (3) και (5), μπορούμε να εκτιμήσουμε τα α και σ_α και να εισάγουμε τα αποτελέσματα στην Εξίσωση (4) για να λάβουμε την πιθανότητα αποτυχίας. Εφόσον αυτές οι πιθανότητες είναι τυπικά πολύ μικρές για τις επιχειρήσεις στο δείγμα μας, είναι καλύτερο να χρησιμοποιήσουμε

$$z^* = [\log(\alpha/\lambda)] - (1/2)\sigma_\alpha^2 \tau] / \sigma_\alpha \sqrt{\tau} \quad \textbf{(6)}$$

το όρισμα της αθροιστικής συνάρτησης κατανομής στην Εξίσωση (4) ως ένα συμπληρωματικό μέτρο κινδύνου αντί του p. Αξίζει να σημειώσουμε ότι το p ορίζεται σύμφωνα με την ουδέτερη κινδύνου τιμολόγηση. Αυτό υπονοεί ότι και το p και το z* είναι εύλογοι δείκτες κινδύνου αλλά δεν υπονοεί ότι το p μπορεί να ερμηνευτεί ως η υποκειμενική πιθανότητα αποτυχίας για άτομα που συνηθίζουν να αποστρέφονται τον κίνδυνο.

Για ένα δεδομένο τ, ο δείκτης z* είναι συνάρτηση δύο παραγόντων: της μεταβλητότητας του ενεργητικού (σ_α) και της μόχλευσης, που αντανακλάται από τον λόγο των στοιχείων του παθητικού προς την αξία αγοράς των στοιχείων του ενεργητικού (λ/α). Μια επιχείρηση αναλαμβάνει μεγαλύτερο ρίσκο – το z* της είναι χαμηλότερο – αν τα στοιχεία του ενεργητικού της είναι πολύ ευμετάβλητα ή αν έχει πολύ υψηλή μόχλευση.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα υπολογίζονται από μηνιαίες λογαριθμικές διαφορές αποδόσεων πάνω σε μεμονωμένες μετοχές ή σε σταθμισμένα χαρτοφυλάκια δύο μετοχών από τον Ιανουάριο του 1989 μέχρι το Σεπτέμβριο του 1997. Προκειμένου να εκτιμήσουμε τις πιθανότητες χρεοκοπίας για χρονικό ορίζοντα ενός έτους, το τ τίθεται στο 12.

Πίνακας 6.2:

Στατιστικοί συντελεστές κινδύνου - απόδοσης για μεμονωμένες κλαδικές κατηγορίες

Επιχείρηση σε κατηγορία	Διάμεσοι				
	r_w	σ_w	λ/α	z*	p
Bk1	**0.164**	**0.259**	**0.785**	**4.39**	**5,66E-06**
Bk2	**0.185**	**0.221**	**0.771**	**5.09**	**1.84E-07**
Bk3	**0.135**	**0.262**	**0.838**	**4.26**	**1.48E-05**
LI	**0.147**	**0.231**	**0.770**	**5.15**	**1.34E-07**
PC	**0.169**	**0.217**	**0.709**	**5.49**	**4.39E-08**
Sec	**0.214**	**0.309**	**0.801**	**3.62**	**1.49E-04**
Com	**0.141**	**0.235**	**0.354**	**6.78**	**2.15E-11**

Διάμεσοι των βασικών μηνιαίων στατιστικών συντελεστών για επιχειρήσεις σε κάθε κατηγορία-κλάδο. Το r_w είναι η μέση απόδοση, το σ_w είναι η τυπική απόκλιση των αποδόσεων, το λ/α είναι ο λόγος των στοιχείων του παθητικού προς την αξία αγοράς των στοιχείων του ενεργητικού, το z* είναι ο αριθμός των τυπικών αποκλίσεων από τη χρεοκοπία όπως ορίζεται στην Εξίσωση 6 και το p είναι η πιθανότητα χρεοκοπίας που δίνεται από την εφαρμογή της Gaussian cdf στο z*. Τα στοιχεία των αποδόσεων αντιστοιχούν στο διάστημα Ιανουαρίου 1989 - Σεπτεμβρίου 1997.

Πηγή: "Mixing and matching: Prospective financial sector mergers and market valuation", Journal of Banking and Finance, Arturo Estrella, 2001.

Όπως προαναφέρθηκε, κάθε κατηγορία που αποτελεί συνάμα και κλάδο απαρτίζεται από δέκα επιχειρήσεις. Για καθεμιά από τις επτά κλαδικές κατηγορίες, ο ***Πίνακας 6.2.*** περιέχει τις τιμές των r_w, σ_w, λ/α, z* και p. Συγκεκριμένα, οι διάμεσοι των r_w , σ_w , λ/α , z* και p που αποτυπώνονται στον συγκεκριμένο πίνακα είναι οι διάμεσοι των μέσων αποδόσεων, των τυπικών αποκλίσεων των αποδόσεων, των λόγων των στοιχείων του παθητικού προς την αξία αγοράς των στοιχείων του ενεργητικού, των αριθμών των τυπικών αποκλίσεων από τη χρεοκοπία και των πιθανοτήτων χρεοκοπίας αντίστοιχα, για τις 10 επιχειρήσεις κάθε κλάδου. Από τον πίνακα, προκύπτει ότι οι χρηματιστηριακές εταιρείες έχουν την υψηλότερη μέση απόδοση r_w = 21.4% και επίσης την υψηλότερη μεταβλητότητα σ_w = 31%. Οι μεγάλες τράπεζες (Bk1, Bk2) έχουν μέσες αποδόσεις 16.4% – 18.5% και οι μεγαλύτερες από αυτές έχουν υψηλότερη μεταβλητότητα σε σχέση με αυτές που

ανήκουν στην κατηγορία Bk2. Οι εταιρείες ασφάλειας ζωής και οι εταιρείες ασφάλισης ακινήτων και ασφάλισης κατά ατυχημάτων έχουν χαμηλότερες μέσες αποδόσεις (κατά προσέγγιση 15% - 17%), αλλά επίσης και χαμηλές μεταβλητότητες (κατά προσέγγιση 22% - 23%). Τέλος, οι 10 μεγαλύτερες μη χρηματοοικονομικές εμπορικές επιχειρήσεις έχουν τη χαμηλότερη μέση απόδοση (περίπου 14%) και σχετικά χαμηλή αλλά όχι τη χαμηλότερη μεταβλητότητα. Οι τιμές του z* για τις κλαδικές κατηγορίες καθιστούν την κατηγορία Com ως τη λιγότερο επικίνδυνη κατηγορία συνολικά, ενώ έπονται οι δύο κατηγορίες ασφαλιστικών εταιρειών και η κατηγορία Bk2. Η κατηγορία των χρηματιστηριακών εταιρειών εμφανίζεται ως η πιο επικίνδυνη.

Πίνακας 6.3:

Διάμεσος του z* για proforma συνδυασμούς, με στάθμιση από την κεφαλαιοποίηση της αγοράς

	Συνδυασμός με επιχείρηση σε κατηγορία						
Επιχείρηση σε κατηγορία	Bk1	Bk2	Bk3	LI	PC	Sec	Com
Bk1	**4.66**	4.85	**4.41**	4.60	4.93	**4.40**	6.14
Bk2	**4.85**	**5.74**	**5.17**	**5.51**	**6.04**	**4.76**	6.62
Bk3	**4.41**	**5.17**	**5.46**	**5.39**	**5.63**	**3.71**	**6.80**
LI	**4.60**	**5.51**	**5.39**	**5.31**	**5.90**	**4.42**	6.63
PC	**4.93**	**6.04**	**5.63**	**5.90**	**6.29**	**4.95**	**6.90**
Sec	**4.40**	4.76	3.71	4.42	4.95	**3.75**	5.65
Com	**6.14**	**6.62**	**6.80**	**6.63**	**6.90**	**5.65**	**7.86**
Διάμεσοι κατηγορίας	4.39	5.09	4.26	5.15	5.49	3.62	6.78

Διάμεσοι του z* για όλους τους συνδυασμούς μεταξύ επιχειρήσεων σε δύο κλαδικές κατηγορίες όπως παρουσιάζεται από γραμμή και στήλη (εξαιρουμένου του συνδυασμού μιας επιχείρησης με τον εαυτό της). Οι αποδόσεις για τους συνδυασμούς είναι σταθμισμένες από την κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Οι διάμεσοι για τις δέκα επιχειρήσεις κάθε κατηγορίας αποτυπώνονται στην τελευταία σειρά. Τα στοιχεία των αποδόσεων αναφέρονται στο χρονικό διάστημα Ιανουαρίου 1989 - Σεπτεμβρίου 1997. Οι αριθμοί που εμφανίζονται με έντονα γράμματα είναι αυτοί που είναι μεγαλύτεροι από την διάμεσο της κατηγορίας που φαίνεται στην τελευταία σειρά.

Πηγή: "Mixing and matching: Prospective financial sector mergers and market valuation", Journal of Banking and Finance, Arturo Estrella, 2001.

Ενώ ο Πίνακας 6.2. υπολογίζει τους στατιστικούς συντελεστές κινδύνου-απόδοσης για μεμονωμένες κλαδικές κατηγορίες, δηλαδή για κάθε κατηγορία ξεχωριστά, ο ***Πίνακας 6.3.*** επικεντρώνεται στους proforma συνδυασμούς επιχειρήσεων μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών και εστιάζει συγκεκριμένα στον δείκτη κινδύνου z*, όπως ορίζεται στην Εξίσωση (6). Οι διάμεσοι κάθε κατηγορίας ξεχωριστά για το z* παρουσιάζονται στην τελευταία γραμμή, προκειμένου να καθίστανται ευκολότερες οι συγκρίσεις. Όπως παρατηρεί κανείς, οι διάμεσοι των επιχειρήσεων κάθε κατηγορίας για το z* που παρουσιάζονται στην τελευταία γραμμή του Πίνακα 6.3. είναι οι ίδιες με τις διαμέσους του z* του Πίνακα 6.2. Οι σκιασμένες τιμές, δηλαδή οι τιμές που αναπαριστώνται με έντονα γράμματα σε κάθε στήλη, είναι αυτές που είναι υψηλότερες από την διάμεσο της κατηγορίας στο τέλος της στήλης. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η διάμεσος του συνδυασμού είναι λιγότερο επικίνδυνη από την διάμεσο της κατηγορίας, με αποτέλεσμα ο συνδυασμός να είναι ελκυστικός για την κατηγορία που βρίσκεται στην κορυφή της στήλης.

Αν παρατηρήσουμε τον Πίνακα 6.3., θα διαπιστώσουμε ότι για ορισμένες κατηγορίες, όπως για παράδειγμα οι Bk1 και Sec, κάθε συνδυασμός είναι ελκυστικός, συμπεριλαμβανομένης και της ίδιας της κατηγορίας (Βλ. τις σκιασμένες τιμές των στηλών Bk1 και Sec). Αντιθέτως, για τις μη χρηματοοικονομικές εταιρείες, από τις υπόλοιπες κατηγορίες εμφανίζονται ως ελκυστικές μόνο οι Bk3 και PC. Συνεπώς, αν και οι μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις είναι ελκυστικές για όλες τις κατηγορίες, οι περισσότεροι συνδυασμοί αποτυγχάνουν να αυξήσουν τη διάμεσο του z* για τις μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις, πράγμα το οποίο υποδηλώνει ότι ως επί το πλείστον καθίσταται ιδιαίτερα δυσχερής υπόθεση η εύρεση ενός ελκυστικού εταίρου στην περίπτωση μιας συγχώνευσης.

Πίνακας 6.4:

Ποσοστό των συνδυασμών που καταλήγουν σε υψηλότερο z* και για τους δύο συνεταίρους, με στάθμιση από την κεφαλαιοποίηση της αγοράς

Επιχείρηση σε κατηγορία	Συνδυασμός με επιχείρηση σε κατηγορία						
	Bk1	Bk2	Bk3	LI	PC	Sec	Com
Bk1	**51**	43	48	35	37	42	27
Bk2	43	**64**	**70**	**60**	**63**	21	30
Bk3	48	**70**	**77**	**74**	**67**	18	23
LI	35	**60**	**74**	**53**	**57**	18	20
PC	37	**63**	**67**	**57**	**66**	21	31
Sec	42	21	18	18	21	20	29
Com	27	30	23	20	31	29	26

Ποσοστό όλων των συνδυασμών μεταξύ επιχειρήσεων σε δύο κλαδικές κατηγορίες που παρουσιάζονται από γραμμή και στήλη (εξαιρώντας τον συνδυασμό μιας επιχείρησης με τον εαυτό της), για τους οποίους η τιμή του z* είναι μεγαλύτερη από τις τιμές για δύο μεμονωμένες επιχειρήσεις. Οι αποδόσεις για τους συνδυασμούς σταθμίζονται από την κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Τα στοιχεία των αποδόσεων ανήκουν στο χρονικό διάστημα Ιανουαρίου 1989 – Σεπτεμβρίου 1997. Οι περιπτώσεις που ξεπερνούν το 50% απεικονίζονται με έντονα γράμματα.

Πηγή: "Mixing and matching: Prospective financial sector mergers and market valuation", Journal of Banking and Finance, Arturo Estrella, 2001.

Ο ***Πίνακας 6.4.*** δείχνει την αναλογία των περιπτώσεων για κάθε ζευγάρι κατηγοριών (από τους 100 μεμονωμένους συνδυασμούς που μπορούν να σχηματιστούν γενικά), όπου ο συνδυασμός δύο επιχειρήσεων έχει υψηλότερο z* απ' ότι οι δύο μεμονωμένες επιχειρήσεις. Χαρακτηριστικό του Πίνακα 6.4. είναι ότι οι σκιασμένες τιμές που απεικονίζουν βελτιώσεις για περισσότερους από τους μισούς συνδυασμούς παρουσιάζονται σε μια block-diagonal μορφή. Μεταβαίνουμε από την κατηγορία Bk1 (που σχηματίζει ένα συγκεκριμένο block με τον εαυτό της) σε ένα μεγαλύτερο block που αποτελείται από τις κατηγορίες Bk2, Bk3, LI και PC.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι μπορεί να υπάρξουν διμερή κέρδη διαφοροποίησης από συγχωνεύσεις που εμπεριέχουν τραπεζικούς και ασφαλιστικούς κλάδους. Αυτά τα κέρδη δεν περιορίζονται στην ασφάλεια ζωής, όπως υποστηρίζουν διάφορες μελέτες που βασίζονται σε λογιστικά στοιχεία αλλά εκτείνονται επίσης και στην

ασφάλιση ακινήτων και κατά ατυχημάτων. Το συμπέρασμα αυτό προκύπτει ξεκάθαρα, αν παρατηρήσουμε τις έντονα σκιαγραφημένες τιμές του Πίνακα 6.4., οι οποίες δείχνουν ότι όντως καθίστανται ελκυστικές οι συγχωνεύσεις μεταξύ τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών. Ένας σημαντικός περιοριστικός παράγοντας είναι ότι οι πιθανοί εταίροι των μεγαλύτερων τραπεζών μπορεί να διαπιστώσουν ότι τα κέρδη διαφοροποίησης είναι δυνατόν να υποβιβαστούν από την επίδραση του απόλυτου μεγέθους των τραπεζών. Οι μη έντονα σκιαγραφημένες τιμές της στήλης Bk1 του Πίνακα 6.4. υποδηλώνουν ότι όταν οι πιθανοί εταίροι των μεγαλύτερων τραπεζών, όπως λόγου χάρη οι άλλες τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες, συνενώνονται με τις μεγαλύτερες τράπεζες, δύσκολα μπορούν να οδηγηθούν σε ένα υψηλότερο z* από κοινού. Όπως παρατηρούμε, τα ποσοστά 43%, 48%, 35%, 37% της στήλης Bk1 υπολείπονται του 50%. Με άλλα λόγια, μόνο το 43% των συνδυασμών επιχειρήσεων των κατηγοριών Bk2 και Bk1 μπορούν να καταλήξουν σε ένα υψηλότερο z* και για τα δύο μέρη. Το ίδιο συμβαίνει και για το 48% των συνδυασμών επιχειρήσεων των κατηγοριών Bk3 και Bk1, το 35% των συνδυασμών επιχειρήσεων των κατηγοριών LI και Bk1 και το 37% των συνδυασμών επιχειρήσεων των κατηγοριών PC και Bk1. Είναι, λοιπόν, εμφανές ότι σε καθεμία από τις προηγούμενες περιπτώσεις, το ποσοστό των προαναφερθέντων διακλαδικών συνδυασμών που αυξάνουν το z* και για τα δύο μέρη δεν ξεπερνάει το 50%.

6.4. Arbitrage Pricing Theory

6.4.1. Θεωρητική θεμελίωση του Arbitrage Pricing Theory

Το Υπόδειγμα Εξομάλυνσης Τιμών ή αλλιώς Arbitrage Model ή Arbitrage Pricing Theory, όπως έχει επικρατήσει στη διεθνή βιβλιογραφία και πράξη, αναπτύχθηκε αρχικά από τον Stephen Ross (1976). Το Υπόδειγμα Εξομάλυνσης Τιμών στηρίζεται στο «νόμο της μοναδικής τιμής» (law of one price). Σύμφωνα με αυτόν, δύο καθ' όλα όμοια περιουσιακά στοιχεία δεν μπορούν να διατεθούν σε διαφορετικές τιμές. Αυτό υποθέτει ότι οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων συνδέονται γραμμικά με μια σειρά από δείκτες (indices), ο καθένας από τους οποίους αντιπροσωπεύει ένα συντελεστή (factor) που επηρεάζει την απόδοση ενός συγκεκριμένου περιουσιακού

στοιχείου. Οι συμμετέχοντες σε μια αγορά διαμορφώνουν προβλέψεις για την ευαισθησία των περιουσιακών στοιχείων στους εν λόγω συντελεστές. Οι συναλλαγές τους σε τίτλους γίνονται με τρόπο ώστε με δεδομένο το νόμο της μοναδικής τιμής, τα περιουσιακά στοιχεία που επηρεάζονται από τους ίδιους συντελεστές να διαμορφώνουν ίσες αναμενόμενες αποδόσεις.

Το Υπόδειγμα Εξομάλυνσης Τιμών υποστηρίζει ότι οι τιμές ισορροπίας της αγοράς καθορίζονται με τρόπο ώστε να εξαλείφονται όλα τα περιθώρια ευκαιριών για περεταίρω εξομάλυνση. Πρόκειται για καταστάσεις όπου μπορεί να διαμορφωθεί ένα μηδενικό χαρτοφυλάκιο επενδύσεων (zero investment portfolio), που θα προσφέρει μια απόδοση χωρίς κίνδυνο. Εάν εμφανιστούν ευκαιρίες εξομάλυνσης, σχετικά μικρός αριθμός επενδυτών θα κινηθεί για την αποκατάσταση και πάλι της ισορροπίας.

Το Υπόδειγμα Εξομάλυνσης Τιμών υποθέτει ότι οι επενδυτές επιλέγουν χαρτοφυλάκια με βάση την αναμενόμενη απόδοση και τον κίνδυνο, αλλά:

(α) έχουν ομοιογενή θεώρηση των πραγμάτων,

(β) αποστρέφονται τον κίνδυνο και επιδιώκουν μεγιστοποίηση της χρησιμότητας,

(γ) οι αγορές είναι τέλειες,

(δ) οι τιμές των τίτλων προσδιορίζονται με το υπόδειγμα των συντελεστών.

Ένα υπόδειγμα συντελεστών (factor model) στηρίζεται στην άποψη ότι υπάρχουν συγκεκαλυμμένοι συντελεστές κινδύνου, οι οποίοι επηρεάζουν τις αναμενόμενες αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων. Αυτοί αντιπροσωπεύουν γενικούς οικονομικούς παράγοντες και όχι ειδικά χαρακτηριστικά των επιχειρηματικών μονάδων. Κάθε συντελεστής κινδύνου περιέχει ένα στοιχείο έκπληξης (surprise), που εκφράζεται ως διαφορά μεταξύ της πραγματικής και της αναμενόμενης τιμής του.

Οι συντελεστές περιέχουν τρία χαρακτηριστικά:

1. Κάθε κίνδυνος θα πρέπει να έχει μια παρατεταμένη επίδραση στις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων. Τα ειδικά επιχειρηματικά γεγονότα δεν αποτελούν συντελεστές κινδύνου.

2. Οι συντελεστές κινδύνου θα πρέπει να επηρεάζουν τις αναμενόμενες αποδόσεις, που σημαίνει ότι θα πρέπει να έχουν μη μηδενικές τιμές. Αυτό θα έπρεπε να ελεγχθεί στατιστικά για να βεβαιωθεί ποιοι συντελεστές έχουν πράγματι παρατεταμένες επιδράσεις επί των αποδόσεων.
3. Στην αρχή κάθε περιόδου, οι συντελεστές κινδύνου θα πρέπει να είναι απρόβλεπτοι σε σχέση με την αγορά συνολικά.

Το Υπόδειγμα Εξομάλυνσης Τιμών υποθέτει ότι οι επενδυτές πιστεύουν ότι οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων διαμορφώνονται στα πλαίσια μιας διαδικασίας επηρεασμού τους από μια σειρά συντελεστών. Για έναν τίτλο i, η πραγματοποιούμενη απόδοση αποτυπώνεται ως εξής:

$$R_i = \alpha_i + b_{i1}f_1 + b_{i2}f_2 + \dots b_{in}f_n + e_i \quad \textbf{(7)}$$

όπου:

R_i = η πραγματοποιούμενη (τυχαία) απόδοση του τίτλου i σε ορισμένη περίοδο t.
α_i = η αναμενόμενη απόδοση για τον τίτλο i, αν όλοι οι συντελεστές έχουν μηδενική τιμή
f_j = η απόκλιση του συστηματικού συντελεστή F_j από την αναμενόμενη τιμή του $[F_j – E(F_j)]$
j = 1, 2, 3,…, n (αριθμός των συντελεστών)
b_{ij} = ευαισθησία ενός τίτλου i σε έναν συντελεστή j
e_i = ένα τυχαίο κατάλοιπο για τον συγκεκριμένο τίτλο.

Το Υπόδειγμα Εξομάλυνσης Τιμών παρουσιάζεται από τον τύπο (7) ως μια απλή συνάρτηση, γραμμική για απλοποίηση, διαφόρων μεταβλητών (f_j). Η ιδιαιτερότητά του έγκειται στον ορισμό των μεταβλητών συντελεστών f_j με το ότι αν δεν υπάρχει απόκλιση από τις αναμενόμενες τιμές, αυτοί είναι ίσοι με το μηδέν. Αυτό ενίοτε σημαίνει ότι το Υπόδειγμα Εξομάλυνσης Τιμών δεν αποκαλύπτει τους συντελεστές (factors), ενώ υπολογίζει την απόκλιση κάθε συντελεστή από την αναμενόμενη τιμή του. Έτσι, αν οι πραγματοποιούμενες τιμές όλων των συντελεστών σε μια χρονική

περίοδο συμπίπτουν με τις αναμενόμενες τιμές τους [F_j – $E(F_j)$=0], οπότε μηδενίζονται τα f_j στην ισότητα (7), θέτοντας $\alpha_i = E(R_i)$, έχουμε:

$$R_i = E(R_i) + e_i \quad \textbf{(8)}$$

Η ισότητα (8) σημαίνει ότι αν δεν υπάρχει απόκλιση των συντελεστών από τις προβλέψεις τους, οπότε οι πραγματοποιούμενες αποδόσεις θα είναι ίδιες με τις αναμενόμενες αποδόσεις, τότε και το τυχαίο κατάλοιπο e_i θα έχει μέσο μηδέν.

6.4.2. Arbitrage Pricing Theory (APT): Η επιχείρηση σαν μια δέσμη συντελεστών

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του τμήματος 6.3., για κάθε πιθανό συνδυασμό, λαμβάνουμε μία ένδειξη για το εάν ή όχι μια συγχώνευση φαίνεται ελκυστική για καθένα από τα δύο είδη επιχειρήσεων. Ωστόσο, θα θέλαμε περεταίρω να γνωρίζουμε όχι μόνο το εάν ο συνδυασμός επιτυγχάνει ή όχι αλλά επίσης και το λόγο επιτυχίας ή αποτυχίας.

Αν παρατηρήσουμε τα αποτελέσματα του τμήματος 6.3., θα διαπιστώσουμε ότι αυτά προσδιορίζονται από τρία κύρια καθοριστικά στοιχεία: τη μόχλευση, τη μεταβλητότητα και τη συσχέτιση. Οι επιχειρήσεις με χαμηλή μόχλευση τείνουν να είναι καλοί εταίροι για συγχώνευση, εξαιτίας της θετικής τους επίδρασης στο πρώτο συστατικό στοιχείο του μέτρου z* . Αυτή η παρατήρηση εξηγεί τα αποτελέσματα για τις μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις που έχουν πολύ χαμηλά επίπεδα μόχλευσης. Ο δεύτερος καθοριστικός παράγοντας είναι το επίπεδο της μεταβλητότητας. Οι επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα μεταβλητότητας τείνουν να κάνουν κακούς συνεταίρους, επειδή η μεταβλητότητα έχει αρνητική επίδραση στο z*. Αυτό δικαιολογεί τα αποτελέσματα του προηγούμενου τμήματος της μελέτης που αφορούν τις χρηματιστηριακές εταιρείες, οι οποίες έχουν τα υψηλότερα επίπεδα μεταβλητότητας. Το τρίτο καθοριστικό στοιχείο – η συσχέτιση – παίζει σημαντικό ρόλο για όλα τα άλλα είδη συνδυασμών και συγκεκριμένα για εκείνους τους συνδυασμούς που περιλαμβάνουν τραπεζική και ασφάλεια.

Θα μπορούσαμε να αναλογιστούμε επιχειρήσεις σαν συνδυασμούς διαφόρων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, μερικές εκ των οποίων συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό ενώ άλλες λιγότερο. Όσο περισσότερο όμοιες είναι οι δραστηριότητες, τόσο περισσότερο πιθανόν είναι οι αποδόσεις να συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό, ενώ δεν μπορεί να αποκλείσει κανείς και το αντίστροφο.

Ο σκοπός αυτού του τμήματος και του επόμενου είναι να μοντελοποιήσει τις αποδόσεις μετοχών των εταιρειών στο βασικό δείγμα με έναν τρόπο που αποσπά πληροφορίες για τις μη παρατηρήσιμες συσχετίσεις. Συνεπώς, κάθε επιχείρηση στο δείγμα αντιμετωπίζεται σαν μια συγκεκριμένη δέσμη βασικών συντελεστών (factors), σταθμισμένων με τρόπους που μπορεί να διαφέρουν μεταξύ επιχειρήσεων και μεταξύ κατηγοριών-κλάδων.

Το κυρίαρχο εργαλείο που χρησιμοποιείται εδώ είναι το APT του Ross (1976), που παρέχει ένα μέσο μοντελοποίησης των αποδόσεων σε έναν μεγάλο αριθμό στοιχείων του ενεργητικού σε όρους ενός περιορισμένου αριθμού συντελεστών. Το APT υποστηρίζει ότι σε μια αγορά με N μετοχές, οι στοχαστικές αποδόσεις των συγκεκριμένων μετοχών σχετίζονται με μια βασική ομάδα K ορθογώνιων συντελεστών με τον ακόλουθο τρόπο:

$$r_N = \mu_N + B_N F + U_N , \qquad \textbf{(9)}$$

όπου r_N είναι ένα διάνυσμα αποδόσεων σε N μετοχές, μ_N είναι ένα διάνυσμα μέσων αποδόσεων, F είναι ένα διάνυσμα K ορθογώνιων συντελεστών με μήτρα συνδιακυμάνσεων I_K και μια μήτρα factor loadings B_N, και U_N είναι ένα διάνυσμα διαταρακτικών όρων.

Για λόγους απλούστευσης, ορίζουμε $x \equiv r_N - \mu_N$ και δεν συμπεριλαμβάνουμε στις ακόλουθες εξισώσεις τον δείκτη N. Επομένως, η Εξίσωση (9) μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$x = B F + U \qquad \textbf{(10)}$$

Έστω $\Sigma = E(xx')$ και έστω ότι αυτό μπορεί να γραφεί ως $\Sigma = \beta \Lambda \beta'$, όπου Λ είναι μια διαγώνια μήτρα που περιλαμβάνει τις ιδιοτιμές του Σ και β είναι η μήτρα των N ιδιοδιανυσμάτων. Ο παραπάνω τύπος μπορεί επίσης να γραφεί:

$$\Sigma = \sum_{i=1}^{N} \lambda_i \beta_i \beta_i' \qquad \textbf{(11)}$$

όπου λ_i είναι η i-οστή ιδιοτιμή (και το i-οστό στοιχείο της διαγωνίου της Λ) και β_i είναι το ιδιοδιάνυσμα (και η i-οστή στήλη της μήτρας β).

Κατά τους Chamberlain & Rothschild (1983), εκτιμούμε το μοντέλο APT με K παράγοντες, με τους πρώτους K όρους της Εξίσωσης (11) να αντιπροσωπεύουν τη διακύμανση του πρώτου όρου (BF) της Εξίσωσης (10) και τους άλλους όρους να αντιστοιχούν στη διακύμανση του U. Τα κύρια συστατικά στοιχεία ορίζονται από τη σχέση $\varphi = \beta' x$, με $E(\varphi\varphi') = \Lambda$, όπου τα β, x και Λ παρουσιάστηκαν παραπάνω. Αφού το β είναι μια ορθογώνια μήτρα, τότε

$$x = \beta \varphi \qquad \textbf{(12)}$$

Έχουμε $\beta = [\beta_\kappa \ \beta_o]$, με το β_κ να περιέχει τα ιδιοδιανύσματα που αντιστοιχούν στις K μεγαλύτερες ιδιοτιμές και $\varphi = [\varphi_\kappa \ \varphi_o]'$ αντιστοίχως. Μπορούμε να γράψουμε την Εξίσωση (10) ως

$$x = \beta_\kappa \varphi_\kappa + \beta_o \varphi_o = \beta_\kappa \varphi_\kappa + U_\kappa \qquad \textbf{(13)}$$

με φ_κ ορθογώνιο στο φ_o (και συνεπώς στο U_κ). Η συνδιακύμανση του φ_κ είναι η διαγώνια μήτρα Λ_κ που περιέχει τις K μεγαλύτερες ιδιοτιμές του Σ.

Σε αυτό το τμήμα της μελέτης, χρησιμοποιείται το APT για να εκτιμηθούν οι συντελεστές από ολόκληρη την ομάδα των αποδόσεων των 70 επιχειρήσεων στο βασικό δείγμα (3 ομάδες των 10 τραπεζών η καθεμία και 4 ομάδες των 10 επιχειρήσεων για καθεμία από τις άλλες κατηγορίες). Τα αποτελέσματα έπειτα συναθροίζονται από την κλαδική κατηγορία και γίνεται σύγκριση μεταξύ των κατηγοριών.

Η εφαρμογή των κύριων συνιστωσών (principal components)[5] στη μήτρα διακυμάνσεων του διανύσματος x παράγει εβδομήντα ορθογώνιες συνιστώσες. Από αυτές, κάποιες είναι σημαντικές για όλες, δηλαδή και για τις επτά κλαδικές κατηγορίες, πράγμα το οποίο συνάδει με την προσέγγιση APT. Ωστόσο, ο συντελεστής σύνθεσης των αποδόσεων σε ορισμένες κατηγορίες διαφέρει σημαντικά με διάφορους τρόπους. Πρώτον, ορισμένοι συντελεστές είναι μονοσήμαντα ορισμένοι σε συγκεκριμένες κατηγορίες αλλά όχι σε όλες. Δεύτερον, ακόμα και όταν υπάρχουν κοινοί συντελεστές, οι κλαδικές διαφορές στην σημαντικότητα αυτών των συντελεστών μπορεί να είναι ουσιώδεις. Τρίτον, ο αριθμός των συντελεστών που είναι σημαντικοί για μια ομάδα μπορεί να διαφέρει μεταξύ των κατηγοριών.

Ένας κλάδος, του οποίου οι αποδόσεις εξηγούνται από έναν μεγάλο αριθμό συντελεστών, είναι περισσότερο διαφοροποιημένος, με την έννοια του χαρτοφυλακίου, απ' ότι ένας κλάδος, του οποίου οι αποδόσεις συγκεντρώνονται σε μερικούς μόνο συντελεστές. Από κατασκευή, οι βασικοί συντελεστές είναι ορθογώνιοι, έτσι ώστε το να συνδυάζεις πρόσθετους συντελεστές μπορεί να οδηγήσει σε μια μείωση στη διακύμανση των αποδόσεων.

[5] Η Principal Component Analysis περιλαμβάνει μια μαθηματική διαδικασία που μετασχηματίζει έναν αριθμό πιθανώς συσχετιζόμενων μεταβλητών σε έναν αριθμό ασυσχέτιστων μεταβλητών που καλούνται principal components (κύριες συνιστώσες) και συνδέονται με τις αρχικές μεταβλητές με έναν ορθογώνιο μετασχηματισμό. Αυτός ο μετασχηματισμός ορίζεται με τέτοιο τρόπο που η πρώτη κύρια συνιστώσα έχει μια όσο το δυνατόν υψηλότερη διακύμανση και κάθε επόμενη συνιστώσα έχει τη μεγαλύτερη δυνατή διακύμανση υπό τον περιορισμό ότι είναι ορθογώνια με τις προηγούμενες συνιστώσες. Η Principal Component Analysis χρησιμοποιείται ως επί το πλείστον ως ένα εργαλείο στην exploratory data analysis και στην κατασκευή μοντέλων πρόβλεψης (predictive models).

Πίνακας 6.5:

Principal Components: Διακύμανση που εξηγείται από συντελεστές που βασίζονται σε όλες τις κατηγορίες

	Αναλογία που εξηγείται από τη συνολική διακύμανση της κατηγορίας						
Αριθμός συντελεστών	Bk1	Bk2	Bk3	LI	PC	Sec	Com
1	0,44	0,42	0,50	0,25	0,27	0,38	0,17
5	0,63	0,57	0,83	0,42	0,51	0,64	0,55
10	0,73	0,66	0,89	0,57	0,62	0,75	0,72
15	0,79	0,73	0,93	0,68	0,70	0,83	0,80
20	0,83	0,78	0,95	0,76	0,77	0,89	0,86
25	0,87	0,83	0,96	0,82	0,82	0,92	0,90
30	0,90	0,87	0,98	0,88	0,86	0,95	0,93
35	0,93	0,90	0,99	0,92	0,90	0,97	0,95

Ποσοστό της συνολικής διακύμανσης μιας κατηγορίας-κλάδου που εξηγείται από τον ενδεικτικό αριθμό συντελεστών. Τα principal components υπολογίζονται από τη μήτρα συνδιακύμανσης όλων των 70 αποδόσεων από όλες τις κατηγορίες. Τα στοιχεία των αποδόσεων αναφέρονται στο χρονικό διάστημα Ιανουαρίου 1989 – Σεπτεμβρίου 1997.

Πηγή: "Mixing and matching: Prospective financial sector mergers and market valuation", Journal of Banking and Finance, Arturo Estrella,2001.

Ο ***Πίνακας 6.5.*** απεικονίζει την αναλογία της συνολικής διακύμανσης μιας κατηγορίας-κλάδου που εξηγείται από τον επιλεγμένο αριθμό συντελεστών που εμπεριέχονται στο φ_κ [6]. Όπως δείχνει ο πίνακας, ορισμένοι συντελεστές μπορούν να εξηγήσουν ένα σημαντικό μέρος της συνολικής διακύμανσης. Για παράδειγμα, 10 συντελεστές εξηγούν περισσότερο από το 1/2 της διακύμανσης για όλους τους κλάδους (Βλ. 3^{η} γραμμή του Πίνακα 6.5.) και συγκεκριμένα μέχρι και το 89% και 20 συντελεστές τουλάχιστον τα 3/4 της διακύμανσης για όλους τους κλάδους και συγκεκριμένα μέχρι και 95% (Βλ. 5^{η} γραμμή του Πίνακα 6.5.).

[6] Η συνολική διακύμανση του x ορίζεται ως το άθροισμα των διακυμάνσεων όλων των αποδόσεων, το οποίο είναι το άθροισμα των διαγώνιων στοιχείων της μήτρας συνδιακυμάνσεων. Αυτό το άθροισμα ισούται με το άθροισμα των ιδιοτιμών της μήτρας. Η συνολική διακύμανση μιας κατηγορίας ορίζεται ως το άθροισμα των διακυμάνσεων των αποδόσεων για τις επιχειρήσεις στην κατηγορία.

Παρατηρούμε ότι η κατηγορία Bk3 έχει την πιο υψηλή συγκέντρωση. Η αναλογία της διακύμανσης που εξηγείται, αυξάνεται πολύ γρήγορα με μερικούς μόνο παραπάνω συντελεστές. Με άλλα λόγια, για την κατηγορία Bk3, καθώς ο αριθμός των συντελεστών αυξάνει από 1 σε 35, το ποσοστό της διακύμανσης που εξηγείται από τους συντελεστές αυξάνει από 0,50 σε 0,83, σε 0,89, σε 0,93, σε 0,95, σε 0,96, σε 0,98 και εν τέλει σε 0,99. Αντιθέτως, η κατηγορία της ασφάλειας ζωής εμφανίζεται να είναι η λιγότερο συγκεντρωμένη, ακολουθούμενη από την κατηγορία ασφάλισης ακινήτων και κατά ατυχημάτων. Οι μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις εμφανίζονται εν γένει να έχουν μικρότερη συγκέντρωση από τις μικρές τράπεζες και επιπλέον, αξίζει να σημειωθεί ότι οι μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις είναι ο δυσκολότερος τομέας που μπορεί να εξηγηθεί με έναν μόνο συντελεστή.

Αξίζει να επισημανθεί ότι το APT συχνά αντιμετωπίζεται σαν μια γενίκευση του CAPM (Capital Asset Pricing Model) ή εναλλακτικά, το CAPM μπορεί να αντιμετωπίζεται σαν ένα APT με K = 1. Τα κύρια συμπεράσματα που έχουν προκύψει κατά καιρούς από τη σύγκριση ανάμεσα στα δύο αυτά υποδείγματα, δηλαδή ανάμεσα στο APT και στο CAPM, συνοψίζονται στα εξής: (α) Το CAPM στηρίζεται στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς, ενώ το APT εξατομικεύει τους συντελεστές (παράγοντες). (β) Και τα δύο υποδείγματα στηρίζονται σε προσδοκίες που δεν είναι άμεσα παρατηρίσιμες, με αποτέλεσμα να είναι δύσκολο στην πράξη να αποδειχθεί η υπεροχή του ενός έναντι του άλλου. (γ) Και τα δύο υποδείγματα αποδέχονται τη σημασία του χαρτοφυλακίου και της αποτελεσματικής διαφοροποίησης, αλλά ενώ το CAPM υποθέτει ότι οι αναμενόμενες αποδόσεις επηρεάζονται μόνο από τον κίνδυνο της αγοράς, το APT αναγνωρίζει διάφορους τύπους κινδύνων που επηρεάζουν τις αποδόσεις των επενδύσεων. (δ) Τέλος, και τα δυο υποδείγματα αφήνουν ανοιχτό το ερώτημα πώς προσδιορίζονται οι τιμές των τίτλων και οι αποδόσεις σε ισορροπία.

6.4.3. Single-industry factors and factor loadings: Διακλαδικές Σχέσεις

Ενώ στο προηγούμενο τμήμα της ανάλυσης, οι συντελεστές ορίζονταν σε σχέση με όλες, δηλαδή τις 70 αποδόσεις σε όλους τους κλάδους, σε αυτό το τμήμα, οι συντελεστές υπολογίζονται για καθεμία από τις 7 κλαδικές κατηγορίες ξεχωριστά, χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία APT, όπως έγινε και προηγουμένως. Οι

συντελεστές και τα factor loadings για τις μεμονωμένες κατηγορίες συγκρίνονται μεταξύ των 7 κατηγοριών.

Συνεπώς, για κάθε κατηγορία i = 1,…,7, έχουμε μια σχέση:

$$x^{(i)} = \beta_K^{(i)} \varphi_K^{(i)} + U_K^{(i)} \quad \textbf{(14)}$$

που αντιστοιχεί στην Εξίσωση (13) αλλά υπολογίζεται χρησιμοποιώντας αποδόσεις για την κατηγορία i μόνο. Πόσο όμοιοι είναι οι συντελεστές $\varphi_K^{(i)}$ ανάμεσα στις κλαδικές κατηγορίες;

Ας δούμε πρώτα τη συνεισφορά των μεμονωμένων συντελεστών στη συνολική διακύμανση του κλάδου. Ο ***Πίνακας 6.6.*** παρουσιάζει την αναλογία των διακυμάνσεων σε κάθε κατηγορία που ερμηνεύεται από τα επιλεγόμενα υποσύνολα της κατηγορίας συντελεστών $\varphi_K^{(i)}$. Οι ενδείξεις που λαμβάνονται από τα συγκεκριμένα αποτελέσματα σε σχέση με την εσωτερική διαφοροποίηση είναι ποιοτικά (και όχι ποσοτικά) όμοιες με τα αποτελέσματα του Πίνακα 6.5., που βασίζονται σε 70 συντελεστές. Συγκεκριμένα, η κατηγορία που εμπεριέχει την ασφάλεια ζωής, παρουσιάζει τη μεγαλύτερη διαφοροποίηση και η κατηγορία Bk3 παρουσιάζει τη μικρότερη διαφοροποίηση. Τρεις συντελεστές ερμηνεύουν τουλάχιστον το 60% της διακύμανσης σε κάθε κατηγορία.

Πίνακας 6.6:

Principal components: Διακύμανση που εξηγείται από συντελεστές εντός της κατηγορίας

Αριθμός συντελεστών	Αναλογία που εξηγείται από τη συνολική διακύμανση της κατηγορίας						
	Bk1	Bk2	Bk3	LI	PC	Sec	Com
1	0,63	0,60	0,61	0,40	0,49	0,55	0,34
3	0,78	0,75	0,83	0,61	0,69	0,74	0,69
5	0,87	0,86	0,90	0,75	0,83	0,86	0,84

Ποσοστό συνολικής διακύμανσης μιας κατηγορίας-κλάδου που εξηγείται από τον ενδεδειγμένο αριθμό συντελεστών. Τα principal components υπολογίζονται από την μήτρα συνδιακυμάνσεων των 10 αποδόσεων από την κάθε συγκεκριμένη κατηγορία. Τα στοιχεία των αποδόσεων αναφέρονται στο χρονικό διάστημα Ιανουαρίου 1989 – Δεκεμβρίου 1998.

Πηγή: "Mixing and matching: Prospective financial sector mergers and market valuation", Journal of Banking and Finance, Arturo Estrella, 2001.

Ο ***Πίνακας 6.7.*** παρουσιάζει τις μεγαλύτερες συσχετίσεις που υπάρχουν ανάμεσα σε έναν από τους δέκα συντελεστές μιας κλαδικής κατηγορίας και σε έναν από τους δέκα συντελεστές μιας άλλης. Με τον τρόπο αυτό, στρέφουμε την προσοχή μας στο θέμα του εάν οι συντελεστές $\varphi_K^{(i)}$ είναι όμοιοι ανάμεσα στις κλαδικές κατηγορίες παρατηρώντας τις συσχετίσεις ανάμεσα στα ζευγάρια συντελεστών. Από τον πίνακα, προκύπτει ότι η συσχέτιση ανάμεσα στις δύο μεγάλες κατηγορίες τραπεζών, δηλαδή τις Bk1 και Bk2, είναι η μεγαλύτερη στον πίνακα (0,92).

Πίνακας 6.7:

Μέγιστη συσχέτιση συντελεστών για καθεμία από δύο μεμονωμένες κατηγορίες

	Δεύτερη Κατηγορία					
Πρώτη Κατηγορία	Bk2	Bk3	LI	PC	Sec	Com
Bk1	0,92	0,55	0,74	0,74	0,69	0,49
Bk2		0,60	0,74	0,76	0,72	0,50
Bk3			0,47	0,41	0,41	0,31
LI				0,78	0,68	0,47
PC					0,63	0,48
Sec						0,47

Οι μεγαλύτερες από τις συσχετίσεις ανάμεσα σε έναν από τους 10 συντελεστές σε μια κλαδική κατηγορία και σε έναν από τους 10 συντελεστές σε μια άλλη κλαδική κατηγορία. Τα στοιχεία των αποδόσεων αναφέρονται στο χρονικό διάστημα Ιανουαρίου 1989 – Σεπτεμβρίου 1998.

Πηγή: "Mixing and matching: Prospective financial sector mergers and market valuation", Journal of Banking and Finance, Arturo Estrella, 2001.

Αξίζει να επισημάνουμε ότι οι κατηγορίες των μεγάλων τραπεζών, καθώς επίσης και οι κατηγορίες ασφάλειας ζωής και ασφάλισης ακινήτων και κατά ατυχημάτων παρουσιάζουν σχετικά μεγάλες συσχετίσεις μεταξύ τους. Θα περίμενε κανείς ότι οι συνδυασμοί, οι οποίοι συντελούν περισσότερο στη διαφοροποίηση, θα εμπεριείχαν κλαδικές κατηγορίες που δεν είναι συσχετισμένες σε μεγάλο βαθμό. Ωστόσο, όπως προκύπτει από την ανάλυση των πινάκων 6.5. και 6.6., οι κατηγορίες ασφάλισης είναι σε μεγάλο βαθμό διαφοροποιημένες εσωτερικά. Λαμβάνοντας αυτά υπόψη, τα προαναφερθέντα αποτελέσματα σημαίνουν ότι ένας από τους κύριους λόγους που

οι συνδυασμοί τραπεζική – ασφάλιση βελτιώνουν τη διαφοροποίηση δεν είναι η έλλειψη ομοιοτήτων καθ' αυτή, αλλά το γεγονός ότι οι ασφαλιστικοί κλάδοι είναι ήδη σε μεγάλο βαθμό διαφοροποιημένοι. Επίσης, ορισμένοι από τους συντελεστές που είναι σημαντικοί για την ασφάλιση μπορεί να μην θεωρούνται σημαντικοί για τις τράπεζες.

Ένα άλλο στοιχείο που προκύπτει παρατηρώντας τον Πίνακα 6.7. είναι ότι οι μικρές τράπεζες έχουν γενικά τις χαμηλότερες συσχετίσεις με όλους τους άλλους κλάδους. Επιπλέον, οι χρηματιστηριακές εταιρείες και οι μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις έχουν επίσης σχετικά χαμηλές συσχετίσεις γενικά. Ωστόσο, οι συσχετίσεις, όπως υπολογίζονται στον Πίνακα 6.7., δεν είναι απαραίτητα οι υψηλότερες δυνατές συσχετίσεις για αυθαίρετους συντελεστές σε δύο κατηγορίες. Συγκεκριμένα, οι συντελεστές που χρησιμοποιούνται στον Πίνακα 6.7. είναι γραμμικοί συνδυασμοί αποδόσεων κατηγορίας που υπολογίζονται να είναι ορθογώνιοι και να μεγιστοποιούν την αναλογία της διακύμανσης της κατηγορίας που εκπροσωπούν. Ωστόσο, για ένα δεδομένο ζευγάρι κατηγοριών, είναι δυνατόν να υπάρχουν άλλοι γραμμικοί συνδυασμοί αποδόσεων, των οποίων η συσχέτιση μπορεί να υπερβαίνει τις συσχετίσεις του Πίνακα 6.7. Οι μεγαλύτερες δυνατές τιμές δίνονται από κανονικές συσχετίσεις [Βλ. Andersen (1958), Chapter 12].

Πίνακας 6.8:

Μέγιστες κανονικές συσχετίσεις αποδόσεων για ζευγάρια κατηγοριών

	Δεύτερη Κατηγορία					
Πρώτη Κατηγορία	Bk2	Bk3	LI	PC	Sec	Com
Bk1	0,95	0,66	0,78	0,83	0,82	0,76
Bk2		0,70	0,80	0,84	0,80	0,81
Bk3			0,64	0,57	0,60	0,52
LI				0,86	0,78	0,75
PC					0,79	0,80
Sec						0,77

Η μεγαλύτερη κανονική συσχέτιση βασισμένη στις 10 αποδόσεις στην πρώτη κατηγορία και στις 10 αποδόσεις στην δεύτερη κατηγορία. Τα στοιχεία των αποδόσεων αναφέρονται στο χρονικό διάστημα Ιανουαρίου 1989-Δεκεμβρίου 1998.

Πηγή: "Mixing and matching: Prospective financial sector mergers and market valuation", Journal of Banking and Finance, Arturo Estrella, 2001.

Ο ***Πίνακας 6.8.*** παρουσιάζει τη μεγαλύτερη κανονική συσχέτιση ανάμεσα σε κάθε ζευγάρι κατηγοριών, που είναι ένα άνω όριο (upper bound) για την αντίστοιχη τιμή στον Πίνακα 6.7. Για τις κατηγορίες Bk1, Bk2, LI και PC, αυτές οι συσχετίσεις δεν διαφέρουν πάρα πολύ από τα σχετικά υψηλά επίπεδα του Πίνακα 6.7. Για τις κατηγορίες Bk3, Sec και Com, αντιθέτως, οι μέγιστες κανονικές συσχετίσεις στον Πίνακα 6.8. είναι ουσιωδώς μεγαλύτερες από εκείνες στον Πίνακα 6.7.

Ο ***Πίνακας 6.9.*** δείχνει πόσες από τις 10 κανονικές συσχετίσεις είναι στατιστικά σημαντικές [Βλ. Muirhead (1982), Section 11.3.6]. Μία υψηλότερη τιμή σημαίνει έναν υψηλότερο αριθμό κοινών συντελεστών ανάμεσα σε δύο κατηγορίες.

Πίνακας 6.9:

Αριθμός σημαντικών κανονικών συσχετίσεων αποδόσεων για ζευγάρια κατηγοριών, σε επίπεδο 5%

	Δεύτερη Κατηγορία					
Πρώτη Κατηγορία	Bk2	Bk3	LI	PC	Sec	Com
Bk1	3	1	2	2	1	2
Bk2		1	3	1	1	3
Bk3			1	0	0	0
LI				1	1	2
PC					1	1
Sec						2

Αριθμός σημαντικών συσχετίσεων βασιζόμενων στις 10 αποδόσεις στην 1η κατηγορία και στις 10 αποδόσεις στην 2η κατηγορία. Το στατιστικό τεστ είναι Glynn-Muirhead, όπως ορίζεται στον Muirhead (1982, Section 11.3.6). Τα στοιχεία των αποδόσεων αναφέρονται στο χρονικό διάστημα Ιανουαρίου 1989 – Δεκεμβρίου 1998.

Πηγή: "Mixing and matching: Prospective financial sector mergers and market valuation", Journal of Banking and Finance, Arturo Estrella, 2001.

Τα αποτελέσματα για τις κατηγορίες Bk1, Bk2, LI και PC επιβεβαιώνουν ότι μερικές συσχετίσεις ανάμεσα σε τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες είναι υψηλές. Αντιθέτως, οι κατηγορίες Bk3 και Sec παρουσιάζουν πολύ χαμηλές τιμές σε σχέση με όλες τις άλλες κατηγορίες. Αυτό το αποτέλεσμα για την κατηγορία Bk3 συνάδει με ό,τι παρουσιάστηκε προηγουμένως σχετικά με τη συγκεκριμένη κατηγορία.

Οι παρατηρήσεις των δύο τελευταίων τμημάτων της ανάλυσης μπορούν να συνοψιστούν σε ορισμένες βασικές αρχές. Πρώτον, οι αποδόσεις στους περισσότερους κλάδους καθορίζονται από μερικούς μόνο συντελεστές. Ο περιορισμένος αριθμός κοινών συντελεστών συμβάλλει σε χαμηλές συσχετίσεις ανάμεσα σε πολλούς κλαδικούς συνδυασμούς. Ένα δεύτερο σημείο που πρέπει να προσέξουμε είναι ότι οι ασφαλιστικές εταιρείες εμφανίζουν ένα σχετικά μεγάλο αριθμό σημαντικών συντελεστών. Φαίνεται να διαφοροποιούνται σε ένα μεγάλο εύρος επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Αυτός ο μεγάλος αριθμός συντελεστών θα μπορούσε να κάνει πιο πιθανό το ενδεχόμενο να υπάρχουν επικαλύψεις με άλλους κλάδους. Ωστόσο, οι επικαλύψεις, όπου συμβαίνουν, αφορούν συντελεστές που έχουν χαμηλή βαρύτητα σε διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια ασφαλίσεων ή έχουν χαμηλή βαρύτητα σε άλλους τομείς, επειδή δεν είναι ανάμεσα στους ελάχιστους σημαντικούς συντελεστές τους. Συνεπώς, αν και οι ασφαλιστικές εταιρείες μπορεί να έχουν ορισμένους κοινούς συντελεστές με άλλα είδη επιχειρήσεων, η χαμηλή βαρύτητα αυτών των συντελεστών οδηγεί σε χαμηλές συνολικές συσχετίσεις.

Τα ευνοϊκά αποτελέσματα για την τραπεζική και την ασφάλιση, που αναφέρθηκαν σε προηγούμενα τμήματα αυτής της ανάλυσης, μπορούν να ερμηνευτούν από:
α) τα συγκρίσιμα επίπεδα μόχλευσης και μεταβλητότητας σε αυτούς τους κλάδους,
β) το γεγονός ότι οι τράπεζες επηρεάζονται από ελάχιστους μόνο συντελεστές και
γ) την ποικιλία των συντελεστών που προσδιορίζουν τις αποδόσεις στους ασφαλιστικούς κλάδους.

Επομένως, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις μεταξύ τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών είναι πιθανό να οδηγήσουν σε κερδοφορία. Σε σχέση με τους υπόλοιπους οργανισμούς του χρηματοοικονομικού κλάδου, οι ασφαλιστικές εταιρείες είναι οι καταλληλότεροι εταίροι για συγχώνευση με τράπεζες. Οι ενδεχόμενοι κίνδυνοι που μπορούν να προκύψουν από συγχωνεύσεις επιχειρήσεων του χρηματοοικονομικού κλάδου ελαχιστοποιούνται στην περίπτωση των συγχωνεύσεων μεταξύ τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών. Αυτό ενισχύεται από το γεγονός ότι οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες έχουν παρόμοια επίπεδα μόχλευσης και μεταβλητότητας, σύμφωνα με τα αποτελέσματα που παρουσιάστηκαν. Όπως αποδεικνύεται και από την όλη ανάλυση, τα κέρδη που μπορούν να προκύψουν από τη διαφοροποίηση οφείλονται κατά κύριο λόγο στο μεγάλο βαθμό εσωτερικής

διαφοροποίησης που παρουσιάζει ο ασφαλιστικός κλάδος και όχι τόσο στις διαφορές που μπορεί να υπάρχουν μεταξύ των τραπεζικών και ασφαλιστικών οργανισμών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ

«ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΣΥΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΗΝ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ»

Οι δύο βασικότερες και συνηθέστερες μέθοδοι υπολογισμού της αποδοτικότητας των χρηματοοικονομικών οργανισμών ύστερα από την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η μέθοδος σύγκρισης της αποδοτικότητας πριν και μετά τη συγχώνευση και η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων ή αλλιώς μεθοδολογία των μη κανονικών αποδόσεων (event-study or abnormal returns methodology).

Ο κύριος σκοπός αυτού του κεφαλαίου είναι να παρουσιάσει, χρησιμοποιώντας τις δύο προαναφερθείσες μεθόδους, τις οικονομικές επιδράσεις που επέρχονται στην αποδοτικότητα των χρηματοοικονομικών οργανισμών μετά από συγχωνεύσεις και εξαγορές. Αξίζει να επισημάνουμε ότι, αν και στην Αμερική υπάρχει πληθώρα εμπειρικών μελετών που διερευνούν τις επιδράσεις των χρηματοοικονομικών συγχωνεύσεων και εξαγορών, στην Ευρώπη οι αντίστοιχες εμπειρικές μελέτες είναι συγκριτικά πολύ λιγότερες. Γι’ αυτό το λόγο, κρίθηκε σκόπιμο να γίνει μια εκτενής ανάλυση της αποδοτικότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών που διενεργούνται σε ευρωπαϊκό επίπεδο στα πλαίσια των δύο βασικών πυλώνων του χρηματοοικονομικού κλάδου, δηλαδή των τραπεζικών οργανισμών και των ασφαλιστικών εταιρειών.

Στην περίπτωση της ανάλυσης που θα ακολουθήσει στη συνέχεια για την αποδοτικότητα των τραπεζών χρησιμοποιείται η μέθοδος της σύγκρισης της αποδοτικότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων πριν και μετά την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, ενώ στην περίπτωση των ασφαλιστικών εταιρειών χρησιμοποιείται η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων ή αλλιώς μεθοδολογία των μη κανονικών αποδόσεων, προκειμένου να εξάγουμε συμπεράσματα για τις επιδράσεις που συνεπάγονται οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές για τις ασφαλιστικές εταιρείες και τους μετόχους τους. Αξίζει να αναφερθεί ότι και οι δύο αναλύσεις επικεντρώνονται σε συγχωνεύσεις και εξαγορές που διεξήχθησαν στην Ευρωπαϊκή Ένωση και καλύπτουν την χρονική περίοδο 1990 ως τις αρχές του 2000.

Η συγκεκριμένη χρονική περίοδος δεν επιλέχθηκε τυχαία αλλά συνδέεται με την ευρύτερη διαδικασία ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης. Στην Ευρώπη, η διαδικασία χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης επιταχύνθηκε με την ενιαία αγορά στις αρχές της δεκαετίας του 1990 και σχετικά πιο πρόσφατα με την εισαγωγή του ευρώ. Αποτέλεσμα της απελευθέρωσης (deregulation) των χρηματοοικονομικών αγορών ήταν να πραγματοποιηθεί ένας μεγάλος αριθμός συγχωνεύσεων και εξαγορών τόσο εγχώρια όσο και διασυνοριακά, στις οποίες οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες διαδραμάτισαν κυρίαρχο ρόλο.

7.1. Αποδοτικότητα τραπεζών

Οι Altunbas & Ibanez (2004) σε έρευνα που διεξήγαγαν για τις τραπεζικές συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ευρώπη επισήμαναν τη σημασία της διαδικασίας χρηματοοικονομικής συγκέντρωσης στην Ευρωπαϊκή Ένωση, ενώ παράλληλα αξιολόγησαν τη στρατηγική των χρηματοοικονομικών οργανισμών που εμπλέκονται σε συγχωνεύσεις και εξαγορές και επιδοκίμασαν τη συμβολή αυτής της στρατηγικής στη βελτίωση της χρηματοοικονομικής αποδοτικότητας μετά τη συγχώνευση. Κατά τη δεκαετία του 1990, μια μεγάλη διαδικασία χρηματοοικονομικής συγκέντρωσης έλαβε χώρα στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Συγκεκριμένα, κατά την περίοδο 1990 – 2001, ολοκληρώθηκαν 262 συμφωνίες, εκ των οποίων οι 207 αφορούσαν εγχώριες συγχωνεύσεις ενώ οι 55 διασυνοριακές. Δεδομένου του κεντρικού ρόλου που διαδραματίζουν οι τράπεζες στην πιστωτική διαδικασία και στην οικονομία γενικότερα, αυτή η διαδικασία συγκέντρωσης έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον όχι μόνο των managers και των μετόχων αλλά και των δανειζόμενων και των διαμορφωτών της πολιτικής.

Η έρευνα αναλύει τις επιδράσεις που επέφεραν στην αποδοτικότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στην Ευρωπαϊκή Ένωση κατά τη χρονική περίοδο 1990 – 2001. Εξετάζονται συνάμα οι παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν την επιτυχία των συγχωνεύσεων και εξαγορών, ενώ παράλληλα δίνεται έμφαση στο ζήτημα του εάν οι συγχωνεύσεις μεταξύ επιχειρήσεων που έχουν παρόμοιο στρατηγικό προσανατολισμό μπορούν να οδηγήσουν σε μεγαλύτερη κερδοφορία. Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι η στρατηγική γραμμή που ακολουθούν οι επιχειρήσεις που αποφασίζουν να ενώσουν τις δυνάμεις τους μέσω μιας συγχώνευσης αποτελεί καθοριστικό στοιχείο για την επιτυχία ή την αποτυχία αυτού του εγχειρήματος. Οι Levine & Aaronovitch (1981), Lubatkin (1983) και Zollo (1997) επισήμαναν ότι πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στις στρατηγικές πλευρές των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Υποστηρίζεται ευρέως ότι οι στρατηγικές ομοιότητες (strategic similarities) - οι οποίες υπολογίζονται με βάση τα στοιχεία των ισολογισμών των τραπεζών - ανάμεσα στις εξαγοράζουσες και στις εξαγοραζόμενες τράπεζες βελτιώνουν την αποδοτικότητα και αυξάνουν την κερδοφορία της νέας οντότητας που δημιουργείται μετά τη

συγχώνευση. Αντιθέτως, οργανισμοί που ακολουθούν διαφορετικές στρατηγικές τείνουν να οδηγούνται σε χαμηλότερη κερδοφορία.

Είναι γεγονός ότι κάθε επιχείρηση θέτει τους στόχους της πριν καθορίσει τη στρατηγική που θα εφαρμόσει. Η επιτυχία των επιχειρήσεων εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την επιλεγόμενη στρατηγική. Προκειμένου να διερευνηθεί το ζήτημα της αποτελεσματικότητας μιας συγχώνευσης, συγκρίνονται οι μεταβολές στην αποδοτικότητα πριν και μετά τη συγχώνευση λαμβάνοντας υπόψη μια σειρά από στρατηγικούς δείκτες (strategic indicators) και μεταβλητές ελέγχου (control variables) που είναι δυνατόν να επηρεάσουν την αποδοτικότητα. Για να μετρήσουμε τη στρατηγική ομοιότητα των τραπεζών που εμπλέκονται σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, χρειάζεται να υπολογίσουμε έναν δείκτη στρατηγικής ομοιότητας των τραπεζών - δεδομένων των χρηματοοικονομικών τους χαρακτηριστικών - για κάθε στρατηγική μεταβλητή (strategic variable) και για κάθε μεμονωμένη συγχώνευση:

$$SI_{ni} = \sqrt{(X_{Bni} - X_{Tni})^2}$$

όπου SI_{ni} είναι ο δείκτης ομοιότητας για την ν-ιοστή μεταβλητή για την ι-οστή συγχώνευση και X_{Bni} και X_{Tni} είναι τα αποτελέσματα της τράπεζας-στόχου (Tn) και της εξαγοράζουσας τράπεζας (Bn) για την ν-ιοστή μεταβλητή αντίστοιχα. Για να διαπιστωθεί τι στρατηγικό προσανατολισμό έχουν οι υπό συγχώνευση τράπεζες, λαμβάνονται υπόψη οι χρηματοοικονομικές πληροφορίες των προηγούμενων δύο ετών πριν τη συγχώνευση.

Όπως και στους Datta et al. (1991), Chaterjee et al. (1992) και Ramaswamy (1997), έτσι και εδώ χρησιμοποιούνται διάφοροι χρηματοοικονομικοί δείκτες έτσι ώστε να καθοριστούν τα στρατηγικά χαρακτηριστικά των τραπεζών που συμμετέχουν σε εγχώριες και διασυνοριακές συγχωνεύσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Οι συγκεκριμένοι δείκτες περιλαμβάνουν μέτρα χρηματοοικονομικής αποδοτικότητας: σύνθεση του ενεργητικού και του παθητικού, κεφαλαιακή δομή, έκθεση στον κίνδυνο, κερδοφορία, χρηματοοικονομική καινοτομία και αποτελεσματικότητα.

Ο ***Πίνακας 7.1.*** που ακολουθεί παρουσιάζει τους ορισμούς μιας σειράς μεταβλητών που χρησιμοποιούνται στην παρακάτω ανάλυση.

Πίνακας 7.1:

Definition of the variables

Definition	*Formula*
Performance change	Return on equity (post-merger) - weighted return on assets (pre-merger)
Liquidity	Liquid asset/Total deposit
Cost-income ratio	Total cost/Total revenues
Capital-assets ratio	Capital/Total assets
Loans-total assets	Net loans/Total assets
Credit risk	Loan loss provision/Net interest revenues
Diversity earnings	Other operational revenue/Total assets
Off-balance sheet	Off-balance-sheet items/Total assets
Loans to deposits	Customer loans/Customer deposits
Other expenses in services and technology	Other expenses/Total assets
Bidder performance	Return on equity of the bidder (pre-merger)
Relative size	Total asset of target/Total asset of bidder

Πηγή: "Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe, The role of strategic similarities", Altunbas & Ibanez (2004), European Central Bank

Αν παρατηρήσουμε τώρα τα στοιχεία του ***Πίνακα 7.2.***, θα διαπιστώσουμε ότι όσον αφορά το μέγεθος, το οποίο υπολογίζεται από τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία (total assets), οι εξαγοράζουσες τράπεζες είναι αρκετές φορές μεγαλύτερες σε σχέση με τις εξαγοραζόμενες. Ωστόσο, οι εξαγοραζόμενες τράπεζες έχουν μεγαλύτερο λόγο εσόδων εκτός τόκων προς συνολικά περιουσιακά στοιχεία (other operating income to total assets), πράγμα το οποίο υποδηλώνει ότι έχουν καλά διαφοροποιημένες πηγές εσόδων. Αν συγκρίνουμε τις εγχώριες και διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, θα δούμε ότι οι εξαγοραζόμενες τράπεζες στις εγχώριες συμφωνίες έχουν καλύτερη συμπεριφορά απέναντι στον πιστωτικό κίνδυνο - όπως φαίνεται από το λόγο loans provisions to interest ratio - σε σχέση με τις εξαγοράζουσες, ενώ στις διασυνοριακές συμφωνίες, τόσο οι εξαγοράζουσες όσο και οι εξαγοραζόμενες τράπεζες έχουν περίπου την ίδια συμπεριφορά απέναντι στον κίνδυνο.

Πίνακας7.2:

Cross-border and domestic mergers: descriptive statistics of size and other financial features of target and bidder banks

Target	*Cross-border*			*Domestic*		
Variables [1]	**Mean**	**Median**	**Standard deviation**	**Mean**	**Median**	**Standard deviation**
Total assets [2]	58.667	24.629	65.373	18.202	2.554	40.211
Liquid assets to deposits ratio	30,7	28,2	18,2	30,3	27,7	23,4
Cost-to-income ratio	68,7	69,8	17,0	71,5	72,0	19,1
Capital to total assets ratio	6,9	5,0	8,6	6,9	5,7	6,3
Loans - total assets	48,7	49,1	19,3	51,8	49,7	26,3
Loans provisions to interest ratio	24,1	16,9	24,9	27,9	18,7	39,3
Other operating income to total assets	1,2	1,1	0,7	1,3	1,1	1,2
Off-balance sheet to total assets	24,9	15,8	29,0	18,9	12,6	24,4
Customer loans to deposits ratio	70,1	65,0	45,7	71,8	60,4	46,0
Other expenses to total assets	0,9	0,9	0,4	1,3	1,2	0,9

Bidder pre-merger	*Cross-border*			*Domestic*		
Variables [1]	**Mean**	**Median**	**Standard deviation**	**Mean**	**Median**	**Standard deviation**
Total assets [2]	208.597	166.548	183.144	61.437	19.296	93.762
Liquid assets to deposits ratio	29,9	25,7	18,0	28,2	26,0	17,2
Cost-to-income ratio	66,9	69,1	13,4	68,1	69,5	12,9
Capital to total assets ratio	4,5	3,8	2,1	5,7	5,1	3,3
Loans - total assets	45,9	47,9	13,3	49,0	49,6	15,3
Loans provisions to interest ratio	24,4	19,0	23,2	19,5	17,1	12,0
Other operating income to total assets	1,1	1,1	0,6	1,1	1,0	0,9
Off-balance sheet to total assets	28,7	19,0	49,9	28,3	16,6	136,0
Customer loans to deposits ratio	68,9	64,9	35,4	67,5	62,7	48,2
Other expenses to total assets	0,8	0,8	0,4	1,1	1,0	0,7

Bidder post-merger	*Cross-border*			*Domestic*		
Variables [1]	**Mean**	**Median**	**Standard deviation**	**Mean**	**Median**	**Standard deviation**
Total assets [2]	267.694	201.665	233.659	81.609	25.054	129.460
Liquid assets to deposits ratio	24,9	23,3	15,1	29,3	29,6	14,7
Cost-to-income ratio	67,1	68,5	14,1	68,1	68,4	16,2
Capital to total assets ratio	4,5	3,9	2,1	5,9	5,5	3,2
Loans - total assets	45,6	44,5	14,1	50,9	51,8	15,0
Loans provisions to interest ratio	23,0	14,0	36,8	16,6	15,6	11,6
Other operating income to total assets	1,4	1,5	0,7	1,2	1,2	0,8
Off-balance sheet to total assets	27,0	23,5	23,8	20,6	15,5	18,9
Customer loans to deposits ratio	63,9	61,1	22,8	71,5	68,2	38,7
Other expenses to total assets	0,8	0,8	0,4	1,0	0,9	0,6

(1) Οι ορισμοί των μεταβλητών υπάρχουν στον Πίνακα 7.1.
(2) Τα total assets υπολογίζονται σε εκατομμύρια δολάρια.

Πηγή: "Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe, The role of strategic similarities", Altunbas & Ibanez (2004), European Central Bank

Από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν σε ευρωπαϊκό επίπεδο κατά τα έτη 1990–2001, διαπιστώθηκε ότι οι μεγάλες και αποτελεσματικότερες τράπεζες προτιμούν να εξαγοράζουν τραπεζικά ιδρύματα τα οποία αφενός δεν συνηθίζουν να αναλαμβάνουν μεγάλους κινδύνους και αφετέρου έχουν αρκετά διαφοροποιημένες πηγές εσόδων. Επίσης, παρατηρήθηκε ότι τα περισσότερα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά των εξαγοραζουσών και εξαγοραζόμενων τραπεζών που συμμετέχουν σε εγχώριες συγχωνεύσεις δεν διαφέρουν κατά πολύ από τα αντίστοιχα χαρακτηριστικά των τραπεζών που συμμετέχουν σε διασυνοριακές συμφωνίες. Οι κυριότερες διαφορές που εντοπίστηκαν αφορούν το μέγεθος και την αποδοτικότητα μετά τη συγχώνευση, όπως φαίνεται αναλυτικότερα στον ***Πίνακα 7.3.*** Όσον αφορά την επίδραση των τραπεζικών συγχωνεύσεων στην αποδοτικότητα, παρατηρήθηκε αύξηση της αποδοτικότητας μετά τη συγχώνευση (ΔROE), η οποία ήταν περίπου 2.5% για τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και 1.2% για τις εγχώριες. Αυτή η παρατήρηση, αν και συνάδει με τα αποτελέσματα άλλων μελετών, όπως αυτά των Houston, James & Ryngaert (2001) για τις Η.Π.Α. και των Focarelli & Panetta (2003) για την Ιταλία, έρχεται σε αντίθεση με το μεγαλύτερο μέρος της μέχρι τώρα ευρωπαϊκής επιστημονικής βιβλιογραφίας που αναφέρει ότι δεν υπάρχουν υπεραποδόσεις ή βελτίωση της αποτελεσματικότητας μετά από συγχωνεύσεις. Όσον αφορά το μέγεθος, το σχετικό μέγεθος των εξαγοραζόμενων τραπεζών σε σχέση με αυτό των αγοραστών είναι μικρότερο στις εγχώριες παρά στις διασυνοριακές συμφωνίες. Αν παρατηρήσουμε τη διάμεσο για το δείκτη σχετικού μεγέθους (relative size indicator), διαπιστώνουμε ότι οι εξαγοραζόμενες τράπεζες αντιπροσωπεύουν περίπου το 21% του μεγέθους των αγοραστών στην περίπτωση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και το 19% στην περίπτωση των εγχώριων συγχωνεύσεων.

Πίνακας 7.3:

Descriptive statistics of the main determinants of performance

Variables	*Cross-border*			*Domestic*		
Dependent Variable	**Mean**	**Median**	**Standard deviation**	**Mean**	**Median**	**Standard deviation**
Performance change	2,44	1,68	5,44	1,22	1,05	5,37
Control Variables						
Relative size	0,79	0,21	1,62	0,75	0,19	2,16
Bidder performance	9,41	8,94	5,88	8,11	8,02	6,20
Strategic relatedness						
Liquidity	21,01	18,74	17,60	12,94	8,82	13,28
Efficiency	15,70	10,82	14,03	16,49	11,83	15,89
Capitalization	4,00	1,95	8,48	3,47	1,75	6,13
Loan ratio	18,06	14,08	15,31	18,16	10,88	24,03
Credit risk	22,5	13,94	27,78	18,22	7,05	36,11
Diversity earnings	0,72	0,52	0,60	0,81	0,48	1,15
Off-balance sheet activities	27,47	12,96	50,83	22,10	7,10	128,96
Deposits activity	37,10	25,05	42,01	35,59	17,19	56,21
Other expenses	0,56	0,32	0,38	0,63	0,43	0,80

Οι στρατηγικές μεταβλητές (strategic variables) αφορούν τις τιμές του δείκτη ομοιότητας (similarity index) για κάθε μεταβλητή.

Πηγή: "Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe, The role of strategic similarities", Altunbas & Ibanez (2004), European Central Bank

Ο ***Πίνακας 7.4.*** απεικονίζει την - μετά τη συγχώνευση - αποδοτικότητα των τραπεζών, η οποία επηρεάζεται από ένα σύνολο μεταβλητών ελέγχου (control variables), και ένα επιπλέον σύνολο στρατηγικών μεταβλητών (strategic variables). Συγκεκριμένα, το Model 1 απεικονίζει τα αποτελέσματα της επίδρασης των μεταβλητών ελέγχου στην αποδοτικότητα μετά τη συγχώνευση, ενώ το Model 2 είναι πιο ολοκληρωμένο, καθώς περιλαμβάνει, όχι μόνο την επίδραση των μεταβλητών ελέγχου αλλά και την επίδραση των στρατηγικών μεταβλητών στην αποδοτικότητα. Βασικός σκοπός της παλινδρόμησης, λοιπόν, είναι να ελέγξει την επίδραση των στρατηγικών διαφορών (strategic dissimilarities) στην αποδοτικότητα μετά τη συγχώνευση. Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιείται η μεταβολή της αποδοτικότητας που ορίζεται ως η διαφορά ανάμεσα στη μέση αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (ROE) των συγχωνευμένων τραπεζών δύο χρόνια μετά τη συγχώνευση και στο σταθμισμένο μέσο του ROE των συγχωνευμένων τραπεζών δύο χρόνια πριν

τη συγχώνευση. Μεταξύ των ερμηνευτικών μεταβλητών, εμπεριέχονται δύο μεταβλητές ελέγχου (control variables), εκ των οποίων η μία μεταβλητή είναι η σχετική διαφορά του μεγέθους ανάμεσα στην εξαγοραζόμενη και στην εξαγοράζουσα τράπεζα και η άλλη είναι η ex-ante αποδοτικότητα της εξαγοράζουσας τράπεζας.

Ο στατιστικός έλεγχος που γίνεται εδώ είναι F – test. Βέβαια, πρέπει να αναφερθεί ότι το F–test είναι πολύ ευαίσθητο στη μη κανονικότητα. Γι' αυτό, εναλλακτικοί έλεγχοι που θα μπορούσαν να γίνουν είναι το Lavene's test, το Barlett's test και το Brown-Firsythe test. Ωστόσο, το πρόβλημα που προκύπτει είναι ότι όταν διεξάγονται τα συγκεκριμένα tests για να ελέγξουν την υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας, παρατηρείται αύξηση στο Σφάλμα Τύπου Ι.

Όπως είναι γνωστό, **το Κλασσικό Μοντέλο Γραμμικής Παλινδρόμησης** (Classical Linear Regression Model) στηρίζεται στις εξής υποθέσεις:

1. Υπόθεση γραμμικότητας, δηλαδή: $Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \ldots + \beta_k X_{ik} + u$
2. Υπόθεση τυχαίας δειγματοληψίας, δηλαδή τα $(X_{i1}, X_{i2}, \ldots, X_{ik}, Y_i)$ είναι ανεξάρτητα και ισόνομα κατανεμημένα [independent and identically distributed (i.i.d.)]
3. Υπόθεση μέσης ανεξαρτησίας, δηλαδή: $E(u_i | X_{i1}, X_{i2}, \ldots, X_{ik}) = 0$
4. Υπόθεση της μη τέλειας συγγραμμικότητας.
5. Υπόθεση δεσμευμένης ομοσκεδαστικότητας, δηλαδή: $V(u_i | X_{i1}, \ldots, X_{ik}) = \sigma^2$

Το Κλασσικό Κανονικό Μοντέλο Γραμμικής Παλινδρόμησης (Classical Normal Linear Regression Model) περιλαμβάνει και μία έκτη υπόθεση, δηλαδή:

6. την Υπόθεση της Κανονικότητας, δηλαδή το u_i είναι ανεξάρτητο από τα $X_{i1}, X_{i2}, \ldots, X_{ik}$ και είναι κανονικά κατανεμημένο, δηλαδή: $u_i \sim N(0, \sigma^2)$.

Η F-statistic υπολογίζεται ως εξής:

$$F = \frac{SSR_R - SSR_U}{SSR_U} \times \frac{n - k - 1}{q}$$

όπου:

- SSR_U και SSR_R είναι τα κατάλοιπα από το unrestricted model και το restricted model, αντίστοιχα.

  Όταν λέμε unrestricted model εννοούμε το μοντέλο, στο οποίο δεν έχουμε επιβάλει περιορισμούς, δηλαδή το Model 2, ενώ το restricted model είναι το μοντέλο στο οποίο έχουμε επιβάλει κάποιους περιορισμούς, δηλαδή το Model 1, όπου εξετάζουμε τη μηδενική υπόθεση ότι ορισμένες παράμετροι ισούνται με το μηδέν.
- n είναι το μέγεθος του δείγματος.
- k είναι ο αριθμός των ερμηνευτικών μεταβλητών.
- q είναι ο αριθμός των περιορισμών.

Κάτω από τη μηδενική υπόθεση και κάτω από τις υποθέσεις 1–6 που αναφέρθηκαν παραπάνω, η F-statistic ακολουθεί την F κατανομή:

$$F \sim F(q, n - k - 1)$$

Επίσης, η F-statistic μπορεί να υπολογιστεί ως εξής:

$$F = \frac{R_U^2 - R_R^2}{1 - R_U^2} \times \frac{n - k - 1}{q}$$

όπου: R_U^2 και R_R^2 είναι οι συντελεστές προσδιορισμού (coefficients of determination) στην unrestricted και στην restricted παλινδρόμηση, αντίστοιχα.

Αν η τιμή της F είναι μεγαλύτερη από την κριτική τιμή (c_α), τότε η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται.

Πίνακας 7.4:

Results of regression analysis of change in performance on strategic and other control variables

	Domestic		Cross-border	
Variables	**Model 1**	**Model 2**	**Model 1**	**Model 2**
Relative size	-0,443* (-0,0516)	-0,335* (0,0495)	0,325* (0,0607)	0,327* (0,0587)
Bidder performance level	-0,538* (0,0153)	-0,540* (0,0148)	-0,468* (0,0358)	-0,494* (0,0358)
Efficiency		-0,057* (0,0057)		-0,044* (0,0149)
Capitalisation		0,070* (0,0148)		-0,202* (0,0218)
Loan ratio		-0,026* (0,0052)		0,095* (0,0145)
Credit risk		-0,001 (0,0025)		0,013*** (0,0078)
Diversity earnings		-0,589* (0,0843)		0,318 (0,3531)
Other expenses		0,827* (0,1513)		-4,150* (0,5808)
Off-balance sheet activities		0,003* (0,0006)		-0,007*** (0,0037)
Liquidity		0,001 (0,0069)		-0,033* (0,0102)
Deposits activity		-0,003*** (0,0017)		-0,009** (0,0041)
Intercept	5,133* (0,2603)	6,474* (0,2827)	7,152* (0,4776)	9,573* (0,5327)
R2 - Adj	0,425	0,488	0,404	0,537
F-value	217,080	123,120	62,740	47,230

***** δείχνει σημαντικότητα σε επίπεδο 1%, ** δείχνει σημαντικότητα σε επίπεδο 5%, *** δείχνει σημαντικότητα σε επίπεδο 10%. Το Model 1 περιλαμβάνει μόνο τις μεταβλητές ελέγχου (control variables). Το Model 2 είναι πιο ολοκληρωμένο γιατί περιλαμβάνει και τις μεταβλητές ελέγχου (control variables) και τις μεταβλητές στρατηγικής (strategy variables). Εντός των παρενθέσεων, υπάρχουν τα standard errors των συντελεστών.

Πηγή: "Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe, The role of strategic similarities", Altunbas & Ibanez (2004), European Central Bank

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από τις μεταβλητές ελέγχου δείχνουν ότι οι διαφορές που υπάρχουν στο μέγεθος των εξαγοραζουσών και εξαγοραζόμενων τραπεζών επηρεάζουν την αποδοτικότητα. Από τη μια μεριά, στην περίπτωση των εγχώριων συγχωνεύσεων ή εξαγορών, όπου η επίτευξη οικονομιών κόστους (cost economies) είναι ένας από τους κυριότερους λόγους που ωθεί έναν αγοραστή να προχωρήσει σε ένα τέτοιο εγχείρημα, όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της εξαγοραζόμενης τράπεζας σε σχέση με το μέγεθος του αγοραστή, τόσο χαμηλότερη είναι η αποδοτικότητα που επέρχεται μετά τη συγχώνευση. Επομένως, αναμένεται να υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στο σχετικό μέγεθος και στην αποδοτικότητα . Από την άλλη μεριά, στην περίπτωση των διασυνοριακών συναλλαγών, όπου ο κύριος στόχος των αγοραστών δεν είναι η επίτευξη οικονομιών κόστους αλλά η απόκτηση ωφελειών που προέρχονται από συνέργιες με επιχειρήσεις του εξωτερικού, όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της εξαγοραζόμενης τράπεζας σε σχέση με αυτό της εξαγοράζουσας, τόσο μεγαλύτερη μπορεί να είναι η βελτίωση στην αποδοτικότητα που μπορεί να επέλθει μετά τη συγχώνευση. Συνεπώς, αναμένεται να υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στο σχετικό μέγεθος και στην αποδοτικότητα.

Επιπλέον, το επίπεδο αποδοτικότητας της εξαγοράζουσας τράπεζας πριν τη συγχώνευση είναι δυνατόν να επηρεάσει την αποδοτικότητα της συνδυασμένης επιχειρηματικής οντότητας μετά τη συγχώνευση. Αν η εξαγοράζουσα τράπεζα πριν τη συγχώνευση έχει υψηλή αποδοτικότητα, ο νέος οργανισμός που θα προκύψει μετά τη συγχώνευση θα έχει χαμηλότερη αποδοτικότητα βραχυπρόθεσμα. Αυτό συμβαίνει επειδή η αποδοτικότητα των αγοραστών είναι εξ' αρχής υψηλή, με αποτέλεσμα να υπάρχουν ελάχιστα περιθώρια για περεταίρω αύξησή της. Αντιθέτως, αν η εξαγοράζουσα τράπεζα έχει χαμηλή αποδοτικότητα πριν τη συγχώνευση, θα καταφέρει από κοινού με την εξαγοραζόμενη τράπεζα να αυξήσουν την αποδοτικότητά τους μετά τη συγχώνευση. Συνεπώς, συνειδητοποιούμε ότι αναμένεται να υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ της αποδοτικότητας του αγοραστή και της αποδοτικότητας της νέας επιχειρηματικής οντότητας μετά τη συγχώνευση (ΔROE). Αυτό το συμπέρασμα ισχύει τόσο για τις εγχώριες όσο και για τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις.

Συγχρόνως, πρέπει να αναφέρουμε ότι διαφορές σε επίπεδο αποτελεσματικότητας, η οποία μετράται από το λόγο του κόστους προς τα έσοδα, έχουν αρνητικές επιδράσεις στην αποδοτικότητα. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι οι

τράπεζες που συνενώνονται έχουν εντελώς διαφορετικές στρατηγικές ελέγχου του κόστους (cost controlling strategies), με αποτέλεσμα να παρατηρείται μείωση στην αποδοτικότητα μετά τη συγχώνευση.

Όσον αφορά τις διαφορές στην κεφαλαιακή δομή (capital structure), η ύπαρξη διαφορών βελτιώνει την αποδοτικότητα στην περίπτωση των εγχώριων συγχωνεύσεων, ενώ τη μειώνει στην περίπτωση των διασυνοριακών.

Από τα αποτελέσματα της έρευνας, για τις εγχώριες συμφωνίες, διαπιστώθηκε συνάμα ότι όσο μεγαλύτερες είναι οι διαφορές που αφορούν τα κέρδη διαφοροποίησης, τον πιστωτικό κίνδυνο ή το λόγο των δανείων προς τα στοιχεία του ενεργητικού ανάμεσα στις υπό συγχώνευση τράπεζες, τόσο χειρότερη είναι η αποδοτικότητα μετά τη συγχώνευση με αποτέλεσμα να καθίστανται οικονομικά αναποτελεσματικές οι εγχώριες συγχωνεύσεις μεταξύ οργανισμών που παρουσιάζουν τις συγκεκριμένες ετερογένειες. Για τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις όμως, όσο μεγαλύτερες είναι αυτές οι διαφορές, τόσο μεγαλύτερη είναι η βελτίωση που επέρχεται στην αποδοτικότητα. Εξάλλου, η αύξηση των εσόδων που προέρχεται από οικονομίες φάσματος και συμπληρωματικότητες μεταξύ των συγχωνευόμενων οργανισμών αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα κίνητρα για την υλοποίηση διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Συγχρόνως, ας μην ξεχνάμε ότι στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις, η κλίμακα παίζει πολύ σημαντικό ρόλο, αφού το μέγεθος του οργανισμού είναι απαραίτητη προϋπόθεση για τη συμμετοχή σε μεγάλα επενδυτικά τραπεζικά εγχειρήματα [Cabral, Dierick & Vesala (2002)]. Τα κέρδη διαφοροποίησης που αναφέρθηκαν προηγουμένως προέρχονται από διάφορες πηγές εσόδων εξαιρουμένων αυτών που συνδέονται με τα έσοδα από τόκους. Τα κέρδη που προέρχονται από τη διαφοροποίηση οφείλονται στις δυνατότητες χρηματοοικονομικής καινοτομίας που έχουν οι τράπεζες στην παραγωγή νέων αγαθών και υπηρεσιών.

Αναφορικά με τις στρατηγικές καταθέσεων και ρευστότητας, διαπιστώθηκε ότι όσο περισσότερο όμοιες είναι αυτές οι στρατηγικές μεταξύ των συγχωνευόμενων εταίρων, τόσο μεγαλύτερες είναι οι πιθανότητες αύξησης της αποδοτικότητας και για τις εγχώριες και για τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις.

Τέλος, όσον αφορά τα έξοδα για τεχνολογία και καινοτομία, πρέπει να αναφέρουμε ότι αυτά συγκαταλέγονται στην κατηγορία των άλλων εξόδων (other expenses) του

παραπάνω πίνακα. Ειδικότερα, η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει τα έξοδα που δεν σχετίζονται με τους τόκους και τις αμοιβές προσωπικού και ανώτερων στελεχών. Οι διαφορές σε επίπεδο επενδύσεων στην τεχνολογία που παρουσιάζουν μεταξύ τους οι εξαγοραζόμενες και εξαγοράζουσες τράπεζες είναι δυνατόν να αυξήσουν την αποδοτικότητα των εγχώριων συμφωνιών, αφού καθένας από τους συγχωνευόμενους εταίρους μπορεί να ωφεληθεί από αποδόσεις κλίμακας και φάσματος που απορρέουν από επενδύσεις που κάνει ο άλλος εταίρος. Όπως φαίνεται από το θετικό πρόσημο του συντελεστή της παλινδρόμησης του πίνακα, η αποδοτικότητα των εγχώριων συγχωνεύσεων και εξαγορών αυξάνεται όταν οι συγχωνευόμενες τράπεζες διαφέρουν ως προς τις στρατηγικές χρηματοοικονομικής καινοτομίας και τεχνολογίας που εφαρμόζουν. Στην περίπτωση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων όμως, λόγω της ύπαρξης του κινδύνου της ασυμβατότητας των τεχνολογιών μεταξύ των χωρών, τέτοιου είδους διαφορές μπορούν να οδηγήσουν σε πτώση της αποδοτικότητας, πράγμα το οποίο υποστηρίζουν και οι Harrison, Hall & Nargundkar (1993).

Συνοψίζοντας, λαμβάνοντας υπόψη τα προαναφερθέντα, οφείλουμε να επισημάνουμε ότι η κυρίαρχη τάση που υπάρχει στην Ευρώπη τα τελευταία χρόνια είναι ότι ολοένα και μεγαλύτεροι καθώς επίσης και αποτελεσματικότεροι τραπεζικοί οργανισμοί συγχωνεύονται με μικρότερες και καλύτερα κεφαλαιοποιημένες τράπεζες με διαφοροποιημένες πηγές εσόδων. Επίσης, σύμφωνα με τη συγκεκριμένη έρευνα, υποστηρίζεται ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές οδηγούν σε αύξηση της αποδοτικότητας, η οποία είναι ιδιαίτερα εμφανής στην περίπτωση των διασυνοριακών συμφωνιών. Βέβαια, δεν πρέπει να παραβλέπουμε ότι αυτή η παρατήρηση δεν συνάδει με πολλές από τις μελέτες που διεξήχθησαν στις Η.Π.Α., οι οποίες μάλιστα στηριζόμενες στη μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology) δεν εντόπισαν βελτιώσεις στην αποδοτικότητα των συγχωνευόμενων τραπεζικών οντοτήτων. Παράλληλα, αξίζει να αναφερθεί ότι οι ομοιότητες των στρατηγικών που εφαρμόζουν οι υπό συγχώνευση εταίροι διαδραματίζουν τις περισσότερες φορές καθοριστικό ρόλο στην αύξηση της αποδοτικότητας μετά την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης.

7.2. Αποδοτικότητα ασφαλιστικών εταιρειών

Είναι γεγονός ότι, παρά τις σημαντικές αλλαγές που έχουν συντελεστεί στις ευρωπαϊκές χρηματοοικονομικές αγορές, λίγες είναι οι έρευνες που έχουν διεξαχθεί μέχρι σήμερα πάνω στην οικονομική αποδοτικότητα του κλάδου των ασφαλιστικών υπηρεσιών και κυρίως στις επιδράσεις που συνεπάγονται οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές για τις ασφαλιστικές εταιρείες και τους μετόχους τους. Η έρευνα των Cummins & Weiss (2004), έρχεται να συμπληρώσει την υπάρχουσα και σχετικά περιορισμένη αρθρογραφία, εξετάζοντας τις επιδράσεις των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στον ευρωπαϊκό ασφαλιστικό κλάδο.

Η προαναφερθείσα μελέτη επικεντρώνεται στις συγχωνεύσεις και εξαγορές που έλαβαν χώρα στην Ευρώπη και καλύπτουν τη χρονική περίοδο 1990 - 2002. Η συγκεκριμένη χρονική περίοδος δεν επιλέχθηκε τυχαία. Το 1994, εισήχθη στα κράτη-μελη της Ευρωπαϊκής Ένωσης η Τρίτη Γενιά Ασφαλιστικών Οδηγιών (Third Generation Insurance Directives), οι οποίες απελευθέρωσαν τις ασφαλιστικές αγορές ευνοώντας τον ανταγωνισμό. Σύμφωνα με τις συγκεκριμένες Οδηγίες, μια ασφαλιστική εταιρεία μπορεί να αναπτύξει επιχειρηματική δραστηριότητα σε όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με την προϋπόθεση ότι της έχει δοθεί σχετική άδεια σε μία χώρα της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Πολλές ευρωπαϊκές χώρες, πριν την εισαγωγή των συγκεκριμένων Οδηγιών, προχώρησαν σε μέτρα απελευθέρωσης (deregulatory measures) της αγοράς ασφαλιστικών υπηρεσιών θέλοντας να προετοιμάσουν το έδαφος και να προσαρμοστούν ευκολότερα στη συνολική απελευθέρωση των ευρωπαϊκών αγορών. Η απελευθέρωση οδήγησε σε έναν μεγάλο αριθμό επιχειρηματικών συνενώσεων. Συγκεκριμένα, κατά το χρονικό διάστημα 1990–2002, πραγματοποιήθηκαν 2.595 συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι οποίες περιελάμβαναν ευρωπαϊκές ασφαλιστικές εταιρείες. Από αυτές, οι 1.669 οδήγησαν σε μεταβολές σε θέματα ελέγχου.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1990-2002 δεν περιλαμβάνουν μόνο συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ ασφαλιστικών εταιρειών, αλλά επεκτείνονται και σε συμφωνίες, όπου ένα από τα δύο μέρη (εξαγοράζουσα επιχείρηση ή εταιρεία-στόχος) είναι οπωσδήποτε ασφαλιστική εταιρεία, ενώ το άλλο μέρος μπορεί να είναι επιχείρηση που ανήκει σε οποιονδήποτε

κλάδο της οικονομίας γενικότερα. Αν παρατηρήσουμε τον ***Πίνακα 7.5.***, θα διαπιστώσουμε ότι κατά την περίοδο 1990-2002, μια σχετικά μικρή μερίδα επιχειρήσεων εκτός του ασφαλιστικού κλάδου είχαν καταφύγει σε εξαγορές ασφαλιστικών εταιρειών. Συγκεκριμένα, 75 εμπορικές τράπεζες και 95 επιχειρήσεις του χρηματοοικονομικού κλάδου (πλην των εμπορικών τραπεζών και των ασφαλιστικών) εξαγόρασαν ασφαλιστικές εταιρείες. Επίσης, οι εταιρείες ασφάλειας ζωής πραγματοποίησαν συμφωνίες με επιχειρήσεις διαφόρων κλάδων, εκ των οποίων 65 αφορούσαν εξαγορές εμπορικών τραπεζών, ενώ 68 αφορούσαν εξαγορές άλλων επιχειρήσεων του κλάδου παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Κατά την ίδια χρονική περίοδο, προέβησαν σε εξαγορές 777 επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνταν στον κλάδο παροχής ασφαλιστικών υπηρεσιών γενικότερα. Οι εταιρείες ασφάλειας ζωής προχώρησαν επίσης σε 253 εξαγορές επιχειρήσεων που ανήκουν σε άλλους κλάδους της οικονομίας πέρα από αυτούς που προαναφέρθηκαν. Από τον πίνακα προκύπτει ότι πρώτον, οι περισσότερες συναλλαγές πραγματοποιήθηκαν εντός του ασφαλιστικού κλάδου και δεύτερον, οι εταιρείες ασφάλειας ζωής παρουσίασαν τη μεγαλύτερη κινητικότητα σε εξαγορές σε σχέση με τους υπόλοιπους υποκλάδους του ασφαλιστικού τομέα. Οφείλουμε να επισημάνουμε ότι οι συμφωνίες που περιλαμβάνονται στον συγκεκριμένο πίνακα αφορούν περιπτώσεις που μια πραγματοποιηθείσα συγχώνευση ή εξαγορά οδήγησε σε μεταβολές σε θέματα ελέγχου. Μια μεταβολή στον έλεγχο επέρχεται όταν σε μια συναλλαγή, το μερίδιο της εξαγοράζουσας επιχείρησης αυξάνεται από ένα ποσοστό που είναι κάτω του 50% σε ένα ποσοστό που είναι ίσο ή μεγαλύτερο του 50% των μετοχών της εταιρείας-στόχου μετά τη συγχώνευση.

Πίνακας 7.5:

Deals By Industry -- Insurance Acquirer or Target
Deals Involving a Change in Control
Number of Deals

	Acquirer Industry								
Target industry	Commercial Bank	Other financial	Life Insurance	Property-Liability Insurance	Other Insurance	Insurance agency	Other Industries	Unknown	Total
Commercial Bank			65	1					66
Other financial			68	10					78
Life Insurance	73	87	550	33	29	92	83	7	954
Property-Liability Insurance	2	8	28	12	3	17	10		80
Other Insurance			83	6		1			90
Insurance agency			116	18					134
Other Industries			253	13					266
Unknown			1						1
Total	75	95	1164	93	32	110	93	7	1669

Πηγή: "Consolidation in the European Insurance Industry: Do Mergers and Acquisitions Create Value for Shareholders?", Cummins & Weiss (2004), Wharton Financial Institution Center

Τα στοιχεία για τις συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν, αντλήθηκαν από την Thomson Financial SDC Database. Η έρευνα εστιάζει κατά κύριο λόγο στις συμφωνίες που έγιναν μεταξύ εταιρειών κρατών-μελών της Ευρωπαϊκή Ένωσης αλλά δεν περιλαμβάνει έναν μικρό αριθμό συγχωνεύσεων και εξαγορών κρατών της Ανατολική Ευρώπης. Τα στοιχεία για τις τιμές των μετοχών για τη διενέργεια της event study προήλθαν από την Datastream Database. Πρέπει να σημειώσουμε ότι για τη διεξαγωγή της event study, χρησιμοποιήθηκαν μόνο οι συναλλαγές για τις οποίες υπήρχαν πλήρη στοιχεία τόσο στην SDC Database όσο και στην Datastream Database. Οι ημερομηνίες των γεγονότων (event dates) που χρησιμοποιούνται στην ανάλυση επεξεργάστηκαν έτσι ώστε να αποκλειστούν περιπτώσεις όπου περισσότερες από μία συναλλαγές συνέβησαν σε ένα χρονικό διάστημα που εκτείνεται τριάντα ημέρες πριν το γεγονός (event) ως τριάντα ημέρες μετά το γεγονός.

Στη συγκεκριμένη ανάλυση, λοιπόν, προκειμένου να διαπιστωθούν οι επιδράσεις των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στην αποδοτικότητα των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων, χρησιμοποιείται η μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων (abnormal returns or event-study methodology) με τη βοήθεια του υποδείγματος της αγοράς (market model). Εξ' υποθέσεως, οι αποδόσεις των υποκείμενων τίτλων είναι από κοινού κανονικές και ανεξάρτητα και ισόνομα κατανεμημένες [jointly normal and independently and identically distributed (i.i.d.)] στο χρόνο (MacKinlay, 1997). Η ανάλυση περιλαμβάνει υπολογισμό των αποδόσεων για καθεμία από τις συναλλαγές στο δείγμα. Η απόδοση ενός οποιουδήποτε τίτλου μιας ασφαλιστικής εταιρείας μπορεί να οριστεί ως ακολούθως:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt} \quad \textbf{(1)}$$

όπου:

R_{jt}: η πραγματική απόδοση [προσαρμοσμένη με βάση το μέρισμα, δηλαδή log (($Price_t$ + $Dividend_t$)/$Price_{t-1}$)] του τίτλου j την ημέρα t,

R_{mt}: η απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς για τη χώρα της επιχείρησης-στόχου ή της εξαγοράζουσας επιχείρησης,

α_j: ο σταθερός όρος (intercept term) ή η ιδιοσυγκρατική απόδοση (idiosyncratic return) του τίτλου j,

β_j: ο συντελεστής β του τίτλου j,

ε_{jt}: το σφάλμα (error term) της παλινδρόμησης.

Υπό την υπόθεση ότι οι αποδόσεις είναι από κοινού κανονικές και i.i.d., για το σφάλμα της παλινδρόμησης ισχύει:

$$E(\varepsilon_{jt}) = 0 , \qquad Var(\varepsilon_{jt}) = \sigma^2_{\varepsilon_j} \quad \textbf{(2)}$$

Με τη χρήση του συγκεκριμένου υποδείγματος, εκτιμώνται οι παράμετροι της αγοράς (market parameters) για κάθε εταιρεία βάσει των αποδόσεων των τίτλων κατά τη διάρκεια 250 ημερών, σταματώντας 30 ημέρες πριν την ημερομηνία του γεγονότος (event date), δηλαδή 30 ημέρες πριν την ημέρα δημόσιας ανακοίνωσης του bid. Υπολογίζεται έπειτα η ημερήσια μη αναμενόμενη ή μη κανονική απόδοση [unexpected or abnormal return (AR)] για κάθε τίτλο κατά τη διάρκεια της περιόδου του γεγονότος (event period). Χρησιμοποιούνται ορισμένες υποπερίοδοι – τα

λεγόμενα event windows – για την έρευνα, επεκτείνοντας το χρόνο κατά 15 ημέρες το πολύ πριν και μετά την ημερομηνία του γεγονότος[7].

Η μη κανονική απόδοση την ημέρα t για τον τίτλο j εκφράζεται ως εξής:

$$AR_{jt} = R_{jt} - \hat{\alpha}_j - \hat{\beta}_j R_{mt} \quad \textbf{(3)}$$

Η κατανομή της μη κανονικής απόδοσης δεδομένης της απόδοσης της αγοράς (market return) είναι από κοινού κανονική με δεσμευμένο μέσο μηδέν (zero conditional mean) και δεσμευμένη διακύμανση (conditional variance) ίση με:

$$\sigma^2(AR_{jt}) = \hat{\sigma}_{\varepsilon_j}^2 + \frac{1}{L_1}\left[1 + \frac{(R_{mt} - \overline{R}_m)^2}{\hat{\sigma}_m^2}\right] \quad \textbf{(4)}$$

όπου $\hat{\sigma}_{\varepsilon_j}^2$ είναι το άθροισμα των τετραγωνισμένων καταλοίπων από την εκτίμηση του υποδείγματος της αγοράς (market model estimation) και L_1 είναι η χρονική περίοδος που χρησιμοποιούμε για την εκτίμηση της «κανονικής απόδοσης» που θα είχε η μετοχή για το διάστημα (τ_1, τ_2). Δεδομένου ότι ο αριθμός των ημερών στην περίοδο εκτίμησης είναι αρκετά μεγάλος (π.χ. μεγαλύτερος του 30), η διακύμανση των μη κανονικών αποδόσεων συγκλίνει στο $\sigma_{\varepsilon j}^2$ και $AR \sim N(0, \sigma_{\varepsilon j}^2)$ (MacKinlay 1997).

[7] Η ημερομηνία του γεγονότος (ημέρα ή μήνας δημόσιας ανακοίνωσης του bid) τοποθετείται, στην όλη χρονική περίοδο εξέτασης, στο σημείο 0. Συνήθως, το estimation period τελειώνει 1-3 μήνες πριν το σημείο 0 για να αντιμετωπισθεί το φαινόμενο της προεξόφλησης του γεγονότος του bid από την αγορά που μπορεί και να οφείλεται σε διαρροή πληροφοριών. Επομένως, ένα event window που εκτείνεται m ημέρες πριν την ημερομηνία του γεγονότος και p ημέρες μετά την ημερομηνία του γεγονότος συμβολίζεται ως (-m,+p), με την ημερομηνία του γεγονότος να είναι η ημέρα 0.

Οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις και η διακύμανση των μέσων μη κανονικών αποδόσεων των N τίτλων δίνονται από τη σχέση:

$$\overline{AR}_{\mathrm{t}} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^{N} AR_{jt} \quad \textbf{(5)}$$

$$\hat{\sigma}^2(\overline{AR}_t) = \frac{1}{N^2} \sum_{j=1}^{N} \hat{\sigma}_{\varepsilon_j}^2 \quad \textbf{(6)}$$

Έπειτα, υπολογίζονται οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις για N τίτλους μεταξύ δύο χρονικών περιόδων (τ_1 και τ_2), καθώς επίσης και η διακύμανσή τους ως εξής:

$$\overline{CAR} = (\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^{N} \overline{AR}\ (\tau_1, \tau_2) \quad \textbf{(7)}$$

$$Var\left[\overline{CAR}\ (\tau_1, \tau_2)\right] = \frac{1}{N^2} \sum_{j=1}^{N} \hat{\sigma}_j^2(\tau_1, \tau_2) \quad \textbf{(8)}$$

Επιπλέον, γίνονται ορισμένες πρόσθετες προσαρμογές στη μέτρηση των μη κανονικών αποδόσεων. Σύμφωνα με τον Patel (1976), οι μη κανονικές αποδόσεις για κάθε τίτλο τυποποιούνται αν διαιρεθούν με την εκτιμημένη διακύμανση κάθε τίτλου. Αυτή η διαδικασία τυποποίησης (standardization process) μπορεί να βοηθήσει στο να έχουμε καλύτερα t-statistics. Για έναν οποιονδήποτε τίτλο, υπολογίζεται η τυποποιημένη μη κανονική απόδοση [standardized abnormal returns (SAR)] σε μια δεδομένη χρονική περίοδο διαιρώντας την μη κανονική απόδοση με την εκτιμημένη τυπική απόκλιση της απόδοσης του τίτλου, δηλαδή:

$$SAR_{jt} = \frac{AR_{jt}}{\hat{\sigma}_{\varepsilon_j}}\ t\ (L_1 - 2) \quad \textbf{(9)}$$

όπου t(L_1-2) είναι η κατανομή t με (L_1-2) βαθμούς ελευθερίας. Για την κατασκευή ενός στατιστικού test των μη κανονικών αποδόσεων των N επιχειρήσεων την περίοδο t, αθροίζουμε τις τυποποιημένες μη κανονικές αποδόσεις (SAR_{jt}) για όλους τους N τίτλους, έτσι ώστε να πάρουμε τις συνολικές τυποποιημένες μη κανονικές αποδόσεις ($TSAR_t$).

Η εκτιμημένη διακύμανση των αποδόσεων προσαρμόζεται με τη διαστρωματική διακύμανση του δείγματος μέσω της standardized cross-sectional (SCS) procedure που αναπτύχθηκε από τους Boehmer, Musumeci & Poulsen (1991). Γίνεται ενσωμάτωση της προσαρμοσμένης διακύμανσης των Boehmer, et al. (1991) και η Z-στατιστική (Z-statistic) που χρησιμοποιείται είναι:

$$Z_t = \frac{TSAR_t}{\sigma_{sar,t}\sqrt{N}} \qquad \textbf{(10)}$$

Η προσαρμοσμένη τυπική απόκλιση (adjusted standard deviation) προκύπτει από τον τύπο:

$$\hat{\sigma}^2_{sar,t} = \frac{1}{N-1}\sum_{j=1}^{N}\left[SAR_{jt} - \frac{1}{n}SAR_{jt}\right]^2 \qquad \textbf{(11)}$$

Για την κατασκευή ενός μέτρου των τυποποιημένων αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων, ορίζεται αρχικά η τυποποιημένη αθροιστική μη κανονική απόδοση [standardized cumulative abnormal return (SCAR)] για κάθε τίτλο κατά την περίοδο (τ_1, τ_2) ως ο λόγος της αθροιστικής μη κανονικής απόδοσης (CAR) προς την διακύμανση, δηλαδή:

$$SCAR(\tau_1,\tau_2) = \frac{CAR_j}{\sigma_j^2(\tau_1,\tau_2)} = \frac{\sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{jt}}{(\tau_2-\tau_1+1)\sigma_{\varepsilon_j}^2} \qquad \textbf{(12)}$$

Έπειτα, υπολογίζεται η μέση τιμή των τυποποιημένων αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων όλων των N τίτλων και διαιρείται με την τυπική απόκλιση των τυποποιημένων αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων, έτσι ώστε να λάβουμε ένα στατιστικό test για τις τυποποιημένες αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις του χαρτοφυλακίου. Η στατιστική συνάρτηση Z του παραπάνω test είναι:

$$Z_t = \frac{\sum_{j=1}^{N} SCAR_j(\tau_1,\tau_2)}{\sigma_{scar}\sqrt{N}} \qquad \textbf{(13)}$$

Χρησιμοποιώντας τη Σχέση (13), κατασκευάζονται tests στατιστικής σημαντικότητας των γεγονότων των συγχωνεύσεων και εξαγορών (M&A events) πάνω στις αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων και των εταιρειών-στόχων του δείγματος. Επιπλέον, χρησιμοποιείται το generalized sign test του Cowan (1992), το οποίο συγκρίνει την αναλογία των θετικών μη κανονικών αποδόσεων γύρω από την ημέρα του γεγονότος με την αναλογία από την περίοδο εκτίμησης (estimation period).

Τα αποτελέσματα από την εφαρμογή της μεθόδου μη κανονικών αποδόσεων για όλες τις συναλλαγές αποτυπώνονται στον ***Πίνακα 7.6.*** Οι συναλλαγές περιλαμβάνουν τις περιπτώσεις όπου τουλάχιστον ένα από τα δύο μέρη (είτε αγοραστής είτε εταιρεία-στόχος) είναι ασφαλιστική εταιρεία. Από τον πίνακα, προκύπτει ότι οι συναλλαγές των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων (acquirers) έχουν αρνητική επίδραση στην αγοραία αξία (market value) αυτών των επιχειρήσεων. Η αρνητική επίδραση φαίνεται να είναι μικρή κατά μέσο όρο (μικρότερη από 1%) αλλά είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5% ή 10% για τα windows (-2,+2), (0,+1) και (0,+2), πράγμα το οποίο προκύπτει τόσο από την Patel στατιστική όσο και από την SCS Z στατιστική.

Όσον αφορά τις συναλλαγές των εταιρειών-στόχων (targets), αυτές χαρακτηρίζονται από δημιουργία σημαντικής αξίας, σύμφωνα με τα αποτελέσματα του Πίνακα 7.6. Οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις [cumulative average abnormal returns (CAARs)] είναι καλύτερες από τις αντίστοιχες των αγοραστών για όλα τα windows που εξετάζονται εδώ. Αν παρατηρήσουμε το window (-1,+1), η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση είναι 3.88% κατά μέσο όρο και αν παρατηρήσουμε το window (-15, +15), βλέπουμε ότι είναι 8.85%.

Τα παραπάνω αποτελέσματα που εξάγονται από τον Πίνακα 7.6., τόσο για τις εξαγοράζουσες όσο και για τις εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις, συνάδουν με το μεγαλύτερο μέρος της μέχρι τώρα βιβλιογραφίας που υποστηρίζει ότι οι αγοραστές είναι εκείνοι που χάνουν ενώ οι εταιρείες-στόχοι είναι αυτές που κερδίζουν από τις εξαγορές.

Οι συναλλαγές των εταιρειών-στόχων που παρουσιάζονται στον Πίνακα 7.6. χωρίζονται τώρα σε διασυνοριακές και εγχώριες συναλλαγές και αποτυπώνονται στον ***Πίνακα 7.7.*** Γενικά, τα κέρδη από τις εγχώριες συναλλαγές είναι μεγαλύτερα σε

σχέση με εκείνα των διασυνοριακών συναλλαγών. Αυτή η παρατήρηση ενισχύεται ακόμα περισσότερο αν λάβουμε υπόψη την άποψη που δέχεται ότι οι συγχωνεύσεις που εμμένουν σε στρατηγικές γεωγραφικής εστίασης είναι περισσότερο επικερδείς σε σχέση με τις συγχωνεύσεις που χρησιμοποιούν στρατηγικές γεωγραφικής διαφοροποίησης. Για παράδειγμα, όπως προκύπτει και από τον Πίνακα 7.7., η μέση μη κανονική απόδοση στο window (-1,+1) για τις διασυνοριακές συναλλαγές είναι 2.97%, ενώ η μέση μη κανονική απόδοση για τις εγχώριες συναλλαγές είναι 4.35%. Ωστόσο, τα t- tests[8] έδειξαν ότι οι διαφορές ανάμεσα σε διασυνοριακές και εγχώριες μέσες μη κανονικές αποδόσεις είναι στατιστικά μη σημαντικές για όλα σχεδόν τα windows. Γι' αυτό, λοιπόν, στην προκειμένη περίπτωση, δεν είναι δυνατόν να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα σχετικά με την μεγαλύτερη αποδοτικότητα των εγχώριων συναλλαγών.

[8] Τα t-tests που χρησιμοποιούνται εν προκειμένω υπολογίζουν τη στατιστική σημαντικότητα των διαφορών των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων (CAARs) ανάμεσα σε εγχώριες και διασυνοριακές συναλλαγές.

Πίνακας 7.6:

Cumulative Average Abnormal Returns across Event Windows
All Transactions
Market Model, Equally Weighted Index

Acquirers: All Years 1990 - 2002

Days	N	Mean CAAR	Patel Z	SCS Z	Generalized Sign Z
(-1,+1)	499	-0,14%	-0,662	-0,545	-0,568
(-2,+2)	499	-0,35%	-1,775*	-1,465$	-0,927
(-5,+5)	499	-0,35%	-0,973	-0,897	-0,388
(-10,+10)	499	-0,29%	-0,632	-0,587	-0,119
(-15,+15)	499	-0,38%	-1,279	-1,074	-0,299
(-1,0)	499	0,02%	1,268	0,989	0,868
(-2,0)	499	-0,05%	0,374	0,296	0,33
(-5,0)	499	-0,06%	0,016	0,015	0,868
(-10,0)	499	-0,05%	0	0	1,137
(-15,0)	499	-0,18%	-1,459$	-1,08	0,061
(0,+1)	499	-0,17%	-1,653*	-1,395$	-1,196
(0,+2)	499	-0,31%	-2,314*	-2,050*	-1,106
(0,+5)	499	-0,30%	-1,086	-1,022	0,15
(0,+10)	499	-0,25%	-0,66	-0,614	0,779
(0,+15)	499	-0,20%	-0,379	-0,318	-0,029

Targets: All Years 1990 - 2002

Days	N	Mean CAAR	Patel Z	SCS Z	Generalized Sign Z
(-1,+1)	164	3,88%	18,348***	4,149***	2,658**
(-2,+2)	164	4,09%	14,573***	4,070***	2,345**
(-5,+5)	164	4,58%	10,148***	3,700***	2,032*
(-10,+10)	164	6,87%	10,343***	4,465***	3,128***
(-15,+15)	164	8,85%	10,128***	4,771***	2,971**
(-1,0)	164	3,60%	21,213***	4,053***	2,345**
(-2,0)	164	3,97%	18,580***	4,307***	2,502**
(-5,0)	164	4,78%	14,541***	4,362***	2,032*
(-10,0)	164	6,31%	13,149***	4,994***	2,032*
(-15,0)	164	7,58%	12,725***	5,380***	2,189*
(0,+1)	164	2,96%	18,032***	3,775***	2,345**
(0,+2)	164	2,80%	13,928***	3,439***	1,719*
(0,+5)	164	2,48%	8,903***	2,905**	0,311
(0,+10)	164	3,24%	8,417***	3,119***	1,406$
(0,+15)	164	3,94%	7,518***	3,085**	1,406$

***Significant at 0.1% level, **Significant at 1% level, *Significant at 5% level, $Significant at 10% level.
CAAR = cumulative average abnormal return, SCS Z = standardized cross-sectional Z score,
Generalized sign Z = non-parametric test statistic.
Note: This table reports results for all transactions reported in the SDC Database for which corresponding Datastream stock returns data exist, regardless of the percentage of the target firm acquired in any given transaction. Results are for the entire sample period, 1990-2002.

Πηγή: "Consolidation in the European Insurance Industry: Do Mergers and Acquisitions Create Value for Shareholders?", Cummins & Weiss (2004), Wharton Financial Institution Center

Πίνακας 7.7:

Cumulative Average Abnormal Returns across Event Windows
All Target Domestic and Crossborder Transactions
Market Model, Equally Weighted Index

Target: Crossborder Transactions for All Years 1990 - 2002

Days	N	Mean CAAR	Patel Z	SCS Z	Generalized Sign Z
(-1,+1)	56	2,97%	5,398***	2,0000*	0,916
(-2,+2)	56	2,86%	4,120***	1,946*	0,381
(-5,+5)	56	3,95%	3,167***	1,844*	0,649
(-10,+10)	56	4,56%	3,184***	2,151*	1,719*
(-15,+15)	56	7,33%	3,861***	2,455**	1,987*
(-1,0)	56	2,08%	5,142***	1,639$	1,719*
(-2,0)	56	2,47%	4,991***	1,927*	2,254*
(-5,0)	56	3,79%	4,980***	2,486**	1,719*
(-10,0)	56	5,07%	5,575***	3,089***	1,987*
(-15,0)	56	5,80%	5,041***	3,283***	1,987*
(0,+1)	56	2,34%	5,444***	1,761*	0,381
(0,+2)	56	1,84%	3,561***	1,402$	1,114
(0,+5)	56	1,62%	1,615$	0,797	-0,957
(0,+10)	56	0,94%	0,564	0,342	-0,957
(0,+15)	56	2,99%	1,855*	0,951	-1,225

Target: Domestic Transactions for All Years 1990 - 2002

Days	N	Mean CAAR	Patel Z	SCS Z	Generalized Sign Z
(-1,+1)	108	4,35%	18,722***	3,697***	2,616**
(-2,+2)	108	4,72%	14,991***	3,641***	2,616**
(-5,+5)	108	4,91%	10,225***	3,260***	2,037*
(-10,+10)	108	8,07%	10,453***	3,970***	2,616**
(-15,+15)	108	9,63%	9,701***	4,124***	2,230*
(-1,0)	108	4,38%	22,438***	3,744***	1,651*
(-2,0)	108	4,74%	19,302***	3,907***	1,459$
(-5,0)	108	5,30%	14,333***	3,740***	1.266
(-10,0)	108	6,96%	12,189***	4,103***	1,073
(-15,0)	108	8,51%	12,051***	4,482***	1,266
(0,+1)	108	3,29%	18,300***	3,370***	2,616**
(0,+2)	108	3,30%	14,599***	3,157***	2,037*
(0,+5)	108	2,93%	9,808***	2,830**	1,073
(0,+10)	108	4,43%	9,966***	3,247***	2,423**
(0,+15)	108	4,44%	7,928***	2,997**	2,616**

***Significant at 0.1% level, **Significant at 1% level, *Significant at 5% level, $Significant at 10% level.
CAAR = cumulative average abnormal return, SCS Z = standardized cross-sectional Z score,
Generalized sign Z = non-parametric test statistic.
Note: This table reports results for all transactions reported in the SDC Database for which corresponding Datastream stock returns data exist, regardless of the percentage of the target firm acquired in any given transaction. Results are for the entire sample period, 1990-2002.

Πηγή: "Consolidation in the European Insurance Industry: Do Mergers and Acquisitions Create Value for Shareholders?", Cummins &Weiss (2004), Wharton Financial Institution Center

Οι συναλλαγές των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων που παρουσιάζονται στον Πίνακα 7.6. χωρίζονται με τον ίδιο τρόπο σε εγχώριες και διασυνοριακές συναλλαγές στον ***Πίνακα 7.8.*** Από τη μια μεριά, οι εγχώριες συναλλαγές παρουσιάζουν αρνητικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις, οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές σε μερικά από τα event windows. Από την άλλη μεριά, οι διασυνοριακές συναλλαγές έχουν μέσες μη κανονικές αποδόσεις που σε γενικές γραμμές είναι πιο κοντά στο μηδέν σε σχέση με αυτές των εγχώριων συναλλαγών και οι αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές και θετικές σε ένα window (-1,0). Για τρία από τα windows, (-1,+1), (0,+1) και (0,+2), τα t-tests δείχνουν ότι οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις για τις εγχώριες συναλλαγές είναι στατιστικά μικρότερες σε σχέση με αυτές των διασυνοριακών συναλλαγών. Επομένως, για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις, οι συναλλαγές που είναι γεωγραφικά διαφοροποιημένες είναι ουδέτερες ως προς την αξία (value neutral), ενώ οι συναλλαγές που εστιάζουν σε μια συγκεκριμένη χώρα καταστρέφουν αξία (value-destroying).

Ο ***Πίνακας 7.9.*** παρουσιάζει τα αποτελέσματα από την εφαρμογή της μεθόδου μη κανονικών αποδόσεων για όλες τις συναλλαγές των εξαγοραζουσών και εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων που οδηγούν σε μια μεταβολή ως προς τον έλεγχο (change in control). Όπως αποδεικνύεται από τον συγκεκριμένο πίνακα, για τους αγοραστές, οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις είναι μικροί αρνητικοί αριθμοί και είναι στατιστικά σημαντικές σε ορισμένα windows, π.χ. στο window (-2,+2), η απόδοση είναι -0.80% και είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1%. Για τις εταιρείες-στόχους, οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις διακυμαίνονται κατά προσέγγιση από 7.5% ως 16.6% και τα αποτελέσματα για όλα τα windows είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 0.1% σύμφωνα με τα Patel και SCS Z tests. Συνεπώς, όσον αφορά τις συναλλαγές που οδηγούν σε μεταβολές σε θέματα ελέγχου, υπάρχει μικρή αρνητική επίδραση στην αξία των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων και θετική επίδραση στην αξία των εταιρειών-στόχων.

Πίνακας 7.8:

Cumulative Average Abnormal Returns across Event Windows
All Acquirer Domestic and Crossborder Transactions
Market Model, Equally Weighted Index

Acquirers: Crossborder Transactions for All Years 1990 - 2002

Days	N	Mean CAAR	Patel Z	SCS Z	Generalized Sign Z	t-test
(-1,+1)	291	0,07%	0,682	0,589	0,432	$
(-2,+2)	291	-0,13%	-0,526	-0,466	-0,156	
(-5,+5)	291	-0,19%	-0,133	-0,128	0,314	
(-10,+10)	291	-0,16%	-0,238	-0,238	0,314	
(-15,+15)	291	-0,27%	-0,638	0,59	0,079	
(-1,0)	291	0,18%	1,996*	1,618$	1,606$	
(-2,0)	291	0,06%	0,561	0,477	0,432	
(-5,0)	291	0,15%	0,74	0,726	0,784	
(-10,0)	291	0,04%	-0,134	-0,127	1,371$	
(-15,0)	291	-0,09%	-0,732	-0,71	0,314	
(0,+1)	291	-0,01%	0,004	0,004	-0,156	$
(0,+2)	291	-0,08%	-0,288	-0,283	-0,626	$
(0,+5)	291	-0,24%	-0,25	-0,24	0,549	
(0,+10)	291	-0,10%	0,304	0,297	1,489$	
(0,+15)	291	-0,07%	0,248	0,22	0,667	

Acquirers: Domestic Transactions for All Years 1990 - 2002

Days	N	Mean CAAR	Patel Z	SCS Z	Generalized Sign Z
(-1,+1)	208	-0,44%	-1,830*	-1,421$	-1,391$
(-2,+2)	208	-0,66%	-2,128*	-1,613$	-1,252
(-5,+5)	208	-0,57%	-1,349$	-1,179	-0,974
(-10,+10)	208	-0,46%	-0,698	-0,592	-0,557
(-15,+15)	208	-0,52%	-1,244	-0,915	-0,557
(-1,0)	208	-0,21%	-0,397	-0,295	-0,557
(-2,0)	208	-0,20%	-0,085	-0,062	-0,001
(-5,0)	208	-0,35%	-0,851	-0,709	0,417
(-10,0)	208	-0,17%	0,158	0,126	0,139
(-15,0)	208	-0,30%	-1,393$	-0,819	-0,279
(0,+1)	208	-0,40%	-2,564**	-1,926*	-1,670*
(0,+2)	208	-0,63%	-3,243***	-2,571**	-0,974
(0,+5)	208	-0,38%	-1,387$	-1,273	-0,418
(0,+10)	208	-0,46%	-1,381$	-1,206	-0,557
(0,+15)	208	-0,39%	-0,88	-0,69	-0,835

***Significant at 0.1% level, **Significant at 1% level, *Significant at 5% level, $Significant at 10% level.
CAAR = cumulative average abnormal return, SCS Z = standardized cross-sectional Z score,
Generalized sign Z = non-parametric test statistic.
Note: This table reports results for all transactions reported in the SDC Database for which corresponding Datastream stock returns data exist, regardless of the percentage of the target firm acquired in any given transaction. Results are for the entire sample period, 1990-2002.
t-test is for the difference between domestic and cross-border mean CAARs.

Πηγή: "Consolidation in the European Insurance Industry: Do Mergers and Acquisitions Create Value for Shareholders?", Cummins &Weiss (2004), Wharton Financial Institution Center

Πίνακας 7.9:

Cumulative Average Abnormal Returns Across Event Windows
Transactions Resulting In a Change In Control
Market Model, Equally Weighted Index

Acquirers: All Years 1990 - 2002

Days	N	Mean CAAR	Patel Z	SCS Z	Generalized Sign Z	t-test
(-1,+1)	236	-0,32%	-1,523$	-1,221	-0,711	***
(-2,+2)	236	-0,80%	-3,040**	-2,501**	-2,147*	***
(-5,+5)	236	-0,78%	-1,968*	-1,792*	-0,972	***
(-10,+10)	236	-0,79%	-0,917	-0,836	0,334	***
(-15,+15)	236	-1,02%	-1,550$	-1,209	-0,319	***
(-1,0)	236	-0,15%	-0,436	-0,351	-0,449	***
(-2,0)	236	-0,30%	-1,349$	-1,114	-0,449	***
(-5,0)	236	-0,08%	-0,658	-0,621	-0,319	***
(-10,0)	236	-0,15%	-0,187	-0,172	0,596	***
(-15,0)	236	-0,62%	-2,261*	-1,449$	-0,711	***
(0,+1)	236	-0,29%	-2,009*	-1,650*	-1,625$	***
(0,+2)	236	-0,61%	-3,059**	-2,654**	-1,756*	***
(0,+5)	236	-0,81%	-2,368**	-2,135*	-1,494$	***
(0,+10)	236	-0,76%	-1,324$	-1,128	0,334	***
(0,+15)	236	-0,52%	-0,403	-0,324	-0,057	***

Targets: All Years 1990 - 2002

Days	N	Mean CAAR	Patel Z	SCS Z	Generalized Sign Z
(-1,+1)	52	9,43%	26,602***	4,074***	3,430***
(-2,+2)	52	10,22%	21,616***	4,202***	2,307*
(-5,+5)	52	12,91%	17,020***	4,616***	3,430***
(-10,+10)	52	14,78%	13,950***	4,865***	4,272***
(-15,+15)	52	16,58%	12,138***	4,743***	4,553***
(-1,0)	52	8,77%	30,893***	3,905***	2,588**
(-2,0)	52	9,54%	26,456***	4,075***	3,992***
(-5,0)	52	11,94%	21,795***	4,477***	3,993***
(-10,0)	52	13,75%	18,351***	4,926***	4,272***
(-15,0)	52	15,44%	16,493***	4,995***	3,992***
(0,+1)	52	7,49%	27,664***	3,701***	2,027*
(0,+2)	52	7,50%	22,656***	3,66***	2,307*
(0,+5)	52	7,79%	16,327***	3,644***	2,027*
(0,+10)	52	7,85%	12,170***	3,497***	2,869**
(0,+15)	52	7,96%	9,799***	3,314***	2,869**

***Significant at 0.1% level, **Significant at 1% level, *Significant at 5% level, $Significant at 10% level.
CAAR = cumulative average abnormal return, SCS Z = standardized cross-sectional Z score,
Generalized sign Z = non-parametric test statistic.
Change in control is defined as a transaction which raised the acquirer's stake in the target from less than 50% to 50% or greater.
Note: This table reports results for all transactions reported in the SDC Database for which corresponding Datastream stock returns data exist, where the acquisition resulted in a change in control. Change in control is defined as a transaction which raised the acquirer's stake in the target from less than 50% to 50% or greater. Results are for the entire sample period 1990-2002. t-test is for difference between acquirer and target mean CAAR

Πηγή: "Consolidation in the European Insurance Industry: Do Mergers and Acquisitions Create Value for Shareholders?", Cummins & Weiss (2004), Wharton Financial Institution Center

Ο ***Πίνακας 7.10.*** υποδιαιρεί τις συναλλαγές των εταιρειών-στόχων, που περιγράφηκαν στον προηγούμενο πίνακα, σε διασυνοριακές και εγχώριες συναλλαγές. Οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις των εγχώριων συναλλαγών είναι μεγαλύτερες από εκείνες των διασυνοριακών συναλλαγών και αυτές οι διαφορές είναι στατιστικά σημαντικές για τα windows (-1,+1), (-2,0), (0,+5), (0,+10), και (0,+15). Για παράδειγμα, αν εστιάσουμε την προσοχή μας στο window (-1,+1), θα διαπιστώσουμε ότι οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις για τις διασυνοριακές συναλλαγές είναι 5.35%, δηλαδή μικρότερες σε σύγκριση με το 11.88% που αναφέρεται στις εγχώριες συναλλαγές. Συνεπώς, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που εστιάζουν γεωγραφικά σε μια συγκεκριμένη χώρα δημιουργούν περισσότερη αξία για τις εταιρείες-στόχους σε σχέση με τις γεωγραφικά διαφοροποιημένες συγχωνεύσεις. Η αύξηση αυτή στην αξία είναι δυνατόν να οφείλεται στην αύξηση της δύναμής τους στην αγορά που επέρχεται ύστερα από μια συγχώνευση.

Ο ***Πίνακας 7.11.***, στη συνέχεια, διαχωρίζει τις συναλλαγές των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων σε διασυνοριακές και εγχώριες. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα αυτού του πίνακα, οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις των εγχώριων συναλλαγών είναι σημαντικές και αρνητικές σχεδόν σε όλα τα windows, ενώ εκείνες των διασυνοριακών συναλλαγών είναι κατά πλειονότητα θετικές αλλά στατιστικά ασήμαντες. Τα t-tests αποκαλύπτουν ότι οι διαφορές ανάμεσα στις διασυνοριακές και εγχώριες αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις είναι σημαντικές σε μεγάλο βαθμό για τα περισσότερα από τα windows που απεικονίζονται στον πίνακα. Συνεπώς, για τους αγοραστές, οι συγχωνεύσεις που συνεπάγονται γεωγραφική εστίαση καταστρέφουν αξία, ενώ οι γεωγραφικά διαφοροποιημένες συγχωνεύσεις είναι ουδέτερες ως προς την αξία.

Πίνακας 7.10:

Cumulative Average Abnormal Returns Across Event Windows
Transactions Resulting In a Change In Control
Market Model, Equally Weighted Index

Targets: Crossborder Transactions All Years 1990 - 2002

Days	N	Mean CAAR	Patel Z	SCS Z	Generalized Sign Z	t-test
(-1,+1)	20	5,35%	5,533***	1,383$	0,587	$
(-2,+2)	20	5,46%	4,305***	1,371$	0,14	
(-5,+5)	20	8,39%	4,092***	1,798*	1,035	
(-10,+10)	20	10,84%	4,126***	2,225*	2,377**	
(-15,+15)	20	12,33%	3,739***	2,343**	2,824**	
(-1,0)	20	4,67%	6,793***	1,421$	0,587	
(-2,0)	20	4,90%	5,704***	1,450$	1,929*	$
(-5,0)	20	8,04%	5,913***	1,953*	1,482$	
(-10,0)	20	11,72%	6,855***	2,719**	2,824**	
(-15,0)	20	12,82%	6,235***	2,937**	2,824**	
(0,+1)	20	4,10%	5,378***	1,14	-0,308	
(0,+2)	20	3,97%	4,229***	1,098	0,14	
(0,+5)	20	3,76%	2,747**	0,968	-0,755	$
(0,+10)	20	2,53%	1,201	0,555	-0,308	**
(0,+15)	20	2,92%	0,964	0,53	-0,755	$

Targets: Domestic Transactions All Years 1990 - 2002

Days	N	Mean CAAR	Patel Z	SCS Z	Generalized Sign Z
(-1,+1)	32	11,88%	29,404***	4,041***	4,101***
(-2,+2)	32	13,15%	24,101***	4,233***	3,035**
(-5,+5)	32	15,72%	18,457***	4,528***	3,745***
(-10,+10)	32	17,09%	14,466***	4,542***	3,745***
(-15,+15)	32	18,96%	12,442***	4,315***	3,745***
(-1,0)	32	11,04%	33,607***	3,762***	2,680**
(-2,0)	32	12,22%	28,967***	3,980***	3,745***
(-5,0)	32	14,25%	23,015***	4,220***	4,101***
(-10,0)	32	14,88%	17,901***	4,276***	3,390***
(-15,0)	32	16,86%	16,007***	4,264***	3,035**
(0,+1)	32	9,58%	30,931***	3,713***	3,035**
(0,+2)	32	9,67%	25,456***	3,682***	3,035**
(0,+5)	32	10,21%	18,544***	3,730***	3,390***
(0,+10)	32	10,95%	14,426***	3,764***	4,101***
(0,+15)	32	10,84%	11,599***	3,531***	4,101***

***Significant at 0.1% level, **Significant at 1% level, *Significant at 5% level, $Significant at 10% level.
CAAR = cumulative average abnormal return, SCS Z = standardized cross-sectional Z score,
Generalized sign Z = non-parametric test statistic.
Note: This table reports results for all transactions reported in the SDC Database for which corresponding Datastream stock returns data exist, where the acquisition resulted in a change in control.
Change in control is defined as a transaction which raised the acquirer's stake in the target from less than 50% to 50% or greater.
t-test is for difference between cross-border and domestic mean CAAR.

Πηγή: "Consolidation in the European Insurance Industry: Do Mergers and Acquisitions Create Value for Shareholders?", Cummins & Weiss (2004), Wharton Financial Institution Center

Πίνακας 7.11:

Cumulative Average Abnormal Returns Across Event Windows
Transactions Resulting In a Change In Control
Market Model, Equally Weighted Index

Acquirers: Crossborder Transactions All Years 1990 - 2002

Days	N	Mean CAAR	Patel Z	SCS Z	Generalized Sign Z	t-test
(-1,+1)	123	0,25%	0,61	0,487	0,349	**
(-2,+2)	123	0,03%	-0,217	-0,174	-0,375	***
(-5,+5)	123	0,04%	0,137	0,124	0,349	**
(-10,+10)	123	0,41%	0,721	0,696	1,253	**
(-15,+15)	123	0,04%	0,251	0,225	0,53	
(-1,0)	123	0,45%	1,754*	1,355$	0,349	***
(-2,0)	123	0,41%	0,902	0,761	0,168	***
(-5,0)	123	0,83%	1,560$	1,586$	0,349	***
(-10,0)	123	0,93%	1,128	1,104	1,795*	**
(-15,0)	123	0,45%	0,252	0,234	0,168	**
(0,+1)	123	0,08%	0,044	0,041	-0,917	**
(0,+2)	123	-0,09%	-0,332	-0,311	-1,098	***
(0,+5)	123	-0,51%	-0,774	-0,684	-0,736	
(0,+10)	123	-0,24%	0,331	0,291	0,71	
(0,+15)	123	-0,13%	0,479	0,409	0,168	

Acquirers: Domestic Transactions All Years 1990 - 2002

Days	N	Mean CAAR	Patel Z	SCS Z	Generalized Sign Z
(-1,+1)	113	-0,94%	-2,837**	-2,315*	-1,393$
(-2,+2)	113	-1,70%	-4,167***	-3,619***	-2,715**
(-5,+5)	113	-1,68%	-2,986**	-2,781**	-1,771*
(-10,+10)	113	-2,10%	-2,078*	-1,808*	-0,826
(-15,+15)	113	-2,16%	-2,502**	-1,745*	-1,015
(-1,0)	113	-0,79%	-2,460**	-2,128*	-1,015
(-2,0)	113	-1,07%	-2,891**	-2,376**	-0,826
(-5,0)	113	-1,08%	-2,578**	-2,333**	-0,826
(-10,0)	113	-1,33%	-1,447$	-1,265	-1,015
(-15,0)	113	-1,77%	-3,53***	-1,816*	-1,204
(0,+1)	113	-0,70%	-2,950**	-2.219*	-1,393$
(0,+2)	113	-1,18%	-4,074***	-3,352***	-1,393$
(0,+5)	113	-1,14%	-2,615**	-2,419**	-1,393$
(0,+10)	113	-1,33%	-2,258*	-1,874*	-0,259
(0,+15)	113	-0,94%	-1,082	-0,822	-0,259

***Significant at 0.1% level, **Significant at 1% level, *Significant at 5% level, $Significant at 10% level.
CAAR = cumulative average abnormal return, SCS Z = standardized cross-sectional Z score,
Generalized sign Z = non-parametric test statistic.
Note: This table reports results for all transactions reported in the SDC Database for which corresponding Datastream stock returns data exist, where the acquisition resulted in a change in control.
Change in control is defined as a transaction which raised the acquirer's stake in the target from less than 50% to 50% or greater.
t-test is for difference between domestic and cross-border transactions mean CAARs.

Πηγή: "Consolidation in the European Insurance Industry: Do Mergers and Acquisitions Create Value for Shareholders?", Cummins & Weiss (2004), Wharton Financial Institution Center

Λαμβάνοντας υπόψη το σύνολο των αποτελεσμάτων, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στην Ευρώπη δημιούργησαν μικρές αρνητικές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις για τις εξαγοράζουσες ασφαλιστικές εταιρείες. Ωστόσο, οι εξαγοραζόμενες ασφαλιστικές εταιρείες πραγματοποίησαν θετικές αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις. Ο διαχωρισμός των συναλλαγών σε εγχώριες και διασυνοριακές δείχνει ότι, για τους αγοραστές, οι διασυνοριακές συναλλαγές ήταν ουδέτερες ως προς την αξία, ενώ οι εγχώριες συναλλαγές οδήγησαν σε σημαντική απώλεια αξίας. Όσον αφορά τις εταιρείες-στόχους, τόσο οι διασυνοριακές όσο και οι εγχώριες συναλλαγές οδήγησαν σε σημαντική δημιουργία αξίας. Αυτή η δημιουργία αξίας ήταν μεγαλύτερη για τις εγχώριες συναλλαγές σε σχέση με τις διασυνοριακές. Επομένως, πλούτος μεταφέρεται από τους ιδιοκτήτες των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων στους ιδιοκτήτες των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων, ο οποίος μάλιστα είναι μεγαλύτερος στην περίπτωση των εγχώριων συμφωνιών σε σχέση με την περίπτωση των διασυνοριακών. Συγχρόνως, αξίζει να επισημάνουμε ότι οι γεωγραφικά διαφοροποιημένες συγχωνεύσεις έχουν καλύτερες οικονομικές επιδράσεις για τους αγοραστές. Όμως, οι συγχωνεύσεις που εστιάζουν σε μια γεωγραφική περιοχή δημιουργούν μεγαλύτερη αξία για τις εταιρείες-στόχους. Συνεπώς, οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι δυνατόν να οδηγήσουν σε κέρδη τους αγοραστές και τις εταιρείες-στόχους συνολικά, πράγμα το οποίο δικαιολογείται από το γεγονός ότι αυτού του είδους οι συγχωνεύσεις και εξαγορές, αφενός δεν καταστρέφουν αξία αλλά είναι ουδέτερες ως προς την αξία για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις και αφετέρου δημιουργούν αξία για τις εταιρείες-στόχους.

7.3. Σύγκριση Αποτελεσμάτων

Επιχειρώντας να κάνουμε μια σύγκριση μεταξύ των αποτελεσμάτων που αφορούν την αποδοτικότητα των τραπεζών και των αποτελεσμάτων που αφορούν την αποδοτικότητα των ασφαλιστικών εταιρειών, εύκολα μπορούμε να διαπιστώσουμε τα διαφορετικά αποτελέσματα που προκύπτουν από την εφαρμογή των δύο διαφορετικών μεθόδων μέτρησης της αποδοτικότητας.

Συγκεκριμένα, στην περίπτωση των τραπεζών, παρατηρούμε ότι η συγκεκριμένη ανάλυση εντοπίζει αύξηση στην αποδοτικότητα μετά τη συγχώνευση, πράγμα το οποίο έρχεται σε αντίθεση με τα εμπειρικά αποτελέσματα πολυάριθμων επιστημονικών ερευνών που διαπιστώνουν ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δεν οδηγούν σε υπεραποδόσεις. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται εν προκειμένω στην περίπτωση των τραπεζικών συγχωνεύσεων χρησιμοποιεί λογιστικά στοιχεία από ισολογισμούς και συγκρίνει τη λειτουργική αποδοτικότητα των τραπεζών πριν και μετά την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών. Έχει υποστηριχθεί κατά καιρούς ότι η συγκεκριμένη μεθοδολογία θεωρείται πιο αξιόπιστη από τη μέθοδο ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων λόγω του ότι εκτιμάει την αποδοτικότητα μέσα από τη χρησιμοποίηση πραγματικών στοιχείων και όχι μέσω της χρήσης των αναμενόμενων μεταβολών των αποδόσεων. Παρόλ' αυτά, τα αντίθετα με τις περισσότερες έρευνες αποτελέσματα αυτής της ανάλυσης μπορεί να ισχυριστεί κανείς ότι είναι πιθανό να οφείλονται σε μεροληπτική δειγματοληψία, σε παραποίηση των λογιστικών στοιχείων ορισμένων τραπεζών ή σε μερικές ιδιαιτερότητες που μπορεί να παρουσίαζε η συγκεκριμένη χρονική περίοδος κατά την οποία διενεργήθηκαν οι εν λόγω συγχωνεύσεις και οι εξαγορές. Μια πιο πιθανή εξήγηση όμως σχετίζεται με την επιλογή του χρονικού ορίζοντα της μέτρησης, η οποία δεν είναι εύκολη και σαφής υπόθεση πάντα. Κανείς δεν μπορεί να αμφισβητήσει ότι είναι δυνατόν να χρειάζονται πολλά χρόνια για να απεικονιστούν οι επιπτώσεις των συγχωνεύσεων στις λογιστικές καταστάσεις. Επιπροσθέτως, δεν πρέπει να παρακάμπτουμε το γεγονός ότι η εν λόγω ανάλυση επικεντρώνεται ειδικότερα στο ρόλο που έχουν οι στρατηγικές ομοιότητες των υπό συγχώνευση τραπεζών στην αποδοτικότητα μετά τη συγχώνευση. Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις που έχουν παρόμοιο στρατηγικό προσανατολισμό παρουσιάζουν συνήθως μεγαλύτερη κερδοφορία μετά από μεταξύ τους συγχωνεύσεις σε σχέση με επιχειρήσεις που ακολουθούν αντίθετες

επιχειρηματικές γραμμές [Levine & Aaronovitch (1981), Lubatkin (1983), Zollo (1997)]. Η επιλογή, λοιπόν, στρατηγικών μεταβλητών ως ερμηνευτικών μεταβλητών για την εξέταση της επίδρασης στην αποδοτικότητα μπορεί να ευθύνεται ως ένα βαθμό για την εξαγωγή των συγκεκριμένων αποτελεσμάτων που συνηγορούν υπέρ της αύξησης της αποδοτικότητας ύστερα από συγχωνεύσεις.

Στην ανάλυση που προηγήθηκε για την αποδοτικότητα των ασφαλιστικών εταιρειών, χρησιμοποιήθηκε η μεθοδολογία των επιχειρηματικών γεγονότων ή αλλιώς μέθοδος των μη κανονικών αποδόσεων. Τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης ανάλυσης φαίνεται να συμβαδίζουν με όσα υποστηρίζει το μεγαλύτερο τμήμα της επιστημονικής βιβλιογραφίας που δέχεται ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μεταφέρουν αξία από τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις στις εταιρείες στόχους. Οι εξαγοραζόμενες ασφαλιστικές εταιρείες αποκομίζουν υψηλότερα κέρδη στις περιπτώσεις που συμμετέχουν σε εγχώριες παρά σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Αντιθέτως, για τους αγοραστές, οι εγχώριες συγχωνεύσεις και εξαγορές οδηγούν σε καταστροφή αξίας, ενώ οι διασυνοριακές είναι ουδέτερες ως προς την αξία. Επομένως, συνάγεται από τα προαναφερθέντα ότι η γεωγραφική διαφοροποίηση έχει σημαντικές επιδράσεις ανά περίπτωση. Η γεωγραφική διαφοροποίηση μπορεί να αυξήσει τα κέρδη και για τους δύο αντισυμβαλλόμενους, δηλαδή και τις εξαγοράζουσες και για τις εξαγοραζόμενες ασφαλιστικές εταιρείες, αφού από τη μια μεριά, δεν καταστρέφει αξία για τους αγοραστές, και από την άλλη μεριά, αυξάνει σε κάποιο βαθμό τα κέρδη των εταιρειών-στόχων.

Τέλος, λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματα των δύο παραπάνω αναλύσεων, δηλαδή των τραπεζών και των ασφαλιστικών εταιρειών, οφείλουμε να επισημάνουμε ότι παρά τις διαφορές που παρουσιάζουν οι δύο αναλύσεις σε επίπεδο μεθοδολογίας, εξειδίκευσης των μεταβλητών και αποτελεσμάτων, το κοινό τους στοιχείο είναι ότι αποδέχονται ότι οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές θεωρούνται καταλληλότερες για την αύξηση της αποδοτικότητας των εν λόγω χρηματοοικονομικών οργανισμών. Οι επιχειρήσεις, οι οποίες καταφεύγουν σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές έτσι ώστε να διαφοροποιηθούν γεωγραφικά, έχουν ως βασική επιδίωξη να αποκτήσουν επιθυμητή πρόσβαση σε σημαντικούς πόρους, οι οποίοι θα τους βοηθήσουν να αναπτυχθούν αποτελεσματικά και θα τους αποφέρουν σημαντικά κέρδη. Με γνώμονα, λοιπόν, τη μεγιστοποίηση των κερδών, οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί θα πρέπει να επικεντρώσουν το

ενδιαφέρον τους κυρίως σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι οποίες άλλωστε μπορούν να τους βοηθήσουν ενεργά να διαθέσουν τα χρηματοοικονομικά προϊόντα τους σε ένα μεγαλύτερο αγοραστικό κοινό.

Σ Υ Μ Π Ε Ρ Α Σ Μ Α Τ Α

Σημαντικό όπλο στα χέρια των χρηματοοικονομικών οργανισμών, προκειμένου να ανταπεξέλθουν στις απαιτήσεις του σύγχρονου χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος, είναι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές. Την τελευταία δεκαπενταετία περίπου, σε ολόκληρη την Ευρώπη, το ισχυρό κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει συντελέσει στην αναδιάρθρωση της λειτουργικής δραστηριότητας των χρηματοοικονομικών οργανισμών και αποτελεί σπουδαίο κίνητρο των τελευταίων να αυξήσουν το φυσικό τους μέγεθος, αποκτώντας σημαντική οικονομική επιφάνεια και αυξημένο γόητρο στο ευρύτερο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Επομένως, η δημιουργία κολοσσιαίων χρηματοοικονομικών οργανισμών που είναι απόρροια συγχωνεύσεων και εξαγορών συμβάλλει καταλυτικά στην αναθέρμανση του χρηματοοικονομικού κλάδου μέσω της γεωγραφικής επέκτασης των δραστηριοτήτων τους και της προώθησης στην αγορά περισσότερο σύνθετων και εύχρηστων χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών, προσφέροντας με αυτόν τον τρόπο στους επιμέρους πελάτες τους μια μεγάλη γκάμα εναλλακτικών επιλογών.

Αφού πραγματοποιηθεί μια συγχώνευση ή εξαγορά, τα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι είτε θετικά προσδίδοντας οφέλη στους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς που πραγματοποίησαν τη συγχώνευση, είτε αρνητικά δημιουργώντας προβλήματα και νέες προκλήσεις στους εν λόγω οργανισμούς. Η ανασκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές κατά κανόνα δημιουργούν συνέργιες που μετατρέπονται σε επιπλέον οικονομικές αξίες. Κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες, οι επιπλέον οικονομικές αξίες διαμοιράζονται στους μετόχους και των δύο μερών, εξαγοραζουσών και εξαγοραζομένων, δημιουργώντας κέρδη, τα οποία είναι μικρά κατά μέσο όρο. Άλλοτε, όμως, οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων υφίστανται ζημιές που αποδίδονται σε λανθασμένες εκτιμήσεις των σχετικών ωφελειών που αναμένουν ή των δαπανών που προτίθενται να υποστούν. Ο κίνδυνος υπερεκτίμησης των συνεργιών ή υποεκτίμησης των σχετικών δαπανών είναι αρκετά μεγάλος σε εξαγορές ανομοιογενών επιχειρήσεων. Επιπλέον, η μεγαλύτερη γεωγραφική διαφοροποίηση εμφανίζεται να οδηγεί σε βελτιωμένη απόδοση. Όμως, δεν πρέπει να παραβλέπουμε το γεγονός ότι κάθε συγχώνευση έχει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και τα αποτελέσματα

που μπορεί να επιφέρει δεν είναι ακριβώς τα ίδια για όλους τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς που συμμετέχουν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Από την όλη ανάλυση που προηγήθηκε στην παρούσα διπλωματική εργασία, προκύπτει ότι οι συγχωνεύσεις μεταξύ τραπεζικών και ασφαλιστικών οργανισμών, οι οποίοι αποτελούν τους δύο βασικούς πυλώνες του χρηματοοικονομικού κλάδου, αποδεικνύονται ιδιαίτερα κερδοφόρα υπόθεση. Αυτό οφείλεται κυρίως στο μεγάλο βαθμό εσωτερικής διαφοροποίησης που παρουσιάζει ο ασφαλιστικός κλάδος. Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο που οφείλουμε να επισημάνουμε είναι ότι οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές ασκούν θετικές επιδράσεις στην αύξηση της αποδοτικότητας των συγχωνευμένων χρηματοοικονομικών οργανισμών. Αν και οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές ήταν περιορισμένες σε σχέση με τις εγχώριες στις αρχές της δεκαετίας του 1990 στην Ευρώπη, σήμερα μπορούμε να πούμε ότι έχουν παρουσιάσει σημαντική άνοδο, η οποία οφείλεται κατά κύριο λόγο στις χρηματοοικονομικές αναδιαρθρώσεις και ανακατατάξεις που επέφερε η οικονομική και νομισματική ένωση (ΟΝΕ). Είναι γεγονός ότι η υιοθέτηση του ευρώ ως ενιαίου νομίσματος για τη διεκπεραίωση των διεθνών οικονομικών συναλλαγών συνέβαλε ουσιαστικά στη διεύρυνση των αγορών. Μέσα σε αυτά τα πλαίσια, ο ανταγωνισμός μεταξύ των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων έχει γίνει περισσότερο έντονος, με αποτέλεσμα να ενισχύεται ολοένα και περισσότερο η προσπάθεια για περεταίρω εξειδίκευση των επιμέρους δραστηριοτήτων τους.

Η ελληνική οικονομία ως μια ανοιχτή ευρωπαϊκή οικονομία, παρά τις στρεβλώσεις και τις ανισορροπίες της δεν θα μπορούσε να μείνει μακριά από τον καταιγισμό των εξελίξεων των τελευταίων ετών. Αν και το ελληνικό χρηματοοικονομικό σύστημα, μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1990, λειτουργούσε κάτω από μια ασφυκτική γραφειοκρατία με ένα περιορισμένο νομικό και θεσμικό ανταγωνιστικό πλέγμα, οι πρόσφατες αλλαγές (ιδιωτικοποιήσεις τραπεζών, προσπάθεια σύγκλισης με τα ευρωπαϊκά δεδομένα κ.λπ.) συνέβαλαν στο να καταστήσουν ικανό το χρηματοοικονομικό σύστημα να λειτουργεί κάτω από ένα απελευθερωμένο και αναπτυσσόμενο ανταγωνιστικό περιβάλλον. Βέβαια, πρέπει να αναφέρουμε ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στον ελλαδικό χώρο δίνουν μεικτά αποτελέσματα αναφορικά με την αποδοτικότητα και την ανάπτυξη της παραγωγικότητας. Για παράδειγμα, όσον αφορά τις τράπεζες, έχει υποστηριχθεί κατά καιρούς ότι ο κύριος λόγος βελτίωσης της κερδοφορίας τους οφείλεται περισσότερο

στη δραστηριοποίησή τους στο Χρηματιστήριο, παρά στην αύξηση των παραδοσιακών τραπεζικών εργασιών.

Αν και η ελληνική οικονομία φαίνεται να βρίσκεται στη φάση της αναδιάταξης των εσωτερικών της δυνάμεων, αναμένεται ότι θα ακολουθήσει μια δεύτερη περίοδος, όπου οι διασυνοριακές συνεργασίες θα είναι εντονότερες σε σχέση με πριν. Μολονότι κατά τη διάρκεια των προηγούμενων ετών, οι συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων με ξένες επιχειρήσεις ήταν σχετικά λίγες, τα τελευταία χρόνια φαίνεται να αντιστρέφεται αυτή η κατάσταση, καθώς ο ρυθμός διείσδυσης ελληνικών επιχειρήσεων σε ξένες αγορές είναι ανοδικός. Επιπροσθέτως, η διάνοιξη προοπτικών στα Βαλκάνια και οι εξελίξεις στις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης έχουν δημιουργήσει σημαντικές προκλήσεις και ευκαιρίες για τις ελληνικές επιχειρήσεις. Οι εξαγορές εκτιμάται ότι πρόκειται να διαδραματίσουν σπουδαίο ρόλο στη διαμόρφωση της εταιρικής στρατηγικής, ούτως ώστε να αντιμετωπιστούν οι προκλήσεις του μέλλοντος.

Σημαντική πρόκληση για τους ελληνικούς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς είναι το μέγεθός τους που τους καθιστά ανίσχυρους να ανταγωνιστούν τους μεγάλους χρηματοοικονομικούς κολοσσούς της Ευρώπης. Στο μέλλον, οι ελληνικοί χρηματοοικονομικοί οργανισμοί δεν θα μπορέσουν να αποφύγουν τον ανταγωνισμό αυτό λόγω της επίθεσης προσφοράς υπηρεσιών μέσω του διαδικτύου από εγχώριες και ξένες εταιρείες. Για να απαντηθεί η πρόκληση του ανταγωνισμού, ελάχιστα προαπαιτούμενα είναι η προσαρμογή του μεγέθους των χρηματοοικονομικών οργανισμών σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα που επικρατούν, η εξωστρέφεια και η ευελιξία.

Τέλος, είναι σημαντικό να τονιστεί ότι η επιλογή της κατάλληλης στρατηγικής κίνησης εξαρτάται από το οικονομικό και επιχειρησιακό περιβάλλον και σε καμιά περίπτωση, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δεν αποτελούν πανάκεια για μια θετική οικονομική πορεία. Αυτό που αποτελούν στην ουσία οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι ένας εναλλακτικός τρόπος αναδιάρθρωσης των επιχειρήσεων.

Β Ι Β Λ Ι Ο Γ Ρ Α Φ Ι Α

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Altunbas Y. and Ibanez D.M. (2004), "Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe, The Role of Strategic Similarities", Working Paper Series, No. 398, σελ. 4 – 35.

Amihud Y., Delong G.L. and Saunders A. (2002), "The effects of cross-border bank mergers on bank risk and value", Journal of International Money and Finance, 21, σελ. 857 – 877.

Athanasopoulos A. and Labroukos N. (1999), "Corporate customer behaviour towards financial services: Empirical results from the emerging market of Greece", The International Journal of Bank Marketing, 17.

Azofra S.S., Olalla M.G., Olmo B.T. (2008), "Size, Target Performance and European Bank Mergers and Acquisitions", American Journal of Business, Vol. 23, No. 1, σελ. 53 – 63.

Becher D.A. (2000), "The Valuation Effects of Bank Mergers", Journal of Corporate Finance, 6, σελ. 189 – 214.

Berger A.N., Demsetz R.S. and Strahan P.E. (1999), "The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences and implications for the future", Journal of Banking and Finance, 23, σελ. 135 – 194.

Berger A.N. and Humphrey, D.B. (1997), "Efficiency of Financial Institutions: International Survey and Directions for Future Research", European Journal of Operational Research, 98, σελ. 175 – 212.

Berger A.N. and Humphrey, D.B. (1992), "Megamergers in Banking and the Use of Cost Efficiency as an Antitrust Defense", The Antitrust Bulletin 37, σελ. 541 – 600.

Berger A.N., Hunter W. and Timme S. (1993), "The Efficiency of Financial Institutions: A Review of Research Past, Present and Future", Journal of Banking and Finance, σελ. 221 – 249.

Berger A.N. and Mester L.J. (1997), "Inside the black–box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions?", Journal of Banking and Finance, 21, σελ. 895 – 947.

Boehmer E., Musumeci J. and Poulsen A. (1991), "Event–study Methodolgy under Conditions of Event–induced Variance", Journal of Financial Economics 30, σελ. 253 – 272.

Brealy R. and Myres (2003), "Principles of Corporate Finance", 7th edition, Boston: Irwin McGraw – Hill.

Cabral I., Dierick F. and Vesala (2002), "Banking integration in the euro area", European Central Bank Occasional Paper No 6.

Chamberlain Sandra (1992), "The Effect of Bank Ownership Changes on Subsidiary – Level Earnings", The Wharton School, University of Pennsylvania.

Chatterjee R. and Meeks G. (1996), "The Financial Effects of Takeover: Accounting Rates of Return and Accounting Regulation", Journal of Business Finance and Accounting, 23, σελ. 851 – 869.

Chioncini G., Foglia A. and Reedtz M.P. (2003), "Bank mergers, diversification and risk", Banca d' Italia, Banking and Finance Supervision, σελ. 1 – 47.

Coeurdacier N., De Santis R.A. and Aviat Antonin (2009), "Cross-Border Mergers and Acquisitions, Financial and Institutional Forces", European Central Bank, Working Paper Series, No 1018, σελ. 4 – 52.

Cornett M. and Tehranian H. (1992), "Changes in corporate performance associated with bank acquisitions", Journal of Financial Economics, σελ. 211 – 234.

Cummins J.D. and Weiss M.A. (2004), "Consolidation in the European Insurance Industry: Do Mergers and Acquisitions Create Value for Shareholders?" Wharton Financial Institutions Center, σελ. 1 – 28.

Cybo – Ottone A. and Murgia M. (1996), "Mergers and Acquisitions in the European Banking Market", Working Paper, University of Pavia, Italy.

Cybo – Ottone A. and Murgia M. (2000), "Mergers and Shareholder Wealth in European Banking", Journal of Banking and Finance, 24, σελ. 831 – 859.

Datta D.K., Grant J.H. and Rajagopalan (1991), "Management Incompatibility and Post–Acquisition Autonomy: Effects on Acquisition Performance", Advance in Strategic Management 7, σελ. 221 – 252.

DeLong Gayle L. (2003), "Does long-term performance of mergers match market expectations? Evidence from the U.S. Banking Industry", Financial Management, 32, σελ. 5 – 25.

DeLong G.L. (2001), "Stockholder gains from Focusing versus Diversifying Bank Mergers", Journal of Financial Economics, 59, σελ. 221 – 252.

Deltuvaite V. and Giziene V. (2007), "Competition, Concentration, Efficiency and their Relationship in the Lithuanian Banking Sector", Economics and Management, σελ. 188 – 201.

De Young R. (1993), "Determinants of Cost Efficiencies in Bank Mergers", Working Paper, Office of the Controller of the Currency.

De Young R. (1997), "Bank mergers, X-efficiency, and the market for corporate control", Managerial Finance, vol. 23, σελ. 32 – 46.

Dymsci G. (1999), "The Bank Merger Wave: The Economic Causes and Social Consequences of Financial Consolidation", New York: M.E. Sharpe.

Eckbo E. (1983), "Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder Wealth", Journal of Financial Economics, 11.

Estrella Arturo (2001), "Mixing and Matching: Prospective Financial Sector Mergers and Market Valuation", Journal of Banking and Finance, 25, σελ. 2367- 2392.

Focarelli D. and Panetta F. (2003), "Are mergers beneficial to consumers? Evidence from the market for bank deposits", The American Economic Review 93, 4, σελ. 1152 – 1172.

Frames W. Scott and Lastrapes D. Williams (1998), "Abnormal returns in the acquisitions market: The case of bank holding companies", Journal of Financial Services Research, σελ. 145 – 153.

Franks J.R., Broyles J. E., Hecht M. J., (1997), "An Industry Study of the Profitability of Mergers in the United Kingdom", σελ. 1513 – 1525.

Group of Ten (2001), "The effects of consolidation on efficiency, competition and credit flows", Report on consolidation in Financial Sector, Chapter V, σελ. 247 – 307.

Global Finance (2005), "Corporate Financing Focus, Big Cross – Border Mergers may remain Rare Occurrences in Europe's Financial Sector", σελ. 40 – 42.

Halkos G. and Salamouris D. (2004), "Efficiency Measurement of the Greek Commercial Banks with the Use of Financial Ratios: A Data Envelopment Analysis Approach", Management Accounting Research, 15, σελ. 201 – 221.

Hannan T.H. and Wolken J.D. (1989), "Returns to Bidders and Targets in the Acquisition Process: Evidence from the Banking Industry", Journal of Financial Services Research, 3, σελ. 5 – 16.

Harrisson J.S., Hall E.H. and Nargundkar R. (1993), "Resource Allocation as an Outcropping of Strategic Consistency: Performance Implications" Academy of Management Journal 36, σελ. 1026 – 1051.

Houston J.H. and Ryngaert M. (1994), "The Overall Gains from Large Bank Mergers", Journal of Banking and Finance, 18, σελ. 1155 – 1176.

Houston J.H., James C. and Ryngaert M. (2001), "Where do mergers gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders", Journal of Financial Economics 60, σελ. 285 – 331.

Huizinga H. (2003), " EMU and financial market structure", στο M. Buti and A. Sapir (επιμ.) EMU and Economic policy in Europe, Edward Elgar, σελ. 303 – 333.

Jensen M.C. (1988), "Takeovers: Their Causes and Consequences", Journal of Economic Perspectives, 2 (1), σελ. 21 – 48.

Lajoux R.A. (1997), "The Art of M&A Integration", McGraw Hill, σελ. 4 – 32.

Levine P. and Aaronvitch S. (1981), "The financial characteristics of firms and theories of merger activity", The Journal of Industrial Economics 30, 2, σελ. 149–172.

Linder J.C. and Crane D.B. (1992), "Bank Mergers: Integration and Profitability", Journal of Financial Services Research, vol. 7, σελ. 35 – 55.

Lubatkin M. (1983), "Mergers and Performance of the acquiring firm", Academy of Management Review 8, σελ. 218 – 225.

MacKinlay A.G. (1997), "Event Studies in Economics and Finance", Journal of Economic Literature 35, σελ. 12 - 39.

Madura J. and Wiant K.J. (1994), "Long–Term Valuation Effects of Bank Acquisitions", Journal of Banking and Finance, vol. 18, σελ. 1135 – 1154.

Mester L. (1987), "Efficient Production of Financial Services", Federal Reserve Bank of Philadelphia, Business Review, σελ. 15 – 25.

Milbourn T.T., Boot Arnoud W.A. and Thakor A. V. (1998), "Megamergers and expanded scope: Theories of bank size and activity diversity", Institute of Finance and Accounting, London Business School, σελ. 1 – 26.

Moyer R.C., McGuigan R.J. and Kretlow J.W. (1998), "Contemporary Financial Management", 7th edition, σελ. 198 – 805.

O' Hara M. and Shaw W. (1990), "Deposit Insurance and Wealth Effects: The Value of Being 'Too Big to Fail' ", Journal of Finance, 45, σελ. 1587 – 1600.

Olson G.T. and Pagano M.S. (June 2003), "The long-term impact of bank mergers on sustainable growth and shareholder return", Villanova University, College of Commerce and Finance, Department of Finance, σελ. 1 – 46.

Patell J.M. (1976), "Corporate Forecasts of Earnings per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests", Journal of Accounting Research 14, σελ. 246 – 276.

Pillof Steven J. and Santomero Anthony M., 97 -07 (1996), "The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions", Wharton Financial Institutions Center, σελ. 1 - 30.

Ramaswamy K. (1997), "The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: evidence from the U.S. banking industry", Academy of Management Journal 40, 3, σελ 679 – 715.

Rhoades S.A. (1993), "Efficiency Effects of Horizontal Bank Mergers", Journal of Banking and Finance, 17, σελ. 411 – 422.

Roll R. (1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", Journal of Business, vol. 59, σελ. 197 – 216.

Sinkley F. John Jr. (1999) (Μετάφραση: Θανάσης Αθανασίου, Νικηφόρος Σταματάκης), «Χρηματοοικονομική Διοίκηση Εμπορικών Τραπεζών στον κλάδο των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών», Εκδόσεις Παπαζήση.

Sinkley F. John Jr. (2003), "Commercial Bank and Financial Management", 6th edition.

Spindt P.A. and Tarham V. (1993), "The Impact of Mergers on Bank Operating Performance", Working Paper, Tulane University.

Vander Vennet R. (2001), "Cost and Profit Efficiency of Financial Conglomerates and Profitability of EC Credit Institutions", Journal of Money, Credit and Banking.

Van Horne C. James (1980), "Fundamentals of Financial Management", 4th edition, Prentice – Hall Inc.

Werden G. and Froeb L., (1998), "The Entry-Inducing Effects of Horizontal Mergers: An Explanatory Analysis", Journal of Industrial Economics, σελ. 525 – 543.

Zhang H. (1995), "Wealth effects of U.S. Bank Takeovers", Applied Financial Economics, 55, σελ. 329 – 336.

Zollo M. (1997), "Strategies or routines? Knowledge codification, path–dependence and the evolution of post–acquisition practices in the U.S. banking industry", Univerity of Pennsylvania, The Wharton School Working Paper Series 10.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Alpha Bank (2001), «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στον Ευρωπαϊκό Χρηματοοικονομικό Τομέα: Κίνητρα και βαθμός συγκεντρώσεως», Οικονομικό Δελτίο, Μάρτιος, Τεύχος 77, σελ. 3 - 11.

Alpha Bank (2002), «Συγκέντρωση και Ανταγωνισμός», Οικονομικό Δελτίο, Σεπτέμβριος, Τεύχος 83, σελ. 11 – 19.

Βέττας Ν. και Κατσουλάκος Γ. (2004), «Πολιτική Ανταγωνισμού και Ρυθμιστική Πολιτική», Εκδόσεις Τυπωθήτω,.

Ελληνική Ένωση Τραπεζών (2010), «Το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα το 2009», σελ. 9 – 84.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2010), Ετήσια Έκθεση 2009, σελ. 7 – 161.

Ευθύμογλου Γ. Πρόδρομος (1999), «Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως», Τεύχος Α, Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων.

Eurobank EFG Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ., Οικονομικές Καταστάσεις για τη Χρήση από 1 Ιανουαρίου ως 31 Δεκεμβρίου 2009, ΑΡ.Μ.Α.Ε. 42221/06/Β/99/10, σελ. 1 – 31.

Ιντεραμέρικαν Ελληνική Ασφαλιστική Εταιρεία Ζωής Α.Ε., Ετήσιες Ατομικές και Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις της 31 Δεκεμβρίου 2009, σελ.1 – 75.

Καραθανάσης Γ. (1996), «Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και Χρηματιστηριακές Αγορές», Α΄ Έκδοση, Εκδόσεις Μπένου.

Κατσουλάκος Γ. (2004), «Θεωρία Βιομηχανικής Οργάνωσης», Εκδόσεις Τυπωθήτω.

Κυριαζής Αθ. Δημήτριος (2007), «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», Εκδόσεις Κων/νου Σμπίλια και Σια Ο.Ε.

Λεονταρής Κ. Μιλτιάδης (2000), «Μετατροπή – Συγχώνευση – Διάσπαση εταιρειών», Εκδόσεις Πάμισος.

Λουρή Ελένη (2001), «Εφαρμοσμένη Βιομηχανική Οργάνωση», Εκδόσεις Μπένου.

Marfin Egnatia Bank, Ενοποιημένη Έκθεση Διαχειρίσεως του Διοικητικού Συμβουλίου Χρήσεως 2007, σελ. 1 – 4.

Μπρισίμης Σ. και Αθανασόπουλος Π. (2004), «Η επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών στην Ελλάδα», Οικονομικό Δελτίο Εθνικής Τράπεζας, Τεύχος 22, Ιανουάριος, σελ. 7 - 34.

Ξανθάκης Μ. και Αλεξάκης Χ. (2006), «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων».

Παπαδάκης Β. (2007), «Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», Εκδόσεις Μπένου, Τόμος Α, Εκδόσεις Μπένου.

Προβόπουλος Κ. και Καπόπουλος Π. (2004), «Η δυναμική του χρηματοοικονομικού συστήματος», Εκδόσεις Κριτική Α.Ε., Αθήνα.

Σακκέλης Ι. Εμμανουήλ (1994), «Εκτίμηση αξίας επιχειρήσεως – Μετασχηματισμοί επιχειρήσεων – Συγχωνεύσεις και Μετατροπές εταιρειών», 2η έκδοση, Εκδόσεις ΒΡΥΚΟΥΣ.

Σαπουντζόγλου Γ. και Πεντότης Χ. (2006), «Τραπεζική Θεωρία και Πρακτική», Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών.

Τράπεζα Πειραιώς, Ετήσια Έκθεση 2002, σελ. 4 – 114.

Τράπεζα Πειραιώς, Ετήσια Έκθεση 2005, σελ. 6 – 65.

Τραυλός Γερ. Νικόλαος (1991), «Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων», Οικονομικό Δελτίο Εμπορικής Τράπεζας της Ελλάδος, Ιούνιος, σελ. 3 – 6.

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ

www.bankofgreece.gr

www.ecb.int

www.econlit.com

www.oecd.com

www.imf.org

www.nbg.gr

www.eurobank.gr

www.emporiki.gr

www.marfinegnatiabank.gr

www.piraeusbank.gr

www.alpha.gr