

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΗΡΑΚΛΕΙΟΥ  
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

# *A.T.E.I. ΗΡΑΚΛΕΙΟΥ*



**ΘΕΜΑ:** ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ ΤΗΝ  
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΔΕΚΑΕΤΙΑ

## **ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

ΤΩΝ ΣΠΟΥΔΑΣΤΩΝ: ΡΕΙΖΟΓΛΟΥ ΝΙΚΟΣ (6161)  
ΜΩΛΟΣ ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ (6118)

ΕΠΟΠΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΠΑΠΑΔΟΜΑΝΩΛΑΚΗΣ ΔΗΜ.

## 1° ΚΕΦΑΛΑΙΟ

### ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ ΑΛΛΩΝ ΟΜΟΕΙΔΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ

#### 1.1. Γενικά

Το τραπεζικό μάνατζμεντ προκειμένου να μεγιστοποιήσει την απόδοση των τραπεζών και ειδικότερα των μετοχών τους, το απασχολεί πολύ το είδος των αποφάσεων και μάλιστα αυτών που αφορούν τη μεγιστοποίηση των τιμών των μετοχών και του ιδίου του μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζών.

Στην εποχή μας ο ευκολότερος τρόπος αύξησης του κεφαλαίου των τραπεζών είναι όχι μέσα από τις παραδοσιακές εργασίες και διαδικασίες της μεγιστοποίησης της απόδοσης και επακόλουθα του κεφαλαίου, αλλά μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων άλλων τραπεζών και ομοειδών επιχειρήσεων και επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

#### 1.2. Είδη συγχωνεύσεων

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις, κυρίως, προέρχονται από άλλες τράπεζες ή εξωτραπεζικές επιχειρήσεις και επιχειρηματικές δραστηριότητες, όπως των ασφαλιστικών εταιριών, των εταιριών διαχείρισης χρεογράφων, των κτηματομεσιτικών, των επενδυτικών κ.α. με αποτέλεσμα να δημιουργούνται όμιλοι ομοειδών δραστηριοτήτων. Ετσι, μέσω των συγχωνεύσεων αυξάνεται ο όγκος του κεφαλαίου των τραπεζών, η δυνατότητα διαφοροποίησης των δραστηριοτήτων τους και ο έλεγχος ή η μείωση του επιχειρηματικού κινδύνου των.

Βέβαια, εδώ υπάρχει αντίλογος ότι οι τράπεζες δεν είναι εξοικειωμένες με τις εξωτραπεζικές δραστηριότητες και λειτουργίες και δεν μπορούν να ασκήσουν αποτελεσματική και άμεση διαχείριση του επιχειρηματικού κινδύνου που

αυξάνεται με τις συγχωνεύσεις των μη τραπεζικών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

Αλλωστε, πολλές πρόσφατες μελέτες των Boyd, Graham και Hewitt έχουν δείξει πως ο διαχειριστικός κίνδυνος των τραπεζών επηρεάζεται από τις συγχωνεύσεις των μη τραπεζικών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

Ωστόσο, τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων αυτών ποικίλουν ανάλογα με το είδος των εξω-τραπεζικών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων οι οποίες μπορούν να διακριθούν σε συγχωνεύσεις με

- Ασφαλιστικές δραστηριότητες
- Διαχείριση χρεογράφων και
- Κτηματομεσιτικές δραστηριότητες (αυτές αναφέρονται στα building societies-χρηματοπιστωτικές τράπεζες και εταιρίες που λειτουργούν με υποθηκικά προϊόντα-mortgage).

Ειδικότερα, οι συγχωνεύσεις τραπεζών με ασφαλιστικές δραστηριότητες μπορούν να γίνουν με χαμηλότερο κίνδυνο. Ενώ οι συγχωνεύσεις των τραπεζών με επιχειρηματικές δραστηριότητες χρεογράφων και κτηματομεσιτικών εταιριών, τείνουν να έχουν υψηλότερο κίνδυνο.

Τα αποτελέσματα αυτά συνιστούν ότι η μείωση του κινδύνου μπορεί να λειτουργήσει για τις τράπεζες ως ικανό κίνητρο για την απόκτηση των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, ενώ οι άλλες δύο περιπτώσεις, η απόκτηση, δηλαδή, των εταιριών διαχείρισης χρεογράφων και κτηματομεσιτικών δραστηριοτήτων μπορούν να θεωρηθούν αξιολογήσιμες, εάν και εφόσον το κίνητρο είναι βασισμένο στην εν δυνάμει απόδοση των εν λόγω δραστηριοτήτων παρά στη μείωση του κινδύνου.

### **1.3. Πλεονεκτήματα συγχωνεύσεων**

Η αναδιοργάνωση και η ανάπτυξη της τράπεζας μέσω της συγχώνευσης άλλων τραπεζών είναι δεδομένη. Επισημαίνεται ακόμη ότι η ανάπτυξη μπορεί να επιτευχθεί με συγχωνεύσεις γρηγορότερα παρά με επέκταση, δηλαδή, ίδρυση νέων καταστημάτων. Επιπλέον πολλές χώρες δεν επιτρέπουν, έξω απ' αυτές την επέκταση των τραπεζών τους με νέα καταστήματα-εγκαταστάσεις, αλλά τις επιτρέπουν να αποκτούν άλλες τοπικές ή εγχώριες τράπεζες ή άλλες

επιχειρηματικές δραστηριότητες, πράγμα που σημαίνει ότι υπάρχουν πολλά πλεονεκτήματα από τις τραπεζικές συγχωνεύσεις, όπως:

α) Η συγχώνευση μπορεί να επιτύχει οικονομίες κλίμακος. Εάν το κόστος της λειτουργίας αυτών παραμένει σταθερό ή μειώνεται και αν με το κόστος των νέων λειτουργιών μπορεί να δημιουργηθεί υψηλότερη απόδοση εφόσον το κόστος αυτό σε αναλογία του συνολικού ενεργητικού μειώνεται.

β) Η αγοράστρια τράπεζα μπορεί να έχει από την πλευρά του μανατζμεντ εργασιακά πλεονεκτήματα που μπορεί να τα χρησιμοποιήσει για τη βελτίωση της απόδοσης της τράπεζας μετά τη συγχώνευση.

γ) Η συγχώνευση μπορεί να καταργήσει πλεονάζουσες λειτουργίες. Εάν για παράδειγμα, υπάρχουν καταστήματα της εξαγοράστριας τράπεζας δίπλα στην εξαγορασθείσα, μερικά από αυτά μπορούν να κλείσουν χωρίς να δημιουργηθεί πρόβλημα εξυπηρέτησης στους πελάτες, με αποτέλεσμα τη μείωση των δαπανών.

δ) Η συνολική αξία των συγχωνευθεισών τραπεζών υπερβαίνει το άθροισμα των μεμονωμένων αξιών των τραπεζών. Όμως, περισσότερα από τα ωφέλη τυπικά προκύπτουν στην εξαγορασθείσα τράπεζα και φαίνονται στις τιμές των μετοχών της που αυξάνονται ουσιαστικά στο χρόνο της απόκτησής της από την εξαγοράστρια τράπεζα. Ετσι, οι μεγαλομέτοχοι των εξαγορασθεισών τραπεζών ωφελούνται περισσότερο από αυτές των εξαγοραστριών τραπεζών.

Παράλληλα με τα πιο πάνω πλεονεκτήματα υπάρχουν και μερικά μειονεκτήματα ενσωματωμένα με τις συγχωνεύσεις, όπως:

α) Οι συγχωνεύσεις πολλές φορές υποκινούνται από υπερ-αισιόδοξη πρόβλεψη για το ύψος της αποδοτικότητας ως αποτέλεσμα του συνδυασμού της λειτουργίας των συγχωνευθεισών τραπεζών. Οπότε, η εξαγοράστρια τράπεζα πληρώνει υπερβολικό τίμημα για την τράπεζα που πρόκειται να εξαγοράσει.

β) Η δημιουργία σημαντικών προβλημάτων και κυρίως μεγάλης δυσαρέσκειας των εργαζομένων, μετά τη συγχώνευση και την αναδιοργάνωση της λειτουργίας της τράπεζας.

#### **1.4. Προσδοκίες από τις συγχωνεύσεις**

Πολλές μελέτες έχουν εκτιμήσει ότι είναι θετική η αντίδραση των τιμών των μετοχών των τραπεζών που εξαγοράζονται από άλλες τράπεζες. Εάν οι

επενδυτές, για παράδειγμα, πιστεύουν ότι οι εξαγοράστριες τράπεζες θα ωφεληθούν από τις εξαγορασθείσες, τότε οι τιμές των μετοχών τους αυξάνονται με την ανακοίνωση της συγχώνευσης.

Μια εξήγηση είναι ότι: α) εξαγοράστριες τράπεζες ποτέ δεν θα επιτυγχάνουν την προσδοκώμενη αποδοτικότητα για την οποία έγινε η συγχώνευση, β) οι προσωπικές αντιθέσεις μεταξύ των μονάδων που πρόκειται να συγχωνευθούν δημιουργούν τη μεγάλη δυσαρέσκεια των εργαζομένων, γ) εξαγοράστριες τράπεζες μπορεί απλά να πληρώνουν το κόστος για τις εξαγορασθείσες τράπεζες.

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις στις τράπεζες παραδοσιακά έχουν εκτιμηθεί δεόντως, αλλά από την άλλη πλευρά έχουν προκαλέσει αντιθέσεις ή ακόμη και την εχθρότητα τραπεζών. Ομως, όταν η τράπεζα New York αποφάσισε να εξαγοράσει την **Irving Trust**, κατά τη διάρκεια της «μάχης» για την ανάληψη, καθιερώθηκαν δυο βασικές αρχές από το **Federal Reserve** α) δεν απορρίπτεται η εχθρότητα μεταξύ των τραπεζών και β) οι ξένες τράπεζες να αντιμετωπίζονται με τον ίδιο τρόπο όπως οι εγχώριες. Έτσι οι τράπεζες παίρνουν αμυντικά μέτρα για να εμποδίσουν μια επανάληψη της Irving Bank και της New York σε ανάλογες περιπτώσεις.

Ακόμη, άλλες μελέτες έχουν επικεντρωθεί στις αντιδράσεις των τιμών των μετοχών των εξαγοραστριών τραπεζών που αποκτούν ή εξαγοράζουν αποτυχημένες τράπεζες, για παράδειγμα η μελέτη των **Bertin Gharanfari και Torabradeh**, έχει αποδείξει ότι η εμπειρία των εξαγοραστριών τραπεζών να αποκτούν τις αποτυχημένες τράπεζες, συντελεί σε μια ευνοϊκή εξέλιξη στις τιμές των μετοχών. Ίσως γιατί μπορεί να τύχουν κάποιας επιχορήγησης ή επιτυχούς ρευστοποίησης.

### 1.5. Προοπτική επένδυσης

Ενας άλλος τρόπος για να καθορισθεί εάν και κατά πόσον μια συγχώνευση είναι αξιόλογη, είναι να εκτιμηθεί η μακροπρόθεσμη αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα αυτής. Μια πρόσφατη μελέτη των **J.Madura και Wiant** υπαγορεύει τα αντίθετα αποτελέσματα στις τιμές των μετοχών στις εξαγοράστριες τράπεζες, μέσα σε μια τριετή περίπου χρονική περίοδο, μετά από μεγάλες συγχωνεύσεις.

Αυτό μπορεί να συμβεί γιατί οι τιμές που πληρώνονται για τις εξαγορασθείσες τράπεζες είναι πολύ υψηλές ή η αναδιοργάνωση που προκύπτει μετά τις συγχωνεύσεις, δημιουργεί βραχυπρόθεσμα υψηλότερο κόστος ή λιγότερα ωφέλη, απ' ότι είχαν αρχικώς προβλεφθεί. Απ' αυτή την έρευνα συμπεραίνουμε ότι αυτές οι συγχωνεύσεις θα είναι περισσότερο ωφέλιμες για τις τράπεζες, οι οποίες χρησιμοποιούν ρεαλιστικές εκτιμήσεις σχετικά με την αποδοτικότητα που μπορεί να τις ωφελήσει από τη συγχώνευση.

## 1.6. Πολιτική εξαγορών και συγχωνεύσεων

Τα τελευταία χρόνια η πολιτική των εξαγορών και συγχωνεύσεων εφαρμόζεται ευρέως και αναπτύσσεται σε γρήγορους ρυθμούς. Μόνο το 1996 πάνω από 100.000 εταιρίες σε όλο τον κόσμο, εφάρμοσαν την πολιτική των εξαγορών και συγχωνεύσεων, με σκοπό τη βελτίωση της θέσεώς τους στην αγορά.

Παραδείγματα εξαγορών και συγχωνεύσεων, έχουμε πάρα πολλά, όπως τις συμμαχίες **BP και MOBIL**, τη συγχώνευση της τράπεζας του TOKYO και της τράπεζας Mitsubishi, των φαρμακευτικών εταιριών **Sandoz και Ciba-Geigy**, της **Glaxo και της Wollcome**, των αεροπορικών εταιριών Air France και Sabena, των τηλεπικοινωνιακών εταιριών **British Telecom και MCI**, των εταιριών **Siemens και Philips, της Nestle και Perrier, της Hewlett Packard Co. με τη Veritone Incorpora-tion.**

Η πολιτική όλων των πιο πάνω εταιριών, καθώς και πολλών άλλων που τις οδήγησαν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι, κυρίως, οι ακόλουθες επιδιώξεις:

- Να αυξήσουν το μερίδιο της αγοράς τους.
- Να διεισδύσουν σε νέες αγορές.
- Να μειώσουν το λειτουργικό κόστος.
- Να αντιμετωπίσουν τον ανταγωνισμό αποτελεσματικότερα κ.α.

Αν και η μείωση του λειτουργικού κόστους και η βελτίωση της αποτελεσματικότητας του ανταγωνισμού, είναι οι βασικοί λόγοι για τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, εν τούτοις μακροπρόθεσμα οι εταιρίες αποβλέπουν ακαθόριστα στην ανάπτυξη των εταιριών και στην ανανέωσή τους, μέσω νέων προϊόντων και νέων αγορών.

Ετσι, στην προσπάθειά τους οι εταιρίες να χαράξουν στρατηγικές διαφοροποίησης στην ανάπτυξη, βασίζονται σε μια σειρά από βασικές στρατηγικές, όπως:

- Τις στρατηγικές διαχείρισης χαρτοφυλακίων διαφόρων προϊόντων σε διαφορετικές αγορές.

- Της στρατηγικής της δημιουργίας οικογενειακών επιχειρήσεων, όπου η εταιρία αποβλέπει στη δημιουργία ή δραστηριοποίησή της σ' ένα βασικό βιομηχανικό τομέα.

- Της ανάπτυξης ανταγωνιστικής στρατηγικής, με σκοπό η επιχείρηση να διευρύνει το μερίδιο της αγοράς της.

-

### **1.7. Μορφές εξαγορών και συγχωνεύσεων**

Ολες αυτές οι στρατηγικές, οδηγούν τις επιχειρήσεις σε εναλλακτικές μορφές εξαγορών και συγχωνεύσεων που είναι για παράδειγμα:

- Η οριζόντια συγχώνευση: Όταν η επιχείρηση αποκτά μια άλλη επιχείρηση στον ίδιο βιομηχανικό τομέα και η εν λόγω επιχείρηση ευνοείται από τις οικονομίες κλίμακος και ενισχύει την επιρροή της και τη δύναμή της στην αγορά.

- Η κάθετη συγχώνευση: Όταν η επιχείρηση αποκτά ή συγχωνεύει έναν πελάτη ή έναν προμηθευτή, που σημαίνει ότι και οι δύο εταιρίες βρίσκονται στον ίδιο βιομηχανικό τομέα και στην ίδια παραγωγική αλυσίδα. Αυτές οι συγχωνεύσεις γίνονται κυρίως στις οικογενειακές εταιρίες.

- Η Conglomerate συγχώνευση: Όταν συγχωνεύονται επιχειρήσεις που δεν τις συνδέει καμία σχέση και εφαρμόζεται ή χαράσσεται μια μακροπρόθεσμη στρατηγική διαχείρισης χαρτοφυλακίων.

-

### **1.8. Διαδικασία εξαγορών και συγχωνεύσεων**

Η διαδικασία των εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι αρκετά πολύπλοκη και συνήθως είναι χρονοβόρος και γίνεται από διαφορετικές ομάδες ατόμων-συμβούλων, εκτός των ενδιαφερομένων εταιριών.

Οι πιο συνηθισμένες και επικρατέστερες περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι οι ακόλουθες τέσσερις:

1. Η εταιρία θα πρέπει να αποφασίσει τη στρατηγική που θα ακολουθήσει και θα εφαρμόσει, καθώς επίσης τα κριτήρια τα οποία γίνονται αποδεκτά στις εν λόγω περιπτώσεις.

2. Η εταιρία θα πρέπει να επιλέξει και να αποφασίσει τη μέθοδο αξιολόγησης και να αποτιμήσει την αξία των υπό συγχώνευση εταιριών.

3. Η εταιρία εκτελεί τη συγχώνευση και

4. Σχεδιάζει και προγραμματίζει για τη μετά τη συγχώνευση χρονική περίοδο που είναι επίσης κρίσιμη χρηματοοικονομικά και λειτουργικά.

Τα πρώτα μέτρα που θα πρέπει να πάρουν οι εταιρίες που προβαίνουν στη συγχώνευση, είναι η επιλογή του κατάλληλου μάνατζμεντ, της εφαρμογής ευέλικτων κριτηρίων, στόχων και πολιτικών ανάπτυξης για να αποφευχθούν ανελαστικότητες και ανεπιθύμητα αποτελέσματα.

## **2ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ**

### **ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΟΜΟΙΟΓΕΝΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΜΟΙΟΓΕΝΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ**

#### **2.1 Γενικά**

Το κόστος επέκτασης εταιριών σε ανομοιογενείς κλάδους, μέσω ανομοιογενών εξαγορών, είναι μεγαλύτερο από τις οποιοσδήποτε οικονομικές τους ωφέλειες. Συνεπώς, οι επιχειρήσεις πρέπει να είναι πολύ προσεκτικές όταν καταστρώνουν στρατηγικές ανάπτυξης μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αυτό το συμπέρασμα έχει ιδιαίτερη σημασία για τις ελληνικές επιχειρήσεις που τα



τελευταία χρόνια επεκτείνονται ανεξέλεγκτα σε πολλαπλούς κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, οι οποίοι δεν έχουν καμία σχέση με την κύρια δραστηριότητά τους.

Όσο συνεχίζονται με έντονους ρυθμούς οι επιχειρηματικές συγχωνεύσεις και εξαγορές, τόσο εγείρονται σοβαρά ερωτηματικά σχετικά με τις ωφέλειες που προκύπτουν από αυτές τις επενδυτικές δραστηριότητες. Υπό το φως πρόσφατων εμπειρικών ερευνών που αναφέρουν πως η χρηματιστηριακή αξία επιχειρηματικών ομίλων είναι μικρότερη από την αξία ενός συγκρίσιμου προς τον όμιλο χαρτοφυλακίου επιχειρήσεων που κάθε μια δραστηριοποιείται σε έναν μόνο κλάδο, τίθεται το ερώτημα εάν προκύπτουν ωφέλειες από ανομοιογενείς (diversifying) σε σύγκριση με ομοιογενείς εξαγορές (focused takeovers). Η βασική διαφορά ανάμεσα σε ανομοιογενείς και ομοιογενείς εξαγορές είναι ότι στην πρώτη κατηγορία οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις επεκτείνουν, μέσω της εξαγοράς, την οικονομική τους δραστηριότητα σε νέους κλάδους, ενώ στη δεύτερη κατηγορία οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις ενισχύουν την παρουσία τους στους κλάδους στους οποίους ήδη δραστηριοποιούνται. Συνεπώς, το ερώτημα που ανακύπτει είναι κατά πόσον η επέκταση επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, μέσω εξαγορών, σε νέους κλάδους δημιουργεί παρόμοιες ωφέλειες με τις τυχόν αντίστοιχες που δημιουργούνται όταν οι εξαγορές γίνονται στον ίδιο κλάδο.

Μια ενδιαφέρουσα περίπτωση εξαγορών συνίσταται στην απόκτηση από έναν όμιλο του πλειοψηφικού πακέτου των μετοχών εταιρίας του ομίλου. Σε αυτές τις περιπτώσεις ο όμιλος, που συνήθως αποτελεί τον μεγαλομέτοχο, εξαγοράζει τις μετοχές των μικρομετόχων. Θεωρητικά, σε αυτές τις περιπτώσεις είναι πιθανόν ο μεγαλομέτοχος να επιβάλει στους μικρομετόχους καταχρηστικούς όρους συναλλαγής. Είναι, συνεπώς, ενδιαφέρον να εξετάσει κανείς εμπειρικά εάν όντως σε αυτή την περίπτωση λαμβάνει χώρα εκμετάλλευση των μικρομετόχων από τους μεγαλομετόχους.

Ο σκοπός αυτού του άρθρου είναι:

- i) Να εξετάσει εάν οι ανομοιογενείς εξαγορές είναι επικερδείς.
- ii) Να εξετάσει εάν οι ομοιογενείς εξαγορές είναι επικερδείς.
- iii) Να διερευνήσει εάν οι επιχειρηματικοί όμιλοι εκμεταλλεύονται τους μικροεπενδυτές εταιριών του ομίλου όταν εξαγοράζουν το πλειοψηφικό πακέτο εταιριών που συνδέονται ιδιοκτησιακά με τον όμιλο.

Αυτό το άρθρο αναλύει τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες επιδράσεις στη χρηματιστηριακή αξία 93 σουηδικών εξαγοραζουσών (bidding firms) και 101 σουηδικών εξαγορασθεισών (targets) εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Στοκχόλμης την περίοδο 1980-1995. Το επιχειρηματικό περιβάλλον της Σουηδίας έχει αρκετές ομοιότητες με το αντίστοιχο Ελληνικό αναφορικά με το ιδιοκτησιακό καθεστώς-οικογενειακές επιχειρήσεις-των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιριών. Συνεπώς, τα σχετικά συμπεράσματα αυτής της έρευνας είναι πολύ πιθανόν να έχουν εφαρμογή και στη χώρα μας. Στο Τμήμα 1 του άρθρου εξηγούνται οι θεωρητικές ωφέλειες που προκύπτουν από ανομοιογενείς και ομοιογενείς εξαγορές. Στο Τμήμα 2 περιγράφονται το δείγμα και εξηγεί τη μεθοδολογία. Στο Τμήμα 3 παρουσιάζονται τα εμπειρικά ευρήματα και στο Τμήμα 4 περιέχονται τα σχετικά συμπεράσματα.

## **2.2. Ωφέλειες από ανομοιογενείς εξαγορές**

Η κυριότερη επίπτωση στις αγοράζουσες επιχειρήσεις από ανομοιογενείς εξαγορές είναι η διαφοροποίηση και άρα μείωση κινδύνου (risk diversification) που επέρχεται ως αποτέλεσμα του χαμηλού συντελεστή συσχέτισης που γενικά υφίσταται ανάμεσα στις ταμειακές ροές επιχειρήσεων που αντιπροσωπεύουν διαφορετικούς κλάδους. Η διαφοροποίηση κινδύνου, αυτή καθαυτή, αφήνει αδιάφορους τους μικρομετόχους μιας πολυμετοχικής επιχείρησης οι οποίοι έχουν τη δυνατότητα διαφοροποίησης κινδύνου, επενδύοντας σε χαρτοφυλάκιο μετοχών αντί σε μετοχές μιας μόνο εταιρίας. Αντιθέτως, η διαφοροποίηση κινδύνου είναι σαφώς επιθυμητή από τα διευθυντικά στελέχη (managers) και τους εργαζομένους στην επιχείρηση για τους οποίους το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου τους (δηλαδή οι αμοιβές τους από τη συγκεκριμένη επιχείρηση) δεν επιδέχεται διαφοροποίηση κινδύνου. Η μείωση όμως του συνολικού κινδύνου της επιχείρησης, ως αποτέλεσμα των ανομοιογενών εξαγορών, προσφέρει μεγαλύτερη επαγγελματική σιγουριά στους εργαζομένους και τα διευθυντικά στελέχη. Συνεπώς, ενώ η διαφοροποίηση κινδύνου μέσω εξαγορών έχει άμεσες ωφέλειες για τα διευθυντικά στελέχη και τους εργαζομένους στην επιχείρηση, δεν έχει άμεσες ωφέλειες στους μετόχους, μια πολυμετοχικής επιχείρησης. Παρά ταύτα, η σύγχρονη βιβλιογραφία υποδεικνύει κάποιες οικονομικές έμμεσες ωφέλειες που προκύπτουν για τις επιχειρήσεις που έχουν διαφοροποιήσει τον

κίνδυνό τους με τη δραστηριοποίησή τους σε πολλαπλούς επιχειρηματικούς κλάδους:

Μείωση μισθών και αμοιβών: Η μεγαλύτερη επαγγελματική σιγουριά των εργαζομένων που παρέχεται από επιχειρήσεις πολλαπλών οικονομικών δραστηριοτήτων, λόγω διαφοροποίησης του συνολικού κινδύνου, μεταφράζεται σε χαμηλότερους μισθούς και αμοιβές για διευθυντικά στελέχη και εργαζομένους, με αποτέλεσμα την αύξηση της κερδοφορίας της επιχείρησης.

Δημιουργία Εσωτερικής Αγοράς Κεφαλαίων (Internal Capital Markets) : Η δραστηριοποίηση μιας επιχείρησης σε πολλαπλούς κλάδους επιτρέπει τη χρηματοδότηση ενός ζημιολόγου τομέα από άλλον επικερδή τομέα του ίδιου ομίλου, με καλύτερους όρους απ' ό,τι προσφέρει η κεφαλαιαγορά. Ως αποτέλεσμα, το συνολικό κόστος χρηματοδότησης της επιχείρησης μειώνεται.

Ομαλή μετακίνηση συντελεστών παραγωγής σε πιο επικερδείς χρήσεις: Στη σύγχρονη επιχειρηματική πραγματικότητα η αξία του ανθρώπινου κεφαλαίου εξαρτάται σημαντικά από τον οργανισμό στον οποίο απασχολείται, με αποτέλεσμα όταν η επιχείρηση διαλύεται, να χάνεται ένα μεγάλο μέρος της αξίας του μαζί με την αξία του οργανισμού. Η διαφοροποίηση κινδύνου μιας επιχείρησης μέσω δραστηριοποίησής της σε πολλαπλούς κλάδους διασφαλίζει την ομαλή μετακίνηση του ανθρώπινου κεφαλαίου και την προστασία της οργανωσιακής ισορροπίας.

Συμπερασματικά, η σύγχρονη Χρηματοοικονομική επιστήμη αποδίδει κάποιες έμμεσες οικονομικές ωφέλειες στη διαφοροποίηση κινδύνου. Η διαφοροποίηση κινδύνου μέσω ανομοιογενών εξαγορών είναι επίσης επωφελής και για τους μεγαλομετόχους οικογενειακών επιχειρήσεων-όπως οι ελληνικές-όπου το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου των μεγαλομετόχων είναι επενδυμένο στις οικογενειακές τους επιχειρήσεις. Αυτοί οι μέτοχοι, παρότι είναι προς το συμφέρον τους να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου τους, με την πώληση μέρους μετοχών της επιχείρησης και επένδυση σε ένα χαρτοφυλάκιο με ευρεία διασπορά, διστάζουν να πωλήσουν τις μετοχές τους από φόβο απώλειας του ελέγχου της επιχείρησής τους. Σε αυτές τις περιπτώσεις επιτυγχάνουν διαφοροποίηση του συνολικού τους κινδύνου έμμεσα, μέσω της ανάληψης δραστηριοτήτων σε πολλαπλούς κλάδους, κάτι που εύκολα επιτυγχάνεται με ανομοιογενείς εξαγορές.

Το γενικό συμπέρασμα είναι ότι οι ανομοιογενείς εξαγορές δημιουργούν, μέσω της αντίστοιχης διαφοροποίησης κινδύνου, οικονομικές ωφέλειες στις επιχειρήσεις που τις αναλαμβάνουν.

### **2.3. Ωφέλειες από ομοιογενείς εξαγορές**

Η Χρηματοοικονομική επιστήμη αποδίδει σημαντικές οικονομικές ωφέλειες στις ομοιογενείς εξαγορές που κυρίως αποδίδονται στις λειτουργικές συνέργιες που δημιουργούνται σε αυτού του είδους τις εξαγορές. Οι λειτουργικές συνέργιες περιλαμβάνουν τη μείωση του κόστους παραγωγής ως αποτέλεσμα των οικονομιών κλίμακος (economies of scale) και οικονομιών φάσματος (economies of scope), τη μείωση των συνολικών δαπανών και την αύξηση των συνολικών πωλήσεων. Οι οικονομίες κλίμακος αναφέρονται στη δυνατότητα της νέας επιχείρησης που προέρχεται από τη συνένωση των ξεχωριστών εταιριών να επιμερίσει το σταθερό κόστος της παραγωγικής διαδικασίας σε μεγαλύτερο αριθμό μονάδων παραγωγής. Οι οικονομίες φάσματος αναφέρονται στη μείωση του κόστους παραγωγής από την προσθήκη συναφών παραγωγικών διαδικασιών (π.χ. μια τράπεζα επεκτείνεται μέσω εξαγοράς σε αμοιβαία κεφάλαια) λόγω χρησιμοποίησης της ίδιας τεχνολογίας και του ίδιου δικτύου διανομής και για τις δυο επιχειρήσεις.

Η μείωση των συνολικών δαπανών προέρχεται από τη μείωση των θέσεων εργασίας, των εγκαταστάσεων και άλλων σχετικών δαπανών που δεν χρειάζονται πια. Η αύξηση των πωλήσεων συνήθως προέρχεται από τη συμπληρωματικότητα των δικτύων διανομής των επιχειρήσεων που συνενώνονται, με αποτέλεσμα οι συνολικές πωλήσεις να είναι μεγαλύτερες από το άθροισμα των πωλήσεων των ξεχωριστών επιχειρήσεων.

Συμπερασματικά, η Χρηματοοικονομική επιστήμη προσδίδει σημαντικές οικονομικές ωφέλειες στις επιχειρήσεις που αναλαμβάνουν ομοιογενείς εξαγορές. Οι ωφέλειες αυτές οφείλονται κυρίως στη δημιουργία λειτουργικών συνεργιών. Περαιτέρω, ενδοεπιχειρηματικές εξαγορές (δηλ. εξαγορές εταιριών ενός ομίλου), ανεξάρτητα εάν είναι επικεντρωμένες (focused) ή περαιτέρω διαφοροποιούν τον κίνδυνο του ομίλου, είναι πιο πιθανόν να έχουν ως κίνητρο τη δημιουργία λειτουργικών συνεργιών, παρά τη δημιουργία εσωτερικής αγοράς κεφαλαίων. Από την άλλη πλευρά, οι ενδοεπιχειρηματικές εξαγορές παρέχουν τη

δυνατότητα στους μεγαλομετόχους να θέτουν καταχρηστικούς όρους συναλλαγής με τους μικρομετόχους, καταλήγοντας στην εκμετάλλευσή τους. Η εμπειρική ανάλυση σε αυτό το άρθρο θα φωτίσει αυτή την πτυχή.

#### **2.4. Δείγμα**

Το δείγμα εξαγορών καλύπτει την περίοδο 1985-1995 και περιλαμβάνει σουηδικές βιομηχανικές επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Στοκχόλμης. Τόσο οι αγοράζουσες επιχειρήσεις (bidders) όσο και οι εξαγοραζόμενες (targets) ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο τη στιγμή που έγινε η ανακοίνωση της εξαγοράς. Μερικές επιχειρήσεις προέβησαν σε περισσότερες της μιας εξαγοράς μέσα στον ίδιο χρόνο. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι σχετικές εξαγοράζουσες επιχειρήσεις περιελήφθησαν στο δείγμα μια μόνο φορά. Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 93 εξαγοράζουσες και 101 εξαγορασθείσες επιχειρήσεις.

Κατά μέσο όρο οι εξαγοράζουσες δραστηριοποιούνται σε 1,75 κλάδους παραγωγής, ενώ οι εξαγοραζόμενες σε 1,85 κλάδους. Η διαφορά αυτών των αριθμών δεν είναι στατιστικά σημαντική, γεγονός που φανερώνει πως και οι δύο ομάδες επιχειρήσεων έχουν τον ίδιο βαθμό διαφοροποίησης κινδύνου. Επίσης, ο συντελεστής “**Tobin’s q**” (χρηματιστηριακή αξία εταιρίας προς αξία αντικατάστασης περιουσιακών στοιχείων), που αντανάκλα την επιδότηση της επιχείρησης και την ικανότητα της διοίκησης να δημιουργεί οικονομική αξία, δεν διαφέρει μεταξύ των δύο ομάδων επιχειρήσεων. Έτσι, τουλάχιστον στο δείγμα που εξετάζεται, οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις δεν φαίνεται να έχουν καλύτερη ή χειρότερη οικονομική επίδοση από τις εξαγοράζουσες. Το μέγεθος των εξαγοραζουσών είναι τρεις (τέσσερις) φορές μεγαλύτερο του μεγέθους των εξαγοραζομένων, όπου το μέγεθος μετράται ως λογιστική αξία στοιχείων ενεργητικού (χρηματιστηριακή αξία μετοχικού κεφαλαίου).

Οι εξαγορές χαρακτηρίζονται ως ανομοιογενείς (diversifying) όταν τα δύο πρώτα ψηφία του κωδικού που χαρακτηρίζει τον βασικό κλάδο δραστηριότητας των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων διαφέρει από τον αντίστοιχο κωδικό των εξαγοραζομένων. Αντιθέτως, εάν αυτοί οι δύο κωδικοί είναι ίδιοι, τότε οι εξαγορές χαρακτηρίζονται ως ομοιογενείς (focused). Σχεδόν οι μισές εξαγορές (49 από 101) χαρακτηρίζονται ανομοιογενείς και κατανέμονται ομοιόμορφα την

περίοδο 1980-1995. Από την ανάλυση του δείγματος προκύπτει πως οι ανομοιογενείς εξαγορές πραγματοποιήθηκαν είτε με την εξαγορά εταιριών που δραστηριοποιούνταν σε πολλαπλούς κλάδους οικονομικής δραστηριότητας. Από την άλλη πλευρά, ομοιογενείς εξαγορές πραγματοποιήθηκαν από εξαγοράζουσες που δραστηριοποιούνταν σε περιορισμένο αριθμό κλάδων, με προφανή στόχο την ενίσχυση της βασικής τους οικονομικής δραστηριότητας.

## **2.5 Μεθοδολογία**

### **α. Ανάλυση Χρηματιστηριακών Αποδόσεων**

Σύμφωνα μ' αυτή τη μεθοδολογία (Ανάλυση Επιχειρηματικών Γεγονότων – Event Study), συγκρίνονται οι χρηματιστηριακές αποδόσεις των μετοχών κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς με τις αναμενόμενες αποδόσεις στην περίπτωση που δεν θα ελάμβανε χώρα η ανακοίνωση της εξαγοράς. Οι αναμενόμενες αποδόσεις υπολογίζονται με βάση το υπόδειγμα αγοράς του οποίου οι συντελεστές εκτιμούνται σε μια περίοδο 180 ημερών, αρχίζοντας είκοσι ημέρες πριν την ανακοίνωση εξαγοράς. Η διαφορά ανάμεσα σε πραγματοποιηθείσες και αναμενόμενες ημερήσιες αποδόσεις καλείται έκτακτη ημερήσια απόδοση (abnormal return) και αντιπροσωπεύει την οικονομική αξία που δημιουργείται από την εξαγορά. Για κάθε εξαγορά υπολογίζονται ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις για μερικές ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης της εξαγοράς. Με βάση αυτές τις ημερήσιες αποδόσεις, υπολογίζεται ο μέσος όρος των ημερήσιων έκτακτων αποδόσεων για τα δείγματα των εξαγοραζουσών και εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων. Ο στατιστικός έλεγχος της διαφοράς του μέσου όρου των έκτακτων αποδόσεων από το μηδέν καθορίζει εάν η μέση έκτακτη απόδοση είναι στατιστικά σημαντική.

### **β. Ανάλυση Λειτουργικής Αποδοτικότητας**

Σύμφωνα με αυτή τη μεθοδολογία, εξετάζεται η μεταβολή της λειτουργικής αποδοτικότητας των εξαγοραζουσών και εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων μεταξύ χρόνου  $t$  και χρόνου εξαγοράς (χρόνος 0), όπου  $t=3, -2, -1$  χρόνια πριν τον χρόνο εξαγοράς.

Επίσης, εξετάζεται η μεταβολή της λειτουργικής αποδοτικότητας των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων μέσα στην περίοδο που καλύπτει τρία χρόνια πριν την εξαγορά μέχρι τρία χρόνια μετά. Η λειτουργική αποδοτικότητα μετράται με τη βοήθεια των κάτωθι χρηματοοικονομικών δεικτών

- Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους (Λειτουργικά κέρδη /Πωλήσεις), όπου λειτουργικά κέρδη ορίζονται ως κέρδη πριν από τόκους, φόρους και αποσβέσεις).

- Απόδοση Στοιχείων Ενεργητικού (Λειτουργικά Κέρδη /Μέσος Ορος Ετήσιου Συνόλου Ενεργητικού)

- Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (Λειτουργικά Κέρδη / Μέση Ετήσια Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου)

Το Σύνολο Ενεργητικού ορίζεται ως το άθροισμα της χρηματιστηριακής αξίας μετοχικού κεφαλαίου και λογιστικής αξίας υποχρεώσεων. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι παραπάνω χρηματοοικονομικοί δείκτες έχουν διορθωθεί για την τάση του κλάδου στο οποίο αντιστοιχεί η κάθε επιχείρηση. Η διόρθωση γίνεται αφαιρώντας από την τιμή του δείκτη κάθε επιχείρησης τη διάμεσο (median) του ίδιου δείκτη του αντίστοιχου κλάδου.

## **2.6. Εμπειρικά ευρήματα**

2.6.1. Ο πίνακας 1 συνοψίζει τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (cumulative average abnormal returns-CARs) εξαγοραζουσών επιχειρήσεων σε διαφορετικά διαστήματα γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης ομοιογενών και ανομοιογενών εξαγορών. Δίπλα από τις σχετικές αποδόσεις εμφανίζονται, εντός παρενθέσεως, οι τιμές της z- στατιστικής που χρησιμοποιούνται για τον στατιστικό έλεγχο των αποδόσεων. Επίσης, στην τελευταία στήλη, παρουσιάζονται οι διαφορές των αποδόσεων μεταξύ των δύο ομάδων εξαγορών.

[1] Αθροιστικές Μέσες Έκτακτες Αποδόσεις Εξαγοραζουσών Εταιρειών σε διαφορετικά διαστήματα γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης ομοιογενών και ανομοιογενών εξαγορών από εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Στοκχόλμης (Περίοδος 1980-1995)

Διάστημα (ημέρες σε σχέση με την ανακοίνωση)	ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CARs)				
	Ομοιογενείς Εξαγορές		Ανομοιογενείς Εξαγορές		Διαφορά Ομοιογενείς - Ανομοιογενείς
	%	(Z)	%	(Z)	%
(-5, +5)	2,74%	(2,82)***	-2,37%	(-1,94)*	5,11% ***
(-1, +1)	1,19%	(1,86)*	-0,52%	(-1,31)	1,71% *
(-1, 0)	0,83%	(2,24)**	0,62%	(0,94)	0,21%

\*\*\*, \*\*, \* αντιπροσωπεύουν στατιστικά σημαντικές τιμές στα επίπεδα σημαντικότητας 1%, 5%, και 10%, αντίστοιχα.

[2] Αθροιστικές Μέσες Αποδόσεις Εξαγοραζουσών, Εξαγοραζομένων και Χαρτοφυλακίου Εξαγοραζουσών και Εξαγοραζομένων στο διάστημα (-5, +5) ημερών γύρω από την ανακοίνωση εξαγοράς από τους Σουηδικούς Ομίλους Wallenberg και SHB του πλειοψηφικού πακέτου εταιρειών των ομίλων τους (Περίοδος 1980-1995)

Διάστημα	ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (CARs)					
	Εξαγοράζουσες		Εξαγοραζόμενες		Χαρτοφυλάκιο των δύο	
	%	(z)	%	(z)	%	(z)
<b>A: ΟΜΙΛΟΣ WALLEMBERG</b>						
Διάστημα (-5, +5)	0,98%	(0,87)	22,98%	(17,58)***	3,91%	(2,92)***
<b>B: ΟΜΙΛΟΣ SHB</b>						
Διάστημα (-5, +5)	-2,28%	(-1,94)*	16,12%	(9,75)***	1,42%	(1,27)

\*\*\*, \*\*, \* αντιπροσωπεύουν στατιστικά σημαντικές τιμές στα επίπεδα σημαντικότητας 1% και 10% αντίστοιχα.

[3] Μεταβολή Λειτουργικής Αποδοτικότητας Εξαγοραζουσών Εταιρειών 1, 2 και 3 χρόνια μετά από Ανομοιογενείς Εξαγορές στη Σουηδία (Περίοδος 1980-1995)

Μεταβλητές	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ (Z)					
	Χρόνος 1		Χρόνος 2		Χρόνος 3	
Μεταβολή Περιθωρίου Λειτουργικού Κέρδους	-0,0293	(-1,67)*	-0,0343	(-1,84)*	-0,0389	(-1,89)*
Μεταβολή Απόδοσης Στοιχείων Ενεργητικού	-0,0168	(-1,56)	-0,0299	(-2,78)**	-0,0111	(-0,97)
Μεταβολή Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων	0,0306	(0,68)	-0,0538	(-1,19)	-0,0175	(-0,37)

\*\*, \* αντιπροσωπεύουν στατιστικά σημαντικές τιμές στα επίπεδα σημαντικότητας 5% και 10% αντίστοιχα

## ΠΙΝΑΚΑΣ 1, 2, 3

ΠΗΓΗ: ΑΡΘΡΟ ΝΙΚ. ΤΡΑΥΛΟΥ

Όπως φαίνεται στον πίνακα 1, στις ομοιογενείς εξαγορές οι αθροιστικές μέσες έκτακτες χρηματιστηριακές αποδόσεις γύρω από την ημέρα 0 (ημέρα ανακοίνωσης της εξαγοράς) είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές. Απεναντίας, στις ανομοιογενείς εξαγορές οι αντίστοιχες χρηματιστηριακές αποδόσεις είναι ή αρνητικές και στατιστικά σημαντικές ή στατιστικά ασήμαντες. Αναφορικά με τη διαφορά των χρηματιστηριακών αποδόσεων μεταξύ των ομοιογενών και



ανομοιογενών εξαγορών, οι διαφορές είναι θετικές, στα δε δύο διαστήματα είναι επίσης και στατιστικά σημαντικές.

Δηλαδή, στις ομοιογενείς εξαγορές οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών των εξαγοραζουσών εταιρειών αυξάνονται κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς, αντανακλώντας τις οικονομικές ωφέλειες των εξαγορών. Αντιθέτως, στις ανομοιογενείς εξαγορές, είτε παρατηρείται μείωση των τιμών των εξαγοραζουσών εταιρειών, είτε, στην καλύτερη περίπτωση, δεν παρατηρείται καμία μεταβολή τιμών.

Στην έκταση που οι χρηματιστηριακές τιμές αντανακλούν οικονομικές αξίες, το συμπέρασμα είναι πως οι ομοιογενείς εξαγορές δημιουργούν οικονομική αξία, ενώ οι ανομοιογενείς εξαγορές όχι μόνον δεν δημιουργούν αξία, αλλά-αντιθέτως-σε μερικές περιπτώσεις μειώνουν την εταιρική αξία. Η δημιουργία οικονομικής αξίας στις ομοιογενείς εξαγορές παρέχει υποστήριξη στην άποψη πως οι ομοιογενείς εξαγορές δημιουργούν οικονομικές συνέργιες. Αντιθέτως, η αδυναμία των ανομοιογενών εξαγορών να δημιουργήσουν οικονομική αξία σημαίνει πως οι οποιεσδήποτε οικονομικές ωφέλειες αυτών των εξαγορών υπολείπονται του σχετικού τους κόστους (αναμενόμενα προβλήματα που δημιουργούνται από τη συνένωση των δύο διαφορετικών επιχειρήσεων, φιλοσοφιών, συστημάτων κλπ).

Στο πίνακα 2 παρουσιάζονται οι αθροιστικές μέσες αποδόσεις των εξαγοραζουσών, εξαγοραζόμενων και του χαρτοφυλακίου των αντίστοιχων ζευγαριών, κατά το διάστημα των έντεκα ημερών (-5, +5) γύρω από τις ανακοινώσεις (ημέρα 0) εξαγορών από δύο εταιρικούς ομίλους (Wallenberg και SHB) του πλειοψηφικού πακέτου εταιριών των ομίλων τους.

Όπως προκύπτει από τα στοιχεία του πίνακα 2, οι ενδοεπιχειρηματικές εξαγορές (δηλ. εξαγορές εντός ομίλου) καταλήγουν σε θετικές και στατιστικά σημαντικές αυξήσεις των χρηματιστηριακών τιμών των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων. Απεναντίας, οι εξαγοράζουσες εταιρίες του ομίλου, είτε υφίστανται μείωση των τιμών τους (στατιστικά σημαντικά στο 0.10 επίπεδο σημαντικότητας), είτε, στην καλύτερη περίπτωση, δεν υφίστανται καμία μεταβολή. Η απουσία στατιστικά σημαντικών αποδόσεων για τις εξαγοράζουσες εταιρίες δεν είναι συμβατή με την άποψη πως οι ενδοεπιχειρηματικές εξαγορές παρέχουν τη δυνατότητα στις εξαγοράζουσες εταιρίες του ομίλου να εκμεταλλευθούν τους μικρομετόχους των εξαγοραζόμενων εταιριών του ομίλου, προσφέροντάς τους χαμηλό τίμημα για τις μετοχές τους.

## 2.6.2. Λειτουργική Αποδοτικότητα

Στο πίνακα 3 συνοψίζονται οι συντελεστές παλινδρόμησης των ετήσιων μεταβολών τριών διαφορετικών χρηματοοικονομικών δεικτών επί τριών ψευδομεταβλητών που κάθε μια τους παίρνει την τιμή 1 (0) εάν έλαβε (δεν έλαβε) χώρα ανομοιογενής εξαγορά ένα, δύο, τρία χρόνια αντίστοιχα πριν από τον χρόνο μέτρησης του αντίστοιχου χρηματοοικονομικού δείκτη. Οι τρεις χρηματοοικονομικοί δείκτες, Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους, Απόδοση Στοιχείων Ενεργητικού και Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων, μετρούν τη μεταβολή της λειτουργικής αποδοτικότητας των αγοραζουσών εταιριών ένα, δύο, τρία χρόνια, αντίστοιχα μετά την εξαγορά.

Όπως φαίνεται στον πίνακα 3, σχεδόν όλοι οι συντελεστές παλινδρόμησης είναι αρνητικοί και σε μερικές περιπτώσεις είναι στατιστικά σημαντικοί. Επίσης, στις περισσότερες περιπτώσεις οι σχετικοί συντελεστές αυξάνονται (σε απόλυτες τιμές) διαχρονικά. Το συμπέρασμα από αυτά τα ευρήματα είναι ότι μετά από ανομοιογενείς εξαγορές η λειτουργική αποδοτικότητα των εξαγοραζουσών εταιριών επιδεινώνεται. Αυτά τα ευρήματα είναι συμβατά με τα αντίστοιχα του πίνακα 1, που βασίζονται σε χρηματιστηριακές αποδόσεις, και ενισχύουν την άποψη πως οι ανομοιογενείς εξαγορές, κατά κανόνα, δεν δημιουργούν εταιρική αξία. Τα ευρήματα αυτού του άρθρου συμπληρώνουν τα ευρήματα άλλων μελετών (π.χ. **John and Ofek, Journal of Financial Economics**, 1995), σύμφωνα με τα οποία παρατηρείται βελτίωση της λειτουργικής αποδοτικότητας εταιριών μετά από την απόσχιση κλάδων που δεν ταιριάζουν με τις κύριες οικονομικές τους δραστηριότητες.

## 2.7. Συμπεράσματα

Αυτό το άρθρο εξετάζει την επίδραση της εξάπλωσης εταιριών σε διαφορετικούς κλάδους στη χρηματιστηριακή τους αξία και στη λειτουργική τους αποδοτικότητα. Το δείγμα βασίζεται σε εξαγορές σουηδικών εταιριών την περίοδο 1980-1995. Τα ευρήματα, βασισμένα στην ανάλυση χρηματιστηριακών αποδόσεων και χρηματοοικονομικών δεικτών, δεν παρέχουν υποστήριξη στην άποψη πως η εξάπλωση εταιριών σε διαφορετικούς κλάδους, μέσω

ανομοιογενών εξαγορών, δημιουργεί εταιρική αξία. Απεναντίας, τα ευρήματα φανερώνουν πως η επέκταση εταιριών στους τομείς της κύριας δραστηριότητάς τους, μέσω ομοιογενών εξαγορών, δημιουργεί εταιρική αξία. Περαιτέρω, τα ευρήματα από την ανάλυση ενδοεπιχειρηματικών εξαγορών δεν παρέχουν υποστήριξη στην άποψη πως αυτού του είδους οι εξαγορές οδηγούν σε εκμετάλλευση των μικροεπενδυτών από τους επιχειρηματικούς ομίλους που εξαγοράζουν εταιρίες που ανήκουν μερικώς σε αυτούς.

Το γενικότερο συμπέρασμα αυτού του άρθρου είναι πως το κόστος επέκτασης εταιριών σε ανομοιογενείς κλάδους, μέσω ανομοιογενών εξαγορών, είναι μεγαλύτερο από τις οποιεσδήποτε οικονομικές τους ωφέλειες. Συνεπώς, οι επιχειρήσεις πρέπει να είναι πολύ προσεκτικές όταν καταστρώνουν στρατηγικές ανάπτυξης μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αυτό το συμπέρασμα έχει ιδιαίτερη σημασία για τις ελληνικές επιχειρήσεις που τα τελευταία χρόνια επεκτείνονται ανεξέλεγκτα σε πολλαπλούς κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, οι οποίοι δεν έχουν καμία σχέση με την κύρια δραστηριότητά τους. Η λαϊκή ρήση «πολυτεχνίτης, ερημοσπίτης» φαίνεται να υποστηρίζεται εμπειρικά από τη διεθνή βιβλιογραφία.

(Με τη συνεργασία του περιοδικού ΕΠΙΛΟΓΗ. Συγχωνεύσεις και εξαγορές: Διεθνείς εμπειρίες και ελληνικές προοπτικές Τάσεις, 28/1/2000 **Τραυλός Νικόλαος**).

## 3ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

### ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ: ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΕΜΠΕΙΡΙΕΣ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

#### 3.1. Γενικά

Οι εξαγορές έχουν αποτελέσει για πολλές χώρες τον μοχλό προσαρμογής τους στις νέες ανταγωνιστικές συνθήκες της διεθνούς οικονομίας. Η Ελλάδα δεν έχει άλλη επιλογή παρά να ακολουθήσει τις διεθνείς τάσεις και να αδράξει τις ευκαιρίες της εποχής. Το ευνοϊκό όμως περιβάλλον πρέπει να ενισχυθεί με το απαραίτητο θεσμικό πλαίσιο. Η θέσπιση ενός σύγχρονου συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης και η θέσπιση κανόνων προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων των υπό εξαγοράν επιχειρήσεων αποτελούν τις βασικές προϋποθέσεις δημιουργίας μιας ενεργού και ανταγωνιστικής αγοράς εξαγορών.

Πέρα από τις οποιεσδήποτε θετικές ή αρνητικές παρενέργειες των συγχωνεύσεων και εξαγορών επί των ενδιαφερομένων επιχειρήσεων (εξαγοραζουσών και εξαγοραζομένων), οι συγκεκριμένες επιχειρηματικές μετατροπές μπορούν να έχουν και επιπτώσεις στο ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον της χώρας όπου οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται. Το θέμα λοιπόν των συγχωνεύσεων και εξαγορών παρουσιάζει έντονο ενδιαφέρον τόσο από πλευράς επιχειρηματικής στρατηγικής όσο και από πλευράς γενικότερης οικονομικής πολιτικής. Οι στόχοι που περιγράφονται είναι να:

1. Προσφέρει μια σύντομη ιστορία των συγχωνεύσεων και εξαγορών (στη συνέχεια, εξαγορών) διεθνώς.

2. Προβεί σε σύντομη ανασκόπηση της εκτεταμένης διεθνούς βιβλιογραφίας αναφορικά με τα κίνητρα και τις ωφέλειες εξαγορών.

3. Αναφερθεί στην εμπειρία από εξαγορές στην Ελλάδα.

4. Επισημάνει τα κύρια πορίσματα και να εξαγάγει συμπεράσματα για τη χάραξη επιχειρησιακής στρατηγικής και κυβερνητικής πολιτικής που οδηγεί στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής Οικονομίας.

5. Προκαλέσει ένα διάλογο ανάμεσα στην Κυβέρνηση, τον Επιχειρηματικό Κόσμο, τους Αντιπροσώπους των Εργαζομένων και της Ακαδημαϊκής Κοινότητας σχετικά με τις καθарές ωφέλειες που απορρέουν από εξαγορές, όχι μόνον στους μετόχους των ενδιαφερομένων επιχειρήσεων, αλλά επίσης και στην Οικονομία.

Το Τμήμα 1 περιέχει μια σύντομη ιστορία των εξαγορών διεθνώς. Το Τμήμα 2 αναφέρει κίνητρα, ωφέλειες και παρενέργειες των εξαγορών. Το Τμήμα 3 παρέχει μια περίληψη των εμπειρικών πορισμάτων της διεθνούς βιβλιογραφίας. Το Τμήμα 4 συνοψίζει εμπειρικά πορίσματα και πληροφορίες αναφορικά με εξαγορές στην Ελλάδα. Τέλος, το Τμήμα 5 συνοψίζει τα βασικά συμπεράσματα του άρθρου.

### **3.2. Σύντομη ιστορία εξαγορών διεθνώς**

Η προηγούμενη εικοσαετία σηματοδεύτηκε από μια σημαντική αύξηση των εξαγορών σε διεθνές επίπεδο. Το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών αντιπροσώπευε εξαγορές αμερικανικών επιχειρήσεων από άλλες εγχώριες επιχειρήσεις. Παρότι φάνηκε πως στο τέλος της περασμένης εικοσαετίας οι εγχώριες εξαγορές στις ΗΠΑ έφθασαν στο αποκορύφωμά τους, πρόσφατα οι ΗΠΑ κατέκτησαν και νέο ρεκόρ εξαγορών. Παράλληλα, οι διασυνοριακές εξαγορές επιχειρήσεων των ΗΠΑ, αλλά και άλλων, ιδιαίτερα ευρωπαϊκών, γνωρίζουν μεγάλη άνθηση.

#### **Εξαγορές στις ΗΠΑ**

Οι εξαγορές δεν αποτελούν καινούργιο φαινόμενο, ιδιαίτερα στις ΗΠΑ. Πράγματι, οι οικονομικοί μελετητές αναφέρουν πέντε τουλάχιστον σημαντικά κύματα εξαγορών (βλέπε σχετικά, **Weston, Chung, and Hoag** [1990, chapter 1]). Το κύμα της περιόδου 1895-1904, το κύμα της περιόδου 1922-1929, αυτό

της περιόδου 1940-1947, το κύμα των εξαγορών ετερογενών επιχειρήσεων (conglomerate mergers) της δεκαετίας του 1960, και το πρόσφατο κύμα εξαγορών που ξεκίνησε το 1976 και συνεχίζεται μέχρι και σήμερα. Όλα αυτά τα “κύματα” έλαβαν χώρα σε περιόδους που η οικονομία απελάμβανε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και συνέπεσαν με σπουδαίες εξελίξεις στο επιχειρηματικό περιβάλλον (π.χ. τεχνολογικές ανακαλύψεις, κρατικές κανονιστικές ρυθμίσεις, απελευθέρωση των κεφαλαιαγορών, ανάπτυξη των διεθνών αγορών, εξελίξεις στις αγορές επιχειρηματικού ελέγχου, διεθνοποίηση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, κλπ.).

Οι εξαγορές της πρόσφατης περιόδου συνδέθηκαν με τη δημιουργία νέων μορφών χρηματοδότησης, με την καταδίκη αρκετών επιχειρηματικών στελεχών (ιδιαίτερα χρηματιστών και τραπεζιτών) για χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών, και με έντονες διαμάχες ανάμεσα σε διευθυντικά στελέχη και μετόχους. Οι εμπειρίες από τις εξαγορές στις ΗΠΑ κατά τα τελευταία είκοσι χρόνια είναι πλούσιες σε θέματα επιχειρησιακής στρατηγικής και κρατικής πολιτικής και είναι σχετικές για χώρες που, όπως οι περισσότερες ηπειρωτικές ευρωπαϊκές, βρίσκονται σε μια εκτεταμένη φάση σημαντικής αναδιάρθρωσης του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα.

### **Εξαγορές στο Ηνωμένο Βασίλειο (U.K.) και Ηπειρωτική Ευρώπη εκτός Ελλάδος**

Οι εξαγορές στις οποίες συμμετέχουν ευρωπαϊκές επιχειρήσεις αυξήθηκαν σημαντικά κατά την περασμένη εικοσαετία. Για παράδειγμα, όπως αναφέρεται από τους **Walter και Smith** (1989), οι συναλλαγές στις οποίες δεν συμμετείχαν επιχειρήσεις των ΗΠΑ έφθασαν το 20% των παγκοσμίων εξαγορών το 1988 έναντι του 9% το 1982. Από τις συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν εξ ολοκλήρου έξω από τις ΗΠΑ, κατά την περίοδο 1982-1988, το 59% περίπου αντιπροσωπεύει ενδοευρωπαϊκές συναλλαγές, στις οποίες το Ηνωμένο Βασίλειο καλύπτει το κύριο μέρος.

Αυτή η έξαρση εξαγορών στον ευρωπαϊκό χώρο μπορεί να αποδοθεί στις νέες οικονομικές συνθήκες που διαμορφώθηκαν στο πλαίσιο της ενοποιημένης αγοράς των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Βέβαια, υπάρχουν αρκετά εμπόδια για την επιτάχυνση της σχετικής τάσης, όπως η εταιρική μετοχική

σύνθεση, η έλλειψη επαρκούς πληροφόρησης του ευρύτερου επενδυτικού κοινού σχετικά με την πορεία των επιχειρήσεων και οι σημαντικές διαφορές στις χώρες της ΕΕ αναφορικά με την πρακτική εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance) και με την αγορά επιχειρηματικού ελέγχου (market for corporate control).

Πρόσφατα, όμως, στην Ευρώπη σημειώνονται σημαντικές αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο που διέπει τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Επίσης, σημειώνεται μια σημαντική αλλαγή στη συμπεριφορά έναντι των εξαγορών εκ μέρους των νομοθετικών φορέων, των Κυβερνήσεων, των επενδυτών και των επιχειρήσεων. Το αποτέλεσμα είναι πως αρκετά από τα εμπόδια εναντίον των εξαγορών πέφτουν, δημιουργώντας ευκαιρίες για ακόμη περισσότερες εξαγορές στον ευρωπαϊκό χώρο. Όπως επισημαίνεται και από τους Walter και Smith (1989), αυτή η αισιόδοξη προοπτική ενισχύεται επίσης και από τους παρακάτω λόγους:

(α) Η αναδυόμενη εσωτερική αγορά της ΕΕ θα απαιτήσει μεγαλύτερες, πιο ανταγωνιστικές, επιχειρήσεις ικανές να εκμεταλλευθούν τις σχετικές οικονομίες κλίμακος και φάσματος και τις ευκαιρίες επέκτασης, ιδιαίτερα στους κλάδους των συγκοινωνιών, της τεχνολογίας πληροφορικής, των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, των προϊόντων διατροφής, των καταναλωτικών ηλεκτρονικών, και των φαρμάκων.

(β) Η εξαγορά εμπορικών ονομάτων και βιομηχανικών εγκαταστάσεων σε μια έντονα ανταγωνιστική αγορά προϊόντων συνήθως αποτελεί μια φθηνότερη εναλλακτική λύση ανάπτυξης σε σύγκριση με την εναλλακτική λύση της εσωτερικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων μέσω ανάληψης άμεσων επενδυτικών δραστηριοτήτων.

(γ) Η αυξανόμενη συγκέντρωση επιχειρηματικής ιδιοκτησίας στα χέρια θεσμικών επενδυτών ενισχύει την έμφαση στην επιδίωξη υψηλών αποδόσεων του μετοχικού κεφαλαίου μέσα σε σύντομα χρονικά διαστήματα. Έτσι, τα στελέχη εταιρειών θεσμικής επένδυσης προτιμούν εξαγορές για την επίτευξη υψηλών βραχυπρόθεσμων αποδόσεων έναντι της μακροπρόθεσμης επένδυσης σε μετοχές.

(δ) Υπάρχει αρκετή τεχνογνωσία εξαγορών διαθέσιμη τόσο στο Ηνωμένο Βασίλειο όσο και στις ΗΠΑ προς διευκόλυνση των αντίστοιχων εξαγορών στις χώρες της Ηπειρωτικής Ευρώπης.

## Εξαγορές στην Ελλάδα

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

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

### 1. ΣΥΧΝΟΤΗΤΑ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ (ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1987-1994)

ΚΛΑΔΟΣ		ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΣΥΧΝΟΤΗΤΑ
ΤΡΟΦΙΜΑ	63	19
ΠΟΤΑ/ΑΝΑΨΥΚΤΙΚΑ	22	7
ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	13	4
ΠΛΑΣΤΙΚΑ	9	3
ΥΠΕΡΚΑΤ. ΤΡΟΦΙΜΩΝ	30	9
ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟΣ	19	6
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΟΣ	15	5
<b>ΥΠΟΛΟΙΠΟΙ ΚΛΑΔΟΙ</b>	<b>155</b>	<b>47</b>
ΣΥΝΟΛΟ	326	100



**ΠΙΝΑΚΑΣ 1** ΠΗΓΗ:ΑΡΘΡΟ ΝΙΚ.ΤΡΑΥΛΟΥ

Ενδεικτικά, ο πίνακας 1 που βασίζεται σε πηγές διαθέσιμες στον συγγραφέα, παρουσιάζει 326 εξαγορές (ολικές ή μερικές) και συνεργασίες (joint ventures) στην Ελλάδα την περίοδο 1987-1994.

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

**2. ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΕΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΧΩΡΩΝ ΜΕΛΩΝ ΕΕ (ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1986-1992)**

Χώρα	Ποσοστό Εξαγορασθεισών Επιχειρήσεων %	Ποσοστό Αγοραζουσών Επιχειρήσεων %	GHP %
Βέλγιο	3,1	2,6	3,2
Γαλλία	15,1	19,6	19,9
Γερμανία	25,6	11,7	25,2
Δανία	3,4	3,6	2,2
Ελλάδα	0,4	0,0	1,1
Ην. Βασίλειο	19,9	44,5	16,3
Ιρλανδία	1,2	3,5	0,7
Ισπανία	9,2	1,4	7,6
Ιταλία	7,5	4,8	17,8
Λουξεμβούργο	0,5	0,9	0,1
Ολλανδία	9,6	7,3	4,8
Πορτογαλία	1,4	0,1	1,0
Ευρωπαϊκή Ένωση	100,0	100,0	100,0

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2** ΠΗΓΗ:ΑΡΘΡΟ ΝΙΚ.ΤΡΑΥΛΟΥ

Ο πίνακας 2 δείχνει το ποσοστό συμμετοχής κάθε χώρας-μέλους της ΕΕ (των 12) στις διασυνοριακές εξαγορές στην περίοδο 1986-1992. Η πρώτη στήλη (1) δείχνει τις χώρες της ΕΕ. Η δεύτερη στήλη (2) δείχνει τη συμμετοχή κάθε χώρας σε εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις, ως ποσοστό των εξαγορασθεισών

επιχειρήσεων και στις δώδεκα χώρες της ΕΕ. Η τρίτη στήλη (3) παρουσιάζει τα αντίστοιχα ποσοστά αναφορικά με τις αγοράζουσες επιχειρήσεις, και η τελευταία στήλη (4) παρουσιάζει το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (GNP) κάθε χώρας ως ποσοστό του συνολικού GNP των δώδεκα Χωρών της ΕΕ.

Όπως φαίνεται στον πίνακα 2, οι ελληνικές επιχειρήσεις ήταν οι λιγότερο ελκυστικές για εξαγορές εξασφαλίζοντας ένα μερίδιο μόλις 0,4%, ενώ η Πορτογαλία με ανάλογο GNP είχε ένα πολύ μεγαλύτερο ποσοστό εξαγορασθεισών επιχειρήσεων (1,4%).

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

### **3.3. Κίνητρα και παρενέργειες από εξαγορές**

Παρότι δεν υπάρχει μοναδική θεωρία να εξηγήσει τους λόγους που οι επιχειρήσεις κάνουν εξαγορές, η πλούσια διεθνής βιβλιογραφία προσφέρει αρκετούς λόγους (κίνητρα) ανάληψης των σχετικών δραστηριοτήτων και υποδεικνύει τις αντίστοιχες πηγές ωφελειών.

**Ιδιαίτερη σημασία δίνεται στα κάτωθι κίνητρα:**

**(1) Δημιουργία λειτουργικών συνεργιών**

**(2) Δημιουργία χρηματοδοτικών συνεργιών**

**(3) Αντικατάσταση μη αποτελεσματικής διοίκησης**

**(4) Ενίσχυση της μονοπωλιακής δύναμης της αγοράζουσας εταιρείας**

**(5) Ικανοποίηση προσωπικών επιδιώξεων των διευθυντικών στελεχών.**

Οι λειτουργικές συνέργιες περιλαμβάνουν τη μείωση του κόστους ως αποτέλεσμα της εκμετάλλευσης οικονομιών κλίμακος (economies of scale) και οικονομιών φάσματος (economies of scope), τη μείωση των συνολικών δαπανών και την αύξηση των συνολικών πωλήσεων. Οι οικονομίες κλίμακος αναφέρονται στη δυνατότητα της νέας επιχείρησης που προέρχεται από τη συνένωση των ξεχωριστών εταιρειών να επιμερίσει το σταθερό κόστος της παραγωγικής διαδικασίας σε μεγαλύτερο αριθμό μονάδων παραγωγής. Οι

οικονομίες φάσματος αναφέρονται στη μείωση του κόστους παραγωγής από την προσθήκη συναφών παραγωγικών διαδικασιών (π.χ. μια τράπεζα επεκτείνεται μέσω εξαγοράς σε αμοιβαία κεφάλαια) λόγω χρησιμοποίησης της ίδιας τεχνολογίας και του ίδιου δικτύου διανομής και για τις δύο επιχειρήσεις.

Η μείωση των συνολικών δαπανών προέρχεται από τη μείωση των θέσεων εργασίας, των εγκαταστάσεων και άλλων σχετικών δαπανών που δεν χρειάζονται πια. Η αύξηση των πωλήσεων συνήθως προέρχεται από τη συμπληρωματικότητα των δικτύων διανομής των επιχειρήσεων που συνενώνονται με αποτέλεσμα οι συνολικές πωλήσεις να είναι μεγαλύτερες από το άθροισμα των πωλήσεων των ξεχωριστών επιχειρήσεων.

Οι χρηματοδοτικές συνεργίες αναφέρονται στην επιπλέον δανειοληπτική ικανότητα της νέας οικονομικής οντότητας και στις αντίστοιχες υψηλότερες φορολογικές απαλλαγές από τόκους, καθώς επίσης και στις επιπλέον φορολογικές απαλλαγές από τη δυνατότητα της νέας επιχείρησης να εκμεταλλευθεί αχρησιμοποίητες φορολογικές απαλλαγές της αγοραζόμενης επιχείρησης. Η αντικατάσταση μη αποτελεσματικής διοίκησης αναφέρεται ως το κυριότερο κίνητρο των εχθρικών (hostile) εξαγορών. Το βασικό επιχείρημα εδώ είναι πως τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης έχουν καλύτερη λειτουργική απόδοση υπό τη διεύθυνση της νέας διευθυντικής ομάδας (management). Η ενίσχυση της μονοπωλιακής δύναμης αναφέρεται στη μείωση του ανταγωνισμού στον συγκεκριμένο κλάδο ως αποτέλεσμα της εξαγοράς και στην αντίστοιχη δημιουργία μονοπωλιακών κερδών για τις επιχειρήσεις του κλάδου.

Ενώ τα ανωτέρω τέσσερα κίνητρα συνδέονται με επιχειρηματικές δραστηριότητες που επιδιώκουν την αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης, το πέμπτο κίνητρο συνδέεται με αποφάσεις των διευθυντικών στελεχών που δεν είναι πάντοτε συμβατές με τα συμφέροντα των μετόχων, αλλά απορρέουν από την επιδίωξή τους να αποκομίσουν προσωπικές ωφέλειες (π.χ. υψηλότερες αμοιβές, εάν αυτές συνδέονται με το μέγεθος των πωλήσεων, κύρος, κ.λπ.) από τη δημιουργία μεγάλων επιχειρηματικών ομίλων.

Προφανώς, δεν είναι δυνατόν να αποδοθούν όλες οι εξαγορές στα ίδια κίνητρα. Γι' αυτό, το βάρος πέφτει στην εμπειρική έρευνα να διερευνήσει τις πηγές και τα μεγέθη των ενδεχόμενων ωφελειών από τις εξαγορές.

Πέρα από τις οικονομικές συνέπειες των εξαγορών στις επιχειρήσεις που συνενώνονται, οι εξαγορές μπορεί να έχουν παρενέργειες στη γενικότερη οικονομία. Οι κυριότερες παρενέργειες σχετίζονται με:

(α) τη συγκέντρωση οικονομικής δύναμης σε περιορισμένο αριθμό επιχειρήσεων,

(β) την ασφάλεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος και

(γ) τη ροή πληροφοριών στις κεφαλαιαγορές.

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

Αναφορικά με το δεύτερο θέμα, η αύξηση των εξαγορών στη δεκαετία του '80 στις ΗΠΑ ενίσχυσε τον προβληματισμό αναφορικά με τις πιθανές αρνητικές επιπτώσεις αυτών των δραστηριοτήτων στην ασφάλεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Το βασικό ερώτημα εδώ είναι εάν οι εξαγορές οδηγούν σε σημαντική αύξηση της δανειοδότησης των επιχειρήσεων και εάν η υψηλότερη δανειοδότηση δημιουργεί κινδύνους στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

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

εξαγορά (tender offer), ώστε οι ενδιαφερόμενοι να έχουν τη δυνατότητα αξιολόγησης των σχετικών προτάσεων.

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

### **3.4. Περίληψη εμπειρικών πορισμάτων διεθνούς βιβλιογραφίας**

Η διεθνής βιβλιογραφία στον χώρο των εξαγορών είναι πλούσια και περιλαμβάνει εκατοντάδες δημοσιευμένων άρθρων σε επιστημονικά περιοδικά, καθώς επίσης και αρκετές μονογραφίες αναφορικά με εξαγορές στις ΗΠΑ, Καναδά και Ευρώπη.

Ο αναγνώστης παραπέμπεται σε εκτενέστερες ανασκοπήσεις της βιβλιογραφίας από τον συγγραφέα [βλέπε σχετικά **Τραυλός** (1993), Travlos (1996), στις πρωτότυπες βιβλιογραφικές πηγές και σε πρόσφατο άρθρο των Eccles, Lanes and Wilson (1999) στο περιοδικό Harvard Business Review (τεύχος Ιουλίου-Αυγούστου, 1999), που επίσης αναδημοσιεύθηκε μεταφρασμένο στον Οικονομικό Ταχυδρόμο (7 Οκτωβρίου 1999, σελ. 99-109)].

Τα εμπειρικά ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας συνοψίζονται κατωτέρω:

(1) Οι εξαγορές επιχειρήσεων δημιουργούν συνέργιες, άρα και οικονομική αξία. Συγκεκριμένα, η χρηματιστηριακή αξία της νέας επιχειρηματικής οντότητας ξεπερνά το άθροισμα των χρηματιστηριακών αξιών των ξεχωριστών επιχειρήσεων πριν την εξαγορά.

(2) Όπως προκύπτει από την ανάλυση των χρηματιστηριακών τους τιμών, οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις απολαμβάνουν τη μερίδα του λέοντος από την επιπλέον οικονομική αξία, ενώ οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις είτε καρπούνται μικρά μόνο κέρδη, είτε σημειώνουν μικρές ζημίες.

(3) Τα κέρδη των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων, όπως αντικατοπτρίζονται στις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών τους, έχουν μειωθεί διαχρονικά, ενώ η αντίθετη τάση ισχύει για τις εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις, ιδιαίτερα μετά τη θέσπιση της νομοθεσίας που προστατεύει τα συμφέροντα των μετόχων των εξαγοραζόμενων εταιρειών.

(4) Τα κέρδη που δημιουργούνται, υπό τη μορφή υψηλότερης χρηματιστηριακής τιμής, για τους μετόχους των υποψηφίων προς εξαγορά επιχειρήσεων, κατά την ανακοίνωση της δημόσιας προσφοράς της εξαγοράς, διατηρούνται τότε μόνον όταν η εξαγορά πραγματοποιείται. Αυτό το εμπειρικό εύρημα συνηγορεί με την άποψη πως η αλλαγή διοίκησης στις εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις που συνήθως ακολουθεί τις εξαγορές, βοηθά τις αγοράζουσες να επιτύχουν πιο αποδοτική χρήση των περιουσιακών στοιχείων που αποκτούν.

(5) Ο επιμερισμός της οικονομικής αξίας που δημιουργείται από τις εξαγορές ανάμεσα στις εξαγοράζουσες και εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις εξαρτάται από τις ανταγωνιστικές συνθήκες στην αγορά εξαγορών. Ενώ τα ολικά κέρδη από εξαγορές έχουν διατηρηθεί σταθερά κατά την περίοδο 1963-1990, ο επιμερισμός τους έχει αλλάξει δραματικά υπέρ των μετόχων των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων.

(6) Το μερίδιο των κερδών που αποκομίζει η εξαγοραζόμενη επιχείρηση εξαρτάται από τη μετοχική της σύνθεση. Συγκεκριμένα, σε προσφορές εξαγοράς με πολλαπλούς υποψήφιους αγοραστές, τα κέρδη που, υπό μορφή υψηλότερης χρηματιστηριακής τιμής, αποκομίζουν οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης επιχείρησης αυξάνονται ανάλογα με το ποσοστό μετοχικής ιδιοκτησίας των διευθυντικών στελεχών και μειώνονται ανάλογα με το ποσοστό μετοχικής ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών.

(7) Τα εμπειρικά ευρήματα καταγράφουν συγκεκριμένες πηγές λειτουργικών συνεργιών. Ειδικότερα οι εμπειρικές μελέτες συμπεραίνουν πως οι εξαγορές βελτιώνουν τον δείκτη αποδοτικότητας περιουσιακών στοιχείων και μειώνουν το κόστος εργασίας.

(8) Σχετικά με τη δημιουργία χρηματοδοτικών συνεργιών, υπάρχουν αρκετές ενδείξεις πως οι εξαγορές προκαλούν μια μικρή αύξηση του ποσοστού δανειακής χρηματοδότησης. Όμως, το γενικό συμπέρασμα είναι πως η επιπλέον δανειοδότηση δεν αποτελεί το βασικό κίνητρο εξαγορών. Επιπλέον, τα ευρήματα φανερώνουν πως συγκεκριμένα είδη εξαγορών αυξάνουν την αξία των επιχειρήσεων γιατί επιτρέπουν σε αυτές να εκμεταλλευθούν αχρησιμοποίητες φορολογικές απαλλαγές (δηλαδή μεταφερόμενες στο μέλλον φορολογικές ζημιές).

(9) Υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις πως οι εξαγορές βελτιώνουν την απόδοση των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων με την αντικατάσταση μη αποτελεσματικής διοίκησης. Συγκεκριμένα, όπως προκύπτει από την ανάλυση των χρηματιστηριακών τιμών, οι κεφαλαιαγορές ανταμείβουν καλο-διοικούμενες επιχειρήσεις που εξαγοράζουν κακο-διοικούμενες επιχειρήσεις, αλλά όχι κακο-διοικούμενες επιχειρήσεις που εξαγοράζουν καλο-διοικούμενες επιχειρήσεις.

(10) Τα εμπειρικά πορίσματα από αρκετές μελέτες στηρίζουν την άποψη πως μερικές εξαγορές υποκινούνται από κριτήρια άσχετα με τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, ιδιαίτερα όταν δεν παρέχονται στα διευθυντικά στελέχη κίνητρα μεγιστοποίησης της επιχειρηματικής αξίας. Αντίθετα, οι σχετικές μελέτες φανερώνουν πως οι εξαγορές είναι επικερδείς για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις όταν παρέχονται στα διευθυντικά στελέχη κίνητρα για μεγιστοποίηση της εταιρικής αξίας.

(11) Οι εξαγορές που αποσκοπούν στη μείωση του συνολικού κινδύνου της εξαγοράζουσας επιχείρησης (*diversifying acquisitions*) δεν επιφέρουν κέρδη. Απεναντίας, οδηγούν σε μείωση της λειτουργικής αποδοτικότητας της επιχείρησης κατά την τριετία που ακολουθεί την εξαγορά. Οι εξαγορές επέκτασης της εξαγοράζουσας σε ομοιογενείς δραστηριότητες (*focused acquisitions*) αποτελούν κατά κανόνα επικερδείς εξαγορές.

(12) Οι διεθνείς εξαγορές δημιουργούν κέρδη στις πολυεθνικές εταιρείες όταν αυτές επεκτείνονται σε νέες χώρες, ιδιαίτερα σε λιγότερο ανεπτυγμένες. Οι εξαγοραζόμενες που δέχονται προσφορά εξαγοράς από επιχειρήσεις του εξωτερικού καρπώνονται υψηλά πριμ εξαγοράς, το μέγεθος των οποίων αυξάνεται ανάλογα με τον βαθμό ανταγωνισμού στην αγορά επιχειρηματικού ελέγχου στη χώρα της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

(13) Οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις έχουν κατά κανόνα μικρότερο δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E), χρησιμοποιούν λιγότερα ξένα κεφάλαια, έχουν γρηγορότερους ρυθμούς ανάπτυξης και χαμηλότερο δείκτη χρηματιστηριακής αξίας προς λογιστική αξία μετοχής σε σύγκριση με ένα τυχαίο δείγμα μη εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων. Παρότι τα χαρακτηριστικά των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων είναι γνωστά, τα υποδείγματα πρόβλεψης των εξαγορών έχουν ασθενή προβλεπτική ικανότητα. Περαιτέρω, τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια πιθανών υποψηφίων προς εξαγορά επιχειρήσεων, που καταρτίζονται με βάση υποδείγματα πρόβλεψης εξαγορών, δεν κερδίζουν υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με το χαρτοφυλάκιο ολόκληρης της χρηματιστηριακής αγοράς.

(14) Τα κέρδη από τις εξαγορές δεν οφείλονται σε αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης των επιχειρήσεων.

(15) Η δανειοδότηση των επιχειρήσεων για τη χρηματοδότηση των εξαγορών δεν έχει επηρεάσει την ασφάλεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

(16) Νομοθεσίες που επιβάλλουν έγκαιρη και πλήρη αποκάλυψη των σχετικών πληροφοριών έχουν προστατεύσει τα συμφέροντα των μετόχων των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων και έχουν αποθαρρύνει ζημιογόνες εξαγορές.

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

1. Οι εξαγορές ναι μεν δημιουργούν συνεργίες (άρα και οικονομικές αξίες), αλλά αρκετές φορές οι αγοράζουσες εταιρείες πληρώνουν πολύ ακριβά τις επιπλέον συνεργείες. Πιθανοί λόγοι αυτής της έκβασης είναι η υπερεκτίμηση των συνεργιών από την εξαγορά ή/και η υποεκτίμηση του κόστους υλοποίησης της εξαγοράς και ένταξης της εξαγοραζόμενης εταιρείας στην επιχειρηματική κουλτούρα της εξαγοράζουσας. Συνήθως, αυτό το πρόβλημα ανακύπτει σε περιπτώσεις που τα διευθυντικά στελέχη προβαίνουν σε εξαγορές «στρατηγικής σημασίας», όπου οι στρατηγικές ωφέλειες δεν μπορούν να ποσοτικοποιηθούν επαρκώς.

2. Επιχειρηματικές επεκτάσεις μέσω ετερογενών εξαγορών (conglomerate ή diversifying acquisitions) συνήθως οδηγούν σε αποτυχία. Απεναντίας, επεκτάσεις σε ομοιογενείς τομείς (focused acquisitions) φαίνεται πως επιτυγχάνουν.



3. Όσο περισσότερο ανταγωνιστική είναι η αγορά επιχειρηματικού ελέγχου (market for corporate control) και όσο πιο έγκαιρη και επαρκής πληροφόρηση παρέχεται σχετικά με μια εξαγορά, τόσο περισσότερο ωφελημένοι καταλήγουν οι μέτοχοι της υπό εξαγορά επιχείρησης και τόσο λιγότερα κέρδη αποκομίζουν οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας.

4. Οι εξαγορές βελτιώνουν την οικονομική αποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων, και επομένως είναι ανάγκη κάθε αντιμονοπωλιακή πολιτική να ξεχωρίζει τα κέρδη που οφείλονται σε βελτίωση της αποτελεσματικότητας από εκείνα που οφείλονται σε αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης.

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

### **3.5. Πληροφορίες αναφορικά με εξαγορές στην Ελλάδα**

Σε αντίθεση με την πλούσια διεθνή βιβλιογραφία, η βιβλιογραφία για εξαγορές στην Ελλάδα είναι περιορισμένη. Πέραν των σχετικών αδημοσίευτων μελετών των **Ουσταπασίδη** (1994) και **Κατσουλάκου** (1994) που συνοψίζονται κατωτέρω, οι απόψεις που παρουσιάζονται εδώ βασίζονται σε συζητήσεις του συγγραφέα με επιχειρηματικά στελέχη και εκπροσώπους κοινωνικών φορέων (στη συνέχεια, στελέχη).

#### **Επιπτώσεις Εξαγορών σε Επιχειρήσεις**

**Ο Ουσταπασίδης** (1994) διερευνά εμπειρικά τις επιπτώσεις στην κερδοφορία ελληνικών εταιρειών που συμμετείχαν σε 28 εξαγορές στον κλάδο τροφίμων στην περίοδο 1987-1991. Τα γενικά αποτελέσματα δείχνουν πως: α) το ποσοστό κέρδους των επιχειρήσεων που συμμετείχαν στις εξαγορές αυξήθηκε σημαντικά μετά την εξαγορά, β) πολλές από τις επιχειρήσεις έγιναν κερδοφόρες, ενώ αρχικά ήταν ζημιογόνες. Ο συγγραφέας σημειώνει πως τα παραπάνω δύο αποτελέσματα, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι η πλειοψηφία

αυτών των επιχειρήσεων ήταν μικρο-μεσαίου μεγέθους, υποδηλώνουν αύξηση της αποδοτικότητας και κοινωνικής ευημερίας.

**Ο Κατσουλάκος (1994)** βασιζόμενος σε αποτελέσματα εμπειρικής του μελέτης αναφέρει πως από το μεγαλύτερο ποσοστό (18 επί συνόλου 30) των εξαγορών της περιόδου 1985-1989 αναμένονταν σημαντικές ωφέλειες στις επιχειρήσεις από αύξηση της αποτελεσματικότητας.

Αναφορικά με τις απόψεις των στελεχών, τα κύρια συμπεράσματα είναι τα εξής:

α) Οι εξαγορές και γενικότερα οι επιχειρησιακές συγκεντρώσεις και συνεργασίες είχαν θετικά αποτελέσματα στις επιχειρήσεις που συμμετείχαν σε αυτές. Ιδιαίτερη αναφορά γίνεται στις οικονομίες κλίμακος και φάσματος (economies of scale and scope), στη χρήση δικτύων διανομής που προκλήθηκαν από τις εξαγορές, καθώς επίσης και στις ευκαιρίες ανάπτυξης που προκλήθηκαν, ιδιαίτερα με τη διείσδυση σε νέες αγορές (νέα προϊόντα, νέες περιοχές).

β) Αναγνωρίζεται πως οι εξαγορές και οι συναφείς συνεργασίες αποτελούν ένα χρήσιμο εργαλείο άσκησης επιχειρησιακής στρατηγικής προς απόκτηση ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων της σύγχρονης επιχείρησης που λειτουργεί σε ένα ολοένα πιο ανταγωνιστικό και δυναμικά μεταβαλλόμενο περιβάλλον. Η τάση αναδιάρθρωσης των επιχειρήσεων στις ευρωπαϊκές χώρες συνεχίζεται δυναμικά και δεν αφήνει επιλογές ολιγοπωρίας σε εκείνες τις ελληνικές επιχειρήσεις που επιδιώκουν να διατηρήσουν και να επαυξήσουν τα ανταγωνιστικά τους πλεονεκτήματα στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών που συναγωνίζονται Ευρωπαίους ανταγωνιστές.

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

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

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

στ) Σε μερικούς κλάδους οι εξαγορές δημιούργησαν και χρηματοδοτικές συνεργίες είτε με την τόνωση του μεγέθους των επιχειρήσεων, είτε με την

εξυγίανση των ισολογισμών τους είτε ακόμη και με την εκμετάλλευση της ολιγοπωλιακής τους θέσης.

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

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

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

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

### **Επιπτώσεις Εξαγορών στην Οικονομία**

**Ο Ουσταπασίδης (1994)** διερευνά την επίδραση των εξαγορών στον περιορισμό του ανταγωνισμού και στην ενίσχυση της ολιγοπωλιακής θέσης στον κλάδο τροφίμων και ποτών. Η ενδεικτική μέτρηση της συγκέντρωσης, χρησιμοποιώντας τους δείκτες CR4 και Herfindahl, έδωσε για τις 42 βιομηχανίες τροφίμων και ποτών τιμές συγκέντρωσης υψηλές, σε σχέση με τις μετρήσεις στους αντίστοιχους κλάδους των ΗΠΑ και Μ. Βρετανίας, που ξεπερνούν τα διεθνώς αποδεκτά όρια του τέλειου ανταγωνισμού.

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

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

### **3.6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Η ανασκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας καταλήγει στο συμπέρασμα πως οι εξαγορές δημιουργούν συνεργίες που μετατρέπονται σε επιπλέον οικονομικές αξίες. Κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες, οι επιπλέον οικονομικές αξίες διαμοιράζονται στους μετόχους και των δυο μερών, εξαγοραζουσών και εξαγοραζομένων, δημιουργώντας κέρδη και στα δύο μέρη. Άλλοτε, όμως, οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων υφίστανται ζημίες, που αποδίδονται σε λανθασμένες εκτιμήσεις των σχετικών ωφελειών/δαπανών. Ο κίνδυνος υπερεκτίμησης των συνεργιών ή υποεκτίμησης των σχετικών δαπανών είναι αρκετά μεγάλος σε εξαγορές ανομοιογενών επιχειρήσεων/κλάδων και σε περιπτώσεις αξιολόγησης εξαγορών «στρατηγικής σημασίας».

Επίσης, σε αρκετές περιπτώσεις εξαγορών τίθενται υπό αμφισβήτηση τα κίνητρα των διευθυντικών στελεχών, ιδιαίτερα όταν η αμοιβή τους δεν περιλαμβάνει κίνητρα μεγιστοποίησης της εταιρικής οικονομικής αξίας. Πέρα από τις επιπτώσεις των εξαγορών επί των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, η θεωρία αναγνωρίζει και μερικές παρενέργειες στο γενικότερο οικονομικό σύστημα, όπως η μείωση του ανταγωνισμού και η αύξηση του κινδύνου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τα εμπειρικά ευρήματα φανερώνουν πως οι παρενέργειες δεν είναι σημαντικές.

Γενικά οι εξαγορές έχουν αποτελέσει για πολλές χώρες τον μοχλό προσαρμογής τους στις νέες ανταγωνιστικές συνθήκες της διεθνούς οικονομίας και έχουν λειτουργήσει ως εργαλεία ανάπτυξης και διατήρησης ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων πολλών επιχειρήσεων και κλάδων. Οι οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις στην Ευρώπη δημιουργούν τις προϋποθέσεις για έντονο κύμα εξαγορών σε αρκετούς κλάδους. Η Ελλάδα δεν έχει άλλη επιλογή παρά να ακολουθήσει τις διεθνείς τάσεις και να αδράξει τις ευκαιρίες της εποχής. Το ευνοϊκό όμως περιβάλλον πρέπει να ενισχυθεί με το απαραίτητο θεσμικό πλαίσιο. Η θέσπιση ενός σύγχρονου συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance) και η θέσπιση κανόνων προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων των υπό εξαγοράν επιχειρήσεων αποτελούν τις βασικές προϋποθέσεις δημιουργίας μιας ενεργού και ανταγωνιστικής αγοράς εξαγορών.

Η ελληνική βιβλιογραφία είναι περιορισμένη στην ανάλυση των θεμάτων που σχετίζονται με τις εξαγορές επιχειρήσεων. Για την καλύτερη κατανόηση των σχετικών θεμάτων είναι απαραίτητο η υφιστάμενη βιβλιογραφία να εμπλουτιστεί με τη διερεύνηση των ακόλουθων θεμάτων:

α) Οι επιδράσεις των εξαγορών ελληνικών επιχειρήσεων στη λειτουργική απόδοση και χρηματιστηριακή αξία των εξαγοραζουσών και εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων.

β) Ο εντοπισμός των πηγών συνεργιών και για τα δυο μέρη.

γ) Ο ρόλος των διευθυντικών στελεχών στην ανάληψη ή αποτροπή εξαγορών.

δ) Τα χαρακτηριστικά των πετυχημένων εξαγορών.

ε) Η διερεύνηση των αρνητικών παρενεργειών των εξαγορών στην απασχόληση, στον ανταγωνισμό, και στην εύρυθμη λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου.

## 4ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

### Εξαγορές και συγχωνεύσεις στον τραπεζικό κλάδο

#### Εκρηξη των συγχωνεύσεων και εξαγορών στη διεθνή οικονομική σκηνή (λόγοι έκρηξης)

Ο κύριος λόγος είναι η ύπαρξη σημαντικών οικονομιών κλίμακος και φάσματος, που υπάρχουν σε αρκετούς κλάδους οικονομικής δραστηριότητας και η αξιοποίηση-εκμετάλλευση των οποίων προϋποθέτει ενίσχυση του μεγέθους των επιχειρήσεων.

Ο βασικός λόγος για τον οποίο έχουν δημιουργηθεί νέες ευκαιρίες επίτευξης οικονομιών κλίμακος συνδέεται, ιδιαίτερα στον ευρωπαϊκό χώρο αλλά και διεθνώς, με την ενοποίηση όλων των αγορών προϊόντων, εργασίας, αλλά κυρίως χρήματος και κεφαλαίου. Η τελευταία αυτή έχει πραγματοποιηθεί με την απελευθέρωση των οικονομιών στον ανταγωνισμό όλων των οικονομιών: μικρών και μεγάλων, αναπτυσσόμενων και ανεπτυγμένων.

Ενα δεύτερο στοιχείο είναι η σημαντική συμβολή των τεχνολογικών μεταβολών. Εννοούμε βεβαίως τη συμβολή της τεχνολογικής προόδου στην ενοποίηση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Ιδιαίτερα των μεταβολών στους τομείς των τηλεπικοινωνιών, της πληροφορικής και των μεταφορών. Πρόκειται για παράγοντες που οδηγούν στην ανάγκη ταχείας ανάπτυξης και αναδιάταξης της οργανωτικής δομής των επιχειρήσεων. Η έννοια της εγχώριας αγοράς υποχωρεί σταδιακά, χάνει το περιεχόμενο που είχε παλαιότερα, αφού σήμερα μιλάμε όλο και περισσότερο για μεγάλες περιφερειακές αγορές. Όπως π.χ., στην περίπτωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης, της ζώνης του ευρώ, δηλαδή της μεγάλης ευρωπαϊκής αγοράς. Που δεν είναι η μόνη, αφού το φαινόμενο επεκτείνεται στις παγκόσμιες αγορές.

#### 4.1.α. Πλεονεκτήματα των Ε&Σ που προσφέρονται στους καταναλωτές

Θεωρούμε ότι ο έντονος ανταγωνισμός στα πλαίσια μιας παγκοσμιοποιημένης αγοράς, ειδικότερα, για την Ευρώπη, η Νομισματική Ένωση, οδηγεί σε χαμηλότερο κόστος, βελτιωμένη ποιότητα των προϊόντων ή προϊόντα με καλύτερα χαρακτηριστικά. Το παράδειγμα της αυτοκινητοβιομηχανίας είναι χαρακτηριστικό: το κόστος παραμένει περίπου το ίδιο, αλλά είναι άλλο το αυτοκίνητο το σημερινό και άλλο το αυτοκίνητο πριν 10-15 χρόνια, ως προς το επίπεδο εξοπλισμού και ποιότητας.

Η βελτίωση της ποιότητας και η μείωση του κόστους γίνεται σε τέτοιο βαθμό ώστε ο πληθωρισμός στις βασικές χώρες να είναι σχεδόν μηδενικός. Παρά την ταχεία αύξηση της παραγωγής σε χώρες όπως η ή, σε μικρότερο βαθμό στην Ευρώπη, ο πληθωρισμός είναι πάρα πολύ χαμηλός λόγω του έντονου ανταγωνισμού, της παγκοσμιοποίησης και της δυνατότητας που έχουν οι επιχειρήσεις να ρίχνουν το ανά μονάδα κόστος προϊόντος.

Επειδή οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές οδηγούν σε μεγαλύτερο μέγεθος, άρα σε συγκέντρωση, εμφανίζεται κατ' αρχήν πως οδηγούμεθα σε μια πιο ολιγοπωλιακή διάρθρωση, τουλάχιστον με την εγχειριδιακή του όρου έννοια. Δηλαδή ένα μεγαλύτερο ποσοστό της δραστηριότητας ελέγχεται από μικρότερο αριθμό εταιριών. Αυτό, θεωρητικά τουλάχιστον, θα μπορούσε να οδηγήσει σε ορισμένα προβλήματα.

Το σωστό είναι πως όχι μόνο δεν οδηγούμεθα, μέσω της συγκέντρωσης αυτής σε ολιγοπωλιακές καταστάσεις και, επομένως, σε βλάβη των συμφερόντων των καταναλωτών, αλλά συμβαίνει το ακριβώς αντίθετο. Έχουμε καλύτερα και φθηνότερα προϊόντα και υπηρεσίες.

Σύμφωνα με τα προηγούμενα, οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι ο βαθμός συγκέντρωσης ενός κλάδου βιομηχανίας ή τουριστικών υπηρεσιών, είναι ευθέως συνδεδεμένος με το βαθμό κερδοφορίας στον κλάδο αυτόν. Αν κάνουμε την ανάλυση για τους βασικούς κλάδους της βιομηχανίας θα δούμε ότι υπάρχει μια ευθεία συνάρτηση μεταξύ του ενός και του άλλου φαινομένου. Ομως, η δυναμική της μείωσης του κόστους είναι τόσο μεγάλη ώστε ακόμα και αν υπάρχει κάποια βελτίωση του περιθωρίου κέρδους, υπερκαλύπτεται από τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας.

Το τελικό συμπέρασμα θα μπορούσε να είναι ότι όχι μόνον ο καταναλωτής ωφελείται, αλλά και ο μέτοχος ωφελείται και οι εργαζόμενοι ωφελούνται στο βαθμό που επιτυγχάνεται και καλύτερη κερδοφορία και μεγαλύτερα περιθώρια ανάπτυξης. Οπως άλλωστε ωφελείται τελικά και το Δημόσιο γιατί αντλεί περισσότερους φόρους επί της μεγαλύτερης κερδοφορίας, γιατί χρειάζεται να δώσει λιγότερα επιδόματα ανεργίας επειδή περιορίζεται η απώλεια θέσεων απασχόλησης κλπ. Υπάρχει σε τελευταία ανάλυση ένα positive sun game.

#### 4.1.β. Παράμετροι που μας οδηγούν σε μια Ε ή σε μια Σ.

Σημειώνουμε τέσσερις παραμέτρους που ανάλογα με την εποχή συνδυάζονται με διαφορετικό τρόπο. Οι παράμετροι αυτοί είναι η δύναμη, ο πλούτος, το μέγεθος και η επιρροή των επιχειρήσεων. Οφείλουμε να κοιτάξουμε διαχρονικά τα τελευταία 20 χρόνια τα τέσσερα αυτά μεγέθη (power, wealth, size και influence), ανάλογα βεβαίως και με τη γενικότερη συγκυρία, που δεν είναι πάντα εύκολο να τις συνειδητοποιήσουμε όταν υποχωρούν ή αναδεικνύονται.

Αυτή τη στιγμή το κυρίαρχο στοιχείο, ιδιαίτερα όσον αφορά πολλές ιδιωτικοποιήσεις ή πολλές από τις συγχωνεύσεις, που έχουν σχέση με το δημόσιο τομέα, αναδεικνύεται ο πλούτος. Υποχωρεί αντιστοίχως η δύναμη. Ολα αυτά σε μια θεωρητική λογική. Που λέει ότι η επιχειρηματική δραστηριότητα είναι ανά τους αιώνες, ιδιαίτερα μετά τον πόλεμο και με μεγάλη έμφαση τα τελευταία 20 χρόνια αλλά τα τελευταία τρία-τέσσερα χρόνια είναι “ροές και μετασχηματισμοί” (flux and transformation).

Μια συνεχής ροή, ένα μεγάλο ποτάμι, που έχει τη δική του δύναμη. Ποτάμι που δεν μπορεί να το σταματήσει τίποτα.

Κάθε φορά που βλέπουμε μια συγχώνευση ή πολλαπλές συνενώσεις, με χαρακτηριστική αυτή που έγινε στην Ιταλία, όπου μια μικρή εταιρεία, η **Olivetti** πήρε την **Telecom Italia**, δεν θα πρέπει να παρασυρθούμε και να πούμε ότι όλο αυτό είναι οπωσδήποτε θετικό μέχρι τέλους. Να προσέξουμε, για παράδειγμα, ότι αυτό που συνέβη στην Ιταλία είναι τελικά μια ιδιωτικοποίηση αλλά Ιταλικά της Telecom.

Βρισκόμαστε μπροστά σ' ένα φαινόμενο που απαιτεί μελέτη. Τα όσα συμβαίνουν σήμερα στην Αμερική, με τις μεγάλες τηλεπικοινωνιακές εταιρίες να αγοράζουν η μια την άλλη, συνδέονται, και πρέπει να το σημειώσουμε, με τη



νομοθεσία που έφτιαξε ο πρόεδρος Κλίντον για τις τηλεπικοινωνίες, το 1996, η οποία δεν μπορεί, στην ουσία, να εφαρμοστεί.

Πρέπει να δούμε προσεκτικά το θέμα κινητικότητας στην αγορά εργασίας. Η Ευρώπη είναι η πιο καθυστερημένη περιοχή στον ανεπτυγμένο κόσμο στο θέμα της κινητικότητας της εργασίας. Οι ευρωπαϊκές αγορές στερούνται την ευελιξία που διαθέτουν οι βασικοί τους ανταγωνιστές στην αγορά των ΗΠΑ. Το θέμα αυτό πρέπει να αντιμετωπιστεί.

Για παράδειγμα, η Ευρώπη αντιμετωπίζει διαφορετικά σειρά θεμάτων όπως: οι απολύσεις και μετακινήσεις προσωπικού, το σύστημα αμοιβών, το σύστημα ασφάλισης. Τα θέματα αυτά δημιουργούν ανταγωνιστικό μειονέκτημα στις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις έναντι των ανταγωνιστών τους στις ΗΠΑ. Αυτός είναι ένας επιπλέον λόγος που αμερικανικές επιχειρήσεις έχουν προηγηθεί.

Η Ευρώπη θα πρέπει να επαναρρυθμίσει, την αγορά εργασίας. Η αγορά εργασίας είναι εκείνη, η οποία δίνει μαζί με την τεχνολογία τις δυνατότητες να γίνουν αυτά τα σχήματα. Ο ανταγωνισμός των ΗΠΑ πιέζει την ευρωπαϊκή αγορά, αλλά η Ευρώπη δεν μπορεί ν' ανταποκριθεί επαρκώς διότι δεν έχει τις αντίστοιχες ρυθμίσεις στη διάθεσή της, ώστε η αγορά να προσαρμοστεί γρήγορα. Αναφέρουμε ένα πρόβλημα που υπάρχει, είναι τα ασφαλιστικά ταμεία. Πρόβλημα που θα κληθούν να αντιμετωπίσουν οι επιχειρήσεις στην Ευρώπη που έχουν αναπτύξει δικά τους ταμεία ασφάλισης και πρέπει να σηκώσουν το βάρος και τα ενδεχόμενα ελλείμματα των ταμείων αυτών. Π.χ. ο ΟΤΕ. Όταν αποφασίσθηκε η εισαγωγή του ΟΤΕ στη Wall Street, του εξήτησαν να καταθέσει αναλογιστική έκθεση για το ταμείο προσωπικού του ΟΤΕ. Το ίδιο γίνεται και με άλλες επιχειρήσεις στην Ευρώπη και στην Ελλάδα.

Ο τραπεζικός χώρος στην Ελλάδα παρουσιάζει σημαντική ανομοιογένεια στα συστήματα ασφάλισης προσωπικού. Κάθε τράπεζα έχει διαφορετικό σύστημα ή ταμείο.

Αυτό όμως αποτελεί σημαντικό πρόβλημα για τις συγχωνεύσεις στην Ελλάδα και την Ευρώπη. Γεγονός που λειτουργεί, ως ένα σημείο, ανασταλτικά. Χρειάζεται ρύθμιση, τόσο στην Ευρώπη, όσο και στην Ελλάδα. Η παγκοσμιοποίηση των αγορών πρέπει να οδηγήσει τα πράγματα σε σύγκλιση, ώστε τελικά, εκτός από την αποκατάσταση ίσων όρων ανταγωνισμού, να επιτευχθεί και η απαιτούμενη κινητικότητα στην αγορά εργασίας. Πρέπει να υπάρξει ανταγωνισμός και κινητικότητα εργασίας και να διευκολυνθούν όλες

αυτές οι συγχωνεύσεις, οι εξαγορές, οι συγκεντρώσεις, που απαιτούνται για την ανάπτυξη και επέκταση των ελληνικών επιχειρήσεων στα Βαλκάνια.

#### **4.1.γ. Δυσκολίες μιας εξαγοράς ή μιας συγχώνευσης**

Ο ανθρώπινος παράγων είναι ένα σημαντικό κομμάτι δυσκολίας. Που εξηγείται από το γεγονός ότι πρέπει να ενσωματωθούν σε ένα ενιαίο σύνολο διαφορετικές κουλτούρες, πρακτικές, συνήθειες, Ένα διαφορετικό *modus operandis* για την κάθε επιχείρηση. Βέβαια ο βαθμός δυσκολίας εξαρτάται. Εάν πρόκειται για εξαγορά όπου η εξαγοραζόμενη επιχείρηση ποδηγετείται ή για συγχώνευση δύο ισότιμων οργανισμών. Στην πρώτη περίπτωση η κουλτούρα και οι πρακτικές μιας επιχείρησης επιβάλλονται στην κατακτώμενη επιχείρηση. Στη δεύτερη, που μπορούμε να αποκαλέσουμε καθαρή συγχώνευση, οι εταίροι διατηρούν την ισοτιμία τους.

Οι δυσκολίες αυτές πιστεύουμε πως είναι προφανείς και δημιουργούν παρενέργειες, συχνά και κοινωνικές. Ή και άλλα ζητήματα όπως, για παράδειγμα, ο χειρισμός του πλεονάζοντος προσωπικού.

Δεν πρόκειται απλώς για ένα άθροισμα οργανισμών. Ειδικά εφόσον η λογική της συγχώνευσης είναι λογική μείωσης κόστους και όχι εκμετάλλευσης οικονομιών φάσματος ή καθετοποίησης δύο κλάδων, έχουμε θέματα χειρισμού του πλεονάζοντος προσωπικού. Προφανώς και των κοινωνικών δυσκολιών που απορρέουν από παρόμοιες πρωτοβουλίες.

Θέλουμε να τονίσουμε ότι στην Ευρώπη, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις δεν έχουν τόσο τη λογική της μείωσης του προσωπικού, αφού στο ευρωπαϊκό πλαίσιο είναι δύσκολο να πραγματοποιηθούν παρόμοιες κινήσεις. Αυτό συμβαίνει περισσότερο στις Ε&Σ αμερικανικού τύπου ή ας πούμε αγγλοσαξονικού τύπου, που οδηγούνται από μια τέτοια λογική. Αντίθετα οι περισσότερες ευρωπαϊκές Ε&Σ έχουν μια διαφορετική λογική στην εκμετάλλευση οικονομιών φάσματος, καθετοποίησης, διεύρυνσης, παροχής βάσης ή διεύρυνσης του φάσματος των προϊόντων που προσφέρονται στον καταναλωτή.

Έχει παρατηρηθεί ότι υπάρχει έκρηξη των συγχωνεύσεων και διαπιστώνουμε τις διαφορές που ισχύουν στην Αμερική με εκείνες της Ευρώπης. Είναι χρήσιμο να σημειώσουμε ένα πολύ ενδιαφέρον φαινόμενο. Αναφερόμαστε στην ανάγκη αλλαγής της μορφής των επιχειρήσεων, ως προς τη

δομή τους και την αντίληψη γενικά για την οργάνωση και τη διοίκησή τους, παράλληλα με την εξέλιξη στην πλευρά των Ε&Σ.

Οι περισσότερες προηγμένες εταιρίες του κόσμου αποκτούν ήδη τη στιγμή αυτή νέες οργανωτικές μορφές. Αποκτούν κυρίως τη μορφή δικτύων. Καταργείται δηλαδή η παραδοσιακή, ιεραρχική δομή, όπου διαθέτει φοβερή εξουσία όποιος είναι λίγο παραπάνω. Η δομή γίνεται πιο ευαίσθητη. Ενδιαφέρον είναι ένα πολύ πρόσφατο βιβλίο που εξέδωσε ο **Φουκουγιάμα**, που πραγματεύεται ακριβώς αυτή την κατάσταση. Σημειώνεται σε αυτό ότι ακριβώς τη στιγμή που οι επιχειρήσεις καλούνται να μετασχηματιστούν, να αποκτήσουν νέα μορφή και μεγάλη ευελιξία, μαζί και μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα, οι περισσότερες από τις επιχειρήσεις αυτές είναι υποχρεωμένες να συγχωνευθούν.

Αναδεικνύεται δηλαδή το μέγα πρόβλημα των επιχειρήσεων το οποίο εντοπίζεται στο θέμα των ηγετικών ομάδων. Κατ' εξοχήν μέγα ζήτημα και με έμφαση βέβαια στην Ελλάδα και στην Ευρώπη, αλλά και στην Αμερική. Ποιες είναι οι ηγετικές ομάδες, ποιοι είναι εκείνοι οι άνθρωποι δηλαδή οι οποίοι διαχειρίζονται προβλήματα πρωτοφανούς δυσκολίας και πρωτοφανούς, να πω τη λέξη, πολυπλοκότητας;

Παρατηρούμε τεράστιες συγχωνεύσεις, όπου τα ποσά πραγματικά είναι εντυπωσιακά: 30, 50 και 60 δισεκατομμύρια δολάρια. Που τα διαχειρίζονται άνθρωποι, οι οποίοι λίγο πριν, όπως στην περίπτωση της Olivetti ο ίδιος ο διευθύνων σύμβουλος, είχαν διαχειριστεί μεγέθη εξαιρετικά μικρότερα απ' αυτά.

Γενικότερα έχουμε την αίσθηση πως όλη αυτή η πολυπλοκότητα έχει ανάγκη από ηγετικές ομάδες με ξεχωριστές ικανότητες.

Προσθέτουμε ότι ασφαλώς οι συγχωνεύσεις γίνονται για να επιτευχθεί ένα μεγαλύτερο μέγεθος. Το οποίο, στο βαθμό που αξιοποιεί οικονομίες κλίμακος, οδηγεί στα επιθυμητά αποτελέσματα.

Όμως το μεγαλύτερο μέγεθος, για να χρησιμοποιήσουμε μια μαθηματική έκφραση, αν και είναι αναγκαία δεν είναι και ικανή συνθήκη για να επιτευχθούν τα θετικά αποτελέσματα. Θα πρέπει να συνυπάρχουν μια σειρά από παράγοντες. Τους οποίους θα μπορούσαμε να τους ταξινομήσουμε σε παράγοντες εσωτερικούς και εξωτερικούς προς την επιχείρηση.

Ξεκινώντας από τους εξωτερικούς παράγοντες, θα θυμίσουμε ότι έχουμε συνήθως προβλήματα με το θεσμικό περιβάλλον. Προβλήματα που έχουν να κάνουν π.χ. με την αγορά εργασίας.

## Εξαγορές και συγχώνευση στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Ασφαλώς η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση εντάσσεται στο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης ή μάλλον της αντίδρασης της Ευρώπης στην παγκοσμιοποίηση. Υπάρχει τάση για δημιουργία μιας παγκόσμιας αγοράς. Στο πλαίσιο αυτό είναι λογικό η Ευρωπαϊκή Ένωση να προχωρήσει και να δημιουργήσει εσωτερικά μια ενιαία αγορά. Το οποίο πράττει με τη Νομισματική Ένωση, η οποία είναι ένα μέρος αυτής της παγκοσμιοποίησης. Αυτό επιταχύνει ή μάλλον επιτείνει την ανάγκη για Ε&Σ, για συγκέντρωση, μεγαλύτερο μέγεθος των επιχειρήσεων, οι οποίες στα πλαίσια της Ενωμένης Ευρώπης πρέπει και αυτές να έχουν την κρίσιμη μάζα να μπορέσουν ν' ανταγωνιστούν και να είναι δυναμικές και δυνατές επιχειρήσεις. Επομένως θα πρέπει να περιμένουμε πως με την έλευση του ευρώ και τη δημιουργία της ενιαίας αγοράς θα υπάρξουν περισσότερες Ε&Σ στα πλαίσια της Ευρώπης. Αυτό θα συμβεί επίσης και λόγω του ότι μέχρι σήμερα οι ευρωπαϊκές αγορές, λόγω διαφορετικών νομισμάτων και κουλτούρας ήταν κατατεμαχισμένες. Αυτό εκλείπει βαθμιαία και επομένως θα δούμε Ε&Σ και μεταξύ επιχειρήσεων διαφορετικών κρατών. Η τάση αυτή έχει ξεκινήσει και υποθέτουμε ότι έρχεται και στην Ελλάδα πράγμα το οποίον το έχουμε δει τα τελευταία χρόνια.

Στην ουσία η Νομισματική Ένωση της Ευρώπης είναι ένα στάδιο, που ολοκληρώνει την ενιαία αγορά. Από μια άλλη οπτική γωνία δίνεται μια ευκαιρία στην Ευρώπη να πετύχει αυτό που δεν είχε πετύχει προηγουμένως. Την πραγματικά ενιαία αγορά.

Σε κάθε περίπτωση οδηγούμεθα προς τα εκεί. Πρακτικά αυτό που γίνεται είναι ότι αίρονται οι συνθήκες κατακερματισμένων τοπικών, δηλαδή εθνικών αγορών και οδηγούμεθα σε μια ενιαία αγορά. Αυτό είναι που οδηγεί τις αγορές, στις Ε&Σ. Οι οποίες, μέχρι στιγμής τουλάχιστον, έχουν εντοπιστεί σε μεγαλύτερο βαθμό στις τοπικές συγχωνεύσεις. Εμφανίζονται σημαντικές διασυννοριακές συγχωνεύσεις και φαίνεται ότι η τάση αυτή είναι που θα πάρει τη σκυτάλη από τις εθνικές συγχωνεύσεις. Για να χρησιμοποιήσουμε κάποιους αριθμούς, που δεν αφορούν μόνο τράπεζες, ο αριθμός των Ε&Σ στην Ευρώπη το '98 έφτασε τις 3.000. Είναι ένας πολύ μεγάλος αριθμός και ασφαλώς το '99 ήταν ακόμα περισσότερες. Ηδη από τα στοιχεία του πρώτου εξαμήνου φαίνεται ότι σχεδόν

κινούμεθα στα επίπεδα των συνολικών Ε&Σ ολόκληρης της προηγούμενης χρονιάς.

Οι συγχωνεύσεις διευκολύνονται από το γεγονός ότι έχουμε παράλληλα στην Ευρώπη και όχι μόνο, την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών. Γεγονός που, ειδικά στην Ευρώπη, είναι ένα υποπροϊόν της ενοποίησης των αγορών που θίξαμε και προηγουμένως. Με αποτέλεσμα να βοηθούνται οι εξαγορές αφού υπάρχουν περισσότερες δυνατότητες, υπάρχει η ευχέρεια να γίνουν και να χρηματοδοτηθούν με καλύτερες συνθήκες.

Επιπλέον πρέπει να αναφερθούμε σε ένα βασικό θέμα που αναφέρεται στη διαδικασία και την εξέλιξη των Ε&Σ. Αυτό είναι η τεχνολογία και ο ρόλος της. Η τεχνολογία παρέχει σήμερα δυνατότητες που δεν είχαμε στις προηγούμενες περιόδους. Αποτελεί βασικό στοιχείο των αποφάσεων των διοικήσεων, απαιτεί σημαντικά κεφάλαια για επενδύσεις, παρέχει ευελιξίες και διευκολύνει τον κεντρικό έλεγχο. Οι αγορές και τα δίκτυα βασίζονται στην τεχνολογία πια και, με τον τρόπο αυτόν ευνοούνται περαιτέρω οι συγχωνεύσεις, με στόχο τη μείωση του κόστους, τον έλεγχο μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς και την παροχή νέων προϊόντων και υπηρεσιών.

Το κόστος όμως δεν είναι ο μόνος λόγος. Είναι το “πώς” θα τοποθετηθούμε και απέναντι στον ανταγωνισμό. Όταν όμως ο ανταγωνιστής κινείται για τη δημιουργία ενός μεγαλύτερου σχήματος, για να κατανείμει το κόστος των επενδύσεών του, φυσικό είναι να προκαλέσει νέες κινήσεις και επανεξέταση των θέσεων των ανταγωνιστών του. Ας μην ξεχνούμε όμως ότι η μείωση του κόστους δεν έρχεται αμέσως, αλλά μετά από κάποια χρόνια.

Υπάρχουν συγχωνεύσεις στις οποίες την πρώτη περίοδο το κόστος θ’ αυξηθεί. Διότι θα λειτουργεί παράλληλα με δύο, τρία ή και περισσότερα οργανωτικά σχήματα μέχρι να τα ομογενοποιήσεις και να δώσεις ένα λειτουργικό ενιαίο σύστημα στην αγορά.

Στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης, θα δημιουργηθούν τρεις κατηγορίες παικτών, που θα παίξουν ένα σημαντικό ρόλο. Είναι ο λεγόμενος “εθνικός πρωταθλητής” που παίζει δυναμικά στη δική του αγορά. Είναι ο “περιφερειακός παίκτης”, αυτός ο οποίος βλέπει τη δική του αγορά παράλληλα με ένα κομμάτι της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή το σύνολο της ΕΕ ως το χώρο στον οποίον θα κινηθεί. Και έχουμε τέλος τον “παγκόσμιο ηγέτη”, ο οποίος είναι μια ευρωπαϊκή επιχείρηση που βλέπει τον εαυτό της σε μια παγκόσμια αγορά και θέλει να παίξει

ένα ρόλο σ' αυτήν. Αυτό είναι πολύ χαρακτηριστικό στον τραπεζικό τομέα. Εξ ου και μπορούμε να κάνουμε τη διάκριση για τη στρατηγική τους οπτική κατά τον προηγούμενο τρόπο.

#### **4.2.α. Ανάπτυξη των εξαγωγών και συγχωνεύσεων στον χρηματοοικονομικό τομέα**

Θα κάνουμε αναφορά σε δυο σκέλη: Το πρώτο σκέλος έχει να κάνει με το γεγονός ότι είχαμε μια ταχύτατη απελευθέρωση σε όλες τις δραστηριότητες του χρηματοοικονομικού τομέα. Ελάχιστες χώρες, ακόμα και προηγμένες, είχαν πλήρως απελευθερωμένα χρηματοοικονομικά συστήματα πριν μια δεκαετία. Η Αγγλία είναι μια χαρακτηριστική εξαίρεση. Οι άλλες χώρες, ακόμα και οι μεγάλες και οι προηγμένες, π.χ. Γαλλία, Γερμανία, είχαν κάποιες μορφής περιορισμένης “απελευθέρωσης”. Τα τελευταία δέκα κυρίως χρόνια παρακολουθούμε μια ταχύτατη απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών συστημάτων διεθνώς και αυτό έφερε βέβαια την ενοποίηση των αγορών.

Το δεύτερο σκέλος: Απελευθέρωση σημαίνει απλά ότι πάμε από public utilities, όπου όλα είναι ελεγχόμενα από κάποιες αρχές, σε μια κατάσταση όπου όλα επιτρέπονται. Αυτό δημιουργεί ένα νέο τοπίο. Το άλλο στοιχείο έχει να κάνει με την κινητικότητα του συντελεστή χρηματικό κεφάλαιο (financial capital). Ο συντελεστής κεφάλαιο (το υλικό κεφάλαιο) δεν μετακινείται πολύ εύκολα. Ομως, ο συντελεστής χρήματα μετακινείται ευκολότατα. Κατά συνέπεια δημιουργούνται εντελώς διαφορετικές συνθήκες στο χρηματοοικονομικό κλάδο, ο ανταγωνισμός δηλαδή δεν είναι τοπικός και εσωτερικός. Είναι διεθνής. Και απαίτηση αυτής της όξυνσης του διεθνούς πλέον ανταγωνισμού είναι ότι σε τοπικό επίπεδο θα λειτουργήσουμε με διαφορετικό τρόπο. Πρέπει, έτσι, τα τραπεζικά ιδρύματα να μεγαλώσουν προκειμένου ν' αντιμετωπίσουν διεθνή μεγαθήρια. Να θυμίσουμε στο σημείο αυτό τη διάκριση σε τοπικούς παίκτες, σε περιφερειακούς και σε παγκόσμιους.

Συμπληρώνοντας, να επισημάνουμε ότι ο λόγος που έχουμε πολλές κινήσεις Ε&Σ στον τραπεζικό τομέα είναι διότι το τραπεζικό σύστημα έχει θεμελιώδη λειτουργία στον κοινωνικό μας χώρο. Οπως άλλωστε και οι τηλεπικοινωνίες ή οι μεταφορές. Υπάρχουν αντιστοίχως τρία σημεία που έχουν

καθοριστική σημασία στην απόφαση για Ε&Σ. Το χρήμα στις τράπεζες, η πληροφορία στις τηλεπικοινωνίες, ο χρόνος στις μεταφορές.

Ειδικότερα για τις τράπεζες ισχύει και ο δεύτερος παράγων που είπαμε λίγο νωρίτερα: Φαίνεται ότι οι δραστηριότητες που αναπτύσσουν είναι συχνά συμπληρωματικές. Οι τράπεζες που ενώνονται θέλουν να δράσουν συμπληρωματικά. Τους λείπουν κάποια προϊόντα και ενώνονται για να έχουν μεγαλύτερη δύναμη προς την πελατεία τους.

Άλλο ένα θέμα που πρέπει να αναφέρουμε είναι ο ανταγωνισμός. Ο οποίος βεβαίως συνδέεται στενά με τη νέα πραγματικότητα που προκύπτει από την πλήρη απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων.

Τα κεφάλαια κινούνται με τεράστια ταχύτητα, χάρη στην ανάπτυξη των τηλεπικοινωνιών. Τι σημαίνει αυτό; Οτι οι τράπεζες πρέπει να κινηθούν ανάλογα προκειμένου ν' ανταποκριθούν και να κρατήσουν την ανταγωνιστική τους θέση.

Αλλά και οι τοπικές αγορές συνενώνονται για ν' αντιμετωπίσουν το μεγαλύτερο ανταγωνισμό. Οι ευρωπαϊκές τον αμερικανικό, τον παγκόσμιο κλπ. Και η κίνηση αυτή φέρνει σημαντικές αλλαγές στη δομή των εσόδων των τραπεζών.

Στον τραπεζικό τομέα, οι συγχωνεύσεις δεν είναι επιθετικές κινήσεις όπως συχνά τις εκλαμβάνει η κοινή γνώμη. Ακόμη και οι εξαγορές μπορεί να είναι αμυντικές κινήσεις. Στόχος είναι η διατήρηση της θέσης στην οποία βρίσκεται και η διαφύλαξη των εσόδων της. Πρέπει, σε κάθε περίπτωση να κρατήσεις το ύψος των εσόδων, να διαθέτεις τα κατάλληλα κεφάλαια και την τεχνολογία στην οποία θα τα επενδύσεις, για να κρατάς το σωστό κλειδί των συγχωνεύσεων.

Και ακόμη: υπάρχουν περιοχές του Πλανήτη όπου το τραπεζικό σύστημα είναι υπανάπτυκτο. Για να μπορέσεις να πας στις χώρες αυτές πρέπει να έχεις την κρίσιμη μάζα.

Πρέπει λοιπόν να δημιουργήσεις την κρίσιμη μάζα προκειμένου να βγεις έξω από τα σύνορά σου και να γίνεις κάτι παραπάνω από ένας εθνικός τραπεζικός οργανισμός. Μόνον έτσι θα προσελκύσεις τα ανάλογα κεφάλαια και θα μπορέσεις να κινηθείς προς επιτυχημένες συγχωνεύσεις. Να θίξουμε τέλος ένα ακόμη ζήτημα. Με ποια στελέχη το κάνεις αυτό; Οι τράπεζες έχουν κατά κανόνα σε όλες τις αγορές το πιο υψηλό στελεχιακό δυναμικό απ' ό,τι άλλοι κλάδοι. Αυτός ο τελευταίος λόγος, μαζί με το επίπεδο τεχνολογίας, που είναι

επίσης καλύτερο στις τράπεζες, τη διαθεσιμότητα σημαντικών κεφαλαίων αποτελεί στοιχείο θετικό για τις Ε&Σ.

Ενα διαρθρωτικό χαρακτηριστικό, που νομίζουμε δεν το έχουμε ακόμη επισημάνει επαρκώς, έχει να κάνει με αυτό το φαινόμενο που είναι γνωστό σαν φαινόμενο αποδιαμεσολάβησης (disintermediation). Παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες έχουν περάσει σε άλλους χώρους που γίνονται και λόγω τεχνολογίας με φθηνότερο και καλύτερο τρόπο. Οι τράπεζες χάνουν ένα πεδίο δράσης προς όφελος άλλων οργανισμών. Αυτό τους διαβρώνει τα περιθώρια κέρδους. Είναι λοιπόν φυσικό επόμενο να ζητήσουν άλλες περιοχές στις οποίες θα επιδιώξουν να επεκταθούν. Το κλασικό παράδειγμα είναι το λεγόμενο bankassurance. Στο χώρο των ασφαλιστικών εργασιών και σε άλλους που θα δούμε μελλοντικά οι τράπεζες θα επιδιώξουν την επέκτασή τους, ούτως ώστε να εδραιώσουν τη θέση τους στην αγορά και ν' αποκαταστήσουν τον ανταγωνισμό από τις άλλες πλευρές και φυσικά τα έσοδα και τα κέρδη τους.

### **Ε&Σ στον ελληνικό χώρο και συγκρίσεις με τον Ευρωπαϊκό**

Η Ελλάδα εισέρχεται τώρα στην περίοδο άνθησης των Ε&Σ γιατί τώρα ωρίμασαν τα πράγματα. Ιστορικά, τα δυο τελευταία χρόνια ('98-'99) είναι δυο έτη ωριμότητας της χώρας. Οχι μόνο από πλευράς οικονομικής. Αλλά και, κυρίως όσον αφορά την πορεία προς την ΟΝΕ, ενός θετικού πολιτικού κλίματος και μιας ωριμότητας γενικότερα που διαχέεται στο πολιτικό σύστημα και στην κοινή γνώμη.

Θα μπορούσε βεβαίως να είχαν γίνει ακόμα περισσότερα πράγματα. Κάνουμε αυτά τα βήματα με σημαντική καθυστέρηση. Οπως άλλωστε κάνουμε όλα μας τα βήματα για την πρόοδο της χώρας και τον εκσυγχρονισμό της, πάντα με μια τουλάχιστον 5ετή καθυστέρηση. Η προσπάθεια Ε&Σ που γίνεται τώρα έχει πολλά στοιχεία μιμητισμού, με την έννοια ότι δεν είναι αυτοφυής και αυθόρμητη. Σε κάθε περίπτωση οι περισσότερες από τις Ε&Σ θα κινούνται στον τραπεζικό τομέα, αν και κυοφορούνται πάρα πολλές άλλες στο χώρο των κατασκευών και στο χώρο των ξενοδοχείων και στο χώρο των κρουαζιερόπλοιων, της ναυτιλίας δηλαδή, αλλά και στο χώρο των ηλεκτρονικών και της πληροφορικής.

Νομίζουμε ότι αυτά γίνονται προς τη θετική κατεύθυνση. Μας ανησυχεί ωστόσο ιδιαιτέρως η μεγάλη έξαρση που παρουσιάζει το Χρηματιστήριο σε



συνδυασμό με την ανάλογο έξαρση που παρατηρείται ή θα παρατηρηθεί για Ε&Σ. Νομίζουμε ότι όσο επείγον και αναγκαίο είναι για την Ελλάδα να οδηγηθεί ας πούμε σε μεγαλύτερη συγκέντρωση των επιχειρήσεων, άλλο τόσο χρειάζεται ένα αυστηρό, θεσμικό πλαίσιο.

Όπως συχνά συμβαίνει η πραγματικότητα ξεπερνάει αυτό που υπάρχει. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει μεγαλύτερες υποχρεώσεις απέναντι στο ευρύτερο πολιτικο-κοινωνικό σύνολο. Χρειάζεται όχι να οδηγηθούμε σε μια μεγαλύτερη γραφειοκρατία προφανώς, αλλά σε αποτελεσματικότερη ρυθμιστική παρέμβαση του κράτους.

Έχουμε συχνά επαναλάβει ότι έχει μεταβληθεί ο ρόλος του κράτους. Όμως, ως προς τα θέματα των ρυθμίσεων πρέπει το κράτος ν' αποκτήσει μεγαλύτερη ευελιξία και μεγαλύτερη ικανότητα.

#### **4.3.α. Καθυστέρηση ένταξης της Ελλάδας στην Ευρώπη**

Νομίζουμε ότι ο καθοριστικός παράγων είναι η ένταξή μας στην ΟΝΕ που προσφέρει στις αγορές περισσότερη αξιοπιστία. Για την επιχειρηματική κοινότητα η οικονομική πολιτική είναι πιο αξιόπιστη, πιο σοβαρή και κυρίως υπάρχει η πεποίθηση ότι θα συνεχιστεί το σταθερό πλαίσιο στο διηνεκές και μάλιστα βελτιούμενο στο δρόμο. Ουδείς πιστεύει τώρα ότι η χώρα κινδυνεύει να μπει σε περίοδο αστάθειας. Γιατί αν υπήρχε ο φόβος της αστάθειας, δεν θα είχαμε δει τίποτα απ' όλα αυτά.

Οι εξελίξεις δείχνουν ότι οι επενδυτές, η επιχειρηματική κοινότητα, έχουν αποκτήσει πίστη πως η εν εξελίξει διαδικασία είναι χωρίς αναστροφή και πως μόνο προς το καλύτερο θα πηγαίναμε, όχι προς το χειρότερο. Πρόκειται για πολύ σημαντικά στοιχεία. Διότι το να μπει στην ΟΝΕ προϋποθέτει πέραν από την ικανοποίηση των περιφημων ονομαστικών κριτηρίων και την ικανότητα να επιτύχει τη διαρθρωτική προσαρμογή. Δηλαδή, δεν αρκεί να μπούμε στην ΟΝΕ, αλλά και να σταθούμε και να επιβιώσουμε με αξιώσεις και επιτυχία στο νέο απαιτητικό περιβάλλον.

Ηρθαμε, πράγματι, με καθυστέρηση να λύσουμε τα οικονομικά μας προβλήματα και με την ίδια καθυστέρηση εμφανίζεται και το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Αυτό που είναι πολύ θετικό όμως είναι ότι από εδώ και πέρα θα λυθούν τα προβλήματα πολύ ταχύτερα. Να θυμίσουμε ότι

επί κάποιες 10ετίες στην Ελλάδα είχαμε μια αστάθεια μακροοικονομική, μια ίσως και εχθρική στάση απέναντι στον επιχειρηματικό κόσμο και μοιραίο ήταν να έχουν τελματώσει και κατακαθίσει τα πάντα. Αυτά τώρα ανατρέπονται και μάλιστα με τρόπο αξιόπιστο και όπως είπα προηγουμένως μη αναστρέψιμο.

Αν πέτυχαν, τώρα. Νομίζουμε ότι είναι πάρα πολύ νωρίς για να πούμε αν πέτυχαν. Διότι μόλις χθες ουσιαστικά ξεκινήσανε όλες αυτές οι προσπάθειες και βρίσκονται ακόμη στο μέσον της οδού.

Ενα εγχείρημα συγχωνεύσεως δεν μπορεί να κριθεί πριν περάσουν κάποια χρόνια. Θα ήταν επιπόλαιο να πει κανείς ότι κάτι το οποίο ξεκίνησε πέρσι μπορούμε φέτος να κρίνουμε αν έχει πετύχει ή αν έχει αποτύχει, διότι πρόκειται για μια σχετικώς αργή διαδικασία από τη φύση της και χρειάζεται βάθος χρόνου για να μπορέσει να κριθεί το τελικό αποτέλεσμα.

Θα μείνουμε λίγο στο γιατί η Ελλάδα καθυστέρησε. Έχει σχέση με τη δομή του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Είχαμε μια κρατικά ελεγχόμενη τραπεζική αγορά με την πλειοψηφία των τραπεζών να ελέγχονται από φορείς του δημοσίου τομέα. Ο τρόπος άσκησης της διοίκησης ή του μανάτζμεντ αυτών των επιχειρήσεων δεν γινόταν με γνώμονα την αγορά. Την τελευταία τριετία όμως η οικονομική πολιτική δημιούργησε αν θέλετε τις προϋποθέσεις και την ανάγκη για ιδιωτικοποιήσεις. Η επιτάχυνση του προγράμματος σύγκλισης της οικονομίας, κάτω βέβαια από την ομπρέλα της ΟΝΕ, δημιούργησε τις προϋποθέσεις για ν' αρχίσει να κινείται η αγορά, να μεταπλάθεται και να μεταμορφώνεται σταδιακά σε ένα ανταγωνιστικό σύστημα.

Οι ιδιωτικές επιχειρήσεις, οι ιδιωτικές τράπεζες, είδαν τον ανταγωνισμό που έφερνε η απελευθέρωση της αγοράς. Αναγκάστηκαν λοιπόν να κάνουν κινήσεις και να τοποθετηθούν απέναντι στις νέες συνθήκες. Η απάντηση στα παραπάνω δόθηκε με τις Ε&Σ. Μη ξεχνάμε ότι η πρώτη κίνηση ουσιαστικά που έγινε στην Ελλάδα ήταν η συγχώνευση Εθνικής-Κτηματικής, η οποία πυροδότησε το τραπεζικό σύστημα και αποκάλυψε ένα άλλο μέγεθος, γεγονός το οποίο ανάγκασε τους ανταγωνιστές να επανατοποθετηθούν. Η κίνηση αυτή έγινε ακριβώς γιατί το επέτρεψαν οι εσωτερικές συνθήκες, οικονομικές, πολιτικές και άλλες και το επέβαλε και το άνοιγμα της ελληνικής οικονομίας στο διεθνή ανταγωνισμό.

Αλλαξε η διάρθρωση των εσόδων. Ο ανταγωνισμός εντάθηκε με την απελευθέρωση των αγορών, τις αλλαγές στην αντίληψη για το ρόλο του κρατικού

τομέα και τη διαχείριση της κυβέρνησης. Είναι επιβεβλημένο να κινηθούμε και να επανεξετάσουμε τη θέση μας. Κάτι που στο παρελθόν δεν το έκαναν οι κρατικές τράπεζες, αφού εξασφάλιζαν μεγάλο τμήμα των εργασιών τους από το δημόσιο τομέα. Καθώς όμως η Εθνική μπήκε στο χώρο της λιανικής αγοράς εξαιτίας των απωλειών εσόδων από τον ανταγωνισμό, οι άλλες τράπεζες υποχρεώθηκαν να κάνουν ανάλογες κινήσεις. Τώρα πια ο ανταγωνισμός λειτουργεί σε όλους τους τομείς.

Οι επισημάνσεις αυτές είναι πολύ σημαντικές και πρέπει να πάμε ένα βήμα πιο πέρα. Οι ελληνικές μεγάλες επιχειρήσεις έχουν πλέον τη δυνατότητα άμεσης πρόσβασης στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές με συνθήκες πολύ ευνοϊκές. Στοιχείο που υπογραμμίζει πως πράγματι ο ανταγωνισμός είναι διεθνής.

Εγιναν κινήσεις που στηρίχθηκαν στη σταθερότητα της διεθνούς ισοτιμίας της δραχμής. Αρα μοιραία οι τράπεζες έπρεπε να κάνουν και αμυντικές κινήσεις και πολύ σωστά επισημάνθηκε προηγουμένως ότι οι κινήσεις αυτές δεν είναι υποχρεωτικές επιθετικές, αλλά αμυντικές. Μια μικρή συμπλήρωση στο ερώτημα “πόσο πέτυχαν”. Είπαμε βέβαια ότι είναι αρκετά νωρίς να εκφέρει κανείς κρίσεις, υπάρχουν ωστόσο ορισμένα στοιχεία που αξίζουν σχολιασμού.

Γίνανε εξαγορές αρκετές. Βέβαια περιορίστηκαν, τις περισσότερες φορές, σε μικρές κινήσεις. Με εξαίρεση τη συγχώνευση της Κτηματικής και την εξαγορά της Ιονικής από την Alpha Πίστεως. Σε αρκετές περιπτώσεις εξαγοράς μικρών τραπεζών, δεν είχαμε συγχώνευση.

Και αυτό είναι αρνητικό. Διότι για να πετύχεις τη συνέργεια, που είναι και ο τελικός σκοπός, πρέπει να έχεις πλήρη συγχώνευση των δύο εταιριών, δηλαδή να λειτουργούν ως εάν είναι μια. Εάν έχεις απλώς δύο παράλληλες εταιρείες αλλά απλώς η μια να ελέγχει την άλλη, δεν νομίζουμε ότι μπορείς να πετύχεις. Νομίζουμε ότι το επιτυχημένο παράδειγμα της Εθνικής με την Κτηματική και κατά τη γνώμη μας το δεύτερο και επιτυχημένο παράδειγμα της Πίστεως με την Ιονική θα λειτουργήσουν ως καταλύτης. Και ήδη το βλέπουμε τώρα με την περίπτωση της Εργασίας. Είναι λοιπόν προφανές ότι οι εξαγορές, που ξεκίνησαν με καθυστέρηση, σύντομα θα περάσουν στο ουσιαστικό πεδίο, το δεύτερο σκέλος, που είναι η συγχώνευση των οργανισμών.

Ενα άλλο θέμα, το οποίο δεν πρέπει να μας ξεφεύγει καθόλου είναι ότι εάν κοιτάξουμε την κεφαλαιαγορά, όχι την χρηματαγορά, θα διαπιστώσουμε τα εξής. Ενώ παλιά οι τράπεζες ήταν ο ρυθμιστικός παράγων στην κεφαλαιαγορά, δεν

είναι πλέον οι αδιαμφισβήτητοι παίκτες. Έχουν χάσει ένα πολύ μεγάλο κομμάτι της εργασίας τους από τον ανταγωνισμό στο χώρο αυτόν από χρηματιστηριακές και ΕΠΕΥ, όπου μάλιστα έχουν στελεχωθεί με δυναμικά στελέχη.

Πρόκειται για φαινόμενο, που σε αναγκάζει πέραν από το διεθνή ανταγωνισμό, να κινηθείς και να φτιάξεις σχήματα, τα οποία θα σου επιτρέψουν να λειτουργείς ανταγωνιστικά. Οχι μόνον έναντι των μεγάλων αλλά και των μικρότερων μονάδων που “τσιμπάνε” συνέχεια μερίδια.

Όλα αυτά επιδρούν και σε έναν άλλο παράγοντα, τον οποίον δεν τον έχουμε θίξει καθόλου, στην ποιότητα των υπηρεσιών. Αυτή τη στιγμή η ποιότητα των υπηρεσιών των τραπεζών βελτιώνεται ραγδαία, αν και αυτό δεν γίνεται πάντα αντιληπτό. Ταυτοχρόνως πολύ γρήγορα μειώνονται και οι τιμές των τραπεζικών υπηρεσιών.

Ο ανταγωνισμός έχει πάει τα τιμολόγια των τραπεζών σε επίπεδα πολύ κατώτερα από εκείνα που ισχύουν στη διεθνή αγορά. Όσο κι αν φαίνεται περίεργο, τα τιμολόγια των ελληνικών τραπεζών είναι πολύ χαμηλότερα από των ευρωπαϊκών και των αμερικανικών τραπεζών.

Αν πιστεύεις ότι με βάση τη συγκεκριμένη τιμολόγηση δεν λαμβάνεις επαρκώς τους κινδύνους, αυτό μπορεί να το βρεις μπροστά σου, αρνητικά δηλαδή.

Πρέπει να καταγραφεί ότι οι ελληνικές τράπεζες για ν' αντιμετωπίσουν τον ανταγωνισμό δεν κάνουν σωστή τιμολόγηση. Έχουν μειώσει υπερβολικά τα περιθώριά τους. Δηλαδή αυτή τη στιγμή πουλάμε χρήμα χωρίς να κρατάμε την αναγκαία ας πούμε αμοιβή του κεφαλαίου. Αυτό είναι σημαντικό για την επόμενη φάση.

#### **4.3.β. Αξιοποίηση οφελών από τις Ε&Σ**

Θέλουμε να σημειώσουμε ότι τρία πράγματα που αποτελούν άλλωστε προϋποθέσεις για να λειτουργήσει μια ανοιχτή οικονομία. Γιατί και το φαινόμενο των Ε&Σ, που προσπαθούμε να περιγράψουμε σήμερα, είναι χαρακτηριστικό των ανοιχτών και βέβαια των ώριμων οικονομιών.

Πρώτη λοιπόν προϋπόθεση η λειτουργία του χρηματιστηρίου, η οποία πρέπει να έχει κανόνες και αυστηρότητα.

Δεύτερη, η ύπαρξη μιας αγοράς επιχειρησιακών και διευθυντικών στελεχών, την οποία πρέπει να δούμε και στην Ελλάδα ν' αναπτύσσεται, αφού, κατά την άποψή μας, δεν υπάρχει ακόμη. Τρίτον, πρέπει να αναπτυχθεί ο επιχειρησιακός έλεγχος. Το θέμα του ελέγχου είναι κολοσσιαίο και το έχουμε, το είχαμε τουλάχιστον μέχρι πρόσφατα, υποβαθμίσει.

Τρία σημεία λοιπόν που χαρακτηρίζουν τη λειτουργία των επιχειρήσεων στις ώριμες οικονομίες. Πράγματα που και η Πολιτεία, αλλά και οι ίδιες οι επιχειρήσεις έχουν υποχρέωση, ιδιαίτερα οι μεγάλες, με παράδοση, ν' αναπτύξουν.

Θα προσθέσουμε κι ένα τέταρτο σημείο. Εναν όρο η πατρότητα του οποίου ανήκει στο Θόδωρο Καρατζά, την "Άλλη Σύγκλιση", για την οποία υπάρχει όλο και περισσότερο απαίτηση. Μήπως πρέπει να σταματήσουμε να φροντίζουμε μόνον τις οικονομικές πλευρές της ανάπτυξης και πρέπει να κοιτάξουμε τους άλλους τομείς; Η χώρα έχει ανάγκη από σύγκλιση και στους άλλους τομείς της εθνικής και κοινωνικής πραγματικότητας. Νομίζουμε ότι ο κόσμος γενικότερα και οι εργαζόμενοι δεν αντιστρατεύονται τις ιδέες αυτές. Πιστεύουμε ότι αν θέλει κανείς να μετρήσει ευθύνες σε μια μεγάλη επιχείρηση, το 80% των ευθυνών ανήκουν στην ηγετική ομάδα, στην αντίληψη που έχει για το μάνατζμεντ και την επιχείρηση. Και πολύ δευτερευόντως στο συνδικάτο.

Παρά το γεγονός ότι βρίσκεται ακόμη πίσω στην Ελλάδα, και είναι νομίζω φυσιολογικό, οι ίδιες οι συγχωνεύσεις και το μέγλωμα των εταιριών και η ανάγκη να προσφύγουν στην κεφαλαιαγορά για να χρηματοδοτήσουν τα φιλόδοξα επενδυτικά τους σχέδια, διευκολύνει πολύ στο να πάμε προς θετικές κατευθύνσεις. Κάτι που έχουμε δει στην Αμερική, όπου υπάρχει διαφάνεια, τα στοιχεία των εταιριών είναι πραγματικά και όχι πλασματικά, οι λογιστικές αρχές είναι υψηλού επιπέδου, κλπ.

Κάτι άλλωστε που επιβάλλεται καθώς οι ελληνικές τράπεζες εγκαθίστανται στο εξωτερικό. Δεν θα χρησιμοποιήσουμε τις ελληνικές λογιστικές αρχές, που οι ξένοι δεν τις καταλαβαίνουν και τις αντιμετωπίζουν με επιφύλαξη, ίσως και δικαίως...

Δημιουργείται ένα νέο πλαίσιο πειθαρχίας που οδηγεί σε μια καλύτερη κατανομή ρόλων και ευθυνών σε όλα τα επίπεδα συμπεριλαμβανομένου και του συνδικαλιστικού. Είμαστε αισιόδοξοι στο σημείο αυτό, αν και θέλουμε πολλά βήματα λόγω της εξωστρέφεια που αποκτά το σύστημα με τη διεθνοποίησή του

σε όλα αυτά τα επίπεδα και λόγω του αυξημένου ρόλου των θεσμικών επενδυτών.

Αναφερόμενοι μόνο στην κουλτούρα των στελεχών και των υπαλλήλων, εκείνο που πρέπει να δούμε είναι ότι ο τραπεζικός τομέας βρίσκεται σε πολύ καλύτερο επίπεδο από άλλους εργασιακούς χώρους. Και στα επίπεδα αμοιβών, μορφώσεως, ασφάλισης, εκπαίδευσης.

Να σημειώσουμε ακόμη ένα άλλο φαινόμενο, παράδοξο για ευρωπαϊκές και αμερικανικές οικονομίες. Στην Ελλάδα έχουμε συγχωνεύσεις που δεν συνοδεύονται από απολύσεις. Δεν έχουμε στην ουσία τίξει τίποτα. Γεγονός που έχει επιτρέψει να γίνουν οι συγχωνεύσεις χωρίς ουσιαστικές αντιδράσεις και συγκρούσεις. Αυτό όμως είναι το χαρακτηριστικό του πρώτου γύρου των συγχωνεύσεων. Διότι θα υπάρξει και δεύτερος γύρος συγχωνεύσεων. Σ' αυτόν τα πράγματα δυσκολεύουν. Οσο θα εντείνεται ο ανταγωνισμός και θα βαδίζουμε σε μια αγορά που δεν θα χαρακτηρίζεται από τη δημιουργία σημαντικών υπεραξιών συνεχή πτώση των επιτοκίων. Οι υπεραξίες αυτές τα αμέσως επόμενα χρόνια θα τελειώσουν.

Αρα τα έσοδα των τραπεζών, που σήμερα μπορούν να σηκώνουν υπεράριθμο προσωπικό κ.ο.κ., θα πάψουν να υπάρχουν. Η δεύτερη φάση των συγχωνεύσεων θα οδηγήσει τις τράπεζες και όχι μόνον αυτές αλλά και άλλους παρεμφερείς οργανισμούς να ξαναδούνε το κόστος τους. Οι ελληνικές τράπεζες εμφανίζονται να έχουν κατανομή κόστους παρόμοια με τις ευρωπαϊκές γιατί βασίζονται σε πολύ υψηλά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα και όχι σε βασικές πηγές εσόδων, δηλαδή επιτόκια, προμήθειες, διαχείριση.

Η νέα αυτή κατάσταση θα οδηγήσει τις τράπεζες σε αναζήτηση νέων αγορών και πηγών εσόδων. Θα υπάρξει τότε και ένας δεύτερος γύρος συγχωνεύσεων, που μπορεί να μην είναι πολύ θεαματικές, αλλά θα είναι συνεχείς.

#### **4.3.γ. Το μέλλον των συγχωνεύσεων και ιδιαίτερα στο χρηματοοικονομικό τομέα**

Όλα αυτά θα γίνουν πολύ γρήγορα, διότι ΟΝΕ σημαίνει ότι τα επιτόκια θα κατέβουν δραματικά, θα εξαφανιστούν οι υπεραξίες ως δια μαγείας, θα έρθει η ημέρα της κρίσεως και θα βρεθούμε αντιμέτωποι με την αλήθεια. Εκεί το στοιχείο

του κόστους είναι καθοριστικό. Είμαστε όμως λιγότερο απαισιόδοξοι, με την έννοια ότι αν δει κανείς σήμερα κάποια μεγέθη, όπως για παράδειγμα την έκθεση που έχουν σε δανεισμό οι τράπεζες στον ιδιωτικό τομέα, είναι πολύ χαμηλότερη στην Ελλάδα, στα επίπεδα του 25-30% σε σχέση με άλλες χώρες όπου είναι 70%, 80%. Αρα θα χάσουν από τη μια πλευρά αλλά και θα επεκταθούν και προς άλλες δραστηριότητες από την άλλη.

Βεβαίως, θα δούμε να κουράζεται η αγορά από την επικέντρωση του ενδιαφέροντος αποκλειστικά στο χρηματιστηριακό αποτέλεσμα. Γιατί οι συγχωνεύσεις στην Ελλάδα είναι και απόρροια χρηματιστηριακών σχεδιασμών. Και ίσως κάποιες βασίζονται αποκλειστικά σ' αυτό.

Νομίζουμε ότι η διαδικασία μετασχηματισμού, που έχει ήδη ξεκινήσει, θα πορευθεί με πολύ πιο γοργά βήματα. Θα τοποθετούσαμε έναν χρονικό ορίζοντα 6-7 ετών. Θα δούμε τότε να υπάρχουν 2-3 μεγάλοι χρηματοοικονομικοί όμιλοι, που θα λειτουργούν ως περιφερειακοί παίκτες. Μαζί τους κι ένας μικρός αριθμός εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών οργανισμών, ένα είδος «μπουτίκ» ας πούμε, με εθνικοτοπικό χαρακτήρα. Δεν βλέπουμε ελληνική τράπεζα να μπορεί να παίξει ρόλο οικουμενικού παίκτη, αφού κάτι τέτοιο θα ήταν πολύ φιλόδοξο ακόμα και για την Εθνική που έχει μεγάλο μεν μέγεθος για την Ελλάδα, μικρό όμως με τα διεθνή πρότυπα.

Όμως, το περιβάλλον στο οποίο λειτουργούν οι τράπεζες εξαρτάται από τη λειτουργία των αγορών. Θα δούμε τις τελευταίες ν' αναπτύσσονται με υποκατάσταση των ομολόγων του Δημοσίου στα εταιρικά ομόλογα. Θα χρειαστεί βεβαίως να λυθούν κάποια θέματα. Μένει πάντως ερωτηματικό το θέμα της κοινωνικής ασφάλισης. Ελπίζουμε να λυθεί γρήγορα από την κυβέρνηση. Διότι αν δεν λυθεί θα συνεχίσει να δημιουργεί κόστος και θα φθάσει να κινδυνεύει να τινάξει στον αέρα πολλά πράγματα επ' ωφελεία των ξένων ιδρυμάτων. Πρέπει, να δούμε, το θέμα αυτό να λύνεται όσο γίνεται πιο γρήγορα.

#### **4.3.δ. Κατά πόσο θα επηρεαστούν οι υπόλοιποι τομείς της οικονομίας από τις συγχωνεύσεις των τραπεζών**

Για τις τράπεζες δεν έχουμε να προσθέσουμε τίποτα περισσότερο, αλλά στους άλλους τομείς, νομίζουμε ότι η κατάσταση θα εξελιχθεί περίπου με τον ίδιο

τρόπο. Στο χώρο των τηλεπικοινωνιών και της ενέργειας η εξέλιξη θα είναι λίγο ή πολύ ίδια.

Αναμένεται δηλαδή μετά την απελευθέρωση της αγοράς, την 1.1.2001, η δραστηριοποίηση ενός ή δύο εναλλακτικών δικτύων ή εταιριών προς τον ΟΤΕ. Αλλά και στους άλλους χώρους της οικονομίας (ναυτιλία, ξενοδοχεία, ηλεκτρονικά ή πληροφορική) οδηγούμεθα σε μια περαιτέρω συγκέντρωση.

Νομίζουμε λοιπόν ότι αυτό το σενάριο, που περιγράφουν για τις τράπεζες, που είναι ήδη πραγματικότητα, θα το ζήσουμε και στους άλλους χώρους, ίσως όμως με την εντονότερη είσοδο ξένων κεφαλαίων. Ολη αυτή η ιστορία πρέπει ν' αναδείξει ένα βασικό στοιχείο και πρέπει αυτό να γίνει αντικείμενο επεξεργασίας και από την πολιτική εξουσία, αλλά και από τις ίδιες τις επιχειρήσεις: το θέμα της επιχειρηματικότητας.

Η έννοια έχει πολύ ταλαιπωρηθεί στην Ελλάδα. Πρέπει τώρα να έλθει στο επίκεντρο, να γίνει λαϊκή, φιλική έκφραση. Μας ανησυχεί το γεγονός ότι ο εκσυγχρονισμός και η ευρωπαϊκή προοπτική δεν φάνηκε να αφορούν τον προβληματισμό που αναπτύχθηκε στη διάρκεια των εκλογών. Θα ευχόμασταν τα δύο αυτά συν την επιχειρηματικότητα, να τα δουν τα πολιτικά κόμματα περίπου με το ίδιο μάτι. Ο πολιτικός ανταγωνισμός πρέπει να τείνει μειούμενος αν θέλουμε πραγματικά να πάμε στη νέα κατάσταση γρήγορα και χωρίς να χάσουμε πάλι πολύτιμο χρόνο. Και δεν πρέπει να ξεχάσουμε την «άλλη σύγκλιση». Δηλαδή τη σύγκλιση της χώρας και στους άλλους τομείς της εθνικής μας ζωής, ώστε να προσεγγίσουμε τα επίπεδα των ευρωπαίων στη δημόσια διοίκηση, την παιδεία και αλλού.

### **Λόγοι που δεν έχουν ενδιαφερθεί ξένοι κεφαλαιούχοι για ενέργειες στο χώρο των Ε&Σ στην Ελλάδα**

Βλέπουμε πράγματι σε κάποια φάση να υπάρχει ενδιαφέρον από μεγάλες τράπεζες που έχουν παγκόσμιο ρόλο να επιδιώκουν κάποια παρουσία στην Ελλάδα. Οχι αυτόνομη ίσως αλλά μαζί με εγχώριες τράπεζες.



Η τάση συγκέντρωσης θα ενισχυθεί σε όλους τους χώρους της οικονομίας. Οι συμμαχίες θα είναι εκείνες, που θα διαμορφώσουν το τραπεζικό τοπίο στην τρίτη φάση, η οποία μπορεί τελικά να εξελιχθεί ταυτόχρονα με τη δεύτερη.

Το χρηματιστήριο θα συνεχίσει να παίζει πρωταγωνιστικό ρόλο στις Ε&Σ. Οι ελληνικές επιχειρήσεις αποκτούν επιχειρηματική ιδεολογία. Απόρροια του χρηματιστηρίου και της ανάδειξης ικανών στελεχών που δεν ταυτίζονται κατ' ανάγκη με τον ιδιοκτήτη επιχειρηματία. Θα δούμε στο μέλλον επιχειρήσεις που δεν θα διοικούνται από επιχειρηματίες-ιδιοκτήτες.

Παρόμοια εξέλιξη θα διευκολύνει και τις Ε&Σ. Διότι αυτό είναι εμπόδιο, πέραν από τα πολιτικοοικονομικά πράγματα. Κάποιοι επιχειρηματίες βλέπανε το μέγεθός τους στον καθρέφτη και ευχαριστιόντουσαν. Σήμερα αυτό δεν τους ευχαριστεί. Βλέπουν τα πράγματα να κινούνται, ν' αλλάζουν, υπάρχει η πίεση από την άλλη μεριά από το τραπεζικό σύστημα, που προσπαθεί να ωθήσει σε συνεργασία και άλλους κλάδους και επιχειρήσεις. Θα διαμορφωθούν τελικά και στην Ελλάδα «επιχειρήσεις-ηγέτες».

Θα υπάρξει συγκέντρωση σε βαθμό που το 20% των επιχειρήσεων να μαζεύει το 80%, το 70% της αγοράς, νούμερα που πρέπει να δούμε στο μέλλον. Οι επιχειρήσεις αυτές θα αναζητήσουν στελέχη σε αυτό το επίπεδο με αποτέλεσμα να αναπτυχθεί και αυτή η αγορά εργασίας.

Τα ηγετικά στελέχη της βιομηχανίας, του εμπορίου, των τραπεζών όλων των κλάδων και χώρων θα παίξουν σημαντικό ρόλο. Που σημαίνει ότι η δύναμη των στελεχών των επιχειρήσεων μεγαλώνει και η παρέμβασή τους στην κοινωνία και την οικονομία θα έχει αυξανόμενο ρόλο.

#### **4.5. Οι κεφαλαιοποιήσεις δείχνουν εξαγορές**

Στην φάση επεξεργασίας σχεδίων για την ολοκλήρωση της αναδιάρθρωσης της τραπεζικής αγοράς που ξεκίνησε το 2006, βρίσκονται οι τράπεζες, καθώς εκτιμάται ότι το 2007 θα δούμε την κορύφωση των ενεργειών στη διαδρομή εξαγορών και συγχωνεύσεων του κλάδου. □□ Η υψηλή κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών – της οποίας σημάδια έδωσε χθες η Eurobank – κάθε άλλο παρά "καθησυχάζει" τις διοικήσεις των μεγάλων ομίλων, αντιθέτως δημιουργεί μεγαλύτερη ακόμη κινητικότητα προς την κατεύθυνση συμμαχιών. Και αυτό διότι οι κεφαλαιοποιήσεις των τραπεζών έχουν διαμορφωθεί σε οριακά

επίπεδα ώστε να μην θεωρούνται ακριβές, δηλαδή βρίσκονται σε επίπεδα ιδανικά για τη σύναψη deals. □□Όπως αναφέρουν γνώστες της αγοράς, δύσκολα θα δούμε τις κεφαλαιοποιήσεις των τραπεζών να διακυμαίνονται περισσότερο από +/- 5%, τη στιγμή που παράλληλα οι τράπεζες διανύουν το τέταρτο συνεχές έτος βελτίωσης της λειτουργικής κερδοφορίας τους. Όπως έχει δείξει η ιστορία των οικονομικών κύκλων, συνήθως στον κύκλο της εξαετίας υλοποιούνται συγχωνεύσεις και συσπείρωση οργανισμών. □□Σημειωτέον δε, ότι από τον τελευταίο σημαντικό γύρο αναδιάρθρωσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος (εξαγορά Ιονικής από Alpha Bank, Ergasias από Eurobank) έχει παρέλθει μία επταετία. Στο πλαίσιο αυτό, ό,τι ξεκίνησε φέτος προς την κατεύθυνση αναδιάταξης του εγχώριου τραπεζικού χάρτη, με τις κινήσεις της Marfin και με την απόκτηση της Εμπορικής από την Credit Agricole, αναμένεται να προχωρήσει το 2007 (πληροφορίες αναφέρουν ότι τράπεζες όπως η Eurobank και η Τράπεζα Πειραιώς μελετούν τα σενάρια των μελλοντικών συγχωνεύσεων).□□Την πορεία των συγχωνεύσεων υποδεικνύουν όχι μόνο η δυσκολία επίτευξης των ίδιων ρυθμών αύξησης της κερδοφορίας από τα επόμενα χρόνια (αν και ο δανεισμός στην Ελλάδα δεν έχει "πιάσει ταβάνι", οι ανησυχίες για τον κατά κεφαλήν δανεισμό θα παραμένουν ζωηρές, ενώ δύσκολα οι τράπεζες θα μπορούν να πουλήσουν πληθώρα προϊόντων), αλλά και το γεγονός ότι πλέον το μανάτζμεντ των ελληνικών τραπεζών είναι περισσότερο ώριμο και ευέλικτο από ποτέ. □□Την ίδια στιγμή, το Δημόσιο στο μέτρο που ή ελέγχει ποσοστά σε τράπεζες και άλλες επιχειρήσεις ή απλώς στον τρόπο με τον οποίο αντιμετωπίζει την επιχειρηματικότητα, εμφανίζεται "σύμμαχος" κινήσεων εξαγορών και συγχωνεύσεων. Είναι ενδεικτικό ότι μέσα στο 2007 προωθούνται κινήσεις με στόχο "πραγματικές" αποκρατικοποιήσεις στους χώρους των τραπεζών, των τηλεπικοινωνιών και της ενέργειας. Οι εξελίξεις αναμένεται να δρομολογηθούν από την διυπουργική επιτροπή αποκρατικοποιήσεων που θα συνεδριάσει στις αρχές Νοεμβρίου και θα αφορά κυρίως στην επιλογή συμβούλου ιδιωτικοποίησης για τον ΟΤΕ και την περαιτέρω αποκρατικοποίηση του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου.□□Τα σενάρια για το ΤΤ προβλέπουν πώληση ποσοστού 10-15% μέσα στο πρώτο τρίμηνο του 2007 και στη συνέχεια αναζήτηση στρατηγικού επενδυτή για το υπόλοιπο των μετοχών μέχρι και το 100%. Υπάρχει, βεβαίως, και το πιο τολμηρό σενάριο που προβλέπει τον ορισμό συμβούλου αποκρατικοποίησης για την αναζήτηση χρηματοπιστωτικού ομίλου

που θα αγόραζε το σύνολο των διαθέσιμων μετοχών του ΤΤ. Σε μια τέτοια περίπτωση θα διερευνηθεί και το ενδιαφέρον μεγάλων ευρωπαϊκών ομίλων, αν και εν τω μεταξύ θα πρέπει να έχουν ληφθεί οι αποφάσεις για το μέλλον της Τράπεζας Αττικής. Στην κατεύθυνση της περαιτέρω αποκρατικοποίησης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος προγραμματίζεται και η πώληση επιπλέον πακέτου μετοχών 15% της Αγροτικής Τράπεζας. □□Την προοπτική συγχωνεύσεων και εξαγορών στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα υποδεικνύουν και οι τάσεις στο εξωτερικό όπου εξαγορές και συγχωνεύσεις βρίσκονται σε ιστορικά υψηλά επίπεδα. Μέσα στο 2006 πραγματοποιήθηκαν πανευρωπαϊκά 22 συμφωνίες στον χρηματοοικονομικό κλάδο, συνολικής αξίας 84 δις. δολαρίων, αξία την οποία ξεπέρασαν μόνο τα deals στους κλάδους κοινής ωφέλειας και βιομηχανίας (με αξία συναλλαγών 134 δις. δολ. και 97 δις. δολ. αντιστοίχως). □□Στελέχη της χρηματιστηριακής αγοράς εκτιμούν ότι το "πάρτυ" θα συνεχιστεί, όχι μόνο στις τράπεζες, αλλά και στους τομείς των τυχερών παιχνιδιών, της ενέργειας και των τηλεπικοινωνιών, με χαρακτήρα διασυνοριακών συμφωνιών που θα επεκταθούν και στις αγορές της Μέσης και Απω Ανατολής, της Ινδίας, της Κίνας και του Βιετνάμ που ως αγορά θα έρθει στο προσκήνιο την ερχόμενη πενταετία. □□Στο χώρο των τραπεζών, οι μεγαλύτερες διασυνοριακές εξαγορές μετά το 1997 ήταν της **Merita από την Nordbanken και της Bruxelles Lambert από την ING** (και οι δύο εξαγορές πραγματοποιήθηκαν το 1997 και ήταν ύψους 4,7 δις. δολ. έκαστη), της Generale de Banque από την Fortis (το 1998 με αξία 12,7 δις. δολ.), της Unidanmark από την Nordic Baltic Holdings (το 2000 για 4,6 δις. δολ.), της CCF από την HSBC Holdings (το 2000 για 10,7 δις. δολ.), της Bank Austria από την HVB Group (το 2000 για 6,7 δις. δολ.), της Abbey National από την Banco Santander ( το 2004 για 16,8 δις. δολ.), της Banca Antoveneta από την ABN Amro (το 2005 για 7,2 δις. δολ.), της HVB Group από τη Unicredit (το 2005 για 22,3 δις. δολ.) και της Banca Nazionale del Lavoro από την BNP Paribas (το 2006 για 11 δις. δολ.).

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>**

### **Οι διεθνείς τάσεις στις τραπεζικές συγχωνεύσεις και εξαγορές και πιθανές επενέργειες στον τραπεζικό κλάδο των χωρών της ΝΑ Ευρώπης**

Οι πρόσφατες τάσεις σε ό,τι αφορά στις εξαγορές και συγχωνεύσεις που εκδηλώνονται σε ευρωπαϊκό επίπεδο είναι εύλογο να έχουν αντίκτυπο και σε περιφερειακό επίπεδο και, εν προκειμένω, στην περιοχή της ΝΑ Ευρώπης. Στο πλαίσιο αυτό, θα προσπαθήσουμε να διατυπώσουμε ορισμένες σκέψεις σχετικά με τις επιπτώσεις που οι εξελίξεις αυτές θα μπορούσαν να έχουν στις στρατηγικές κινήσεις που ενδέχεται να εκδηλωθούν στον τραπεζικό κλάδο στις χώρες της ΝΑ Ευρώπης.

Κατ' αρχάς, θα ήταν χρήσιμο να εξετάσουμε ορισμένα βασικά γεγονότα, που, άμεσα ή έμμεσα, επηρεάζουν σήμερα την τάση για εξαγορές και συγχωνεύσεις στον τραπεζικό κλάδο στην Ευρώπη, και στη συνέχεια, να προσπαθήσουμε να αναζητήσουμε με ποιον τρόπο ή σε ποιο βαθμό αυτά έχουν, ή θα μπορούσαν να έχουν, εφαρμογή ή αντίκτυπο στην ΝΑ Ευρώπη.

Η αύξηση των οργανικών εσόδων (συνολικά έσοδα μείον τα καθαρά έσοδα από εξαγορές και συγχωνεύσεις) των μεγάλων ευρωπαϊκών τραπεζών κατά τα τελευταία πέντε χρόνια (2000-2004) κυμάνθηκε γύρω στο 7% ετησίως. Εξάλλου,

τόσο το μέγεθος, όσο και η παρουσία σε διαφορετικές χώρες, πέραν του ότι προσδίδουν κύρος και ισχύ, δυνητικά προσφέρουν στις τράπεζες τη δυνατότητα καλύτερου επιμερισμού και αφομοίωσης των σχετικών κινδύνων. Επομένως, δεν αποτελεί έκπληξη ότι, οι σημαντικότερες ευρωπαϊκές τράπεζες επένδυσαν συνολικά πάνω από 300 δισ. ευρώ για την εξαγορά άλλων τραπεζών κατά την περίοδο 2000-2004.

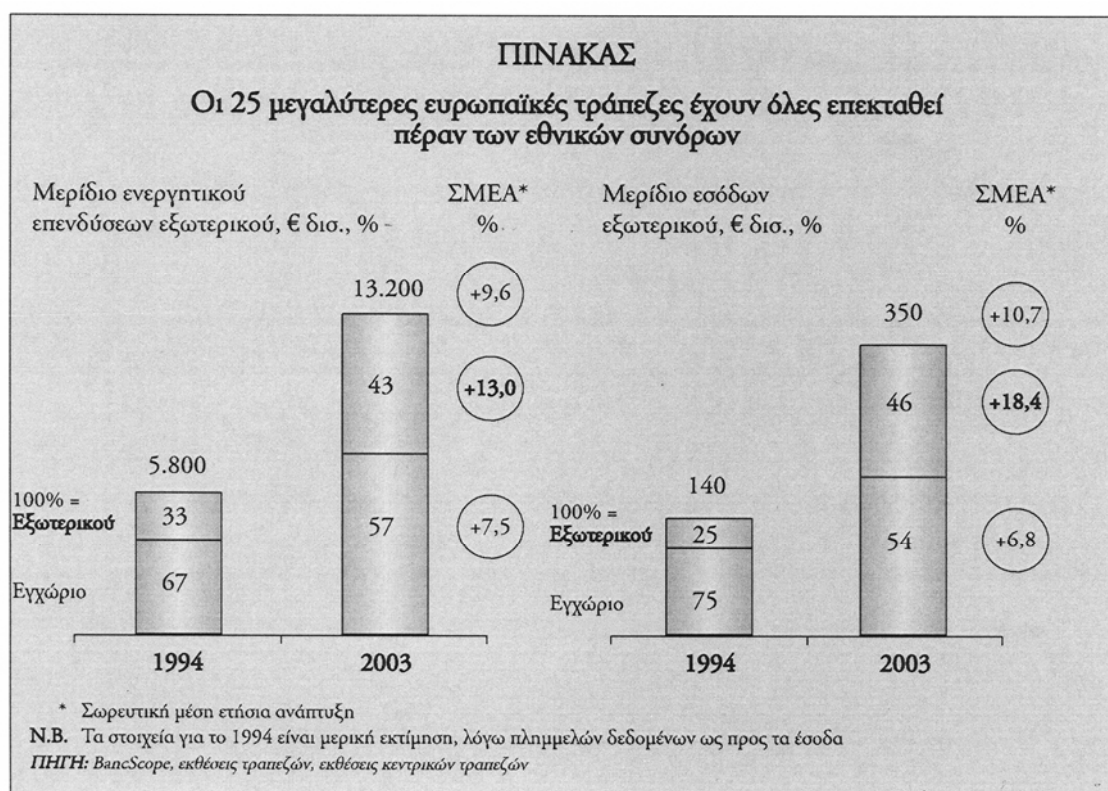
Επίσης, η εμπειρία της Ευρωζώνης φανερώνει ότι οι εθνικές οικονομίες, σε μια νεότευκτη νομισματική ένωση, διατηρούν πολλά από τα ουσιώδη διαρθρωτικά χαρακτηριστικά τους (π.χ. το μέσο μέγεθος των επιχειρήσεων, τις πηγές χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των δανείων προς νοικοκυριά, κ.α.) Το γεγονός αυτό φαίνεται να θέτει προσκόμματα στην ενοποίηση του κλάδου της λιανικής τραπεζικής και πράγματι, τα στοιχεία δείχνουν ότι οι τράπεζες δεν έχουν σημειώσει μεγάλη πρόοδο στον τομέα του διασυνοριακού δανεισμού σε κατοίκους της Ευρωζώνης. Επομένως, από τη σκοπιά των τραπεζών που ενδιαφέρονται να διευρύνουν τον κύκλο των πελατών τους, ο παράγοντας αυτός μοιάζει να συνηγορεί υπέρ κάποιας άμεσης διασυνοριακής εξαγοράς.

Ποια είναι, λοιπόν, τα οφέλη που αποκόμισαν οι ανωτέρω τράπεζες από τις εν λόγω εξαγορές και συγχωνεύσεις (M&As); Η κατάλληλη μέθοδος εκτιμήσεως των σχετικών ωφελειών είναι ο λεγόμενος «δείκτης απόδοσης των επενδεδυμένων κεφαλαίων». Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη της Deutsche Bank, τα σχετικά αποτελέσματα, κατά τα τελευταία πέντε χρόνια, δεν είναι ιδιαίτερα ενθαρρυντικά. Η απόδοση των κεφαλαίων αυτών κυμαίνεται μεταξύ περίπου 10% για επενδύσεις στους τομείς της λιανικής τραπεζικής και των αναδυομένων αγορών, και 3% για επενδύσεις σε δραστηριότητες της επενδυτικής τραπεζικής. Ο τομέας της διαχείρισης κεφαλαίων και οι εμπορικές τραπεζικές εργασίες είχαν αποδόσεις που κυμαίνονται μεταξύ αυτών των δύο επιπέδων. Μάλιστα, οι εγχώριες συμφωνίες φαίνεται να εξελίχθηκαν καλύτερα από τις αντίστοιχες διασυνοριακές.

Εν τούτοις, η παρουσίαση συνολικών στοιχείων συχνά αποκρύπτει έναν υψηλό βαθμό διακύμανσης στις αποδόσεις αυτές. Υπάρχουν αρκετές συμφωνίες που δημιούργησαν αξία (Roayl Bank of Scotland και NatWest), όπως υπήρξαν και άλλες οι οποίες οδήγησαν σε μείωση αξίας (Credit Suisse και DLJ). Σε ένα τέτοιο πλαίσιο, είναι προφανές ότι οι τράπεζες θα συνεχίσουν να αναζητούν και

να εξετάζουν πιθανές συμφωνίες που, κατά την εκτίμηση των διοικήσεών τους, δημιουργούν αξία, παράγουν οφέλη για τους μετόχους τους και ταυτόχρονα εξυπηρετούν τους στρατηγικούς στόχους του οργανισμού τους.

Στο παρελθόν, διακρινόταν μια σχετική διστακτικότητα έναντι των διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων. Τα τελευταία δέκα χρόνια το μεγαλύτερο μέρος της μη οργανικής ανάπτυξης προήλθε κυρίως από την εγχώρια συγκέντρωση και από μη παραδοσιακούς παίκτες και γεωγραφικές περιοχές. Αυτό φαίνεται πως σταδιακά αλλάζει. Οι 25 μεγαλύτερες ευρωπαϊκές τράπεζες έχουν όλες επεκταθεί πέραν των εθνικών συνόρων όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα.



ΠΗΓΗ:ΑΡΘΡΟ  
ΝΙΚ.ΤΡΑΥΛΟΥ

Αποψη μας είναι ότι κατά τα επόμενα πέντε χρόνια θα υπάρξει μια σαφής στροφή υπέρ των διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων στην ευρωπαϊκή αγορά, για τους ακόλουθους λόγους:

i) Η αντίληψη πως στις ευρωπαϊκές αγορές υπάρχουν ακόμα σημαντικά περιθώρια για περαιτέρω εγχώρια συγκέντρωση του κλάδου λόγω συνεργειών,

μάλλον δεν ευσταθεί πλέον. Οι δείκτες συγκέντρωσης στις περισσότερες ευρωπαϊκές αγορές, με εξαίρεση την Ιταλία, τη Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο, είναι σχετικά υψηλοί, η δε περαιτέρω εγχώρια συγκέντρωση μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα σε σχέση με τη νομοθεσία περί ανταγωνισμού.

ii) Ηδη, σε μερικές περιπτώσεις οι αρχές αντιτάχθηκαν σε ορισμένες προτάσεις για εγχώριες συμφωνίες (Abbey/Lloyds στο Ηνωμένο Βασίλειο και SEB/Swedbank στη Σουηδία). Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, θα μπορούσε κανείς δικαιολογημένα να θεωρήσει ότι οι μεγάλες συγχωνεύσεις μεταξύ κυρίαρχων οργανισμών είναι λιγότερο πιθανές από ό,τι συμφωνίες μεσαίου μεγέθους, στις οποίες μια ισχυρή τράπεζα εξαγοράζει μια μικρότερη.

iii) Μέχρι πρόσφατα, υπήρχε η αντίληψη ότι οι δυνατότητες για διασυνοριακές συνέργειες κόστους ήταν περιορισμένες, με αποτέλεσμα να καθίσταται δύσκολη η καταβολή του απαιτούμενου «premium» για την ευόδωση μιας συμφωνίας τέτοιου είδους. Το βασικό επιχείρημα ήταν ότι οι διασυνοριακές συνέργειες λόγω συγχωνεύσεων θα έπρεπε να αντιστοιχούν σε 5-10% του κόστους της εξαγοραζόμενης τράπεζας. Η αντίληψη, όμως, αυτή αποδείχτηκε ανακριβής με βάση τα στοιχεία ορισμένων πρόσφατων εξαγορών. Για παράδειγμα, η Santander φαίνεται αποφασισμένη να επιτύχει περικοπές κόστους της τάξεως του 20% από την εξαγορά της **Abbey National**. Παρομοίως, η συγχώνευση της Unicredito με την HVB εκτιμάται ότι θα δημιουργήσει για το νέο όμιλο συνολικές οικονομίες κόστους που πλησιάζουν το σημαντικότερο ποσοστό του 15% του κόστους της HVB.

iv) Σε αρκετές χώρες εκδηλώθηκε μια επιθυμία των εθνικών αρχών να ευνοήσουν τη δημιουργία “εθνικών πρωταθλητών”. Αυτό σε γενικές γραμμές εξακολουθεί να ισχύει, αλλά η ικανότητα των εθνικών αρχών να παρεμποδίσουν την πραγματοποίηση διασυνοριακών συγχωνεύσεων και να δημιουργήσουν μια εγχώρια τραπεζική δομή της επιλογής τους σταδιακά θα μειώνεται, στο πλαίσιο της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς και του ενιαίου νομίσματος. Έτσι, πρόσφατες προσπάθειες μεγάλων διεθνών τραπεζών να εξαγοράσουν ιταλικές τράπεζες (Banca Antonveneta, Banca Nazionale del Lavoro) φαίνεται πως μπορούν να ευοδωθούν, παρά την αρχική αντίσταση που ενίοτε εκδηλώνεται κατά τέτοιων πρωτοβουλιών, αποδεικνύοντας ότι ένας επίμονος αγοραστής μπορεί τελικά να επιτύχει το στόχο του (ABN AMRO).

ν) Στο παρελθόν, στοιχεία όπως το ετερογενές περιβάλλον που μια διασυννοριακή συγχώνευση αντιμετώπιζε, η απουσία της κατάλληλης εμπειρίας και η ύπαρξη διαφορετικής κουλτούρας είχαν αρνητική επίπτωση στις διασυννοριακές δραστηριότητες. Εν τούτοις, σταδιακά, το περιβάλλον γίνεται λιγότερο ετερογενές, ιδιαίτερα δε στο ευρωπαϊκό πλαίσιο, όπου υπάρχει, ως γνωστόν, μια σταδιακή εναρμόνιση του κανονιστικού/ρυθμιστικού πλαισίου. Αυτό οφείλεται, σε μεγάλο βαθμό, στο “Πρόγραμμα Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες” που προωθήθηκε το 1999 από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το οποίο έχει ως στόχο τη δημιουργία μιας μεγάλης ενοποιημένης αγοράς για την παροχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στον τομέα της εταιρικής τραπεζικής, μέσω της υιοθέτησης 39 νέων κοινοτικών Οδηγιών, πρόγραμμα που σήμερα έχει εν πολλοίς ολοκληρωθεί. Επιπλέον, οι πρόσφατες προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Μάιος 2005) έχουν ως αντικείμενο την ενίσχυση της ρυθμιστικής σύγκλισης στους τομείς της λιανικής τραπεζικής και της διαχείρισης κεφαλαίων, αλλά και τη σύγκλιση των εποπτικών πρακτικών στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Η εκτίμηση είναι πως οι εξελίξεις αυτές θα ενθαρρύνουν περαιτέρω τις διασυννοριακές επενδύσεις με την ευρύτερη έννοια. Μάλιστα, το γεγονός ότι οι εθνικές οικονομίες στην Ευρωπαϊκή Ένωση συνεχίζουν να εμφανίζουν σημαντικές διαφορές σε ρυθμούς ανάπτυξης, παρόλη την αυξανόμενη μεταξύ τους ρυθμιστική σύγκλιση, ενισχύει τα κίνητρα μιας διασυννοριακής συμφωνίας.

Τέλος, οι τράπεζες έχουν αρχίσει να αναπτύσσουν μια ειδική τεχνογνωσία ως προς τις συγχωνεύσεις, οι δε διαφορές κουλτούρας αποτελούν ένα όλο και λιγότερο σημαντικό πρόσκομμα για τους επενδυτές, καθώς ενοποιείται σταδιακά ο ευρωπαϊκός χρηματοπιστωτικός χώρος.

vi) Οι τιμές των μετοχών στο σημερινό περιβάλλον προεξοφλούν σημαντική αύξηση κερδών σε σύγκριση με ό,τι συνέβαινε πριν από ένα ή δύο χρόνια. Εάν η αύξηση των κερδών δεν μπορεί να προέλθει από εγχώρια οργανική ανάπτυξη λόγω της αρνητικής συγκυρίας, αυτή θα πρέπει να αναζητηθεί σε πιο δυναμικά εξελισσόμενες ξένες αγορές, συμπεριλαμβανομένων εκείνων εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 15 (EE-15).

vii) Στο ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα, οι μεγαλύτεροι οργανισμοί φαίνεται ότι διαθέτουν σημαντικό πλεόνασμα ιδίων κεφαλαίων, το οποίο μάλιστα δύσκολα μπορεί να διοχετευθεί στην οργανική ανάπτυξη της εκάστοτε επιχείρησης. Οι πόροι αυτοί θα πρέπει επομένως να αναζητήσουν διέξοδο για αποδοτικότερη



διαχείριση. Μετά από την αφαίρεση μερισμάτων και κεφαλαίων που διετέθησαν για επαναγορά ιδίων μετοχών, το πλεόνασμα ιδίων κεφαλαίων για τις 50 μεγαλύτερες ευρωπαϊκές τράπεζες, για την περίοδο 2004-2006, υπολογίζεται σε 150-200 δισ. ευρώ. Το πλεόνασμα αυτό θα είναι ένας από τους καθοριστικούς παράγοντες που θα οδηγήσουν σε μεγαλύτερη διεθνοποίηση του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος.

**viii)** Κίνδυνοι συνεχίζουν να υφίστανται από την υλοποίηση διασυνοριακών συγχωνεύσεων, αλλά η διαχείρισή τους αντιμετωπίζεται πλέον με μεγαλύτερη ευκολία. Υπάρχουν τώρα στελέχη και εργαζόμενοι με μακρά πείρα συγχωνεύσεων. Επίσης, υπάρχει μια κλιμακούμενη τάση “βιομηχανοποίησης” της βάσης παραγωγής και των συστημάτων πληροφορικής, ταυτόχρονα με την εναρμόνιση του κανονιστικού περιβάλλοντος και των συστημάτων πληρωμών. Αυτά καθιστούν τις διασυνοριακές συνέργειες κόστους περισσότερο εφικτές και τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις λιγότερο επικίνδυνες, με την επιχειρηματική έννοια, από ό,τι στο παρελθόν.

Έχοντας υποστηρίξει την άποψη ότι στα επόμενα 3-5 χρόνια θα υπάρξουν περισσότερες διασυνοριακές συγχωνεύσεις εντός του ευρωπαϊκού τραπεζικού κλάδου, το ερώτημα που γεννάται είναι πώς η τάση αυτή θα επηρεάσει τις τραπεζικές εξελίξεις στη ΝΑ Ευρώπη. Πιστεύουμε πως, από την ανάλυση που προηγήθηκε, μπορούν να εξαχθούν τα ακόλουθα συμπεράσματα:

1. Οι μη ευρωπαϊκές τράπεζες, με πιθανή εξαίρεση την Citibank, θα επιδείξουν πιθανότατα ένα χαμηλό έως ανύπαρκτο ενδιαφέρον για την περιοχή, καθώς είναι στραμμένες στην εγχώρια αγορά τους ή σε μεγαλύτερες και πιο απομακρυσμένες χώρες όπως η Βραζιλία, η Ρωσία, η Ινδία και η Κίνα.

2. Οι ευρωπαϊκές τράπεζες, κυρίως αυτές της ηπειρωτικής Ευρώπης, είναι εκείνες που ενδιαφέρονται περισσότερο για την περιοχή, έχοντας ως διαφανόμενο στόχο την επέκταση των δραστηριοτήτων τους στις πολλά υποσχόμενες και ταχύτερα αναπτυσσόμενες αγορές. Οι πιο επιτυχημένοι αγοραστές θα διαθέτουν ήδη ένα αποτελεσματικό και ευέλικτο ως προς την απαιτούμενη κλίμακα επιχειρηματικό μοντέλο, μια “βιομηχανοποιημένη” βάση παραγωγής, αλλά και πρόσβαση σε ένα “ισχυρό νόμισμα εξαγορών”, με την έννοια της υψηλής χρηματιστηριακής αξίας/κεφαλαιοποίησης εκφρασμένης, μάλιστα, σε ευρώ.

3.Ορισμένοι παίκτες από χώρες της περιφέρειας θα επιδείξουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την περιοχή. Αυτό ήδη συμβαίνει στην περίπτωση της Ελλάδος, καθώς στους κυρίαρχους παίκτες της περιοχής ήδη περιλαμβάνονται οι μεγαλύτερες ελληνικές τράπεζες.

4.Κάθε τράπεζα επιχειρεί μια εξισορρόπηση μεταξύ της περαιτέρω ενίσχυσης της στο πλαίσιο της εγχώριας διαδικασίας συγκέντρωσης και αναδιάρθρωσης, από τη μια πλευρά, και της περιφερειακής επέκτασης, από την άλλη. Μια τράπεζα η οποία εμπλέκεται άμεσα στη διαδικασία μετασχηματισμού και συγκέντρωσης στο πλαίσιο της εγχώριας αγοράς, τείνει συνήθως να γίνεται πιο εσωστρεφής και να ενδιαφέρεται λιγότερο για την περιφερειακή επέκταση στο διάστημα που έπεται μιας συγχώνευσης. Αυτό μπορεί να έχει ως συνέπεια να παραβλεφθούν ορισμένες προσοδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες, ενόψει των συγκριτικά υψηλών ρυθμών ανάπτυξης που έχουν και εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να έχουν οι χώρες της ΝΑ Ευρώπης.

5.Υπάρχει η προοπτική επέκτασης από εξειδικευμένους παίκτες σε περιφερειακό επίπεδο σε επιμέρους τομείς τραπεζικής δραστηριότητας, όπως είναι οι κεφαλαιαγορές, η καταναλωτική πίστη, η παροχή ασφαλιστικών υπηρεσιών, το leasing.

Συμπερασματικά, θα υποστηρίζαμε ότι οι χώρες της ΝΑ Ευρώπης, παρά την υστέρησή τους έναντι των λοιπών χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης σε ό,τι αφορά στην ευρωπαϊκή πορεία τους (εδώ, βεβαίως, δεν αναφερόμαστε στην Ελλάδα), δεν θα διαφοροποιηθούν εν τέλει σημαντικά από τις διαφαινόμενες ευρωπαϊκές τάσεις στο πεδίο των διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων. Η διαρκής πρόοδος στην ονομαστική οικονομική σύγκλιση, η σταθερή προώθηση των μεταρρυθμίσεων, σε συνδυασμό με ένα λιγότερο ανεπτυγμένο τραπεζικό τομέα εντός οικονομιών που σημειώνουν ωστόσο σχετικά υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης, είναι στοιχεία που θα ενθαρρύνουν τις ευρωπαϊκές τράπεζες με διεθνή προσανατολισμό να εξετάσουν με ιδιαίτερη προσοχή τη ΝΑ Ευρώπη, ως περιοχή που προσφέρει ευκαιρίες τουλάχιστον ισάξιες με αυτές που υπάρχουν σε άλλες περιοχές της Ευρώπης, ακόμα και υψηλότερου εισοδήματος. Ως αποτέλεσμα αυτή της τάσης, οι τιμές στις οποίες θα πραγματοποιηθούν μελλοντικά οι εξαγορές στη ΝΑ Ευρώπη θα είναι σημαντικά υψηλότερες από ό,τι στο παρελθόν, εξέλιξη που αναμφίβολα θα αποθαρρύνει ορισμένους «σώφρονες» επίδοξους αγοραστές. Εξ αυτού του

λόγου, δεν αποκλείεται, επομένως, η οργανική ανάπτυξη-και όχι η άμεση εξαγορά ενός ευμεγέθους, υφιστάμενου ιδρύματος-στις χώρες της ΝΑ Ευρώπης να αποτελέσει την επιλογή που θα προκρίνουν ορισμένες ευρωπαϊκές τράπεζες που επιθυμούν να διεισδύσουν πιο δυναμικά στις αγορές αυτές.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>**

### **ΕΠΙΛΟΓΟΣ-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Η διαδικασία των εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι αρκετά πολύπλοκη και συνήθως είναι χρονοβόρος και γίνεται από διαφορετικές ομάδες ατόμων-συμβούλων, εκτός των ενδιαφερομένων εταιριών.

Οι πιο συνηθισμένες και επικρατέστερες περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι οι ακόλουθες τέσσερις:

5. Η εταιρία θα πρέπει να αποφασίσει τη στρατηγική που θα ακολουθήσει και θα εφαρμόσει, καθώς επίσης τα κριτήρια τα οποία γίνονται αποδεκτά στις εν λόγω περιπτώσεις.

6. Η εταιρία θα πρέπει να επιλέξει και να αποφασίσει τη μέθοδο αξιολόγησης και να αποτιμήσει την αξία των υπό συγχώνευση εταιριών.

7. Η εταιρία εκτελεί τη συγχώνευση και

8. Σχεδιάζει και προγραμματίζει για τη μετά τη συγχώνευση χρονική περίοδο που είναι επίσης κρίσιμη χρηματοοικονομικά και λειτουργικά.

Τα πρώτα μέτρα που θα πρέπει να πάρουν οι εταιρίες που προβαίνουν στη συγχώνευση, είναι η επιλογή του κατάλληλου μάνατζμεντ, της εφαρμογής ευέλικτων κριτηρίων, στόχων και πολιτικών ανάπτυξης για να αποφευχθούν ανελαστικότητες και ανεπιθύμητα αποτελέσματα.

Οι εξαγορές έχουν αποτελέσει για πολλές χώρες τον μοχλό προσαρμογής τους στις νέες ανταγωνιστικές συνθήκες της διεθνούς οικονομίας. Η Ελλάδα δεν έχει άλλη επιλογή παρά να ακολουθήσει τις διεθνείς τάσεις και να αδράξει τις ευκαιρίες της εποχής. Το ευνοϊκό όμως περιβάλλον πρέπει να ενισχυθεί με το απαραίτητο θεσμικό

πλαίσιο. Η θέσπιση ενός σύγχρονου συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης και η θέσπιση κανόνων προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων των υπό εξαγοράν επιχειρήσεων αποτελούν τις βασικές προϋποθέσεις δημιουργίας μιας ενεργού και ανταγωνιστικής αγοράς εξαγορών.

Πέρα από τις οποιοσδήποτε θετικές ή αρνητικές παρενέργειες των συγχωνεύσεων και εξαγορών επί των ενδιαφερομένων επιχειρήσεων (εξαγοραζουσών και εξαγοραζομένων), οι συγκεκριμένες επιχειρηματικές μετατροπές μπορούν να έχουν και επιπτώσεις στο ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον της χώρας όπου οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται. Το θέμα λοιπόν των συγχωνεύσεων και εξαγορών παρουσιάζει έντονο ενδιαφέρον τόσο από πλευράς επιχειρηματικής στρατηγικής όσο και από πλευράς γενικότερης οικονομικής πολιτικής.