

**Τ.Ε.Ι. ΚΑΛΑΜΑΤΑΣ  
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗΣ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ  
ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ  
ΣΤΟΝ  
ΕΛΛΑΔΙΚΟ ΧΩΡΟ**

**ΦΙΛΙΟΠΟΥΛΟΣ ΠΕΤΡΟΣ : Α.Μ. 2000249**

**ΥΠΕΥΘΥΝΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ ΛΥΓΓΙΤΣΟΣ**

**ΚΑΛΑΜΑΤΑ, ΜΑΪΟΣ 2007**

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup> ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

- I Εισαγωγή
- II Ορισμοί – Είδη συγχώνευσης
- III Ιστορική Αναδρομή

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup> ΕΞΑΓΟΡΕΣ – ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ**

- I Κίνητρα για εξαγορά και συγχώνευση τραπεζών
  - α Οικονομικές θεωρίες
  - β Διοικητικές θεωρίες
  - γ Χρηματοοικονομικές θεωρίες
  - δ Στρατηγικές θεωρίες
  - ε Θεωρίες συμπεριφοράς οργανισμών
- II Συνέπειες των συγχωνεύσεων και εξαγορών
- III Πλεονεκτήματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων
- IV Κίνδυνοι των εξαγορών και συγχωνεύσεων
- V Αποτυχία εξαγορών – συγχωνεύσεων
- VI Παράγοντες που συμβάλουν στην επιτυχία ή αποτυχία μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης
- VII Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των εξαγορών και των συγχωνεύσεων
- VIII Στρατηγικές εξαγοράς – άμυνας
- IX Μέθοδοι αποτίμησης αξίας αγορών – συγχώνευσης
- X Επισκόπηση τραπεζικού κλάδου – Απελευθέρωση και Συγκέντρωση

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup> Ο ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

- I Στοιχεία του Τραπεζικού κλάδου στην Ελλάδα
- II Η κατάσταση στην Ελλάδα
- III Εμπειρικές μελέτες
- IV Βαθμός συσχέτισης των εταιρειών και η σημασία τους
- V Τιμές μετοχών
- VI Εξαγορές και συγχωνεύσεις στα πλαίσια του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος
- VII Mergers and Acquisitions - Too much cash

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup> ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ – ΕΞΑΓΟΡΩΝ**

- I Η στρατηγική των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στο τραπεζικό κλάδο
  - α Περίπτωση Ομίλου Alpha Bank
  - β Περίπτωση Ιονικής Τράπεζας
- II Προσπάθεια συγχώνευσης Alpha Bank – Εθνικής Τράπεζας
- III Συμπεράσματα άρθρου περί συγχώνευσης Alpha Bank – Εθνικής Τράπεζας

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup> ΠΕΡΙΛΗΨΗ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup> ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ**

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7<sup>ο</sup> ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις γίνονται από εταιρείες που στοχεύουν στην εξασφάλιση συγκεκριμένων στρατηγικών και οικονομικών στόχων τους. Είναι ένα φαινόμενο (στον οικονομικό τομέα) με τεράστιες διαστάσεις παγκοσμίως εξαιτίας της απελευθέρωσης των αγορών που είχε σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία περισσότερων ευκαιριών για επέκταση. Η εξοικονόμηση πόρων ώστε να χρηματοδοτηθεί η επέκταση και να διατηρηθεί η ανταγωνιστικότητα πραγματοποιήθηκε μέσα από μια προσπάθεια αναδιάρθρωσης και συγκέντρωσης των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Έτσι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αυξήθηκαν με έντονους ρυθμούς.

Στον Ελλαδικό χώρο ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος είχε περιορίσει τη δραστηριότητά του αποκλειστικά εντός των Ελληνικών συνόρων. Εξαιτίας όμως του ρυθμού αύξησης των εξαγορών και συγχωνεύσεων που δημιουργήθηκε τα τελευταία χρόνια σε παγκόσμιο επίπεδο, δεν θα μπορούσε να μείνει αμετάβλητος. Η ολιγοπωλιακή του δομή και ο έντονος κρατικός παρεμβατισμός άφηναν μικρά περιθώρια ανάπτυξης. Η απελευθέρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος δρομολογήθηκε μέσα από μία διαδικασία αποκρατικοποίησης και με μία σειρά εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Αποτέλεσμα της εκτεταμένης αυτής δραστηριότητας ήταν η αύξηση του μέσου μεγέθους των Ελληνικών Πιστωτικών Ιδρυμάτων που αποσκοπούσε στην εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας που προκύπτουν στα μεγάλα τραπεζικά σχήματα και στην παροχή μεγαλύτερου φάσματος υπηρεσιών.

Για την επίτευξη των εξαγορών – συγχωνεύσεων απαιτούνται δύο τουλάχιστον επιχειρήσεις με όμοιες ή ανόμοιες επιχειρηματικές δραστηριότητες (σε περίπτωση ανόμοιων αναφερόμαστε σε οριζόντιες, κάθετες ή ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις) κουλτούρες και συστήματα αξιών.

Αντικείμενο της παρούσας εργασίας θα είναι η συλλογή επεξεργασιών, η παρουσίαση δεδομένων και η εξαγωγή συμπερασμάτων βάσει των οποίων θα αναλύσουμε τα είδη συγχώνευσης και εξαγοράς, θα τα συγκρίνουμε μεταξύ τους και θα καταλήξουμε στα συμπεράσματά μας.

## ΟΡΙΣΜΟΙ – ΕΙΔΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις είναι μέσον εταιρικής επέκτασης και ανάπτυξης. Δεν είναι τα μόνα μέσα εταιρικής ανάπτυξης αλλά είναι εναλλακτικά της εσωτερικής ή οργανικής κεφαλαιακής επένδυσης. Κατά περιόδους οι εταιρείες έχουν προτιμήσει τα εξωτερικά είδη ανάπτυξης μέσω των εξαγορών από την εσωτερική ανάπτυξη.

Με τον όρο **συγχώνευση (merger)** θέλουμε να περιγράψουμε την κατάσταση όπου δύο εταιρείες ενώνονται για να συνενώσουν και να μοιραστούν τα περιουσιακά στοιχεία ώστε να πετύχουν κοινούς στόχους. Συγχώνευση λαμβάνει χώρα όταν μία εταιρεία αγοράζει μία άλλη (ή και περισσότερες από μία) και **την απορροφά σε μία νέα επιχειρησιακή δομή, συνήθως διατηρώντας την αρχική εταιρική ταυτότητα της εξαγοράζουσας εταιρείας.** Οι μέτοχοι των ενωμένων εταιρειών συνήθως παραμένουν κοινοί ιδιοκτήτες της νέας εταιρείας.

Υπάρχουν δύο κύριοι τρόποι συγχώνευσης των εταιρειών :

- α) **Συγχώνευση με απορρόφηση** : Είναι η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες που καλούνται απορροφούμενες, λύνονται χωρίς να εκκαθαρίζονται και μεταβιβάζουν σε άλλη υφιστάμενη ανώνυμη εταιρεία το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων, έναντι μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφούσα εταιρεία βάσει μια σχέσης ανταλλαγής μετοχών και ενδεχόμενης καταβολής ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται.
- β) **Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας** : Είναι πράξη με την οποία μία ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες, που καλούνται απορροφούμενες, λύνονται χωρίς να εκκαθαρίζονται και μεταβιβάζουν σε άλλη ανώνυμη νέα εταιρεία την οποία συστήνουν, το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων, έναντι μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφούσα εταιρεία βάσει μιας σχέσης ανταλλαγής μετοχών και ενδεχόμενης καταβολής ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται. Ανάλογα με τον τρόπο

που γίνεται η απόκτηση της εταιρείας από την εξαγοράστρια διαχωρίζονται δύο είδη μετασχηματισμών :

1. **Εξαγορά** : Είναι η διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος ή και ολόκληρης της επιχείρησης έναντι μετρητών κατά την οποία η αγοράστρια εταιρεία αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.
2. **Δημόσια προσφορά** : Σε αυτή την περίπτωση η αγοράζουσα εταιρεία απευθύνει δημοσίως πρόσκληση να αγοράσει ένα μέρος από τις κοινές μετοχές της αγοραζόμενης εταιρείας σε μια συγκεκριμένη τιμή και σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία. Οι μέτοχοι που πωλούν τις μετοχές τους πληρώνονται είτε με μετρητά είτε με κοινές μετοχές της αγοράζουσας εταιρείας. Ανάλογα με την στάση της Διοίκησης οι δημόσιες προσφορές διακρίνονται σε φιλικές και εχθρικές. Στην πρώτη περίπτωση οι διοικήσεις των δύο εταιρειών συνεργάζονται για να ολοκληρώσουν τη συγχώνευση ενώ στη δεύτερη η διοίκηση της εταιρείας στόχου χρησιμοποιεί ορισμένες αμυντικές τακτικές για να εμποδίσει ή να κάνει ασύμφορη την εξαγορά.

Ανάλογα με το βαθμό συσχέτισης μπορούν να διακριθούν τρεις τύποι συγχωνεύσεων – εξαγορών.

- **Οριζόντιες (Horizontal Mergers and Acquisitions)** : Οι δύο εταιρείες παράγουν το ίδιο προϊόν και ανήκουν στον ίδιο παραγωγικό κλάδο. Συνήθως η μία ανταγωνίζεται την άλλη. Σαν παράδειγμα θα μπορούσαμε να αναφέρουμε την αγορά μιας τράπεζας από μία άλλη (η Eurobank συγχωνεύεται με την Ergasias).
- **Κάθετες (Vertical Mergers and Acquisitions)** : Η μία εταιρεία παράγει ένα προϊόν που είναι απαραίτητο στην άλλη για να κατασκευάσει το δικό της (πρώτες ύλες, εργαλεία, υπηρεσίες). Κατά κύριο λόγο σε αυτές τις συγχωνεύσεις – εξαγορές η εταιρεία αγοράζει τον προμηθευτή ή το διανομέα της. Αγοράζει δηλαδή μια επιχείρηση και την μετατρέπει σε τμήμα της απαραίτητο για την παραγωγική της διαδικασία. Παράδειγμα κάθετης συγχώνευσης θα μπορούσε να είναι η αγορά μιας επιχείρησης κατασκευής δομικών υλικών από μια κατασκευαστική.

- **Ασυσχέτιστες (Conglomerates, Unrelated and Acquisition)** : Οι δύο εταιρείες δεν έχουν καμία σχέση μεταξύ τους. Ο λόγος που μπορεί να ωθήσει μία εταιρεία να προβεί σε μια τέτοια συγχώνευση – εξαγορά είναι η διαφοροποίηση κινδύνου, η θέληση να εισέλθει σε έναν νέο ανερχόμενο κλάδο, η απόκτηση μιας επαναστατικής ιδέας ή κάποιων δικαιωμάτων κ.α. Ως παράδειγμα θα μπορούσαμε να αναφέρουμε την αγορά μιας Τράπεζας από μία εκδοτική.

Για την πρόληψη τυχόν λάθους, τέλος, θεωρείται σκόπιμο να αποσαφηνιστεί η συγκεκριμένη έννοια που έχουν οι όροι **«συγχώνευση»** και **«εξαγορά»**. Θα ήταν λανθασμένη επιλογή να χρησιμοποιήσουμε εναλλακτικά κάποιον εκ των δύο αυτών όρων. Αναλύοντας λοιπόν πρωτίτερα τον όρο συγχώνευση, θα ήταν χρήσιμο να αναλύσουμε και τον όρο εξαγορά.

Έτσι, με τον όρο **εξαγορά** περιγράφεται η περίπτωση κατά την οποία μια εταιρεία διαπραγματεύεται την αγορά της περιουσίας ή των μετοχών μιας άλλης καθώς επίσης οι μέτοχοι της αποκτηθείσας εταιρείας προσπαθούν να γίνουν ιδιοκτήτες της εταιρείας. Οι εξαγορές αφορούν τη μεταβίβαση του συνόλου ή πλειοψηφικού μέρους της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης (εξαγοραζόμενη) σε μια άλλη (εξαγοράζουσα), που καταβάλει το αντίστοιχο αντίτιμο. Η μεταβίβαση, σε αυτή την περίπτωση (εξαγοράς), γίνεται συνήθως με καταβολή μετρητών ή με αγορά / ανταλλαγή μετοχών, μέσω του χρηματιστηρίου. Σε πολλές περιπτώσεις, ακόμα και η απόκτηση μειοψηφικού πακέτου μετοχών ή ανάλογου ποσοστού επί της συνολικής ιδιοκτησίας, μπορεί να εξασφαλίσει στην εξαγοράζουσα εταιρεία ουσιαστικό έλεγχο, εάν με την μεταβίβαση μπορεί να επηρεάσει κρίσιμες επιλογές της διοίκησης και της στρατηγικής της εξαγοραζόμενης ή εάν τα λοιπά μερίδια αυτής της εταιρείας είναι κατακερματισμένα. Στην περίπτωση της συγχώνευσης μια νέα εταιρεία δημιουργείται συνενώνοντας τις υπό συγχώνευση εταιρείες, ενώ στην εξαγορά η αποκτηθείσα εταιρεία γίνεται θυγατρική της εταιρείας που την εξαγόρασε.

Ο όρος **«take over»** είναι παρόμοιος με την εξαγορά και μάλιστα υποδηλώνει ότι η εταιρεία που εξαγοράζει είναι πολύ μεγαλύτερη από αυτήν που εξαγοράζεται. Όταν συμβαίνει το αντίθετο τότε η εξαγορά αναφέρεται ως **αντίστροφη εξαγορά**. Αν και οι όροι εξαγορά και συγχώνευση χρησιμοποιούνται εναλλακτικά, όπως είδαμε, έχουν συγκεκριμένη έννοια.

## ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Το φαινόμενο των εξαγορών και συγχωνεύσεων των επιχειρήσεων, χρονολογείτε περίπου 100 χρόνια. Το πλήθος του δεν είναι διαχρονικά σταθερό αλλά ανά χρονικά διαστήματα παρατηρείται έξαρση του φαινομένου. Στην μέχρι τώρα ύπαρξη του, το φαινόμενο αυτό, γνώρισε 4 μεγάλα κύματα, τέσσερις περιόδους εξάρσεως.

Το πρώτο κύμα των εξαγορών – συγχωνεύσεων επιχειρήσεων αφορούσε σε ομοειδείς περιπτώσεις (οριζόντια συγκέντρωση) και στις περισσότερες περιπτώσεις αποσκοπούσαν στην μονοπώληση της αγοράς (1898 – 1902). Το δεύτερο κύμα εξαγορών – συγχωνεύσεων επιχειρήσεων αφορούσε πάλι ομοειδείς επιχειρήσεις, οι οποίες όμως δεν οδηγούσαν σε μονοπωλιακές σύνθήκες ανταγωνισμού (1925 – 1930).

Το τρίτο κύμα των εξαγορών – συγχωνεύσεων (1966 – 1968) είχε ως αποτέλεσμα τη δημιουργία μεγάλων οικονομικών συγκροτημάτων, μέσω διαγωνίων συγχωνεύσεων και εξαγορών, αποτέλεσμα που οφειλόταν στη διαφοροποίηση και επέκταση των επιχειρήσεων, σε νέα προϊόντα και καινούργιες αγορές.

Στο τέταρτο και τελευταίο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών που έχει αρχίσει από το 1974 και έχει ενταθεί τα τελευταία 10 χρόνια παρατηρείται το φαινόμενο συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ μεγάλων εταιρειών, στην προσπάθειά τους να διεθνοποιήσουν τις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες.

Το νέο διεθνές φαινόμενο της παγκοσμιοποίησης ωθεί τις επιχειρήσεις στην εδραίωση της παρουσίας τους στις ανά τον κόσμο μεγάλες αγορές με σκοπό να εκμεταλλεύονται σε όσο το δυνατόν μεγαλύτερο βαθμό τις οικονομίες κλίμακας. Ιδιαίτερα μετά το 1984 το κύμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει λάβει τεράστιες διαστάσεις ώστε το φαινόμενο αυτό να αποκαλείται **μανία συγχωνεύσεων και εξαγορών (merger mania)** ως αναπότρεπτη συνέπεια της διεθνούς τάσεως της παγκοσμιοποίησης.

Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών αλλάζει ήδη το οικονομικό επιχειρηματικό τοπίο στον Ευρωπαϊκό χώρο. Οι διακρατικές συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν είναι νέο φαινόμενο για την Ευρώπη. Οι

μεγαλύτερες αμερικάνικες εταιρείες εδώ και 30 χρόνια έχουν εισχωρήσει στον Ευρωπαϊκό χώρο με την μέθοδο αυτή προκειμένου να καρπωθούν οφέλη από την επικείμενη ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής Αγοράς το 1992. Εξάλλου, η Μεγάλη Βρετανία τα τελευταία χρόνια έχει επεκταθεί στις ΗΠΑ με την εξαγορά μεγάλου αριθμού εταιρειών.



## **ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ.**

Τα κίνητρα για μία εξαγορά μπορούν να εντοπιστούν στους στόχους της εταιρείας που κάνει την εξαγορά. Μια μεγάλη εταιρεία για παράδειγμα με καθιερωμένες μάρκες προϊόντων και πολύ καλό δίκτυο διανομής, μπορεί να αποκτήσει μια μικρή και λιγότερο γνωστή εταιρεία, για να πετύχει καλύτερη τοποθέτηση του προϊόντος στην αγορά και συνεργούς στη διανομή. Άλλες εξαγορές μπορεί να προκληθούν από την επιθυμία για αυξημένη δύναμη στην αγορά, έλεγχο ενός προμηθευτή και παγίωση μιας αυξημένης παραγωγικής ικανότητας. Παρ'όλα αυτά ενώ οι στρατηγικοί στόχοι είναι τα άμεσα κίνητρα για τις εξαγορές, αυτές οι στρατηγικές έχουν εφαρμοστεί να εξυπηρετούν τα συμφέροντα των εταιρειών (stakeholders) της εξαγορασθείσας εταιρείας.

Στρατηγικές και αποφάσεις για την εξαγορά καταστρώνονται και λαμβάνονται από τους managers της εξαγορασθείσας εταιρείας. Οι managers μπορούν να παίρνουν αυτές τις αποφάσεις για να στηρίζουν τα συμφέροντα των ιδιοκτητών της εταιρείας π.χ. των μετόχων (shareholders). Αυτή είναι η νεοκλασική άποψη όπου το συμφέρον του μετόχου είναι υψίστης σημασίας και τα διευθυντικά συμφέροντα είναι κατώτερα, ενώ όταν τα συμφέροντα των δύο αυτών πλευρών διαφέρουν, οι εξαγορές συντελούνται για την εξυπηρέτηση των πρώτων.

Τα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις σε συγκέντρωση με εξαγορά ή συγχώνευση είναι αρκετά και γιαυτό τα εντάσσουμε σε ορισμένες κατηγορίες. Οι κυριότερες κατηγορίες εξ αυτών είναι οι εξής :

### **ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ**

Η πρώτη κατηγορία είναι οι οικονομικές θεωρίες. Ο όρος αυτός αναφέρεται στη μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης και του πλούτου των μετοχών. Υποστηρίζει ότι σε μια ανταγωνιστική αγορά κάθε επιχείρηση έχει σαν στόχο τη μεγιστοποίηση των κερδών αυτής. Αυτό σημαίνει ότι δύο εταιρείες θα προβούν σε συγχώνευση – εξαγορά μόνο σε περίπτωση που προσδοκούν ότι η ενέργεια αυτή θα αυξήσει τον πλούτο των μετοχών. Οι λόγοι για τους οποίους μπορεί να συμβαίνει μια τέτοια αύξηση είναι οι εξής :

I. Επίτευξη συνεργειών σε : λειτουργικό επίπεδο, σε διοικητικό επίπεδο και σε χρηματοοικονομικό επίπεδο.

- **Λειτουργικό επίπεδο** : Σε αυτό το επίπεδο οι συνέργειες προέρχονται από τις οικονομίες κλίμακας που πετυχαίνονται με τη μεγένθυση της επιχείρησης και κατά συνέπεια τη μείωση του κόστους και τον καλύτερο καταμερισμό των παραγωγικών πόρων. Παράλληλα μπορούν να επιτευχθούν μέσω της αλληλοσυμπλήρωσης των συντελεστών παραγωγής των οικονομιών φάσματος και των οικονομιών μάθησης. Στις οριζόντιες συγχωνεύσεις οι συνέργειες προέρχονται από τις οικονομίες κλίμακας, ενώ στις κάθετες και ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις προέρχονται από τις οικονομίες φάσματος και μάθησης.
- **Διοικητικό επίπεδο** : Εδώ, η αποτελεσματικότητα προέρχεται από το γεγονός ότι η συγχώνευση αποτελεί την αφορμή για την αντικατάσταση της διοίκησης της εταιρείας στόχου ή τον συνδυασμό των ποιοτικών στελεχών από τις διοικήσεις των δύο εταιρειών. Ακόμα και η προσφορά για συγχώνευση – εξαγορά αναγκάζει την εταιρεία – στόχο να προβεί σε αντικατάσταση στελεχών που είτε επηρεάζονται είτε δεν είναι ικανά.
- **Χρηματοοικονομικό επίπεδο** : Οι ευκαιρίες για συνέργειες προκύπτουν όταν η μία από τις δύο επιχειρήσεις διαθέτει είτε ίδια κεφάλαια είτε μπορεί να εμφανιστεί με ευνοϊκούς όρους αλλά δεν διαθέτει ικανοποιητικές ευκαιρίες επένδυσης. Έτσι, δύο εταιρείες αλληλοσυμπληρώνονται και τα κεφάλαιά της μιας επενδύονται από την άλλη και δίνουν δυνατότητες κερδοφορίας. Ταυτόχρονα, στην περίπτωση των ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων οι ροές από τις δύο δραστηριότητες διασφαλίζουν την ικανότητα της νέας επιχείρησης να αποπληρώνει τα δάνειά της.

Τέλος, υπάρχουν και φορολογικοί λόγοι που οδηγούν στην ένωση δύο εταιρειών όπως για παράδειγμα η δυνατότητα της μιας επιχείρησης για φορολογικές απαλλαγές που όμως χάνονται επειδή η επιχείρηση δεν να μπορεί να πραγματοποιήσει κέρδη. Συνήθως μια συγχώνευση αυξάνει τα παγία της νέας εταιρείας κι έτσι μεγαλώνουν οι αποσβέσεις

που αφαιρούνται από τα κέρδη μειώνοντας τελικά το ποσό του φόρου που καταβάλλεται.

- II. Η επιχείρηση μέσω της συγχώνευσης μπορεί να αυξήσει τη δύναμή της στην αγορά. Στην περίπτωση μιας οριζόντιας συγχώνευσης η επιχείρηση αποκτά μεγαλύτερο μερίδιο και έχει τη δύναμη να επηρεάσει την τιμή και άλλα χαρακτηριστικά της αγοράς. Σε μια κάθετη συγχώνευση, αγοράζοντας δηλαδή ένα βασικό προμηθευτή ή διανομέα αυξάνει το εμπόδιο εισόδου στην αγορά.
- **Ασυμμετρία πληροφόρησης** : Σύμφωνα με την θεωρία αυτή όταν μια επιχείρηση κάνει μια προσφορά για συγχώνευση σε μια τιμή μεγαλύτερη από αυτήν που εκτιμά η αγορά, τότε δίνει την πληροφορία ότι η επιχείρηση έχει κάποιο πρόσθετο πλεονέκτημα ικανό να προσφέρει επιπλέον κέρδη. Μια τέτοια προσφορά είναι ικανή να αυξήσει την αξία της εταιρείας στόχου. Ακόμα κι αν η αγοραπωλησία δεν επιτευχθεί η νέα τιμή θα ισχύει για κάποια περίοδο στην αγορά, οι μετοχές της θα πραγματοποιήσουν υπερβάλλουσα απόδοση. Αυτό συμβαίνει γιατί οι μέτοχοι της εταιρείας παίρνουν την πληροφορία ότι οι μετοχές τους είναι υποτιμημένες και άρα θα ανατιμηθούν στο μέλλον ή θα δεχθούν προσφορά για μεγαλύτερη τιμή. Βέβαια η νέα τιμή για να ισχύει και στο μέλλον πρέπει να συμβεί η συγχώνευση ώστε να αυξηθεί η κερδοφορία της επιχείρησης από τις συνέργειες που αναφέρθηκαν παραπάνω, σε αντίθετη περίπτωση η τιμή θα επανέλθει στα φυσιολογικά της επίπεδα.
  - **Θεωρία παιγνίων** : Η θεωρία αυτή λαμβάνει υπόψη της ότι όλοι αντιδρούν ορθολογικά και προσπαθεί να αναλύσει τις αποφάσεις τους. Στην περίπτωση των συγχωνεύσεων προσπαθεί να αναλύσει τους λόγους που οδήγησαν μια επιχείρηση σε μια τέτοια απόφαση και προσπαθεί να βρει τρόπους αντίδρασης.

## ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ

- **Πρόβλημα αντιπροσώπευσης (agency problem)** : Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι υπάρχει διάκριση μεταξύ των σκοπών των ιδιοκτητών της επιχείρησης και των διοικούντων. Οι πρώτοι ενδιαφέρονται για την κερδοφορία και κατά συνέπεια για τον πλούτο που η εταιρεία του αποφέρει. Οι διοικούντες προσπαθούν να αυξήσουν τη δύναμη και το μέγεθος της επιχείρησης και ταυτόχρονα τους μισθούς τους και την προσωπική τους ικανοποίηση, κι έτσι, ο πιο γρήγορος τρόπος για να επιτύχουν κάτι τέτοιο είναι μέσω μιας συγχώνευσης. Όπως είναι λογικό όταν οι διοικητές της επιχείρησης χρησιμοποιούν τα αποθέματα της για να προβούν σε μια εξαγορά αντί να τα διανέμουν στους μετόχους, τότε κινούνται σε αντίθετη κατεύθυνση από αυτή των ιδιοκτητών. Μια τέτοια συμπεριφορά δεν μπορεί να ελεγχθεί και να προοριστεί χωρίς την επιβολή σημαντικών κοστών ελέγχου, ειδικά όταν οι εργαζόμενοι στην επιχείρηση δεν κατέχουν κάποιο ποσοστό μετοχών.
- **Θεωρία διοικητικής αλαζονείας (Hybris Hypothesis)** : Η θεωρία αυτή αναπτύχθηκε από την Roll (1986) και υποστηρίζει ότι ο λόγος που οδηγεί σε μείωση του πλούτου των μετοχών των εταιρειών που κάνουν προσφορά για συγχώνευση είναι η αλαζονεία των διοικούντων της επιχείρησης και η υπερεκτίμηση των ικανοτήτων τους. Ειδικά αν έχουν ένα ιστορικό επιτυχημένων συναλλαγών τείνουν να κάνουν προσφορές μεγαλύτερες από την αξία της εταιρείας στόχου ώστε να είναι σίγουρη η επιτυχία της συναλλαγής.

## ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ

- **Εταιρικός έλεγχος της αγοράς (Manne 1965)** : Αναφέρεται σε κάθε τέλεια ανταγωνιστική αγορά, στην οποία κατά κανόνα επικρατεί μηχανισμός εταιρικού ελέγχου. Όταν οι διοικούντες της εταιρείας παίρνουν αποφάσεις που βλάπτουν τα συμφέροντα των μετόχων τότε η αγορά επεμβαίνει και είτε διώχνει την αναποτελεσματική ομάδα διοίκησης (η εταιρεία εξαγοράζεται από κάποια άλλη) είτε προειδοποιεί τα διοικητικά στελέχη ώστε να διορθώσουν τα λάθη τους (αν για κάποιο λόγο η

προσφορά για εξαγορά – συγχώνευση αποτύχει). Με λίγα λόγια η αγορά χρησιμοποιεί ως πειθαρχικό μέσο τις επιθετικές εξαγορές.

### **ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ**

Στην περίπτωση που μια επιχείρηση έχει ως σκοπό της την διαφοροποίηση και επιθυμεί να εισέλθει σε μια νέα αγορά μπορεί να προβεί στη συγχώνευση με μια εταιρεία του συγκεκριμένου κλάδου. Έτσι μπορεί να αποφύγει τα κόστη έρευνας και ανάπτυξης. Ταυτόχρονα αποκτά ένα εργατικό δυναμικό που έχει εμπειρία λειτουργίας στο συγκεκριμένο κλάδο. Τέλος χρήσιμο είναι να αναφερθεί ότι τις περισσότερες φορές αποκτά ένα αναγνωρισμένο σήμα και μια έτοιμη πελατεία που μπορεί να εγγυηθεί την επιτυχημένη είσοδο της στην αγορά που επιθυμεί (βέβαια κάτι τέτοιο αποτιμάται πρόσθετα, με αποτέλεσμα να αυξάνει της αξία της επιχείρησης).

### **ΘΕΩΡΙΕΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ**

Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία οι αποφάσεις που λαμβάνονται από μια επιχείρηση δεν είναι πάντα ορθολογικές. Μέσα σε μια εταιρεία υπάρχουν πολλοί άνθρωποι που αλληλεπιδρούν, υπάρχουν προτεραιότητες και προσδοκίες. Τα πράγματα στην περίπτωση μιας συγχώνευσης – εξαγοράς είναι ακόμη πιο περίπλοκα αφού δημιουργεί φόβο γιατί απαιτεί μεγάλα κεφάλαια τα οποία δεσμεύονται μόνιμα (ή για αρκετά μεγάλο διάστημα) η αλλαγή μέσα στην εταιρεία είναι μεγάλη και επηρεάζει πολλούς ανθρώπους. Όπως είναι φυσικό όλα τα παραπάνω επηρεάζουν σημαντικά τις αποφάσεις των στελεχών για την επιτυχία μιας συγχώνευσης.

Τέλος, πέραν των κυρίων κατηγοριών που συμβάλλουν για τη δημιουργία συγχωνεύσεων ή εξαγοράς μεταξύ των τραπεζών, σημαντικό ρόλο έχουν τα κίνητρα των managers και το ρόλο που διαδραματίζουν στις εξαγορές.

Οι managers μπορεί να κάνουν μια εξαγορά για τους ακόλουθους λόγους :

1. Επιδίωξη της αύξησης του μεγέθους της Τράπεζας (ή πιο γενικά, της εταιρείας), των αμοιβών αυτής, τα προνόμια, το γόητρο και τη δύναμη της θέσης, ανάλογα με το μέγεθος αυτής.
2. Ανάπτυξη των μέχρι πρότινος ανεκμετάλλετων διευθυντικών τους προσόντων και ικανοτήτων (κίνητρο της αυτο-ολοκλήρωσης)

3. Η διαφοροποίηση του κινδύνου και η ελαχιστοποίηση του κόστους της οικονομικής κρίσης και χρεοκοπίας (κίνητρο της εξασφάλισης των θέσεων εργασίας).
4. Η αποφυγή εξαγοράς της τράπεζας (ή εταιρείας) από κάποια άλλη (κίνητρο της εξασφάλισης των θέσεων εργασίας).

Τα παραπάνω κίνητρα δεν είναι ανεξάρτητα, αλλά αλληλοεξαρτώνται :

- α) Η διευθυντική αμοιβή μπορεί να σχετίζεται με το μέγεθος της τράπεζας, εξαιτίας της μεγαλύτερης πολυπλοκότητας και των υψηλότερων στόχων που έχει μια μεγάλη τράπεζα σε σχέση με μικρότερες από αυτήν. Οι managers, διευθυντές ή οικονομικοί σύμβουλοι, μπορούν να απολαμβάνουν αξιοσέβαστα προνόμια όπως δύναμη και υψηλή κοινωνική θέση όταν διοικούν μια μεγάλη τράπεζα (κάτι ανάλογο ισχύει και για τις εταιρείες). Η αμοιβή των διευθυντών μπορεί να αυξάνει σαν αποτέλεσμα μιας αύξησης των περιουσιακών στοιχείων ή του υψηλού μεγέθους συναλλαγών, την προώθηση καταναλωτικών, στεγαστικών και επιχειρηματικών δανείων καθώς και οποιουδήποτε άλλου στόχου έχει θέσει η διοίκηση αυτής. Οι managers, μπορεί να επιδιώκουν μεγέθυνση αν η αποζημίωση τους είναι ανάλογη του μεγέθους των στόχων.
- β) Όταν η τράπεζα (εταιρεία) κινείται σ'ένα ώριμο ή πτωτικό βιομηχανικό τομέα η επιβίωση της εταιρείας μπορεί να εξαρτάται από την απόσυρσή της από αυτόν τον τομέα και την είσοδό της σε άλλον με μεγαλύτερες αναπτυξιακές εταιρείες. Οι υπάρχουσες βιομηχανικές λειτουργίες μπορεί να μην εξαντλούν τις διευθυντικές επιδεξιότητες και τα talέντα που υπάρχουν διαθέσιμα στην εταιρεία. Αν δεν αναπτυχθεί σε μέγεθος η εταιρεία, μπορεί να χάσει νέους managers κι έτσι να επιταχύνει την ίδια της την παρακμή.
- γ) Η διαφοροποίηση του κινδύνου μπορεί να επιτευχθεί όταν οι ταμειακές ροές της εξαγοραζόμενης και αυτής που κάνει την εξαγορά εταιρείας δεν είναι θετικά συσχετισμένες για να μειώσουν την ποικιλία των συνδυασμένων ταμιακών ροών. Μια τέτοια διαφοροποίηση δεν αυξάνει απαραίτητα την αξία που δημιουργείται για τους μετόχους.

Σε μια καλά οργανωμένη κεφαλαιαγορά που λειτουργεί σωστά οι μέτοχοι μπορεί να δημιουργήσουν ένα χαρτοφυλάκιο με μετοχές και των δύο εταιρειών πετυχαίνοντας την απαραίτητη διαφοροποίηση.

Έτσι η διαφοροποίηση του κινδύνου που κάνουν οι μέτοχοι από μόνοι τους είναι μια καλή εναλλακτική λύση στην εταιρική διαφοροποίηση του κινδύνου.

- δ) Το τελευταίο κίνητρο είναι μάλλον το λιγότερο εύλογο ή αξιολογούμενο και γι αυτό το λόγο καλύπτεται με το ευφημιστικό και ευγενικό διευθυντικό ρητό για την αξία της συνεχόμενης ανεξαρτησίας της εταιρείας. Μάλιστα πολλοί managers για να πετύχουν αυτό το στόχο φτάνουν σε ακρότητες για να αποφύγουν (αποκρούσουν) επιθετικές εξαγορές. Για να επιτευχθεί ανοσία στην απειλή μιας εξαγοράς των μετοχών τους οι managers προχωρούν στην εξαγορά άλλων εταιρειών με την πεποίθηση ότι αυξάνοντας το μέγεθος της εταιρείας του θα πετύχουν αυτή την ανοσία.

Οι εξαγορές για την αύξηση του μεγέθους της εταιρείας ή για την μετακίνηση σε ανεπτυγμένες βιομηχανίες, μακριά από τις παρακμάζουσες που η εταιρεία ενδεχομένως ως τώρα διοικούσε, είναι σύμφωνες με το αμυντικό κίνητρο της αποφυγής του να γίνουν στόχος μιας επιθετικής εξαγοράς.

## ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

### Σύντομη επισκόπηση εμπορικών ερευνών.

Η μέτρηση των οικονομιών από συνέργειες αποδεικνύεται εξαιρετικά δύσκολη, αφού θεωρητικά το σημείο αναφοράς θα πρέπει να είναι επιχείρηση που παράγει ένα προϊόν ώστε να υπολογιστεί η συνάρτηση κόστους και εσόδων. Γενικά έχει διαπιστωθεί ότι οι τραπεζικές συγχωνεύσεις και εξαγορές οδηγούν σε οικονομίες από συνέργειες οι οποίες είναι περιορισμένες.

Τα φαινόμενα της έξαρσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών και οι ανακατατάξεις που δημιούργησε στον διεθνή τραπεζικό χώρο, αποτελούν έναυσμα για την ανάπτυξη σχετικής βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας. Το αντικείμενο του ενδιαφέροντος είναι η αποτελεσματικότητα της συγκέντρωσης στον τραπεζικό κλάδο και η ποσοτικοποίησή της. Αρχικά η ακαδημαϊκή κοινότητα υπογράμμιζε έντονα τα πλεονεκτήματα των συγχωνεύσεων, δίνοντας έμφαση στους λόγους που οδήγησαν τα ιδρύματα σε συγχώνευση. Όμως τα αποτελέσματα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων δεν είναι πάντοτε τόσο ευδιάκριτα. Εκτός από την αύξηση του μεγέθους της κεφαλαιακής βάσης, οι συγχωνεύσεις δεν εγγυώνται την βιωσιμότητα και την επιτυχή πορεία των τραπεζικών ιδρυμάτων. Αυτό ήταν το συμπέρασμα πολλών μελετών που ακολούθησαν με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί μια πιο μετριοπαθής στάση απέναντι στο φαινόμενο των συγχωνεύσεων. Παράλληλα το ενδιαφέρον εστιάστηκε στις πηγές της αποτελεσματικότητας, ενώ χρησιμοποιήθηκαν και εμπειρικά αποτελέσματα καθώς ο αριθμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών είχε αυξηθεί σημαντικά.

$$\text{ROA} = 100 \times \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης} + \text{Χρηματικά έξοδα}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

$$\text{Return on Net worth} = 100 \times \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης}}{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}$$



## **A. ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΣΤΟ ΚΟΣΤΟΣ**

Σύμφωνα με τους **Amel, Barnes, Panetta και Salleo (2003)** οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές συνεπάγονται αύξηση της αποτελεσματικότητας της συνενωμένης τράπεζας κυρίως λόγω της διασποράς του σταθερού κόστους. Ο βαθμός της αποτελεσματικότητας ή αναποτελεσματικότητας κόστους διαφέρει ανάμεσα στις χώρες: για τις τράπεζες των ΗΠΑ δεν υπάρχουν σαφείς ενδείξεις για το αν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές συμβάλλουν στην αποτελεσματικότητα κόστους.

Στον Ελλαδικό χώρο έχουν πραγματοποιηθεί κάποιες μελέτες σχετικές με την αποτελεσματικότητα κόστους των Ελληνικών Τραπεζών. Συγκεκριμένα η εργασία των **Καραφόλα και Μαντάκα (1996)** οι οποίοι χρησιμοποίησαν ένα δείγμα από 11 Ελληνικές Τράπεζες κατά την περίοδο 1980 – 1989 κατέληξε στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχουν σημαντικές οικονομίες κλίμακας στο συνολικό κόστος των τραπεζών αν και υπάρχουν σημαντικές οικονομίες κλίμακας στο λειτουργικό κόστος. Οι **Eichengreen και Gibson (2001)** εξετάζοντας την κερδοφορία 25 Ελληνικών τραπεζών κατά την περίοδο 1993 – 1998 κατέληξαν σε μία συνάρτηση κερδοφορίας – μεγέθους των τραπεζών, το σχήμα της οποίας προσεγγίζει αυτό της κανονικής κατανομής. Πιο συγκεκριμένα **η κερδοφορία αρχικά αυξάνεται όσο αυξάνεται το μέγεθος του τραπεζικού ιδρύματος, ενώ μετά από κάποιο σημείο φθίνει.** Σύμφωνα με την ίδια έρευνα, **όταν η κερδοφορία μετράται με τον δείκτη της αποδοτικότητας του ενεργητικού ROA (Return on total assets) οι οικονομίες κλίμακας σταματούν να υφίστανται όταν η τράπεζα φτάσει το μέσο μέγεθος του δείγματος των Eichengreen και Gibson, το οποίο όμως είναι πολύ χαμηλό για τα Ευρωπαϊκά δεδομένα.**

Αντίθετα, όταν η κερδοφορία προσδιορίζεται με τη βοήθεια του δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων ROW (Return on Net Worth) τα ευρήματα δείχνουν ότι τα τραπεζικά ιδρύματα παντός μεγέθους απολαμβάνουν οικονομίες κλίμακας.

Οι **Αθανασόγλου και Μπρισσίμης (2003)** πραγματοποίησαν μια σύγκριση των λειτουργικών κοστών σε ένα δείγμα τραπεζών διαφόρων μεγεθών, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι για την περίοδο 1994 – 1997 υφίστανται οικονομίες κλίμακας στις μικρού και μεσαίου μεγέθους τράπεζες, ενώ για την περίοδο 2000 – 2002 για όλες τις τράπεζες.

## **B. ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΣΤΑ ΚΕΡΔΗ :**

Η μείωση του κόστους δεν συνεπάγεται πάντοτε άνοδο των κερδών ακόμα και στην περίπτωση των μεγάλων τραπεζών στις ΗΠΑ, σύμφωνα με τη μελέτη των **Linder και Grane (1992)**. Η αιτία για την ύπαρξη του φαινομένου αυτού είναι το υψηλό ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων που συχνά αντιμετωπίζουν τα τραπεζικά ιδρύματα αυτού του μεγέθους, με αποτέλεσμα να δυσκολευτούν να ανταποκριθούν στη ζήτηση τραπεζικών υπηρεσιών από τις μικρές επιχειρήσεις. Ωστόσο, μελέτες των Akharein et al (1997) και Berger (1998) που καλύπτουν τη δεκαετία 1980 και το μισό της δεκαετίας του 1990 διαπιστώνουν αξιόλογη βελτίωση στην αποτελεσματικότητα των κερδών. Η βελτίωση αυτή συνδέεται με την αποτελεσματικότερη διαχείριση των κινδύνων, μέσω της αποκατάστασης μέρους του χαρτοφυλακίου χρεογράφων των τραπεζών με δάνεια, αλλά και μέσω της αύξησης των δανειακών κεφαλαίων λόγω μειωμένων επιτοκίων.

Οι οικονομικοί αναλυτές Amel, Barnes, Panetta και Salleo (2003) κατέληξαν σε ένα δείκτη αποτελεσματικότητας ή αποδοτικότητας κερδών περίπου 50%. Σύμφωνα με τα ευρήματά τους τα πιστωτικά ιδρύματα μετά από μία συγχώνευση θα έπρεπε να είναι κατά μέσο όρο 2 φορές πιο κερδοφόρα. Ωστόσο η μέτρηση αυτή επηρεάζεται από το γεγονός ότι τα κέρδη επηρεάζονται από τη διοίκηση της τράπεζας, από χαρακτηριστικά των τοπικών οικονομιών και από άλλα μη μετρήσιμα στοιχεία, πολύ περισσότερο απ' ό,τι το κόστος.

Για το λόγο αυτό, φαίνεται πολύ ευκολότερο να βελτιωθεί η εικόνα μιας μη αποτελεσματικής τράπεζας – στόχου, αυξάνοντας τα έσοδα, παρά μειώνοντας το κόστος.

Επίσης στην ίδια μελέτη παρατηρείται ότι οι διαφορές στα μερίδια αγοράς που απολαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα οφείλεται, είτε στο γεγονός ότι δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές αγορές, είτε στο ότι εξειδικεύονται στην παροχή συγκεκριμένων υπηρεσιών. Υπό το πρίσμα αυτό, θα απολαμβάνουν κέρδη υψηλότερα του μέσου όρου (αποτελεσματικότητα κερδών) ενώ θα επιφορτίζονται με υψηλότερα κόστη (αναποτελεσματικότητα κόστους). Με το ίδιο σκεπτικό οι Τράπεζες που προσφέρουν υπηρεσίες ανώτερης ποιότητας πραγματοποιούν μεγαλύτερα κέρδη αλλά έχουν υψηλότερα κόστη.

## ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Βασικό εκ των ζητημάτων που χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής σε μια προτεινόμενη συγχώνευση είναι ο καθορισμός της παρακίνησης για την υποδεικνυόμενη συνένωση. Στόχος των συγχωνεύσεων είναι η δημιουργία προστιθέμενης αξίας στον νέον οργανισμό, αυτό που συχνά αναφέρουμε σαν αξιοποίηση των συνεργειών. **Η μαθηματική σχέση μιας καλής συγχώνευσης ορίζει ότι, ένα και ένα πρέπει να κάνουν τρία**, δηλαδή τη δημιουργία αξίας μεγαλύτερης από το άθροισμα της αξίας των επί μέρους εταιρειών. Αυτό συμβαίνει γιατί αν ένα και ένα κάνουν δύο, πρόκειται απλά για πρόσθεση των προσδοκιών και των προθέσεων, αλλά όχι επίτευξη επιθυμητού κέρδους, οδηγώντας ενδεχομένως σε δημιουργία ακόμη και αρνητικών αποτελεσμάτων. Το γεγονός ότι η νέα εταιρεία θα είναι μεγαλύτερη σε μέγεθος μετά τη συγχώνευση δεν θα πρέπει να αποτελεί όμως το μόνο κίνητρο. Θα πρέπει να ανιχνευτούν τα «ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ» που οδηγούν στην εξαγορά και συγχώνευση των εταιρειών.

Έτσι έχουμε :

- Οικονομίες κλίμακας.
- Δημιουργία ισχυρότερης οικονομικής μονάδας με ευρύτερη απήχηση στην αγορά.
- Αύξηση της πιστοληπτικής ικανότητας.
- Φορολογικά οφέλη.
- Αντικατάσταση μη αποτελεσματικής διοίκησης στο ευρύ ανταγωνιστικό περιβάλλον σε θέματα εξειδίκευσης.
- Μείωση του κινδύνου.
- Εκμετάλλευση του συγκριτικού πλεονεκτήματος.
- Μεγέθυνση με όλα τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που αυτή συνεπάγεται.
- Διείσδυση σε νέες αγορές και εκμετάλλευση αυτών με περισσότερη ευκολία.

- Δημιουργία ενός δυνατού εμπορικού σήματος με προσφερόμενες υπηρεσίες και προϊόντα με ανταγωνιστικό κόστος και υψηλή προστιθέμενη αξία.

- Γενική βελτίωση του όλου κλίματος γύρω από την τράπεζα.

Ένα από τα βασικότερα πλεονεκτήματα δημιουργίας σύνθετων ομίλων εταιρειών είναι η αύξηση της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας τους.

Η αύξηση αυτή οφείλεται σε δύο λόγους :

- α) εξαιτίας των οικονομιών κλίμακας αλλά και
- β) επειδή η συμμετοχή της εταιρείας στην κεφαλαιαγορά αυξάνει τον ανταγωνισμό.

Οι ενδεχόμενες δυσκολίες που θα πρέπει να σταθμιστούν και να εξεταστούν δεόντως, αντισταθμίζουν μερικές φορές τα ισχυρά πλεονεκτήματα, τα οποία προκύπτουν από μία συγχώνευση.

Μερικά από τα ενδεχόμενα μειονεκτήματα είναι :

- α) οι δυσκολίες στην εξοικείωση του προσωπικού των συγχωνευμένων τραπεζών με τους νέους συνεργάτες, τις νέες πολιτικές και τις νέες διαδικασίες.
- β) οι ζηλοτυπίες και ο εσωτερικός ανταγωνισμός καθώς και οι προστριβές που συχνά συμβαίνουν ανάμεσα στο προσωπικό των τραπεζών που συγχωνεύτηκαν.
- γ) η απαλλαγή του πλεονάζοντος προσωπικού και του πλεονάζοντος εξοπλισμού, που μπορεί να συνεπάγεται η συγχώνευση, πιθανόν να γίνει επιζήμια.
- δ) το πρόβλημα των υποκαταστημάτων ή και άλλων εγκαταστάσεων που μπορεί να μη χρειάζονται μετά τη συγχώνευση αλλά μπορεί να μην είναι δυνατόν να πουληθούν ή να πουληθούν σε μικρό κέρδος.
- ε) η αβεβαιότητα κατά πόσο η προτεινόμενη συγχώνευση θα εγκριθεί από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές.
- στ) η αβεβαιότητα κατά πόσο θα κρατηθεί όλη η υπάρχουσα δραστηριότητα των εταιρειών που συγχωνεύονται και κατά πόσο κάποιο ουσιώδες μέρος της επιθυμητής δραστηριότητας οποιουδήποτε από τις συγχωνευμένες εταιρείες θα χαθεί σαν ένα παραπροϊόν της συνένωσης.

- ζ) η πιθανότητα η τράπεζα (ή εταιρεία) που θα δημιουργηθεί από τη συγχώνευση να μπορεί να έχει πλεονάζων προσωπικό σε ορισμένα τμήματα ή θέσεις.
- θ) μία τυχόν υπεραισιόδοξη πρόβλεψη για το ύψος της αποδοτικότητας ως αποτέλεσμα του συνδυασμού της λειτουργίας των συγχωνευμένων εταιρειών έχει ως αποτέλεσμα η εξαγοράστρια εταιρεία να πληρώνει υπερβολικό τίμημα για την εξαγοραζόμενη εταιρεία.

Πάντως, από τη στιγμή που θα αποφασιστεί ότι τα πλεονεκτήματα της προτεινόμενης συγχώνευσης υπερτερούν εμφανώς των πιθανών μειονεκτημάτων, είναι αναγκαίο να ορισθούν οι όροι της συγχώνευσης. Οι χρηματοοικονομικοί όροι της προτεινόμενης συμφωνίας θα είναι, στις περισσότερες περιπτώσεις, ο πλέον καθοριστικός παράγοντας εφόσον η πρόταση εγκριθεί από τους μετόχους των αντίστοιχων εταιρειών. Παράλληλα με τους χρηματοοικονομικούς όρους της πρότασης, μερικά άλλα ζητήματα που μπορούν να παρουσιάσουν δυσκολίες είναι :

- Ποιος θα είναι ο Γενικός Διευθυντής των συγχωνευμένων εταιρειών και ποια θα είναι η σχετική ιεραρχική διάταξη και οι αμοιβές των άλλων ανωτέρω στελεχών.
- Από ποιους θα αποτελείται το Διοικητικό Συμβούλιο των συγχωνευμένων εταιρειών.
- Εάν οι πολιτικές των εταιρειών δεν είναι ταυτόσημες ή παρόμοιες τι πολιτικές θα ακολουθηθούν τελικά.
- Θα διατηρηθούν όλα τα ανωτέρω στελέχη και μόνο οι υπάλληλοι των επί μέρους εταιρειών, άσχετα από το κατά πόσο αυτοί είναι αναγκαίοι πράγματι και αν ναι για πόσο χρονικό διάστημα ακόμη.

## ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Η εξαγορά των επιχειρήσεων μπορεί να πραγματοποιηθεί είτε με την καταβολή μετρητών είτε με την έκδοση νέων μετοχών. Οι νέες μετοχές θα αντικαταστήσουν αυτές που είχε εκδώσει η υπό εξαγορά εταιρεία.

Επομένως οι κίνδυνοι που προκύπτουν στις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις διακρίνονται :

- α) Σε αυτές που ελλοχεύουν πριν την εξαγορά και έχουν να κάνουν κυρίως με την τιμολόγηση της εξαγοραζόμενης τράπεζας.
- β) Σε αυτούς που υπάρχουν με τη συγχώνευση ή εξαγορά με κυριότερο την ενδεχόμενη οργανωτική και εργασιακή ετερογένεια των συγχωνευμένων τραπεζών.

Παράλληλα οι λειτουργικοί και στρατηγικοί κίνδυνοι μπορεί να είναι σημαντικοί, καθώς η διοίκηση της τράπεζας που εξαγοράζει μπορεί να μην έχει πλήρη γνώση των ιδιοτεροτήτων της αγοράς, του εποπτικού πλαισίου και της πρακτικής στη χώρα που είναι εγκατεστημένη η εξαγοραζόμενη τράπεζα. Τέλος, όταν η συγχώνευση αφορά εταιρείες που λειτουργούν στην ίδια χώρα, με την ίδια περίπου γραμμή παραγωγής προσφερόμενων υπηρεσιών ή προϊόντων τα προβλήματα μπορεί να προκύψουν από την ενσωμάτωση του προσωπικού στη νέα εταιρεία, την ενοποίηση των συστημάτων πληροφορικής, τον επανασχεδιασμό ή την επέκταση των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου, την καθημερινή παρακολούθηση των λογιστικών συστημάτων και τον νέο τρόπο επαφής και επικοινωνίας με την πελατεία.

## ΑΠΟΤΥΧΙΑ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές τραπεζών, επιδιώκονται με στόχο τη βελτίωση των αποτελεσμάτων των τραπεζών αυτών. Γι' αυτό, συνήθως, η ανακοίνωση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης προκαλεί ενθουσιασμό στο χρηματιστήριο.

Η αγορά προεξοφλεί ότι η νέα μεγαλύτερη τράπεζα θα έχει καλύτερα αποτελέσματα και η τιμή της μετοχής αυξάνεται εντυπωσιακά. Αυτό είναι το καλό σενάριο. Συχνά όμως τα πράγματα δεν εξελίσσονται με βάση τον αρχικό σχεδιασμό. Υπάρχουν περιπτώσεις που η συγχώνευση δεν είναι πετυχημένη οπότε τα πράγματα ακολουθούν αντίστροφη πορεία. Οι ειδικοί έχουν κωδικοποιήσει τα σημάδια που δείχνουν ότι μια εξαγορά ή συγχώνευση θα δημιουργήσει μεγαλύτερα προβλήματα απ' όσα προσπαθεί να προλάβει να επιλύσει. Ενδείξεις αποτυχημένης εξαγοράς – συγχώνευσης είναι :

- α) Η μετοχή της τράπεζας που εξαγοράζει πέφτει με την ανακοίνωση της είδησης.
- β) Οι εταιρείες που συγχωνεύονται ήταν σκληροί ανταγωνιστές.  
Η ενδεχόμενη σύγκρουση αντιλήψεων στις δύο εταιρείες μπορεί να οδηγήσει σε μαζική έξοδο στελεχών.
- γ) Η νέα εταιρεία δεν έχει σαφή στρατηγική βελτίωσης της ανταγωνιστικότητάς της.

## ΠΟΙΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΣΥΜΒΑΛΛΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΠΙΤΥΧΙΑ ΜΙΑΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ Ή ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΠΟΙΟΙ ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΥΧΙΑ

Αιτίες αποτυχίας μιας εξαγοράς :

«Μελέτη από την Coopers and Lybrand (λογιστική και συμβουλευτική εταιρεία) 1993» :

| <u>Παράγοντες αποτυχίας %</u>   | <u>Παράγοντες επιτυχίας %</u>   |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Διοικητική συμπεριφορά της εταιρείας στόχου και διαφορές κουλτούρας (38%)</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Λεπτομερή αναπτυξιακά σχέδια προεξαγοράς και ταχύτητας στην εφαρμογή τους (30%)</li></ul> |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Έλλειψη αναπτυξιακού προεξαγοράς σχεδιασμού (25%)</li></ul>                         | <ul style="list-style-type: none"><li>• Η σαφήνεια του στόχου της εξαγοράς (30%)</li></ul>  |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Έλλειψη γνώσης για την εταιρεία στόχος (17,5%)</li></ul>                            | <ul style="list-style-type: none"><li>• Ταιριαστή κουλτούρα των επιχειρήσεων (20%)</li></ul>                                      |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Φτωχή διοίκηση της εταιρείας στόχος (12%)</li></ul>                                 | <ul style="list-style-type: none"><li>• Υψηλός βαθμός συνεργασίας της διοίκησης των δύο εταιρειών (10%)</li></ul>                 |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Έλλειψη εμπειρίας στις εξαγορές (7,5%)</li></ul>                                    | <ul style="list-style-type: none"><li>• Γνώση της εταιρείας στόχου και του αντικειμένου της (10%)</li></ul>                       |

Τα παραπάνω στοιχεία προέκυψαν από μία μελέτη που έκανε η λογιστική και συμβουλευτική εταιρεία Coopers and Lybrand το 1993, απευθυνόμενη στα στελέχη των 100 μεγαλύτερων εταιρειών στο Ηνωμένο Βασίλειο. Περίπου το 54% των εξαγορών κρίθηκαν αποτυχίες από τους ερωτωμένους.

Αυτό το ποσοστό των αποτυχημένων εξαγορών είναι σύμφωνο με ανάλογες έρευνες που είχαν γίνει παλαιότερα στα 1973 και 1988 από την Business International.

Αν δούμε το θέμα αυτό από τη σκοπιά της διαδικασίας που απαιτεί μία εξαγορά, τότε οι κυριότεροι παράγοντες είναι οι εξής :

- α) Συχνά η αποτυχία μιας εξαγοράς οφείλεται σε μια χαλαρή εταιρική ή επιχειρηματική στρατηγική. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρεία που αποκτιέται μπορεί να ταιριάζει στρατηγικά μόνο επιφανειακά.



- β) Μια καλή ανάλυση της στρατηγικής είναι απαραίτητη αλλά όχι αρκετή συνθήκη για μια επιτυχημένη εξαγορά.
- γ) Θα πρέπει να υπάρχει διαύγεια στη δημιουργία της αξίας που συνοδεύει κάθε εξαγοραστικό πρόγραμμα.
- δ) Η προσδοκώμενη αξία από την εξαγορά πραγματοποιείται ή καταρρέει στο στάδιο της εφαρμογής.
- ε) Θα πρέπει να υπάρχει κάποια συνέχεια ανάμεσα στην ομάδα διαπραγματεύσεων της συμφωνίας και της εφαρμογής της, έτσι ώστε οι στόχοι της εξαγοράς να τηρηθούν και να εξασφαλιστούν. Την ομάδα διαπραγματεύσεων θα πρέπει να τη σέβονται και οι δύο πλευρές και θα πρέπει να αντιστέκεται σε τυχόν πιέσεις και παρεμβάσεις στην εξαγοραστική διαδικασία.
- στ) Η εταιρεία που κάνει την εξαγορά θα πρέπει να είναι συνεπής και να μπορεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της, όταν η διαδικασία της εξαγοράς αρχίσει.
- ζ) Η διαδικασία της εξαγοράς είναι γεμάτη αμφιβολία, φόβο και αγωνία για τους υπαλλήλους, της εταιρείας στόχος, και αυτό μπορεί να οδηγήσει σε ασυνέπεια των υποχρεώσεών τους και ποικίλα ηθικά παραστρατήματα. Η εξαγοράστρια εταιρεία θα πρέπει να δείχνει συμπάθεια και κατανόηση σε τέτοιες πρακτικές για να κερδίσει την εμπιστοσύνη και να αποπνεύσει ασφάλεια στους υπαλλήλους.
- η) Οι εταιρείες θα πρέπει να ενημερώνουν αμέσως τους υπαλλήλους για τα σχέδια τους και τις προσδοκίες τους για την εξαγορά, για να καταστείλουν την αγωνία που δημιουργείται.

## ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Η απόδοση μιας εξαγοράς μπορεί να επηρεαστεί από αρκετούς παράγοντες. Για να είναι πιο εύκολη η εξέτασή τους χωρίζονται σε μακροπρόθεσμους και βραχυπρόθεσμους.

Στην πρώτη κατηγορία (των μακροπρόθεσμων παραγόντων) θα ενταχθεί ο βαθμός συσχέτισης των δύο επιχειρήσεων. Οι περισσότεροι οικονομικοί ερευνητές υποστηρίζουν ότι μεγαλύτερη απόδοση θα προκύψει από τη συνένωση επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον ίδιο παραγωγικό κλάδο, διότι οι συνέργειες σε αυτή την περίπτωση είναι πιο σημαντικές. Από την άλλη μεριά υπάρχει η άποψη ότι οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις δημιουργούν σημαντική αξία. Κάτι τέτοιο μπορεί να συμβεί από τη δημιουργία διοικητικών συνεργειών, από τη βελτίωση της αξιοποίησης πόρων, και από τις χρηματοοικονομικές συνέργειες που προκύπτουν από την αύξηση της διαφοροποίησης των εσόδων της νέας επιχείρησης. Παράλληλα, μακροπρόθεσμα, η πορεία των κερδών της επιχείρησης επηρεάζεται από την κατάσταση του κλάδου που βρίσκονται οι επιχειρήσεις που ενώνονται (ανάπτυξη, ωριμότητα, παρακμή).

Στην κατηγορία των βραχυπρόθεσμων παραγόντων περιλαμβάνονται παράγοντες όπως η διάθεση της προσφοράς. Μια εχθρική προσφορά θα επιφέρει πολύ μεγαλύτερες αποδόσεις, στους μετόχους των εταιρειών στόχων, όπως έχουν δείξει πολλές εμπειρικές μελέτες. Ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η προσφορά, tender offer (προσφορά απ' ευθείας στους μετόχους) ή merger (πρόταση στην διοίκηση της εταιρείας). Συνήθως τα tender offer σχετίζονται με εχθρικές προσφορές, ενώ τα merger με φιλικές. Η ύπαρξη πολλών εταιρειών που κάνουν προσφορά αυξάνει τα κέρδη της εταιρείας στόχου και μειώνει την απόδοση για την εταιρεία που κάνει την προσφορά.

## ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΑΜΥΝΑΣ

Η εταιρεία που κάνει προσφορά για συγχώνευση προκειμένου να επιτύχει τον στόχο της που είναι να ολοκληρώσει την αγοραπωλησία γρήγορα και με το χαμηλότερο δυνατόν κόστος ακολουθεί ορισμένες στρατηγικές εξαγοράς.

1. Σταδιακή απόκτηση μετοχών της εταιρείας στόχου πριν την αναγγελία της συγχώνευσης (bidder's toehold). Αυτή η τακτική προσφέρει μεγαλύτερες πιθανότητες επιτυχίας της προσφοράς, μειωμένη αντίσταση από τη μεριά της επιχείρησης στόχου και μικρότερο κόστος.
2. Προσπάθειες προσέγγισης της διοίκησης της εταιρείας στόχου ώστε η προσφορά να είναι φιλική, πράγμα που αυξάνει την πιθανότητα επιτυχίας της προσφοράς και μείωση του premium που καλείται να πληρώσει για τη συγχώνευση. Ταυτόχρονα υπάρχει καλύτερη πρόσβαση στα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας στόχου και άρα γίνεται καλύτερη αποτίμηση της αξίας της.
3. Ελαχιστοποίηση των κοστών συναλλαγών (transaction costs).
4. Στην περίπτωση εχθρικής προσφοράς καλό είναι να επιλεγεί προσεκτικά η κατάλληλη στιγμή (ο στόχος να είναι υποτιμημένος, χαμηλό P/E), παράλληλα ο bidder μπορεί να προβεί σε συμμαχίες με στρατηγικούς παίκτες όπως τράπεζες, μεγάλοι μέτοχοι, θεσμικοί επενδυτές. Μια άλλη κίνηση είναι η σωστή επικοινωνία με τους μετόχους και η διαφήμιση της προτεινόμενης συγχώνευσης, ενώ ταυτόχρονα μπορεί να γίνει δυσφήμιση της παρούσας διοίκησης της εταιρείας στόχου. Τέλος δεν μπορεί να μην αναφερθεί η αξία που έχει η μυστικότητα των παραπάνω ενεργειών που εμποδίζει την έγκαιρη αντίδραση του target.

Όσον αφορά την εταιρεία στόχο, τα κίνητρα που μπορεί να έχει, ώστε να είναι εχθρική απέναντι στην προσφορά της αγοράστριας εταιρείας, μπορεί να μην είναι πάντα ίδια. Στην μια περίπτωση οι διευθύνοντες μπορεί να μην θέλουν να εξαγοραστεί η εταιρεία τους γιατί έτσι θα χάσουν τα προνόμια και τη δύναμη που απολαμβάνουν άρα θα είναι σε όλη τη διάρκεια της προσφοράς εχθρικοί απέναντί της.

Εναλλακτικά, μπορεί ο στόχο των managers να είναι, να αυξήσουν την αξία της μετοχής αποσπώντας μεγαλύτερο premium από την εταιρεία που κάνει την προσφορά, σε αυτή την περίπτωση αρχικά θα είναι εχθρικοί απέναντι στο bid και στη συνέχεια φιλικοί ώστε τελικά να πετύχει με όρους ευνοϊκούς για την εταιρεία target.

Οι μορφές άμυνας που μπορούν να ακολουθήσουν από την εταιρεία στόχο είναι οι εξής :

1. Αλλαγή της δομής της ιδιοκτησίας, με νέο δανεισμό η επιχείρηση μπορεί να αυξήσει τους δανειστές έναντι των μετοχών, ενώ μπορεί να επαναγοράσει μετοχές της. Τέτοιες κινήσεις κάνουν δύσκολη την απόκτηση ελέγχου από τον αγοραστή.
2. Βελτίωση της λειτουργικότητας και μείωση του κόστους έτσι ώστε να αναβαθμίζεται η μετοχή της εταιρείας και να γίνεται ασύμφορο για το bidder να την αγοράσει.
3. Αλλαγές στη δομή διοίκησης εγκαθιστώντας συμβούλια με περισσότερα μέλη και μεγαλύτερη διάρκεια θητείας. Έτσι αυξάνεται ο χρόνος που είναι αναγκασμένος να περιμένει ο bidder ενώ με τη θέσπιση μεγάλων αποζημιώσεων για κάποια από τα μέλη του Δ.Σ. (golden parachutes) αυξάνεται και το κόστος.
4. Καλή σχέση με επενδυτές και μεγάλους παίκτες ώστε να υπάρχει η αναγκαία στήριξη όταν χρειαστεί.
5. Καλή δημόσια εικόνα που θα συμβάλει στην εχθρικότητα της κοινής γνώμης απέναντι στις προθέσεις του bidder.
6. Έλεγχος και επαγρύπνηση για τις κινήσεις όπως το pre bid stake building, ταυτόχρονα μαθαίνει τις προθέσεις του bidder και μπορεί να εφαρμόσει τις κατάλληλες τακτικές άμυνας.

## ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ - ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Πολλοί ερευνητές έχουν ασχοληθεί τα τελευταία χρόνια που τα κύματα των συγχωνεύσεων άρχισαν να γίνονται πιο έντονα, με το αν οι συγχωνεύσεις δημιουργούν ή καταστρέφουν την αξία για τους μετόχους των εταιρειών που εμπλέκονται και ποιοι είναι αυτοί οι παράγοντες που δημιουργούν την αξία και επηρεάζουν την κατανομή μεταξύ των μετόχων και των δύο επιχειρήσεων.

Υπάρχει μεγάλο ενδιαφέρον κατά πόσο μπορεί να αποδώσει μια συγχώνευση-εξαγορά, πράγμα λογικό αν συλλογιστούμε ότι απαιτούνται μεγάλα κεφάλαια για μια τέτοια διαδικασία, τα οποία αναγκαστικά δεσμεύονται για αρκετό χρονικό διάστημα.

Το ερώτημα που πρέπει να απαντηθεί είναι αν η μελλοντική παρούσα αξία της ενιαίας επιχείρησης θα είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη μελλοντική παρούσα αξία της κάθε μιας επιχείρησης ξεχωριστά συν την μελλοντική παρούσα αξία των συνεργειών της συγχώνευσης.

Η πρώτη μέθοδος που αναπτύχθηκε για να απαντήσει στο πιο πάνω ερώτημα χρησιμοποιούσε λογιστικά μεγέθη και την εξέταση των επιπτώσεων της συγχώνευσης πάνω στην ενιαία εταιρεία, συγκρίνοντας την πορεία των μεγεθών αυτών πριν και μετά τη συγχώνευση. Μελετά τις επιπτώσεις της συγχώνευσης μετά το γεγονός.

Η δεύτερη μέθοδος έγινε δημοφιλής μετά την αποδοχή της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών, είναι η event study analysis ή abnormal return methodology. Η μέθοδος αυτή προσπαθεί να εκτιμήσει την επίπτωση του γεγονότος της συγχώνευσης πάνω στον πλούτο των μετοχών τόσο του υποψήφιου αγοραστή όσο και της εταιρείας στόχου εξαγοράς. Μελετά τις προσδοκίες της αγοράς σχετικά με την επίπτωση του γεγονότος.

## ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

### ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΚΑΙ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ

Ως τα μέσα της δεκαετίας του 1980 το τραπεζικό σύστημα στην Ελλάδα αποτελούσε μέσο άσκησης της οικονομικής πολιτικής και κυρίως αποσκοπούσε στην τόνωση της βιομηχανικής ανάπτυξης εφαρμόζοντας ένα πολύπλοκο σύστημα επιλεγμένων πιστωτικών ελέγχων και κανονισμών, σε συνδυασμό με ένα ευρύ φάσμα προκαθορισμένων από τη διοίκηση τραπεζικών επιτοκίων. Στην πράξη, το σύστημα αυτό αποδείχθηκε αναποτελεσματικό και σταδιακά οδήγησε σε αδιέξοδο ως προς τη διασπορά των κεφαλαίων καθώς και σε σοβαρές διαταραχές της ισορροπίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η δημιουργία ενός σύγχρονου τραπεζικού συστήματος, το οποίο θα ήταν εστιασμένο στις αγορές, απαιτούσε την απελευθέρωση των επιτοκίων, την κατάργηση των δεσμεύσεων της εγχώριας αγοράς και την άρση των περιορισμών στις συναλλαγές με το εξωτερικό.

Στις αρχές της δεκαετίας του 1990 τα τραπεζικά επιτόκια είχαν σταδιακά απελευθερωθεί ενώ οι διατάξεις που αφορούσαν τους ποσοτικούς περιορισμούς των χορηγήσεων, τις υποχρεωτικές επενδύσεις σε συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας και τη χρηματοδότηση του δημόσιου τομέα καταργήθηκαν. Επιπλέον, η Κεντρική Τράπεζα της Ελλάδος ενέκρινε την εισαγωγή στην εγχώρια αγορά νέων τραπεζικών προϊόντων και υπηρεσιών, όπως το leasing, Factoring, Fortheiting και venture capital. Παράλληλα δόθηκε η δυνατότητα στα πιστωτικά ιδρύματα που ως τότε εξειδικεύονταν στην παροχή συγκεκριμένων υπηρεσιών, να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους και σε τομείς όπου δραστηριοποιούνταν μόνο εμπορικές τράπεζες και το αντίστροφο. Σταδιακά καταργήθηκαν και οι περιορισμοί στην κίνηση των κεφαλαίων και στις τρέχουσες συναλλαγές, γεγονός που σηματοδοτούσε το άνοιγμα των αγορών.

Κατά συνέπεια, οι ελληνικές τράπεζες μπορούσαν ολοένα και περισσότερο να πραγματοποιούν χορηγήσεις με τους δικούς τους όρους, να διαφοροποιούν τα επιτόκιά τους με βάση τον πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο ρευστότητας, να επιλέγουν τις δραστηριότητες στις οποίες εστιάζουν, να επιλέγουν το target-group στο οποίο απευθύνουν τα προϊόντα τους και να

χρησιμοποιούν τεχνικές αντιστάθμισης πιστωτικού και συναλλαγματικού κινδύνου.

Επιπλέον, σημαντικά μέτρα έχουν ληφθεί προκειμένου να διασφαλιστεί η εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, ενώ νέα ιδρύματα αναπτύχθηκαν, αναλαμβάνοντας το ρόλο του μεσολαβητή. Παράλληλα, αναβαθμίστηκε ο εποπτικός ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, συμβάλλοντας στην ανάπτυξη του Χρηματιστηρίου Αξιών, ως εναλλακτικής πηγής χρηματοδότησης επενδύσεων.

Το περιβάλλον που διαμορφώθηκε μετά τις διαρθρωτικές αλλαγές διαμόρφωσε ευνοϊκές προϋποθέσεις για την ίδρυση νέων πιστωτικών ιδρυμάτων. Έτσι, ιδρύθηκαν νέες ελληνικές τράπεζες, ενώ δημιουργήθηκαν και πολλά καταστήματα ξένων τραπεζών. Πραγματικά, από το τέλος της δεκαετίας του 1980, ως το τέλος της δεκαετίας του 1990, δέκα νέες εμπορικές τράπεζες δημιουργήθηκαν και άρχισαν να δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, ενώ άλλες έξι είχαν προστεθεί μέχρι τα μέσα του 2000 (πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος). Σε αντίθεση με τις Ελληνικές τράπεζες οι οποίες επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους μέσα και έξω από τα Ελληνικά σύνορα, οι ξένες τράπεζες διαφέρουν ως προς την στρατηγική τους. Από τη μια πλευρά, επτά ξένες τράπεζες δημιούργησαν δίκτυο καταστημάτων στην Ελλάδα μέσα στην περίοδο από τα τέλη του '80 ως τα τέλη του '90. Από την άλλη κάποιες ξένες τράπεζες σταμάτησαν να δραστηριοποιούνται στην Ελληνική αγορά μέσα στα τελευταία χρόνια.

Μέσα στα πλαίσια της απελευθέρωσης του τραπεζικού συστήματος και της εφαρμογής των οδηγιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα έπρεπε να προσαρμοστούν σε νέες συνθήκες και να αντιμετωπίσουν ένα συνεχώς εντεινόμενο ανταγωνισμό, σε εγχώριο και διεθνές επίπεδο. Εκτός από την ολοκλήρωση της ενδο-ευρωπαϊκής αγοράς, οι τεχνολογικές εξελίξεις και οι τηλεπικοινωνίες οδήγησαν στη διεθνοποίηση της αγοράς των χρηματοοικονομικών εργασιών. Ένας άλλος παράγοντας άσκησης πίεσης στα τραπεζικά ιδρύματα ήταν ο συνεχώς σημαντικότερος ρόλος των θεσμικών επενδυτών. Η προσέλκυση των καταθέσεων έγινε δυσκολότερη με αποτέλεσμα οι τράπεζες να αναζητούν εναλλακτικές πηγές κεφαλαίων, καθώς και τρόπους μείωσης των λειτουργικών τους εξόδων.

Επιπλέον, οι ελληνικές τράπεζες υιοθέτησαν πολιτικές αναδιαρθρώσεις, με σκοπό να αυξήσουν την αποτελεσματικότητα και το μέγεθός τους ώστε να ισχυροποιήσουν ή να διατηρήσουν τα μερίδια αγοράς τους, ώστε να αποκτήσουν πρόσβαση στις αγορές του εξωτερικού και να εκμεταλλευτούν υπάρχουσες οικονομίες κλίμακας. Με το σκεπτικό αυτό, από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, πολλές τράπεζες προχώρησαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Η πλειοψηφία των συγχωνεύσεων αφορά την τοπική αγορά και περιλαμβάνει, όχι μόνο τράπεζες, αλλά και μη τραπεζικά πιστωτικά ιδρύματα. Κάποια μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα αποβλέπουν να συγχωνευθούν με τις θυγατρικές τους, με σκοπό την αναδιάρθρωση και την περικοπή δαπανών. Άλλα προχώρησαν στη σύναψη στρατηγικών συμμαχιών με μεγάλους Ευρωπαϊκούς χρηματοοικονομικούς οίκους, με σκοπό να αποκτήσουν πρόσβαση στην τεχνοτροπία, το δίκτυο και την διεθνή παρουσία των τελευταίων. Κάποιες ελληνικές Τράπεζες ίδρυσαν θυγατρικές ή υποκαταστήματα σε χώρες της Ανατολικής Ευρώπης και κυρίως των Βαλκανίων.

Την ίδια στιγμή τα πιστωτικά ιδρύματα, πλην των τραπεζών, παρουσίασαν σημαντική πρόοδο στις περικοπές στα λειτουργικά κόστη, καθώς και στην υιοθέτηση νέων τεχνολογιών. Παράλληλα, βελτίωσαν την οργανωσιακή τους δομή και αύξησαν το εύρος των προϊόντων που προσφέρουν. Πολλά ιδρύματα απορρόφησαν όσες από τις θυγατρικές, τους παρείχαν παρόμοιες υπηρεσίες, έτσι ώστε να ενισχύσουν τις βασικές ομάδες προϊόντων τους και να μειώσουν τα λειτουργικά κόστη. Από την άλλη πλευρά, πολλές τράπεζες επέλεξαν να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους, εκτός των ορίων της τραπεζικής, π.χ. στον τομέα των ασφαλειών, ώστε να επωφεληθούν από τις συνέργειες που προκύπτουν από το cross-selling.

Ένας πολύ σημαντικός παράγοντας στον οποίο οι ελληνικές τράπεζες εστίασαν σε μεγάλο βαθμό είναι τα κανάλια διανομής των προϊόντων τους. Παράλληλα με το δίκτυο των καταστημάτων, το οποίο αποτελεί το κλασσικό μέσο διάθεσης των τραπεζικών υπηρεσιών διαμορφώθηκαν και εναλλακτικά κανάλια. Το πλεονέκτημα του δικτύου καταστημάτων είναι η αμεσότητα στην εξυπηρέτηση του πελάτη, ιδίως στη λιανική τραπεζική. Από την άλλη πλευρά η διατήρηση ενός εκτεταμένου δικτύου καταστημάτων επιφέρει υψηλά λειτουργικά κόστη και επηρεάζει αρνητικά την αποτελεσματικότητα μιας



τράπεζας. Ευτυχώς, οι τεχνολογικές εξελίξεις επέτρεψαν στις τράπεζες να αναπτύξουν εναλλακτικά δίκτυα παροχής υπηρεσιών μέσω ATMs, phone, online και internet banking.

Επί του παρόντος, τα ATMs και η τηλεφωνική τραπεζική είναι τα πιο διαδεδομένα δίκτυα διανομής τραπεζικών υπηρεσιών στην Ελλάδα. Μέσα στη δεκαετία του 1990 ο αριθμός των τραπεζικών καταστημάτων σχεδόν διπλασιάστηκε, από 1529 το 1990 σε 3004 το 2000 (αύξηση κατά 96%). Ακόμα πιο εντυπωσιακή είναι η αύξηση που παρουσιάζουν τα ATMs, από 326 το 1990 σε 3472 το 2000 (αύξηση κατά 965%).

Η πρόοδος της τεχνολογίας ευνόησε τα μικρότερα καταστήματα τα οποία διαθέτουν λιγότερο, αλλά πιο καταρτισμένο προσωπικό, το οποίο εφαρμόζει πολιτική στην προώθηση των υπηρεσιών.

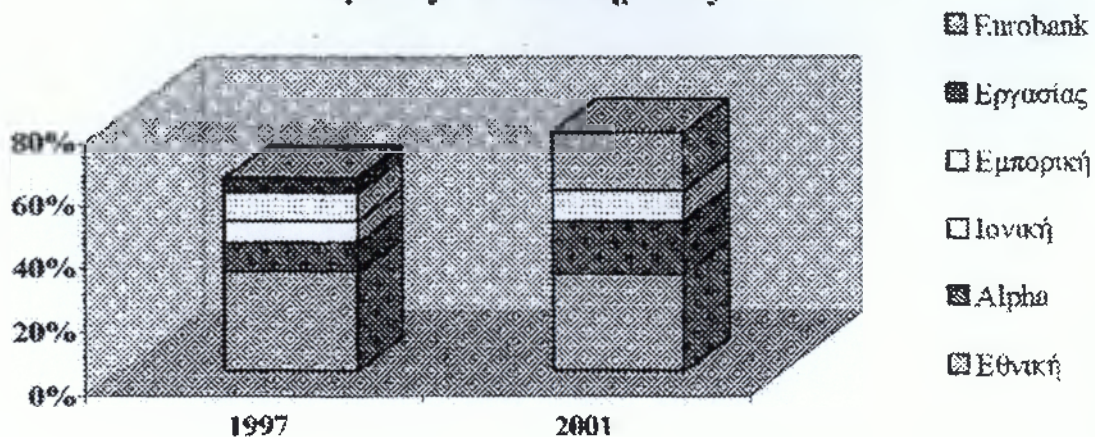
Στην προσπάθεια για απελευθέρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος συνέβαλλε και η ιδιωτικοποίηση αρκετών τραπεζικών ιδρυμάτων, τα οποία ελέγχονταν προγενέστερα από το κράτος ή από κρατικούς φορείς. Αυτό το σημαντικό βήμα προς την εξυγίανση του χρηματοπιστωτικού τομέα πραγματοποιήθηκε μέσα στο δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1990, ενισχύοντας τον ανταγωνισμό και τονώνοντας την τραπεζική αγορά. Ενδεικτικά στην περίοδο 1995-2000, το μερίδιο αγοράς των τραπεζών που ελέγχονταν από κρατικούς φορείς μειώθηκε από 72,3% σε 52,9%.

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές έχουν οδηγήσει σε αύξηση της συγκέντρωσης στην τραπεζική βιομηχανία: το μερίδιο αγοράς των πέντε μεγαλύτερων ελληνικών τραπεζών αυξήθηκε από 57% το 1995 σε 65% το 2003. Το γεγονός αυτό, παράυτα, δεν έχει οδηγήσει σε μείωση του ανταγωνισμού, όπως διαφαίνεται και από τη μείωση των περιθωρίων επιτοκίου, ιδιαίτερα στους τομείς των στεγαστικών δανείων και της καταναλωτικής πίστης. Ας σημειωθεί ότι η μείωση του περιθωρίου κέρδους μπορεί μερικά μόνο να αποδοθεί στην μείωση των επιτοκίων, λόγω σύγκλισης με την ευρωζώνη.

Προσπαθώντας να διαμορφώσουμε μια εικόνα για το βαθμό συγκέντρωσης στην ελληνική τραπεζική αγορά υπολογίζουμε το ποσόν που διαθέτουν αθροιστικά τα πέντε μεγαλύτερα ελληνικά τραπεζικά ιδρύματα επί του συνόλου της αγοράς. Με βάση τα στοιχεία του 1997 και 2001 που απεικονίζονται στο παρακάτω διάγραμμα, προκύπτει ότι ο βαθμός

συγκέντρωσης της ελληνικής τραπεζικής αγοράς έχει αυξηθεί την τελευταία πενταετία.

### Εξέλιξη του Βαθμού Συγκέντρωσης του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος



Ενώ οι πέντε μεγαλύτερες τράπεζες το 1997 κατείχαν το 60,7% της αγοράς καταθέσεων, το ποσοστό αυτό το 2001 έχει ανέλθει σε 75,2%. Παράλληλα η Ιονική Τράπεζα που κατείχε σημαντική θέση στην ελληνική αγορά καταθέσεων το 1997 δεν συμπεριλαμβάνεται στις κυριότερες τράπεζες το 2001 ενώ η Τράπεζα Εργασίας έχει συγχωνευθεί με μία νέα τράπεζα, την EFG Eurobank. Με εξαίρεση την Εμπορική, όλες οι άλλες τράπεζες που απεικονίζονται στο διάγραμμα το 2001, έχουν προχωρήσει στην απορρόφηση μικρότερων τραπεζών προκειμένου να αυξήσουν το μέγεθός τους.

4 Πηγή : Τράπεζα της Ελλάδος – Στατιστικό Δελτίο  
 2 Με κριτήριο το ύψος του ενεργητικού τους  
 3 Πηγή : Τράπεζα της Ελλάδος  
 5 Alpha Bank, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών

## ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

### I. Γενικά στοιχεία :

Ο τραπεζικός τομέας στην Ελλάδα αναπτύχθηκε ραγδαία κατά τα τελευταία χρόνια λόγω της απελευθέρωσης των αγορών και των τεχνολογικών εξελίξεων. Έτσι, στις 31.12.2001 στον Ελλαδικό χώρο δραστηριοποιούνταν 46 ελληνικές και ξένες τράπεζες καθώς και διάφορα πιστωτικά ιδρύματα. Οι Ελληνικές τράπεζες μπορούν να χωριστούν σε δύο κατηγορίες :

- **Γενικές Τράπεζες** (εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες) και
- **Ειδικά Πιστωτικά Ιδρύματα.**

Χαρακτηριστικό του ελληνικού χρηματοπιστωτικού κλάδου είναι η ύπαρξη ομάδων χρηματοοικονομικών εταιρειών με εξειδικευμένο αντικείμενο εργασιών, οι οποίες δομούνται συνήθως γύρω από μία μητρική τράπεζα. Το γεγονός αυτό είναι απόρροια της ελληνικής νομοθεσίας, η οποία ιστορικά έθετε περιορισμούς στις τράπεζες στην ανάπτυξη χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων πέραν των καταθέσεων και χορηγήσεων.

### Γενικές Τράπεζες

Παραδοσιακά οι εμπορικές τράπεζες κυριαρχούσαν στην Ελληνική χρηματοπιστωτική αγορά. Πρόσφατα όμως, ειδικά πιστωτικά ιδρύματα, επεκτάθηκαν στην εμπορική τραπεζική ως αποτέλεσμα της θεσμικής απελευθέρωσης της ελληνικής χρηματοοικονομικής αγοράς, εντείνοντας έτσι τον ανταγωνισμό.

Η διάκριση μεταξύ γενικών και επενδυτικών τραπεζών έπαψε να ισχύει θεσμικά και η Τράπεζα της Ελλάδος κατατάσσει όλες τις τράπεζες που λειτουργούν στη Ελλάδα στις Γενικές Τράπεζες, με εξαίρεση το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο της Ελλάδος και το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων.

Στην Ελλάδα υπάρχουν έξι τράπεζες στις οποίες ο καταστατικός έλεγχος, άμεσα ή έμμεσα, διενεργείται από το Ελληνικό Κράτος και οι οποίες είναι: η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΤΕ), η θυγατρική της ΕΤΕΒΑ, η Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος, η Γενική Τράπεζα της Ελλάδος, η Τράπεζα Αττικής και η Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος (Α.Τ.Ε.) (μέχρι το 2001 ήταν

πιστωτικό ίδρυμα ειδικευόμενο στην παροχή χορηγήσεων στον αγροτικό τομέα). Η τάση που επικρατεί είναι η αποδέσμευση τους από τον έλεγχο της πολιτείας.

Το 1998 το Ελληνικό Κράτος προχώρησε στην ιδιωτικοποίηση της Τράπεζας της Κεντρικής Ελλάδος και της Τράπεζας Κρήτης και στις αρχές του 1999 της Ιονικής Τράπεζας. Επιπροσθέτως, τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου, το οποίο κατείχε έμμεσα το Ελληνικό δημόσιο της Γενικής Τράπεζας, πουλήθηκαν σε ιδιώτες επενδυτές τον Απρίλιο του 1998.

Η Τράπεζα Μακεδονίας - Θράκης ήταν κρατική τράπεζα μέχρι ο Όμιλος της Ε.Τ.Ε. και το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο ναπουλήσουν το 37% του μετοχικού κεφαλαίου της στην Τράπεζα Πειραιώς. Το 2000, η Γαλλική Τράπεζα Credit Agricool εξαγόρασε το 6,7% του μετοχικού κεφαλαίου της Εμπορικής Τράπεζας, το οποίο στη συνέχεια το αύξησε στο 9% στα πλαίσια του προγράμματος ιδιωτικοποίησης των εταιρειών του Ελληνικού δημοσίου και απέκτησε το δικαίωμα της πρώτης εξαγοράς στα υπόλοιπα μερίδια που κατέχει το Ελληνικό Δημόσιο.

Στην Ελλάδα υπάρχουν σήμερα 17 ιδιωτικές τράπεζες. Το 2000 η Τράπεζα Εργασίας και η Euro bank συγχωνεύτηκαν και σχημάτισαν την Eurobank-Ergasias A.E., η οποία στη συνέχεια το Μάρτιο του 2002 απορρόφησε την Τέλεσις Τράπεζα Επενδύσεων. Παρόμοια, η Τράπεζα Πειραιώς απορρόφησε τις Τράπεζες Μακεδονίας – Θράκης και Χίου τον Ιούνιο του 2000, δημιουργώντας τον Όμιλο Πειραιώς.

Στη συνέχεια απέκτησε ποσοστό συμμετοχής 57,8% στο μετοχικό κεφάλαιο της ΕΤΒΑ, η οποία ήταν κρατική τράπεζα με αντικείμενο εργασιών τη βιομηχανική ανάπτυξη και εισηγμένη στο ΧΑΑ από το Μάρτιο του 2001.

Επιπροσθέτως, η Interamerican, η μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρεία στην Ελλάδα, προχώρησε από κοινού με τη Banco Commercial Portuguese, στην ίδρυση τραπεζικού ιδρύματος με την ονομασία Nova Bank.

### **Ειδικά Πιστωτικά Ιδρύματα**

Παρά την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, τα ειδικά πιστωτικά ιδρύματα συνέχισαν να κατέχουν ρόλο στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Υπάρχουν δύο πιστωτικά ιδρύματα ειδικού σκοπού, μετά την

κατηγοριοποίηση της ΕΤΕΒΑ, ΕΤΒΑ, Αγροτικής Τράπεζας της Ελλάδος και Τράπεζας Ασπίς ως Γενικές Τράπεζες.

Το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων αποτελεί αυτόνομο χρηματοπιστωτικό διαχειριστικό οργανισμό περιφερειακής ανάπτυξης με δική του περιουσία, κίνδυνο και πίστη, ο οποίος λειτουργεί υπό την εποπτεία του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών, για την εξυπηρέτηση του δημόσιου και κοινωνικού συμφέροντος.

Το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο είναι αυτοτελής Δημόσια Υπηρεσία με διοικητική και οικονομική αποκέντρωση. Διοικείται από 11μελές Διοικητικό Συμβούλιο. Αποστολή του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου είναι η καλλιέργεια και η ανάπτυξη του πνεύματος της αποταμίευσης, η αξιοποίηση των καταθέσεων σ' αυτό με τη διάθεσή τους για την οικονομική ανάπτυξη της χώρας και την εκπλήρωση γενικότερων κοινωφελών σκοπών.

### **Δίκτυο καταστημάτων**

Η επέκταση του δικτύου καταστημάτων συνιστά καίρια επιλογή για τις ελληνικές τράπεζες. Ο αριθμός των τραπεζικών καταστημάτων συνεχίζει να αυξάνεται (1998: 2.779, 2001: 3.134), καθώς η ελληνική τραπεζική αγορά διανύει διαφορετικό στάδιο ανάπτυξης από τις περισσότερες ευρωπαϊκές αγορές που βρίσκονται στη φάση της ωρίμανσης. Τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα όμως, θα πρέπει σταδιακά να υιοθετήσουν τις προηγμένες τεχνικές, οι οποίες έχουν επιτρέψει την ανάπτυξη εναλλακτικών τρόπων διάθεσης τραπεζικών προϊόντων που αφορούν, είτε μονάδες που λειτουργούν με μειωμένη παρουσία προσωπικού, είτε άλλους τρόπους παροχής υπηρεσιών από απόσταση (τηλεφωνικά ή μέσω του διαδικτύου, όπου πάντως ο αριθμός των συνδρομητών τριπλασιάστηκε εντός του 2001). Είναι επίσης χαρακτηριστικό ότι ο αριθμός των υπαλλήλων ανά κατάστημα μειώθηκε από 21 το 1998 σε 19 το 2001 (στη ζώνη του ΕΥΡΩ ο αντίστοιχος αριθμός είναι μόνο 12 υπάλληλοι ανά κατάστημα). Επίσης εντυπωσιακή ήταν η αύξηση των Αυτόματων Ταμειολογιστικών Μηχανών (ΑΤΜ) ο αριθμός των οποίων διπλασιάστηκε την τελευταία τριετία (1998: 2.168 / 2001: 4.326). Όμως, παρά τη σημαντική αύξηση των ΑΤΜ, η αναλογία τους προς τον πληθυσμό είναι αισθητά χαμηλότερη από τον αντίστοιχο μέσο όρο της ζώνης του ΕΥΡΩ (σε

ένα εκατομμύριο κατοίκους αντιστοιχούσαν 409 ΑΤΜ στην Ελλάδα το 2001, έναντι 609 στη ζώνη του ΕΥΡΩ το 1999).

### Ξένες Τράπεζες

Στον Ελλαδικό χώρο δραστηριοποιούνται 21 ξένα πιστωτικά ιδρύματα, σημαντικότερα εκ των οποίων είναι : η Citibank, HSBC, ABN, AMRO και η Τράπεζα Κύπρου. Η κύρια δραστηριότητά τους επικεντρώνεται στους τομείς διαχείρισης διαθεσίμων και χρηματοδότησης μεγάλων επιχειρήσεων. Με εξαίρεση τις τράπεζες που αναφέρθηκαν παραπάνω, οι υπόλοιπες δεν δραστηριοποιούνται στο χώρο της λιανικής τραπεζικής.

## **II. Ανταγωνισμός - προοπτικές**

Το μέγεθος των ελληνικών τραπεζών εξακολουθεί να είναι συγκριτικά μικρό σε παγκόσμιο αλλά και Ευρωπαϊκό επίπεδο. Με κριτήριο το σύνολο του ενεργητικού, στο τέλος του 2001 καμιά ελληνική τράπεζα δεν συγκαταλεγόταν στις 100 μεγαλύτερες παγκοσμίως .

(The Banker, Ιούλιος 2002, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος θέση 136<sup>η</sup>, ενώ μόνο 2 συγκαταλεγόταν στις 100 μεγαλύτερες τράπεζες στον Ευρωπαϊκό χώρο (The Banker, Σεπτέμβριος 2002).

Οι ελληνικές γενικές τράπεζες ελέγχουν το 80% περίπου του συνολικού ενεργητικού του τραπεζικού τομέα. Οι ξένες τράπεζες ελέγχουν το 9,5% ενώ τα πιστωτικά ιδρύματα ειδικού σκοπού το 10,5%.

Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Εθνικής Τράπεζας, οι τράπεζες οι οποίες τελούν υπό κρατικό έλεγχο κατέχουν το 56,8% του συνολικού ενεργητικού του τραπεζικού τομέα. Σημειώνεται ότι το ποσοστό αυτό έχει μειωθεί λόγω της διαδικασίας ιδιωτικοποίησης των κρατικών τραπεζών.

Το περιθώριο επιτοκίων χορηγήσεων – καταθέσεων ακολούθησε τα τελευταία χρόνια πτωτική πορεία και περιορίστηκε κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες περίπου μεταξύ του τέλους του 1998 και του τέλους του 2001. Ο ανταγωνισμός εμφανίζεται ιδιαίτερα έντονος στον τομέα της καταναλωτικής και στεγαστικής πίστης όπου παρατηρούνται και οι ψηλότεροι ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης (περίπου 34% κατά μέσο όρο την τελευταία τριετία). Τα τραπεζικά περιθώρια κέρδους αναμένονται να έρθουν υπό πίεση, καθώς ο ανταγωνισμός αυξάνεται.

Εξάλλου, η πρόσφατη απόφαση της Τράπεζας της Ελλάδος, που επιτρέπει την ίδρυση και λειτουργία Εταιρειών Παροχής Πιστώσεων με κύριο αντικείμενο την χορήγηση πιστώσεων σε φυσικά πρόσωπα για την κάλυψη καταναλωτικών και προσωπικών τους αναγκών αναμένεται να οδηγήσει σε περαιτέρω ενίσχυση του ανταγωνισμού στο συγκεκριμένο τμήμα της αγοράς.

Ωστόσο, παρά τη μεγάλη άνοδο που σημείωσαν οι συγκεκριμένες κατηγορίες χορηγήσεων, η δανειακή επιβάρυνση των νοικοκυριών στην Ελλάδα παραμένει ως ποσοστό του ΑΕΠ σε σχετικά χαμηλά επίπεδα (18% στο τέλος του 2001) σε σύγκριση με τον μέσο όρο στη ζώνη του ΕΥΡΩ (50% για την ίδια περίοδο).

Το μερίδιο των ξένων τραπεζών στην εγχώρια αγορά παραμένει σταθερό ή και μειώνεται τα τελευταία χρόνια, όπως συμβαίνει και στις άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης υποδηλώνοντας τη δεσπόζουσα θέση των εγχωρίων τραπεζών, ιδιαίτερα στο λιανικό τμήμα της αγοράς.

Οι επόμενοι πίνακες δείχνουν το μερίδιο αγοράς των εισηγμένων γενικών τραπεζών στην Ελλάδα σε όρους ενεργητικού χορηγήσεων και καταθέσεων στις 31/12/2001, σύμφωνα με την ανάλυση των δημοσιευμένων λογιστικών καταστάσεων.

Κατάταξη των Εισηγμένων Ελληνικών τραπεζών με βάση το Ενεργητικό τους.

| A/A | Σε δις €                | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  |
|-----|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1   | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ 1        | 28,77 | 35,49 | 38,09 | 43,31 | 47,85 |
| 2   | ALPHA BANK 2            | 10,12 | 12,54 | 17,33 | 28,22 | 28,02 |
| 3   | EFG EUROBANK ERGASIAS 3 | 2,01  | 3,79  | 7,56  | 15,39 | 18,11 |
| 4   | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ        | 9,68  | 9,97  | 13,33 | 15,65 | 17,72 |
| 5   | ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ        | 12,19 | 12,91 | 14,22 | 15,58 | 16,49 |
| 6   | ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ 4      | 0,94  | 1,97  | 4,48  | 10,82 | 11,66 |
| 7   | ΕΤΒΑ                    | 1,89  | 1,80  | 2,72  | 2,94  | 2,61  |
| 8   | ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ          | 1,16  | 1,53  | 1,92  | 2,12  | 2,58  |
| 9   | ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ 5       | 0,38  | 1,23  | 1,54  | 1,77  | 2,14  |
| 10  | ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ         | 0,41  | 0,58  | 1,00  | 1,22  | 2,02  |
| 11  | ASPIS BANK              | 0,18  | 0,26  | 0,66  | 0,62  | 1,24  |
| 12  | ΕΤΕΒΑ                   | 0,56  | 0,98  | 1,51  | 1,28  | 1,16  |

Κατάταξη των Εισηγμένων Ελληνικών Τραπεζών με βάση τις χορηγήσεις τους

| A/A | Σε δις €                | 1997 | 1998 | 1999  | 2000  | 2001  |
|-----|-------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 1   | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ 1        | 6,26 | 9,93 | 11,88 | 14,12 | 15,60 |
| 2   | ALPHA BANK 2            | 3,73 | 4,91 | 7,63  | 11,72 | 12,94 |
| 3   | EFG EUROBANK ERGASIAS 3 | 0,72 | 1,44 | 2,25  | 7,81  | 10,56 |
| 4   | ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ        | 6,81 | 7,58 | 8,39  | 8,93  | 10,46 |
| 5   | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ        | 3,81 | 4,34 | 5,20  | 6,60  | 8,44  |
| 6   | ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ 4      | 0,42 | 0,76 | 1,47  | 4,44  | 5,73  |
| 6   | ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ          | 0,51 | 0,75 | 0,90  | 1,12  | 1,59  |
| 7   | ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ 5       | 0,25 | 0,64 | 0,80  | 1,24  | 1,48  |
| 8   | ΕΤΒΑ                    | 1,08 | 1,07 | 1,08  | 1,11  | 1,09  |
| 10  | ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ         | 0,24 | 0,33 | 0,38  | 0,57  | 0,83  |
| 11  | ASPIS BANK              | 0,12 | 0,18 | 0,29  | 0,47  | 0,69  |
| 12  | ΕΤΕΒΑ                   | 0,20 | 0,39 | 0,52  | 0,51  | 0,44  |

Κατάταξη των Εισηγμένων Ελληνικών Τραπεζών με βάση τις Καταθέσεις τους

| A/A | Σε δις €                | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  |
|-----|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1   | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ 1        | 23,97 | 31,42 | 32,57 | 36,75 | 40,53 |
| 2   | ALPHA BANK 2            | 7,33  | 9,45  | 12,35 | 20,13 | 23,11 |
| 3   | EFG EUROBANK ERGASIAS 3 | 1,69  | 2,92  | 5,68  | 12,43 | 14,90 |
| 4   | ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ        | 9,74  | 10,86 | 11,49 | 12,74 | 13,95 |
| 5   | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ        | 7,16  | 8,09  | 10,28 | 11,31 | 13,43 |
| 6   | ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ 4      | 0,68  | 1,41  | 2,43  | 8,00  | 9,36  |
| 8   | ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ          | 1,01  | 1,29  | 1,55  | 1,70  | 2,04  |
| 9   | ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ 5       | 0,30  | 1,04  | 1,15  | 1,31  | 1,80  |
| 11  | ASPIS BANK              | 0,16  | 0,23  | 0,42  | 0,51  | 0,90  |
| 10  | ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ         | 0,31  | 0,46  | 0,72  | 0,59  | 0,81  |
| 7   | ΕΤΒΑ                    | 0,002 | 0,02  | 0,10  | 0,27  | 0,41  |
| 12  | ΕΤΕΒΑ                   | 0,17  | 0,53  | 0,95  | 0,61  | 0,36  |



## Η ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Το 1998 χαρακτηρίστηκε από εκπροσώπους των παραγωγικών τάξεων ως έτος εξαγορών και συγχωνεύσεων καθώς οι αλλαγές που επήλθαν σε όλους τους κλάδους ανέτρεπαν δεδομένα και ισορροπίες πολλών δεκαετιών. Ωστόσο ένα είναι βέβαιο: σε αρκετές περιπτώσεις οι συγχωνεύσεις ήταν αποτέλεσμα συνένωσης δυνάμεων ώστε να δημιουργηθούν ισχυροί κολοσσοί και να αποκτήσουν μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς βελτιώνοντας την ανταγωνιστική τους θέση. Η δυναμική των εξαγορών και των συγχωνεύσεων συνεχίστηκε ραγδαία και το 1999 όπου το φαινόμενο διογκώθηκε στο τέλος του χρόνου. Πιο αναλυτικά μπορούμε να δούμε στο σύνολό τους τις σημαντικότερες εξαγορές που σημειώθηκαν στον τομέα του εμπορίου κατά το 1991(1<sup>η</sup>).

### Κύριες αιτίες συγχωνεύσεων στην Ελλάδα την περίοδο 1998 – 1999.

- Ευρωπαϊκή ολοκλήρωση.
- Μείωση του λειτουργικού κόστους.
- Επέκταση στις αγορές της Ανατολικής Ευρώπης.
- Ισχυροποίηση θέσης στην αγορά.
- Βελτίωση ανταγωνιστικότητας.

### Τι αναζητούν όσοι κάνουν συγχωνεύσεις :

- |                                |     |
|--------------------------------|-----|
| - Πρόσβαση σε νέες αγορές      | 76% |
| - Αύξηση μεριδίου αγοράς       | 65% |
| - Πρόσβαση σε νέα προϊόντα     | 46% |
| - Μείωση λειτουργικών εξόδων   | 38% |
| - Βελτίωση εμπορικής επωνυμίας | 37% |

(1<sup>η</sup>) Οικονομική Βιομηχανική Επιθεώρηση

## ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ

Στην εργασία που παρουσιάζουμε γίνεται ιδιαίτερη αναφορά στη δεύτερη μέθοδο αποτίμησης αξίας συγχωνεύσεων – εξαγορών, την αποδοχή της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών (study analysis ή abnormal return methodology). Γι αυτό το λόγο είναι σκόπιμο να γίνει εκτενής αναφορά σε προηγούμενες σημαντικές μελέτες που έχουν γίνει με την event study analysis.

### **A. ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΟΥ ΕΞΕΤΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΜΗ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΚΑΝΟΥΝ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΑΚΟΜΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟΧΩΝ.**

Οι **Doold και Runback (1997)**, εξετάζουν τις μη κανονικές αποδόσεις για 124 αγοράστριες εταιρείες και 136 επιχειρήσεις στόχους. Αντλησαν τα στοιχεία τους στο διάστημα από 1958 έως και 1978 και τα δεδομένα αφορούν επιχειρήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής. Το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε για τις προβλέψεις των τιμών των μετοχών ήταν το υπόδειγμα της αγοράς. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι για την περίοδο τριάντα ημερών πριν από την πρώτη επίσημη αναγγελία για συγχώνευση έως και τριάντα ημέρες μετά, οι εταιρείες που έκαναν την προσφορά πραγματοποίησαν μη κανονική αθροιστική απόδοση 2,83% και οι εταιρείες που δέχθηκαν την προσφορά το αντίστοιχο ποσοστό ήταν 20,50%.

Οι **Asquith και Kim (1982)**, μετά από έρευνα που έκαναν σε δείγμα 26 αγοραστριών εταιρειών και 22 εταιρειών στόχων στην περίοδο από 1960 έως 1978 κατέληξαν ότι οι Bidders πραγματοποιούν θετικές αποδόσεις της τάξης του 1% και οι targets 11% στο διάστημα (-1,0).

Τα αποτελέσματα αυτά προέκυψαν μετά από τις προβλέψεις που έκαναν χρησιμοποιώντας ένα υπόδειγμα διαχωρισμού των εταιρειών ανάλογα με το **beta\*** σε δέκα ομάδες, στη συνέχεια υπολόγισαν τον μέσο όρο αποδόσεως της κάθε ομάδας και αυτή θεώρησαν ως την απόδοση της κάθε εταιρείας που συμπεριέλαβαν στη μελέτη τους.

---

**Συντελεστής beta \*** Μας δείχνει το ρυθμό μεταβολής της τιμής μιας μετοχής (μιας εταιρείας) στην ίδια ή σε αντίθετη κατεύθυνση, σε σύγκριση με το ρυθμό μεταβολής του Χρηματιστηριακού Δείκτη. Αν **Beta < 1** **αμυντικές** μετοχές (συντηρητικοί επενδυτές) . Αν **Beta > 1** **επιθετικές** μετοχές (τζογαδόροι επενδυτές). Συνήθως δίνεται υπολογισμένος.

Οι **Asquith (1983)**, χρησιμοποίησε ένα δείγμα 196 αγοραστριών εταιρειών και 211 αγοραζόμενων για την περίοδο 1962 – 1976. Το μοντέλο που χρησιμοποίησε είναι αυτό που αναφέρθηκε και πιο πάνω (Asquith και Kim (1982)). Η μελέτη κατέληξε ότι για διάστημα ενός μήνα γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης (-15, +15) οι bidders είχαν αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 2% και οι targets 15%.

Οι **Bradley, Desai και Kim**, στη μελέτη τους το 1988 χρησιμοποίησαν δείγμα 236 επιχειρήσεων των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής που ανακοίνωσαν τη συγχώνευση – εξαγορά τους στην περίοδο 1963 – 1984. Χρησιμοποιήθηκε το μοντέλο της αγοράς για την πρόβλεψη των τιμών. Τα αποτελέσματα ήταν 0,97% για τις εταιρείες που έκαναν την προσφορά ενώ για τις επιχειρήσεις στόχους 31,77%.

Ο **Schwert (1996)**, χρησιμοποίησε ένα μεγάλο δείγμα 666 εταιρειών και για το διάστημα παρατήρησης (-42, + 126) υπολόγισε CAAR 1,4% για τους bidders και 26,30% για τους targets.

Οι **Lang, Stutz και Walking (1989)**, εξέτασαν ένα δείγμα 87 συγχωνεύσεων στο διάστημα 1968 – 1986. Με τη χρήση του υποδείγματος της αγοράς προέβλεψαν τις τιμές των μετοχών για το διάστημα παρατήρησης (-5, +5). Υπολόγισαν ότι το CAAR για τις αγοράστριες εταιρείες είναι της τάξης του 0% ενώ για τις εταιρείες στόχους η αντίστοιχη απόδοση είναι 40,3%.

Οι **Jarell και Poulsen (1989)**, χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 462 bidders και 526 targets στις ΗΠΑ κατά την περίοδο 1963 – 1986. Ως περίοδο παρατήρησης όρισαν το διάστημα 20 μέρες πριν την ανακοίνωση μέχρι 10 μέρες μετά υπολόγισαν μη κανονικές αθροιστικές αποδόσεις 1,29% για τις εταιρείες που έκαναν προσφορά και 28,99% για τις εταιρείες στόχους.

Οι **Kaplan και Weisbach (1992)**, χρησιμοποίησαν στοιχεία που συγκέντρωσαν από την αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής για την περίοδο 1971 – 1982. Χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα της αγοράς και υπολόγισαν ότι το CAAR για τους bidders είναι της τάξης του 1,49% και για τους targets 26,9% για την περίοδο παρατήρησης (-5, +5).

Οι **Frank, Harris και Titman (1991)**, συγκέντρωσαν ένα δείγμα 399 συγχωνεύσεων στην περίοδο 1975 – 1984. Οι προβλέψεις των τιμών των μετοχών έγιναν με την βοήθεια ενός μοντέλου 8 παραγόντων όπως το beta και το μέγεθος των επιχειρήσεων. Ως διάστημα παρατήρησης ορίστηκαν οι

δέκα μέρες γύρω από την ημερομηνία επίσημης ανακοίνωσης (-5, +5) και σε αυτή την περίοδο παρατηρήθηκαν μη κανονικές αθροιστικές αποδόσεις -1,43% για τους bidders και 28,04% για τους targets.

Ο **Firth (1979)** χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς υπολόγισε τα CAAR για 224 συγχωνεύσεις εταιρειών της Μεγάλης Βρετανίας. Στην περίοδο παρατήρησης (-30, +30) βρήκε μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του -5,8% για τους bidders και 34,9% για τους targets.

Ακολουθεί ο πίνακας 1 που παρουσιάζει συνοπτικά τις μελέτες που αναφέρθηκαν παραπάνω.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

| Study                        | Sample Size                | Sample Period | Country | Event Window | Model Used               | CAARs Bidder | CAARs Target |
|------------------------------|----------------------------|---------------|---------|--------------|--------------------------|--------------|--------------|
| Dodd, Ruback (1977)          | Bidders 124<br>Targets 136 | 1958 - 1978   | USA     | -30,+30      | Market Model             | 2,83%        | 20,58%       |
| Asquith, Kim (1982)          | Bidders 26<br>Targets 22   | 1960 - 1978   | USA     | -1,0         | Ομαδοποίηση ανάλογα το b | 1%           | 11%          |
| Asquith (1983)               | Bidders 196<br>Targets 211 | 1962 - 1976   | USA     | -15,+15      | Ομαδοποίηση ανάλογα το b | 2%           | 15%          |
| Bradley, Desai, Kim (1988)   | 236                        | 1963 - 1984   | USA     | -5,+5        | Market Model             | 0,97%        | 31,77%       |
| Schwert (1996)               | 666                        | 1975 - 1991   | USA     | -42,+126     | Market Model             | 1,40%        | 26,30%       |
| Lang, Stutz, Walking (1989)  | 87                         | 1968 - 1986   | USA     | -5,+5        | Market Model             | 0%           | 40,30%       |
| Jarell, Poulsen (1989)       | Bidders 462<br>Targets 526 | 1963 - 1986   | USA     | -20, +10     | NA                       | 1,29%        | 28,99%       |
| Kaplan, Weisbach (1992)      | Bidders 209<br>Targets 271 | 1971 - 1982   | USA     | -5,+5        | Market Model             | -1,49%       | 26,90%       |
| Frank, Harris, Titman (1991) | 399                        | 1975 - 1984   | USA     | -5,+5        | Μοντέλο με 8 παράγοντες  | -1,45%       | 28,04%       |
| Firth (1979)                 | 224                        | 1972 - 1974   | UK      | -30, +30     | Market Model             | -5,80%       | 34,90%       |

## ΒΑΘΜΟΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΙ Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΟΥΣ

Το μεγαλύτερο μέρος των ερευνητών έχει καταλήξει ότι όταν η συγχώνευση είναι οριζόντια δημιουργούνται υψηλότερα κέρδη απ' όταν είναι ασυσχέτιστη.

Ο **Flanagan (1996)**, μελετώντας δύο διαφορετικά δείγματα συγχωνεύσεων, ανάλογα με το αν είναι οριζόντιες ή ασυσχέτιστες, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές των εταιρειών που έκαναν την προσφορά εμφανίζουν υψηλότερες αποδόσεις όταν πρόκειται για εταιρείες που εμπλέκονται σε οριζόντιες συγχωνεύσεις, ενώ οι μετοχές των εταιρειών στόχων δεν εμφανίζουν σημαντικές διαφορές στην απόδοση. Επίσης ο Flanagan (1996) επισημαίνει το κυριότερο πρόβλημα είναι ότι, είναι δύσκολο να διαχωρίσει κανείς μια συγχώνευση σε οριζόντια ή ασυσχέτιστη γιατί κάθε εταιρεία λειτουργεί σε πολλούς παραγωγικούς κλάδους. Γενικά πάντως και οι 2 μορφές συγχωνεύσεων δημιουργούν αξία για τους μετόχους λόγω διαφορετικού είδους συνεργειών. Συνήθως οι οριζόντιες συγχωνεύσεις εκμεταλλεύονται τις λειτουργίες ενώ οι ασυσχέτιστες τις διοικητικές και χρηματοοικονομικές.

### Συλλογή Δείγματος

Στην παρούσα μελέτη αντλήθηκαν στοιχεία επιτυχημένων συγχωνεύσεων και εξαγορών από τη βάση δεδομένων της Thomson One Banker Deals. Τα κριτήρια της αναζήτησης είναι τα εξής :

1. Η αγοράστρια (acquirer) και αγοραζόμενη (target) τράπεζα (εταιρεία) να έχουν την έδρα τους στην Ευρώπη.
2. Η συναλλαγή να έχει ολοκληρωθεί επιτυχώς.
3. Μετά τη συναλλαγή η αγοράστρια εταιρεία (τράπεζα) να έχει τον έλεγχο (δηλαδή να έχει αποκτήσει ποσοστό μεγαλύτερο του 50%). Τα στοιχεία που έχουν συλλεγεί αφορούν την περίοδο 01-01-1999 έως 23-10-2004.

Το δείγμα που προέκυψε αφορούσε περισσότερες από 30.000 διαφορετικές συγχωνεύσεις. Στη συνέχεια απομονώθηκαν 1000 περιπτώσεις

συγχωνεύσεων και εξαγορών που είχαν τη μεγαλύτερη αξία συναλλαγής (value of deal).

Οι συγχωνεύσεις αυτές ομαδοποιήθηκαν σε τρεις κατηγορίες ανάλογα με το είδος σχέσης που έχουν η αγοραζόμενη με την αγοράστρια τράπεζα – εταιρεία (οριζόντια, κάθετη, ασυσχέτιστες). Ως τομέας δραστηριότητας εννοείται αυτός που αναφέρεται στη βάση δεδομένων της Thomson One Banker Deals. Ταυτόχρονα αποκλείστηκαν οι περιπτώσεις εκείνες όπου κάποια από τις δύο εταιρείες που έπαιρναν μέρος δεν ήταν εισηγμένη σε κάποιο Ευρωπαϊκό Χρηματιστήριο. Τέλος, από κάθε ομάδα επιλέχθηκαν τυχαία 50 συμφωνίες.

## ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Από τη βάση δεδομένων της Data Stream αποκτήθηκαν οι τιμές των μετοχών των εταιρειών για διάστημα 200 εργασίμων ημερών πριν τη συναλλαγή και 30 ημερών μετά τη λήξη της συμφωνίας.

Απορρίφθηκαν οι συμφωνίες εκείνες όπου δεν υπήρχαν στοιχεία για τις τιμές εκείνες των μετοχών είτε για την μία είτε και για τις δύο εταιρείες που εμπλέκονταν (bidders – targets).

Το τελικό δείγμα αποτελείται από 32 συναλλαγές μεταξύ εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο (οριζόντιες συγχωνεύσεις) από 30 συναλλαγές μεταξύ εταιρειών που έχουν κάθετη σχέση μεταξύ τους και από 32 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε τελείως διαφορετικό κλάδο μεταξύ τους (ασυσχέτιστες – conglomerates).

Εξετάστηκαν δηλαδή οι τιμές των μετοχών για 94 εταιρείες – στόχους και 94 εταιρείες που έκαναν προσφορά για συγχώνευση. Συνολικά 138 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην Ευρώπη και συγκεκριμένα σε 15 χώρες.

Για την περίοδο ενδιαφέροντος καταγράφηκαν οι τιμές των πιο αντιπροσωπευτικών δεικτών κάθε Ευρωπαϊκού Χρηματιστηρίου οι οποίες χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων τιμών.

Παρακάτω ακολουθούν εταιρείες αναλυτικά χωρισμένες σε κατηγορίες ανάλογα με το είδος συγχώνευσής τους.



**ΟΡΙΖΟΝΤΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ**

| Date Announced | Target Name                    | Target Nation  | Acquiror Name                 | Acquiror Nation | Value of Transaction (\$mil) |
|----------------|--------------------------------|----------------|-------------------------------|-----------------|------------------------------|
| 15/1/1999      | Banco Central Hispanoamericano | Spain          | Banco de Santander SA         | Spain           | 11320,76                     |
| 20/2/1999      | Telecom Italia SpA             | Italy          | Ing C Olivetti & Co SpA       | Italy           | 34757,92                     |
| 9/3/1999       | Paribas SA                     | France         | BNP                           | France          | 13200,55                     |
| 17/5/1999      | Hoechst AG                     | Germany        | Rhone-Poulenc SA              | France          | 21917,54                     |
| 5/7/1999       | Elf Aquitaine                  | France         | Total Fina SA                 | France          | 50070,05                     |
| 30/8/1999      | Promodes                       | France         | Carrefour SA                  | France          | 15873,48                     |
| 14/9/1999      | INA                            | Italy          | Assicurazioni Generali SpA    | Italy           | 10179,62                     |
| 15/9/1999      | Sophia SA                      | France         | Societe Financiere Interball  | France          | 546,55                       |
| 20/9/1999      | Vickers PLC                    | United Kingdom | Rolls-Royce PLC               | United Kingdom  | 932,54                       |
| 27/9/1999      | VIAG AG                        | Germany        | VEBA AG                       | Germany         | 13153,2                      |
| 19/10/1999     | Argentaria Caja Postal y Banco | Spain          | Banco Bilbao Vizcaya SA       | Spain           | 11377,21                     |
| 29/11/1999     | National Westminster Bank PLC  | United Kingdom | Royal Bank of Scotland Group  | United Kingdom  | 38524,64                     |
| 17/1/2000      | SmithKline Beecham PLC         | United Kingdom | Glaxo Wellcome PLC            | United Kingdom  | 75960,85                     |
| 21/2/2000      | Norwich Union PLC              | United Kingdom | CGU PLC                       | United Kingdom  | 11858,32                     |
| 6/3/2000       | Unidanmark A/S                 | Denmark        | MeritaNordbanken(Nordbanken)  | Finland         | 4425,78                      |
| 17/4/2000      | Allied Zurich PLC              | United Kingdom | Zurich Allied AG              | Switzerland     | 19399,1                      |
| 10/5/2000      | Northern Leisure PLC           | United Kingdom | Luminar (LS)                  | United Kingdom  | 743,46                       |
| 22/7/2000      | Bank Austria AG                | Austria        | Bayerische Hypo und Vereinsbk | Germany         | 7317,01                      |
| 9/10/2000      | ASR Verzekeringsgroep          | Netherlands    | Fortis(NL)NV                  | Netherlands     | 3689,07                      |
| 11/10/2000     | Banka Comersial Italiana SPA   | Italy          | Banca Intesa SpA              | Italy           | 3144,3                       |
| 24/11/2000     | Wates City of London Props PLC | United Kingdom | Pillar Property PLC           | United Kingdom  | 522,16                       |
| 8/1/2001       | Blue Circle Industries PLC     | United Kingdom | Lafarge SA                    | France          | 3737,54                      |
| 15/1/2001      | Van Melle NV                   | Netherlands    | Perfetti SpA                  | Italy           | 578,66                       |
| 19/2/2001      | Arbed SA                       | Luxembourg     | Usinor SA                     | France          | 3767,17                      |
| 19/2/2001      | Atle AB                        | Sweden         | Woodrose Invest AB            | Sweden          | 850,87                       |
| 2/4/2002       | Enterprise Oil PLC             | United Kingdom | Shell Resources PLC           | United Kingdom  | 6192,28                      |
| 11/6/2002      | Hollandsche Beton Groep NV     | Netherlands    | Koninklijke BAM Groep NV      | Netherlands     | 686,71                       |
| 1/7/2002       | AvestaPolarit Oyj              | Finland        | Outokumpu Oyj                 | Finland         | 549,84                       |
| 7/8/2002       | Simco SA                       | France         | Gecina                        | France          | 2603,92                      |
| 16/12/2002     | Credit Lyonnais SA             | France         | Gredit Agricole SA            | France          | 16242,82                     |
| 17/2/2003      | Interbanca SpA                 | Italy          | Banca Antonveneta SpA         | Italy           | 384,54                       |
| 22/4/2003      | Sibneft                        | Russian Fed    | Yukosneftegaz                 | Russian Fed     | 13615,22                     |

**ΚΑΘΕΤΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ**

| Date Announced | Target Name                     | Target Nation  | Acquiror Name                  | Acquiror Nation | Value of Transaction (\$mil) |
|----------------|---------------------------------|----------------|--------------------------------|-----------------|------------------------------|
| 3/4/2000       | Admiral PLC                     | United Kingdom | CMG PLC                        | United Kingdom  | 2154,67                      |
| 9/3/2001       | Ascot PLC                       | United Kingdom | Dow UK PLC (Dow Chemical CO)   | United Kingdom  | 445,64                       |
| 25/5/2000      | Booker PLC                      | United Kingdom | Iceland Group PLC              | United Kingdom  | 954,69                       |
| 27/12/1999     | Buffetti                        | Italy          | Seat Pagine Gialle SPA         | Italy           | 726,38                       |
| 16/11/1999     | Celsius AB                      | Sweden         | Saab AB                        | Sweden          | 597,52                       |
| 18/9/2002      | Centros Comerciales Carrefour   | Spain          | Carrefour SA                   | France          | 785,31                       |
| 15/6/1999      | Chiroscience Group PLC          | United Kingdom | Celltech PLC                   | United Kingdom  | 534,19                       |
| 1/3/1999       | Cultor Oy                       | Finland        | Danisco A/S                    | Denmark         | 1394,58                      |
| 31/3/2000      | Dorling Kindersley Holdings     | United Kingdom | Pearson PLC                    | United Kingdom  | 495,57                       |
| 10/11/2000     | Ellis & Everard PLC             | United Kingdom | Koninklijke Vopak NV           | Germany         | 443,76                       |
| 3/3/1999       | Enator AB                       | Sweden         | Tieto Corp Oy                  | Finland         | 1020,49                      |
| 10/9/2001      | FAG Kugelfischer Georg Schaefer | Germany        | Ina Holding-Schaeffler Group   | Germany         | 665,5                        |
| 27/1/2000      | Flextech PLC                    | United Kingdom | Telewest Communications PLC    | United Kingdom  | 3699,7                       |
| 22/12/2000     | Hepworth PLC                    | United Kingdom | Valliant GmbH                  | Germany         | 1023,26                      |
| 19/3/2002      | Iberica de Autopistas SA        | Spain          | ACESA                          | Spain           | 779,73                       |
| 7/6/1999       | Koninklijke Hoogovens NV        | Netherlands    | British Steel PLC              | United Kingdom  | 3210,01                      |
| 22/12/2000     | Lasmo PLS                       | United Kingdom | ENI SpA                        | Italy           | 3975,72                      |
| 25/10/1999     | Mansfield Brewery PLC           | United Kingdom | Wolverhampton & Dudley         | United Kingdom  | 412,65                       |
| 4/5/1999       | Monument Oil and Gas PLC        | United Kingdom | LASMO PLC                      | United Kingdom  | 966,63                       |
| 29/3/1999      | Pirelli SpA                     | Italy          | Societe Internationale Pirelli | Italy           | 2582,2                       |
| 15/4/1999      | Polypipe PLC                    | United Kingdom | IMI PLC                        | United Kingdom  | 545,08                       |
| 13/1/2000      | Racal Electronics PLC           | United Kingdom | Thomson - CSF                  | France          | 2173,96                      |
| 27/7/1999      | Scancem AB                      | Sweden         | Heidelberger Zement AG         | Germany         | 670,49                       |
| 10/5/2000      | Sports Internet Group PLS       | United Kingdom | British Sky Broadcasting Group | United Kingdom  | 461,33                       |
| 3/7/2002       | Stinnes AG                      | Germany        | Deutsche Bahn AG               | Germany         | 2461,64                      |
| 28/5/2003      | Terra Lycos Inc                 | Spain          | Telefonica SA                  | Spain           | 1247,57                      |
| 4/7/2000       | Colas SA                        | France         | Bouygues SA                    | France          | 809,15                       |
| 23/2/2000      | Connecta AB                     | Sweden         | Information Highway AB         | Sweden          | 733,27                       |
| 24/5/1999      | London International Group PLC  | United Kingdom | Seton Scholl Healthcare PLC    | United Kingdom  | 996,9                        |
| 27/3/2001      | Sidel SA                        | France         | Tetra Laval SA                 | Switzerland     | 1209,56                      |

**ΑΣΥΣΧΕΤΙΣΤΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ**

| Date Announced | Target Name                    | Target Nation  | Acquiror Name                | Acquiror Nation | Value of Transaction (\$mill) |
|----------------|--------------------------------|----------------|------------------------------|-----------------|-------------------------------|
| 16/3/1999      | Aibright & Wilson PLS          | United Kingdom | ISPG PLC                     | United Kingdom  | 854.13                        |
| 22/5/2000      | Arjo Wiggins Appleton PLS      | United Kingdom | Worms & Cie                  | France          | 1960.8                        |
| 14/6/1999      | ASDA Group PLS                 | United Kingdom | Wal-Mart Stores (UK)Ltd      | United Kingdom  | 10804.81                      |
| 1/11/2002      | Beghin – Say                   | France         | Origny-Naples Consortium     | France          | 1195.77                       |
| 6/4/2003       | Bergesen DY A/S                | Norway         | Wprld Nordic ApS             | Denmark         | 782.33                        |
| 4/7/2001       | Britax International PLS       | United Kingdom | Seton House Acquisitions Ltd | United Kingdom  | 620.49                        |
| 3/7/2000       | De Dietrich Et Cie             | France         | Sicite Industrielle du Hanau | France          | 400.7                         |
| 17/1/2000      | Druid Group PLC                | United Kingdom | FI Group PLC                 | United Kingdom  | 1094.14                       |
| 10/4/2003      | Fitness First PLC              | United Kingdom | Moray Ltd                    | United Kingdom  | 315.86                        |
| 17/6/2002      | Jefferson Smurfit Group PLC    | Ireland-Rep    | MDP Acquisitions             | Ireland-Rep     | 3315                          |
| 12/4/2002      | Kamps AG                       | Germany        | Ffynnon Vierundzwanzigste    | Germany         | 877.16                        |
| 23/11/2001     | Lottomatica SpA                | Italy          | Tyche SpA                    | Italy           | 597.72                        |
| 7/8/2000       | McKechnie PLC                  | United Kingdom | BlueAzure Ltd                | United Kingdom  | 653.41                        |
| 1/2/2000       | Meyer International PLC        | United Kingdom | Cie de Saint-Gobain SA       | France          | 2043.35                       |
| 1/7/2001       | Montedison SpA                 | Italy          | Italenergia                  | Italy           | 2499.94                       |
| 23/6/1999      | Newsquest PLC                  | United Kingdom | Gannett UK Ltd               | United Kingdom  | 1435.25                       |
| 12/2/2001      | Sema PLC                       | United Kingdom | Schlumberger Investments     | United Kingdom  | 5266.65                       |
| 19/7/1999      | Societe Financiere Sogeparc SA | France         | SGE(Vivendi SA)              | France          | 611.15                        |
| 5/11/1999      | Tarmac PLC                     | United Kingdom | Anglo American LPC           | United Kingdom  | 1973.46                       |
| 25/9/2000      | Thames Water PLC               | United Kingdom | RWE AG                       | Germany         | 6255.84                       |
| 4/3/2003       | Thistle Hotels PLC             | United Kingdom | BIL(UK)Ltd                   | United Kingdom  | 542.83                        |
| 15/5/2000      | Thomson Travel Group PLC       | United Kingdom | Preussag AG                  | Germany         | 2730.6                        |
| 5/5/2000       | Toro Assicurazioni SpA         | Italy          | Fiat SpA                     | Italy           | 323.48                        |
| 9/6/2003       | Waste Recycling Group PLC      | United Kingdom | Cholet Acquisition Ltd       | United Kingdom  | 873.86                        |
| 4/10/1999      | Frsikin SA                     | France         | Iveco Nederland BV           | Netherlands     | 374.52                        |
| 21/5/1999      | Greycoat PLC                   | United Kingdom | G2 Estates Ltd(Van Buren)    | United Kingdom  | 45.67                         |
| 14/10/1999     | Guilbert SA                    | France         | Pinault Printemps-Redoute    | France          | 479.97                        |
| 16/10/2002     | Guinness Peat Group PLC        | United Kingdom | Brunel Holdings PLC          | United Kingdom  | 504.15                        |
| 12/2/2001      | Selecta Group                  | Switzerland    | Compass Group PLC            | United Kingdom  | 544.78                        |
| 24/3/1999      | Strafon-Facom SA               | France         | Fimalac SA                   | France          | 923.4                         |
| 13/9/1999      | TAG Heuer International SA     | Switzerland    | LVMH Holding SA              | France          | 747.26                        |
| 7/12/1999      | Waddington PLC                 | Switzerland    | John Mansfield Group PLC     | France          | 518.71                        |

## ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΣΤΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

### Η Ελληνική πραγματικότητα στις εξαγορές και συγχωνεύσεις :

Η αναδιάρθρωση του Ελληνικού Τραπεζικού Τομέα κατέστη δυνατή μόνο μετά την πλήρωση τριών όρων :

**Πρώτος όρος :** Η εξυγίανση των δημοσίων οικονομικών συνέβαλε στη δημιουργία ενός σταθερότερου και προπάντων προβλέψιμου μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον τα διοικητικά στελέχη των τραπεζών έχουν τη δυνατότητα μεσοπρόθεσμου σχεδιασμού, χωρίς να χρειάζεται πλέον να μαζέψουν την επόμενη συναλλαγματική κρίση ή την επόμενη κρίση του ισοζυγίου πληρωμών.

**Δεύτερος όρος :** Οι ιδιωτικοποιήσεις επέτρεψαν ουσιαστικά τη ριζική αναδιάρθρωση του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος. Η αρχή έγινε με την Τράπεζα Πειραιώς που επέστρεψε στον Ιδιωτικό Τομέα το Δεκέμβριο του 1991 αντί του ποσού των 8,8 εκ. € (3 δις δρχ.). Ακολούθησε η ιδιωτικοποίηση της Τράπεζας Κρήτης έναντι 28 εκ. € (93 δις δρχ.) και η πώληση της Ιονικής Τράπεζας στην ALPHA Τράπεζα στην τιμή των 793 εκ. € (270 δις δρχ.).

**Τρίτος όρος :** Οι βελτιώσεις του νομοθετικού κανονιστικού και δεοντολογικού πλαισίου που αφορά τη διοίκηση των εταιρειών, κατέστησαν δυνατή την υλοποίηση των συγχωνεύσεων και συνεργασιών.

Καταλυτικό ρόλο επίσης στις συγχωνεύσεις και εξαγορές έπαιξε τόσο η υιοθέτηση ενός σύγχρονου λογιστικού σχεδίου για τις τράπεζες που εφαρμόστηκε για πρώτη φορά το 1995, όσο και η άνθηση του Χρηματιστηρίου, μεταξύ Μαρτίου 1998 και Σεπτεμβρίου 1999.

Το φαινόμενο των εξαγορών και συγχωνεύσεων, που προοδευτικά εντείνεται διεθνώς και με καλπάζοντα ρυθμό, μεταμορφώνει το διεθνές οικονομικό και επιχειρησιακό περιβάλλον, δεν άφησε ανέπαφη και τη δική μας χώρα. Ο ολοένα εντεινόμενος ανταγωνισμός στο νέο ευρωπαϊκό και διεθνές πεδίο, ωθεί και τις ελληνικές επιχειρήσεις στη δημιουργία βιώσιμων μεγάλων οικονομικών μονάδων, οι οποίες να μπορούν να σταθούν όρθιες στον ανελέητο ανταγωνισμό.

Για να επιβιώσουν οι ελληνικές τράπεζες, μέσα στο νέο ανταγωνιστικό περιβάλλον, ωθούνται εκούσια ή ακούσια σε συγχωνεύσεις με άλλες ελληνικές, ευρωπαϊκές, αμερικάνικες κλπ. Τράπεζες, προκειμένου να αποφύγουν ή να απομακρύνουν τον αφανισμό τους από το ελληνικό, ευρωπαϊκό και διεθνές πεδίο. Η συγχώνευση των μικρών και μεσαίων ελληνικών τραπεζών με άλλες ελληνικές, ευρωπαϊκές κλπ. Τράπεζες αποτελεί για αυτές σήμερα μονόδρομο, αν επιθυμούν να επιβιώσουν και να εδραιώσουν τη θέση τους μέσα στο νέο αυτό οικονομικό τοπίο.

Στην Ελλάδα η απελευθέρωση των αγορών και του τραπεζικού συστήματος οδήγησε στην ίδρυση πολλών μικρών ιδιωτικών τραπεζών. Οι τράπεζες αυτές, εκμεταλλευόμενες τα υψηλά επιτόκια και τα υψηλά *ecart*, μπόρεσαν να σταθεροποιήσουν τη θέση τους στην αγοράς. Όμως αυτή η περίοδος φαίνεται ότι τελειώνει. Τα περιθώρια κέρδους μειώνονται. Δυνατότητα μεγάλης αύξησης των αντλούμενων και χορηγούμενων κεφαλαίων δεν υπάρχει, δεδομένου ότι αναπτύσσονται και άλλα επενδυτικά και χρηματοδοτικά προϊόντα από φορείς του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού χώρου.

Θα φτάσουμε δηλαδή στο σημείο όπου οι τράπεζες θα είναι περισσότερες από αυτές που χρειάζονται. Τότε τον κύριο ρόλο θα τον έχουν τα μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα. Είναι λογικό όμως να περάσει κάποια μικρή περίοδος ωρίμανσης της κατάστασης, πριν περάσουμε στην επόμενη φάση ιδιωτικοποιήσεων και συγχωνεύσεων καθώς και στην εντονότερη διεθνοποίηση. Θα πρέπει στο διάστημα αυτό τα μεγάλα υπό τον κρατικό έλεγχο τραπεζικά ιδρύματα να έχουν αναδιοργανωθεί και εξυγιάνει τα χαρτοφυλάκιά τους. Παράλληλα, οι μικρότερες τράπεζες θα πρέπει να επιδοθούν σ'έναν αγώνα δρόμου εδραίωσής τους, διότι αλλιώς θα καταλήξουν να εξαγοραστούν από τους κυρίαρχους της αγοράς. Σημαντική πρόκληση για τις ελληνικές τράπεζες είναι το μέγεθος τους, που τις καθιστά ανίσχυρες να ανταγωνιστούν σε πανευρωπαϊκό επίπεδο στην αγορά χονδρικής, στη διαχείριση κεφαλαίων κλπ.

Μακροπρόθεσμα, οι ελληνικές τράπεζες δεν θα μπορέσουν να αποφύγουν τον ανταγωνισμό αυτό, ακόμα και στην αγορά λιανικής. Για να απαντηθεί η πρόκληση του ανταγωνισμού, ελάχιστα προαπαιτούμενα είναι η

εξωστρέφεια, η αλλαγή κουλτούρας με επίκεντρο τον μέτοχο και τον πελάτη, η στενότερη σύνδεση των αμοιβαίων με την παραγωγικότητα και η ευελιξία.

Η αναδιάρθρωση και συγκέντρωση των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών δεν είναι μόνο σύγχρονο ελληνικό φαινόμενο αλλά παγκόσμιο. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αυξάνονται με γρήγορους ρυθμούς όχι μόνο στις ΗΠΑ, αλλά και στην Ευρώπη, όπου η Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) επέτεινε την ανάγκη δημιουργίας μεγάλων χρηματοοικονομικών ομίλων, ενώ στην Ασία θα μπορούσαν να αποτελέσουν λύση στα προβλήματα αδύναμης κεφαλαιακής επάρκειας και χρεοκοπίας.

Στην Ελλάδα οι εξαγορές και συγχωνεύσεις συναντούσαν σημαντικά εμπόδια κατά το παρελθόν, κυριότερα εκ των οποίων αναφέρονται :

- Ο μικρότερος αριθμός εταιρειών εισηγμένων στο ΧΑΑ.
- Η ισχυρή παρουσία κρατικής ιδιοκτησίας και οικογενειακής οργάνωσης των τραπεζών.
- Ο κατακερματισμός και τα περιορισμένα όρια των τραπεζών.
- Οι μη διαφαινόμενες προοπτικές της εγχώριας αγοράς, έλλειψη κατάλληλου θεσμικού πλαισίου.

Με την δημιουργία της Ενιαίας Αγοράς το 1986, η οποία οδήγησε σε ένα κύμα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στην Ευρώπη, η ελληνική οικονομία επηρεάστηκε σημαντικά. Έτσι, μεταξύ 1987 και 1994, το 9% περίπου του ενεργητικού της ελληνικής βιομηχανίας έγινε αντικείμενο εξαγορών και συγχωνεύσεων, με το ποσοστό αυτό να φτάνει το 13-24% στους κλάδους τροφίμων, ποτών, πλαστικών και μη μεταλλικών ορυκτών. Ανάλογα, αλλά μη προσδιορισμένα ποσοστά, εκτιμάται ότι σημειώθηκαν και σε κλάδους των υπηρεσιών. Μάλιστα, κατά την περίοδο 1985-1993, οι περισσότερες ξένες επενδύσεις στην Ελλάδα έγιναν μέσω Εξαγορών και Συγχωνεύσεων.

Στην αμέσως επόμενη περίοδο (1994 – σήμερα) οι εξαγορές και συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων από ξένες, φαίνεται να συνυπάρχουν με σημαντικές άμεσες ξένες επενδύσεις, λ.χ. στην κινητή τηλεφωνία, στα καζίνο, στα υπερμάρκετ, στα έργα του Γ΄ Κ.Π.Σ. Με την ανάπτυξη του ΧΑΑ, την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, την γενική βελτίωση των οικονομικών επιδόσεων της οικονομίας, τις ευκαιρίες των μεγάλων έργων, τη διάνοιξη προοπτικών στα Βαλκάνια, καθώς

και με τη συνεχιζόμενη πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων, πολλαπλασιάστηκαν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στη χώρα μας, με αιχμή τα τελευταία χρόνια, το ίδιο το τραπεζικό σύστημα. Το 1999 σημειώθηκε σημαντικό κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων με επιπτώσεις σε όλους τους κλάδους.

Ειδικά στον τραπεζικό τομέα, εμφανίζονται αξιοσημείωτες αλλαγές στα μερίδια αγοράς των τραπεζών, με σημαντική άνοδο των μεριδίων των ιδιωτικών ομίλων. Οι περισσότεροι αναλυτές στη χώρα μας συμφωνούν ότι η τάση αυτή θα συνεχιστεί τόσο σε κλάδους αιχμής για τις εξαγορές και συγχωνεύσεις (όπως ο τραπεζικός), όσο και στο σύνολο της οικονομίας σε συνδυασμό με :

- Τη συμμετοχή της χώρας στην ΟΝΕ.
- Τις ανάγκες εκσυγχρονισμού και ολοκλήρωσης του παραγωγικού ιστού.
- Τις πιέσεις του διεθνούς ανταγωνισμού.
- Την επέκταση της πολιτικής αποκρατικοποιήσεων στα επόμενα χρόνια.

Το μέγεθος, ως παράγοντας που συμβάλλει στον αποτελεσματικό καταμερισμό του κινδύνου και σε οικονομίες κλίμακας στον τομέα της παροχής υπηρεσιών, θα πάψει να έχει τόσο μεγάλη σημασία. Το φάσμα των παρεχομένων υπηρεσιών και ο περιορισμός του κόστους προβολής και προώθησης τους στην αγορά θα καταστεί κρίσιμο.

## Εξαγορές και συγχωνεύσεις εγχώριων τραπεζών κατά το 2002.

|   |  |   |
|---|--|---|
| Εθνική Τράπεζα  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Εθνική Τράπεζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Αναπτύξεως (ΕΤΕΒΑ)</li> <li>Banque Nationale de Grece (France)</li> </ul>  | Συγχώνευση με απορρόφηση τους από τη μητρική Εθνική Τράπεζα   |
| EFG Eurobank  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Banc Post Ρουμανίας</li> <li>Post Banca Γιουγκοσλαβίας</li> <li>Επενδύσεις εργασίας ΑΕΕΧ (εταιρεία επενδύσεων Χαρτοφυλακίου)</li> <li>Επενδύσεις εργασίας ΑΕΕΧ (εταιρεία επενδύσεων Χαρτοφυλακίου)</li> </ul> | Εξαγορά επιπλέον πακέτου μετοχών 17% (συνολική συμμετοχή 36,3%)<br>Προσύμφωνα εξαγοράς 67%<br>Συγχώνευση με απορρόφηση<br>Πρόθεση συγχώνευσης με απορρόφηση |
| Ταχυδρομικό Ταμιεύτήριο   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Τράπεζα Αττικής</li> </ul>  | Εξαγορά 17,7%<br>(ολόκληρο το πακέτο με τοχών που κατείχε η Εμπορική Τράπεζα)   |
| Marfin Bank   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Επενδυτική Τράπεζα</li> </ul>   | Εξαγορά με καταβολή μετρητών για το 51% έως και το 100% του μετοχικού κεφαλαίου   |
| Επίσης, έγιναν δύο στρατηγικές συμφωνίες ελληνικών τραπεζών με ξένες, με αμοιβαία μετοχική συμμετοχή. |  |   |
| Τράπεζα Πειραιώς  | Απόκτηση 20% των θυγατρικών του Ολανδικού ομίλου ING, Nationale Nederlanden Ζωής και Ασφαλειών (μέσω αύξησης κεφαλαίου)  | Ο Όμιλος ING, μέσω της Nationale Nederlanden Ελλάδος, αποκτά (μέσω αύξησης κεφαλαίου) το 5% του μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας Πειραιώς                   |
| Aspis Bank  | Απόκτηση των εργασιών τραπεζικής της ABN AMRO BANK στην Ελλάδα (δίκτυο 17 καταστημάτων, τομέας πιστωτικών καρτών, εταιρεία πρακτόρευσης ασφαλίσεων, εταιρεία leasing, τομέας εργασιών μικρομεσαίων επιχειρήσεων)                                     | Η ABN AMRO BANK συμμετέχει με 7% στο υφιστάμενο μετοχικό κεφάλαιο της Aspís Bank  |

Οι δύο ανωτέρω συμφωνίες προβλέπουν τη διάθεση προϊόντων, από τα δίκτυα και των δύο ομίλων, και την ίδρυση κοινών εταιρειών σε διάφορους τομείς.

Κατά το 2002, ενισχύθηκαν περαιτέρω οι ήδη υφιστάμενες στρατηγικές συμμαχίες μεταξύ Εμπορικής Τράπεζας – Credit Agricole και EFG Eurobank - Deutsche Bank, με την ίδρυση κοινών εταιρειών και την κοινή χρηματοδότηση μεγάλων αναπτυξιακών έργων.



**ΠΩΣ ΟΙ ΚΙΝΗΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΕΠΕΔΡΑΣΑΝ ΣΤΙΣ**  
**ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΑΙ ΠΟΙΟΙ ΕΙΝΑΙ ΟΙ**  
**ΚΥΡΙΟΤΕΡΟΙ ΤΡΟΠΟΙ ΟΡΘΗΣ ΥΛΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ**  
**ΚΙΝΗΣΕΩΝ ΑΥΤΩΝ.**

Οι μεγάλες σε αριθμό εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν από τις εισηγμένες επιχειρήσεις κατά την περίοδο 1999-2000 και η μεταγενέστερη πώληση των εν λόγω θυγατρικών εταιρειών μέσα σε σχετικά μικρό χρονικό διάστημα, προκάλεσαν σημαντική αναίρεση στις υποθέσεις αποτίμησης των εισηγμένων εταιρειών, λόγω της ταχείας εναλλαγής των δεδομένων πληροφόρησης. Παράλληλα, η πλειονότητα αυτών των εξαγορών, ενίσχυσε κυρίως τον ενοποιημένο κύκλο εργασιών, αλλά εν τούτοις δεν προσέθεσε σημαντικά εισόδο σε επίπεδο κερδοφορίας και μερισμάτων για τις μητρικές επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα να μην εξαχθεί το επιθυμητό αποτέλεσμα για την εικόνα της μετοχής τους στο Χρηματιστήριο.

**Το ζήτημα των εξαγορών επιδείνωσε εν μέρει την εικόνα των εισηγμένων εταιρειών.**

Κατά τα τελευταία χρόνια, πολλές ελληνικές εισηγμένες εταιρείες επέλεξαν την οδό των εξαγορών ομοειδών ή άκρως διαφορετικού αντικειμένου δραστηριότητας επιχειρήσεων, στην προσπάθειά τους να ενισχύσουν σε ενοποιημένη βάση τα θεμελιώδη μεγέθη τους και να καταστήσουν ελκυστικότερες τις αποτιμήσεις τους. Αρκετές από τις κινήσεις αυτές τελικά πραγματοποιήθηκαν με αποσπασματικό τρόπο (1<sup>ο</sup>) και χωρίς σαφή στρατηγικό προσανατολισμό, με αποτέλεσμα όταν δοκιμάστηκαν σε κρίσιμες οικονομικές ή χρηματιστηριακές περιόδους, να ανατραπούν εντελώς οι αρχικοί σχεδιασμοί και να προκύψουν πολυάριθμες αποσχίσεις κλάδων ή πωλήσεις θυγατρικών μη στρατηγικού ενδιαφέροντος.

Αν και θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι η τελευταία κίνηση έγινε τόσο λόγω της έλλειψης στρατηγικού ενδιαφέροντος όσο και με σκοπό την κάμψη του λειτουργικού κόστους σε μια περίοδο μειωμένων δυνατοτήτων ανεύρεσης κεφαλαίων, το κύριο συμπέρασμα που αφορά τη συγκεκριμένη έρευνα έγκειται στην επίδραση που υπήρξε στο επίπεδο της αναγκαίας

προσφερόμενης πληροφόρησης. Πέρα από το γεγονός της ελλιπούς γνωστοποίησης στοιχείων – κυρίως όταν οι εξαγορασθείσες εταιρείες δεν ήταν εισηγμένες – γύρω από το ακριβές οικονομικό τίμημα, τον τρόπο χρηματοδότησης, την ταυτότητα των πρώην άμεσων και έμμεσων βασικών μετοχών, καθώς και τις ακριβείς σε ποιοτικό επίπεδο ωφέλειες της εκάστοτε κίνησης εξαγοράς, η επενδυτική και αναλυτική κοινότητα παρουσιάσθηκε ιδιαίτερα επιφυλακτική απέναντι στη συγκρότηση πολυσχιδών ομίλων. Οι τελευταίοι έτειναν να χαρακτηρίζονται από ασαφή μετοχική σύνθεση και σχέσεις ενδιάμεσης ιδιοκτησίας, αλλά και να διαθέτουν περιορισμένη διαφάνεια κερδοφορίας (2<sup>ο</sup>) ή συγκεχυμένη (3<sup>ο</sup>) προσέγγιση απέναντι στην μακροχρόνια στρατηγική ανάπτυξης των θεμελιωδών μεγεθών τους. Τα παραπάνω δεδομένα με τη σειρά τους δεν αντισταθμίστηκαν από την ανάλογη αυξημένη πληροφόρηση από μέρους των εισηγμένων εταιρειών, καθώς είναι ενδεικτικό ότι ως πρόσφατα η ανάλυση του ενοποιημένου και μητρικού κύκλου εργασιών στους ετήσιους απολογισμούς παρέμενε ελλιπής ως προς την πληρότητα των στοιχείων, ενώ δεν ήταν τυποποιημένη και υποχρεωτική για όλες τις εταιρείες. Συνεπώς η εικόνα των εισηγμένων ομίλων με πολυσχιδείς και μη διαφανείς – σε επίπεδο ποσοτικής σημασίας για την τελική κερδοφορία τους – δραστηριότητες, έτεινε να επιδεινώνεται σταδιακά, αποτελώντας κύριο ανασταλτικό παράγοντα για τη βελτίωση της εμπορευσιμότητας της μετοχής τους.

**Συμπερασματικά,** υπό την προϋπόθεση ότι οι άλλες παράμετροι παραμένουν σταθερές, η συγκρότηση σύνθετων επιχειρηματικών ομίλων με πολυάριθμες και ευμετάβλητες πηγές εσόδων, δημιουργεί αυξημένες ανάγκες διάχυσης πληροφόρησης, ενώ καθώς δεν εγγυάται την ακριβή ανάλυση των οικονομικών δεδομένων, προκαλεί αρνητικές επιπτώσεις τόσο στην εικόνα όσο και στην εμπορευσιμότητα της μετοχής τους.

---

1<sup>ο</sup> Είναι χαρακτηριστικό ότι σε επίπεδο κινήσεων εξαγορών και συγχωνεύσεων που αφορούσαν εισηγμένες στο Χ.Α.Α. επιχειρήσεις, η 2<sup>η</sup>ετία 1999-2000 αποτέλεσε την πιο ενεργή περίοδο των τελευταίων δεκαετιών στην ελληνική οικονομική ιστορία, καθώς η πληθώρα των αντλούμενων κεφαλαίων «ανάγκασε» τις επιχειρήσεις να αναζητήσουν στόχους εξαγορών τη στρατηγική χρησιμότητα των οποίων δεν πρόλαβαν να μελετήσουν σε βάθος χρόνου.

2<sup>ο</sup> Ενδεικτικά αναφέρονται εταιρείες με ποικίλες γραμμές παραγωγής και με ταυτόχρονα έσοδα από την παροχή υπηρεσιών ή τις υπεραξίες κεφαλαίου.

3<sup>ο</sup> Λόγω της μερικής παραμέλησης του παραδοσιακού αντικειμένου της Εταιρείας στο ένα χρονικό διάστημα και της εντονότερης επιστροφής σε αυτό, σε ένα μεταγενέστερο χρονικό διάστημα.

## **Πώς τελικά πρέπει να γίνονται οι εξαγορές :**

### **Με έκδοση Νέων Μετοχών ή με Μετρητά :**

Το έτος 1988, μόλις το 2% των μεγάλων επιχειρηματικών συμφωνιών στην Αμερική πραγματοποιήθηκε με έκδοση η ανταλλαγή νέων μετοχών. Δέκα χρόνια αργότερα το ποσοστό αυτό είχε αυξηθεί στο επίπεδο του 50%. Στην ελληνική αγορά, την ιδιαίτερα πλούσια Ζετία (σε επίπεδο εξαγορών και συγχωνεύσεων) 1998 – 2000, το συντριπτικό μέρος (εάν εξαιρεθούν οι αντίστοιχες συμπράξεις του τραπεζικού κλάδου) των εν λόγω συμφωνιών πραγματοποιήθηκε με την καταβολή μετρητών, κυρίως όχι χρημάτων που δημιουργήθηκαν μέσα από τη λειτουργία των επιχειρήσεων, αλλά κεφαλαίων που αντλήθηκαν από μεγάλες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης και με συνεισφορά των παλαιών ή των καινούργιων μετοχών.

Το καίριο ερώτημα που τείνει να βασανίζει τις επιχειρήσεις είναι η οδός (μετρητά ή έκδοση νέων μετοχών) που πρέπει να είναι περισσότερο προτιμητέα στις κινήσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων. Παράλληλα, η επιλογή αυτή των εταιρειών είναι καίριας σημασίας καθώς διαδραματίζει ένα ειδικό ρόλο στον τόπο με τον οποίο οι επενδυτές αξιολογούν τις επιλογές της κάθε διοίκησης, ενώ ασφαλώς καθώς δύναται να επιδράσει στην αξία μιας επιχείρησης (μέσω μεταβολών στα ίδια κεφάλαια, μέσω της έκδοσης νέων μετοχών ή μέσω των αποσβέσεων υπεραξίας) έχει σημαντικές επιπτώσεις και στους δείκτες αποτίμησης της νέας εταιρείας (που προκύπτει μετά την αντίστοιχη επιχειρηματική σύμπραξη).

Οι ειδικοί αναλυτές στις εξαγορές και συγχωνεύσεις υποστηρίζουν ότι οι διοικήσεις των εταιρειών όταν προχωρούν σε μια επιχειρηματική σύμπραξη, βρίσκονται μπροστά σε ένα κρίσιμο δίλημμα ως προς το ποια λύση πρέπει να επιλέξουν προκειμένου τόσο η νέα εταιρεία να ωφεληθεί – αποτιμησιακή και όχι μόνο – όσο και να περάσουν το κατάλληλο μήνυμα στην επενδυτική κοινότητα για τις πραγματικές τους προθέσεις.

Η πρώτη απόφαση για την επιχείρηση που εξαγοράζει είναι εάν πρέπει να χρηματοδοτήσει την κίνηση της με μετρητά ή με την έκδοση νέων μετοχών. Το δεύτερο βήμα – και εφόσον επιλεγεί η οδός της έκδοσης νέων μετοχών – είναι η λήψη απόφασης μεταξύ της προσφοράς ενός σταθερού συνολικού αριθμού μετοχών ή της προσφοράς μιας σταθερής συνολικής χρηματικής

αξίας που αντιπροσωπεύεται από ένα μεταβαλλόμενο (έως την χρονική στιγμή της μεταβίβασης ή υλοποίησης της συμφωνίας) αριθμό μετοχών.

### **Εξαγορές και Συγχωνεύσεις**

**Έκδοση Μετοχών ή Μετρητά**

### **Έκδοση Μετοχών**

Σταθερός Συνολικός Αριθμός Μετοχών ή

Σταθερή Συνολική Χρηματική Αξία που αντιπροσωπεύεται από  
Μεταβαλλόμενο Αριθμό Μετοχών

### **Μετρητά**

Ηχηρό Μήνυμα στην Αγορά ότι ο Εξαγοράζων Πιστεύει στην Μετοχή του.

Η απόφαση της χρηματοδότησης μιας εξαγοράς με μετρητά σημαίνει ουσιαστικά ότι η εταιρεία που εξαγοράζει μια άλλη, είναι εκείνη που όχι μόνο αναλαμβάνει όλο τον κίνδυνο, αλλά κρατά για τον εαυτό της ολόκληρη την πιθανή μελλοντική απόδοση της εν λόγω επιχειρηματικής της κίνησης. Παράλληλα, με τον τρόπο αυτό στέλνει ένα ηχηρό μήνυμα στις αγορές ότι πιστεύει πραγματικά στην εξαγορά της εν λόγω επιχείρησης αλλά, το κυριότερο, ότι πιστεύει και στην αξία της δικής της μετοχής, την οποία δεν επιθυμεί να ανταλλάξει. Σε αντίθεση με αυτό (μετρητά από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου) το οποίο επέλεξε ένα πλήθος ελληνικών εισηγμένων εταιρειών στην 3/ετία 1998-2000, το παραπάνω μήνυμα καθίσταται ακόμη πιο ηχηρό **όταν τα μετρητά που χρηματοδοτούν μια εξαγορά προέρχονται από τη λειτουργική κερδοφορία μιας επιχείρησης και τις ταμιακές της ροές και όχι από τα αντληθέντα κεφάλαια μιας αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών.**

Η τελευταία ενδεχομένως να αποτελεί μοναδική επιλογή μιας εταιρείας που εξαγοράζει μόνο στις περιπτώσεις κατά τις οποίες το μέγεθος της εταιρείας στόχου είναι πολύ μεγάλο.

Αντίθετα η απόφαση χρηματοδότησης μιας εξαγοράς με την έκδοση νέων μετοχών, σημαίνει ότι η εταιρεία που εξαγοράζει, προσφέρεται στην

ουσία να «μοιρασθεί» τη νέα επιχειρηματική οντότητα που θα προκύψει αμέσως μετά, με τους νέους μετόχους της εξαγορασθείσας και προς απορρόφηση επιχείρησης, στους οποίους άλλωστε προσφέρει και μετοχές της. Αυτό το γεγονός, η επενδυτική κοινότητα το εκλαμβάνει συνήθως ως μια ένδειξη μικρής πίστης της εξαγοράζουσας εταιρίας για την ίδια την μετοχή της.

Στην επιλογή της εξαγοράς μιας επιχείρησης μέσω της έκδοσης νέων μετοχών υπάρχουν συνήθως δύο (2) ειδικές περιπτώσεις.

**Η πρώτη** αφορά στην προσφορά ενός σταθερού συνολικού αριθμού μετοχών της εξαγοράζουσας (εταιρία Α) προς τους μετόχους της εξαγορασθείσας (εταιρία στόχου Β), π.χ. 15.000.000 μετοχών της Α προς τους μετόχους της Β. Η επιλογή αυτή όμως ουσιαστικά αποτελεί και πάλι ένδειξη μικρής πίστης της εξαγοράζουσας εταιρίας για την ίδια την μετοχή της, διότι σημαίνει ότι οι μέτοχοι της εξαγορασθείσας αναλαμβάνουν τον κίνδυνο ότι η αξία της μετοχής της εξαγοράζουσας εταιρίας (την οποία και θα λάβουν ως ανταλλαγή) δεν θα μειωθεί (στο χρηματιστήριο) μέχρι τη χρονική στιγμή κατά την οποία θα λάβει χώρα η σχετική πράξη της εξαγοράς.

**Η δεύτερη** περίπτωση αφορά στην προσφορά μιας σταθερής συνολικής χρηματικής αξίας που αντιπροσωπεύεται από μεταβαλλόμενο αριθμό μετοχών, π.χ. 150 εκατ. € σε μετοχές της εταιρείας Α προς τους μετόχους της εταιρίας Β. Σε αυτή την περίπτωση, η εξαγοράζουσα εταιρία στέλνει ένα ισχυρό μήνυμα στην αγορά ότι πιστεύει στην ίδια τη μετοχή της, ανεξάρτητα εάν μειωθεί η αξία της έως τη χρονική στιγμή της ανταλλαγής και αναγκασθεί να πληρώσει το σταθερό αυτό τίμημα με περισσότερες σε αριθμό μετοχές της.

Όπως φαίνεται από τα παραπάνω παραδείγματα η μέθοδος πληρωμής μιας εξαγοράς τείνει να έχει ιδιαίτερα σημαντικές περιπλοκές στον τρόπο που αποτιμάται μία εταιρία αλλά και στα μηνύματα τα οποία λαμβάνουν οι επενδυτές σε διαφορετικές χρονικές στιγμές, με αποτέλεσμα να απαιτείται μεγάλη προσοχή από τις διοικήσεις των εισηγμένων επιχειρήσεων ως προς το πια οδός είναι εκάστοτε προτιμότερη και περισσότερο ωφέλιμη για την εν γένει εικόνα της.

## **M & A**

### **Mergers and Acquisitions – Too much Cash**

Η δραστηριότητα στον τομέα των εξαγορών και συγχωνεύσεων (M & As) στις ΗΠΑ έχει ανέλθει σε επίπεδα που είχαμε να δούμε από τα τέλη της δεκαετίας του 1990, τροφοδοτούμενη από το φτηνό κόστος δανεισμού παγκοσμίως και την υπερβάλλουσα ρευστότητα που έχει δημιουργηθεί στο σύστημα.

Μετά από μια μακρά περίοδο κατά την οποία οι εταιρίες πρόσεχαν ιδιαίτερα τα κόστη τους και απέφευγαν τα μεγαλόπνοα σχέδια, μια περίοδο ενδοσκόπησης αν προτιμάτε, φτάσαμε φέτος στο σημείο να έχουν δαπανηθεί από την αρχή του χρόνου 2,3 τρις \$ για εξαγορές. Η χρονιά κατά την οποία σημειώθηκε το ρεκόρ ήταν το 2002 με 3,3 τρις \$. Αξίζει να σημειωθεί ότι μόνο σε μια μέρα, σε ΗΠΑ και Ευρώπη δαπανήθηκαν για τον ίδιο σκοπό 40 δις \$. Ανάμεσα στους στόχους των εξαγορών ήταν εταιρίες όπως η MBNA Corporation, η εταιρεία αθλητικών ειδών Reebok International αλλά και η τηλεπικοινωνιακή AT & T. Οι επενδυτές ενισχύουν τη δραστηριότητα αυτή, προτιμώντας τις μετοχές όχι μόνο των εργαζομένων – για τις οποίες συνήθως πληρώνεται κάποιο premium - αλλά και των εξαγοραζόντων. Στα 10 τελευταία deals στις ΗΠΑ, οι μετοχές των εταιρειών που προχώρησαν σε εξαγορά σημείωσαν άνοδο μέσα στην πρώτη εβδομάδα μετά την ανακοίνωση..

Την περασμένη εβδομάδα, μόλις η Bon-Stores Inc με κεφαλαιοποίηση 278 εκ. \$ ανακοίνωσε ότι διεκδικεί την εξαγορά 142 καταστημάτων μέσω της Saks Inc για 1,1 δις \$ χρηματοδοτούμενη εξ ολοκλήρου από τραπεζικό δανεισμό (!!), η μετοχή της σημείωσε άνοδο 24%.

Η έκρηξη στις εξαγορές και συγχωνεύσεις αποτυπώνει επίσης δίψα για εξαγορές στην Ευρώπη, χαμηλά επιτόκια δανεισμού, επιθετική πολιτική χορηγήσεων από τις τράπεζες και μετρητά που αναλογούν σε ποσοστό 10% του συνόλου του ενεργητικού των επιχειρήσεων, το υψηλότερο στις ΗΠΑ τα τελευταία 20 χρόνια, σύμφωνα με την Morgan Stanley.

Επιπλέον ώθηση στο σύστημα δίνουν οι εταιρείες διαχείρισης κεφαλαίων, οι οποίες διαθέτουν μεγάλη αγοραστική δύναμη σε μετρητά καθώς οι επενδυτές αναζητούν αποδόσεις διεθνώς, καλύτερες από αυτές που λαμβάνουν μέχρι στιγμής φέτος από τις ΗΠΑ. Σύμφωνα με στοιχεία της

Goldman Sachs, ιδιωτικά Funds έχουν επενδύσει σε επιχειρηματικές συμφωνίες πάνω από 202 δις \$ φέτος.

Αυτή τη στιγμή στα ταμεία των εταιρειών που απαρτίζουν τον S& P500 βρίσκονται ζεστά-ζεστά περί τα 2 τρις \$ ποσό το οποίο είναι μεγαλύτερο και από αυτό του 1999-2000. Το γεγονός αυτό προοιωνίζει εντονότερη δραστηριότητα στον τομέα των επιχειρηματικών συμφωνιών, προετοιμάζει τους επενδυτές για γενναία μερίσματα, ευνοεί το ενδεχόμενο επαναγοράς μετοχών από τις εταιρείες, ενισχύει την πολιτική του Fed για περαιτέρω περιορισμούς της κυκλοφορίας χρήματος μέσω αύξησης επιτοκίων αλλά αφήνει και μια ανησυχία για το ενδεχόμενο αυτού που αποκαλούσε ο Peter Lynch στο βιβλίο του One Up on Wall Street: «diworsification» (λογοπαίγνιο με το Diversification και το Worse), χειροτέρευση δηλαδή, του χαρτοφυλακίου συμμετοχών των εταιρειών μέσω αλόγιστων επενδύσεων που προήλθαν υπό την πίεση ύπαρξης υπερβολικής ρευστότητας, παρά από την πραγματική ανάγκη επένδυσης σε διαφορετικούς τομείς. Το έργο το έχουμε ξαναδεί.

Σήμερα παρατηρούμε ότι οι μεγαλύτερες συγχωνεύσεις γίνονται μεταξύ ομοειδών επιχειρήσεων. Προκειμένου να επιτευχθούν μεγαλύτερα μερίδια και μεγαλύτερες πωλήσεις με εξοικονόμηση κόστους. Αυτό σε ένα βαθμό έχει οδηγήσει τη φαντασία των επενδυτών σε έξαρση, καθώς είναι πιο εύκολο να προβλεφθούν κάποιες κινήσεις. Σύμφωνα με την Thomson Financial, το μέσο premium που έχει πληρωθεί στις εξαγορές ανέρχεται σε 27% της τρέχουσας αποτίμησης και 58% του κόστους εξαγοράς χρηματοδοτείται από ίδια κεφάλαια (συνήθως από το ταμείο της εξαγοράζουσας).

Γεγονός πάντως είναι ότι η επικείμενη αύξηση των επιτοκίων στην Ευρώπη και η διαφαινόμενη διατήρηση της αυξητικής τάσης από τη Fed – μέχρι το 4,5% τουλάχιστον – θα περιορίσει κάπως τη δραστηριότητα αυτή και θα επιβαρύνει όσους έχουν προχωρήσει σε ανάληψη υψηλού δανεισμού.

Οι αγορές επικροτούν τις ενθουσιώδεις κινήσεις όταν υπάρχει ενθουσιασμός στην ατμόσφαιρα. Αν η λάμψη χαθεί από τις χρηματιστηριακές αποδόσεις, ανάλογες κινήσεις μπορεί να τιμωρηθούν ως υπερβολικά φιλόδοξα.

**MERIT AXEPEY**

**Δ. Ι. ΛΕΥΤΑΚΗΣ ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ & ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ**

**A. N. ΚΑΡΑΛΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΣ ΕΚΠΡΟΣΩΠΟΣ**

## Η ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ

### Η περίπτωση του Ομίλου της ALPHA BANK

#### Περίληψη Άρθρου

Στο πλαίσιο αυτού του άρθρου εξετάζεται ο ρόλος της πολιτικής Συγχωνεύσεων και Εξαγορών που εφαρμόζεται παγκοσμίως από τις επιχειρήσεις ως μέσο επέκτασης και ενδυνάμωσης της θέσης τους στην αγορά. Επικεντρωνόμαστε στον κλάδο των τραπεζών και χρησιμοποιούμε ως αντικείμενο μελέτης τον όμιλο της Alpha Bank. Στο άρθρο αυτό περιγράφεται η στρατηγική επέκτασης του ομίλου μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών, τόσο αμιγώς ομοειδών επιχειρήσεων όσο και εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον ευρύτερο του χρηματοοικονομικού τομέα. Δίνεται έμφαση στην περίπτωση της συγχώνευσης της Ιονικής Τράπεζας, μία από τις μεγαλύτερες εταιρικές συμφωνίες των τελευταίων ετών, και γίνεται αναφορά στην προσπάθεια συγχώνευσης με την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, μια προσπάθεια που θα οδηγούσε σ' ένα ισχυρό τραπεζικό όμιλο σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Όσον αφορά την Ιονική Τράπεζα αναλύονται οι επιδράσεις στο μερίδιο αγοράς και στη λειτουργία της Alpha Bank, ενώ στην περίπτωση της Εθνικής Τράπεζας γίνεται μια προσπάθεια διεύρυνσης των πιθανών ωφελειών της συνένωσης αλλά και των αιτιών που τελικά οδήγησαν σε αποτυχία του εγχειρήματος.

#### Εισαγωγή

Η Alpha Bank που έχει τις ρίζες της στον εμπορικό οίκο Ι. Φ. Κωστόπουλου, ο οποίος μετά τη δημιουργία του το 1879 στην Καλαμάτα ανέπτυξε και τραπεζικές δραστηριότητες, είναι η δεύτερη σε μέγεθος τράπεζα στην Ελλάδα, με πρωτεύουσα σημασία στις βασικές αγορές του εγχωρίου χρηματοοικονομικού τομέα και ιδιαίτερα σημαντική παρουσία στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης καθώς και στο Λονδίνο.



Μεταξύ των συγκριτικών πλεονεκτημάτων της συμπεριλαμβάνονται το εκτεταμένο και εκσυγχρονισμένο δίκτυο καταστημάτων της, η πελατειακή βάση τόσο στον τομέα των ιδιωτών όσο και στους τομείς των επιχειρήσεων και των θεσμικών επενδυτών, το πολύ ισχυρό εμπορικό σήμα και το υψηλό επίπεδο αξιοπιστίας της.

Η Alpha Bank δραστηριοποιείται σ' ένα πολύ ευρύ φάσμα του χρηματοοικονομικού τομέα, τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο. Το διάγραμμα 1 της ακόλουθης σελίδας παρουσιάζει σχηματικά το σύνολο των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων που σχετίζονται με τον όμιλο.

Στην προσπάθεια εξάπλωσης των δραστηριοτήτων του και ενδυνάμωσης της θέσης του στην αγορά ο όμιλος εφαρμόζει μια διπλή επεκτατική πολιτική. Το ένα σκέλος αφορά τη δημιουργία νέων εταιρειών στενά συνδεδεμένων με την τράπεζα και οργανωμένων σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα, όπου με υψηλού επιπέδου εξειδικευμένο προσωπικό στοχεύει να ανταποκρίνεται στις ανάγκες των πελατών, ιδιωτών και επιχειρήσεων και να δραστηριοποιείται αποτελεσματικά στο σύγχρονο ανταγωνιστικό περιβάλλον. Το άλλο σκέλος της στρατηγικής μεγένθυσης του ομίλου αφορά τις στρατηγικές συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων.

Οι σημαντικότερες κινήσεις της Alpha Bank στο χώρο των συγχωνεύσεων και εξαγορών συνοπτικά είναι οι ακόλουθες: εξαγόρασε το 75% της LomGare Natwest η οποία από την 1/10/98 λειτουργεί με την επωνυμία Alpha Bank Limited. Επίσης, μέσα στο 1998 δημιουργήθηκε η Alpha Ασφαλιστική από συγχώνευση της Ελληνοβρετανικής και της Εμπορικής Ασφαλιστικής. Το Μάρτιο του 1999 αποφασίστηκε η εξαγορά του 51% της Ιονικής και Λαϊκής Τράπεζας. Η συγχώνευση των δύο ομίλων ολοκληρώθηκε στις 25/4/00 και έτσι προέκυψε το νέο τραπεζικό σχήμα με την επωνυμία Alpha Bank.

Το Δεκέμβριο του 1999 ολοκλήρωσε την εξαγορά της Kreditna Bank AD-Skorje, ιδιωτικής τράπεζας των Σκοπιών που έδωσε τη δυνατότητα στον όμιλο δραστηριοποίησης σε όλη τη Βαλκανική, μέσω της Alpha Bank & Romania και των υποκαταστημάτων στην Βουλγαρία και στην Αλβανία.

Στη διάρκεια του 2001 πραγματοποιήθηκε η λειτουργική συγχώνευση της Ιονικής Leasing που είχε ως αποτέλεσμα την Alpha Leasing Χρηματοδοτικές Μισθώσεις. Τον Οκτώβριο του ίδιου έτους η Alpha Bank

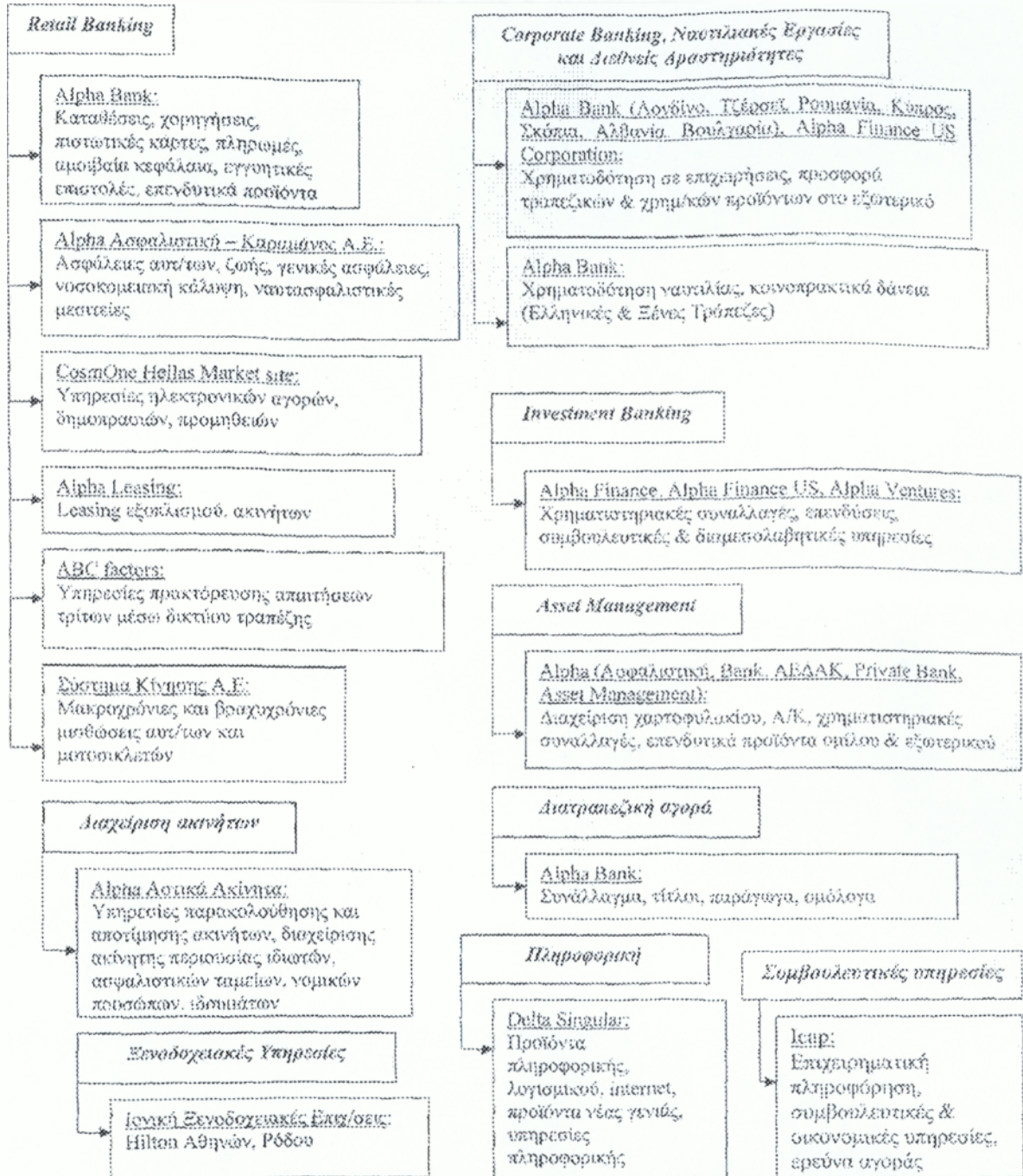
εξαγόρασε το ποσοστό της Τράπεζας Κύπρου στην εταιρεία Factoring ABC Factors. Ο όμιλος εισήλθε στο χώρο της ναυτασφαλιστικής μεσιτείας τον Ιανουάριο του 2002 με την εξαγορά της εταιρείας Π. Π. Καραμάνος Α.Ε. Επίσης, από τη συγχώνευση της Δέλτα Πληροφορικής, θυγατρικής εταιρείας του ομίλου και της Singular προέκυψε η Delta Singular. Εξαγόρασε επίσης την Commercial Bank of London και την ICAP Hellas Α.Ε.

Σημαντικές είναι, επίσης, οι κινήσεις εντός των ορίων του ομίλου, δηλαδή η απορρόφηση από τη μητρική Alpha Bank θυγατρικών της εταιρειών. Χαρακτηριστικές είναι οι περιπτώσεις της Alpha Επενδύσεων Α.Ε.Ε.Χ, η συγχώνευση της οποίας ολοκληρώθηκε το Νοέμβριο του 2003, η απορρόφηση της Δέλτα Singular τον Αύγουστο του 2004 και η εξαγορά του 50% των μετοχών της Alpha Bank Romania το Σεπτέμβριο του 2004 με αποτέλεσμα ο όμιλος να κατέχει το σύνολο των μετοχών της εταιρείας.

Τέλος στα τέλη του 2001 ξεκίνησε προσπάθεια συγχώνευσης με την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, η οποία δεν ολοκληρώθηκε.

Στη συνέχεια θα εξεταστούν οι λόγοι και οι συνέπειες των δύο μεγαλύτερων κινήσεων του ομίλου, δηλαδή τα αποτελέσματα της συγχώνευσης με την Ιονική, οι συνθήκες που κατέστησαν την ενοποίηση με την Εθνική αναγκαία, καθώς και οι αιτίες που οδήγησαν σε αποτυχία αυτού του εγχειρήματος.

Μέτρωμα 1  
Διάγραμμα του πλέγρου της Alpha Bank



Σημ: Το Διάγραμμα κατασκευάστηκε με στοιχεία από τον απολογισμό χρήσης της Alpha Bank του 2001.

## Συγχωνεύσεις και εξαγορές : Θεωρητικό Υπόβαθρο

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση των συνεπειών της συγχώνευσης της Ιονικής Τράπεζας με την Alpha Bank και την προσπάθεια συνεργασίας με την Εθνική Τράπεζα, θεωρούμε σκόπιμο να αναφερθούμε στους λόγους και στους στόχους που ωθούν τις επιχειρήσεις γενικότερα και τις τράπεζες ειδικότερα να εφαρμόζουν πολιτικές συγχωνεύσεων και εξαγορών, στις απαραίτητες προϋποθέσεις για τη διασφάλιση επιτυχιών εταιρικών συνεργασιών, στις αιτίες πιθανούς αποτυχίας τέτοιων προσπαθειών και στα κυριότερα είδη συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Η παγκοσμιοποίηση των αγορών και η ένταση του ανταγωνισμού επιβάλλουν την επέκταση της επιχειρηματικής δραστηριότητας όχι μόνο για τη συνεχή επιτυχία μιας επιχείρησης, αλλά και για την εξασφάλιση της ίδιας της επιβίωσης της. Τα κυριότερα κίνητρα που καθιστούν απαραίτητες τις εξαγορές και συγχωνεύσεις μεταξύ των επιχειρήσεων είναι τα ακόλουθα:

- **Εκμετάλλευση** οικονομιών κλίμακας, που προκύπτουν από το αυξημένο μέγεθος της νέας επιχείρησης και φάσματος που προκύπτουν από την παροχή νέων διαφοροποιημένων υπηρεσιών και προϊόντων. Συνδυασμός και αλληλοσυμπλήρωση πόρων, αξιοποίηση της διοικητικής ομάδας, της γνώσης και της πληροφόρησης για την αγορά που διαθέτει η εξαγοραζόμενη επιχείρηση.
- **Αύξηση** μεριδίου αγοράς και δύναμης της επιχείρησης μέσω του μεγαλύτερου μεγέθους της καινούριας. Υπέρβαση εμποδίων εισόδου, αντιμετώπιζοντας ζητήματα που αφορούν το μεγάλο κόστος πρώτης εγκατάστασης, διαφήμισης και προώθησης των προϊόντων επιχείρησης. Ειδικότερα σε διεθνές επίπεδο, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν στρατηγική υπέρβαση του προστατευτισμού και των εμπορικών δασμών που επιβάλλουν οι ξένες χώρες.
- **Μείωση** κόστους και χρόνου ανάπτυξης νέων προϊόντων, διότι είναι πιο ακίνδυνο μια επιχείρηση να διαθέτει πόρους για την εξαγορά μιας λειτουργούσας εταιρείας από το να επενδύει στην ανάπτυξη καινοτομιών με αβέβαιο και βαθύ χρονικά μέλλον. Αποφυγή υπερβάλλοντος ανταγωνισμού με την επέκταση σε άλλες αγορές και μείωση του βαθμού εξάρτησης από την αρχική αγορά στην οποία απευθύνεται η επιχείρηση.

Επίσης, μειώνεται ο ανταγωνισμός καθώς η δομή των αγορών γίνεται περισσότερο ολιγοπωλιακή.

- **Εξάλειψη μειωμένης αποδοτικότητας** της επιχείρησης – στόχου, με την αντικατάσταση μιας αναποτελεσματικής διοίκησης και την εκμετάλλευση της τεχνολογικής και χρηματοδοτικής της εξαγοράστριας εταιρείας. Αύξηση κερδών ανά μετοχή, καθώς οι επιχειρήσεις συνήθως επιδιώκουν υψηλό λόγω τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E). Μείωση, τέλος, υπερβάλλουσας ρευστότητας της επιχείρησης – αγοραστή, γεγονός που σημαίνει ότι η επιχείρηση προβαίνει σε μια εξαγορά αν κρίνει ότι είναι σκόπιμη για την αποδοτικότητά της.

Από την άλλη μεριά υπάρχουν πολλοί συγκεκριμένοι παράγοντες που ενισχύουν την πιθανότητα αποτυχίας μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Οι κυριότεροι από αυτούς τους παράγοντες σχετίζονται με την ανεπαρκή αξιολόγηση της απόδοσης επιχείρησης – στόχου, τις δυσκολίες ενοποίησης, το υπερβολικό χρέος και το ρόλο των στελεχών.

Ο πρώτος παράγοντας αφορά τις περιπτώσεις κατά τις οποίες γίνεται μια υπερτίμηση από τις επιχειρήσεις – αγοραστές των πιθανών ωφελειών ή και υποτίμηση του κόστους που συνοδεύει τέτοιες επιχειρηματικές κινήσεις.

Οι δυσκολίες ενοποίησης αφορούν τις περιπτώσεις που δεν επιτυγχάνεται ικανοποιητικός βαθμός συνεργίας μεταξύ των εταιρειών με αποτέλεσμα την επίτευξη χαμηλού βαθμού οικονομιών κλίμακας, φάσματος και αξιοποίησης των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων. Οι δυσκολίες ενοποίησης σχετίζονται, επίσης, και με τη διαφορετική εταιρική κουλτούρα των δύο επιχειρήσεων, τα διαφορετικά χρηματοοικονομικά και ελεγκτικά συστήματα και κυρίως στην δυσκολία αποτελεσματικής συνεργασίας των διοικητικών στελεχών.

Το υπερβολικό χρέος που συνδέεται με μία συγχώνευση ή εξαγορά έχει να κάνει με τις περιπτώσεις στις οποίες ο υποψήφιος αγοραστής, είτε από ελλιπή ενημέρωση είτε από υπερβολική αυτοπεποίθηση των στελεχών του για τα επικείμενα οφέλη, δεν έχει σαφή εικόνα για την ακριβή αξία της εταιρείας – στόχου, με αποτέλεσμα να πληρώνει μεγάλα έξοδα, τα οποία συχνά καλύπτονται με δανεισμό.

Ο τελευταίος σημαντικός παράγοντας αποτυχίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών αφορά τον ρόλο των στελεχών των συγχωνευμένων

επιχειρήσεων, το βαθμό συνεργασίας και την πιθανότητα απροθυμίας συμβολής τους στην επιτυχία των στόχων μιας τέτοιας εταιρικής συμφωνίας.

Προκειμένου να διασφαλίζεται η όσο το δυνατόν μεγαλύτερη πιθανότητα επιτυχίας της συγχώνευσης δύο επιχειρήσεων πρέπει να πληρούνται ορισμένες βασικές προϋποθέσεις. Οι κυριότερες από αυτές είναι η σωστή αξιολόγηση των επιχειρήσεων – στόχων, η εξαγορά συμπληρωματικών προς τη μητρική επιχειρήσεων, η συμβατότητα εταιρικής κουλτούρας, η φιλική εξαγορά, η δυνατότητα ανάληψης χρέους από την πλευρά της μητρικής επιχείρησης, η εμπειρία στελεχών που θα ασχοληθούν με τη συγχώνευση ή την εξαγορά.

Ολοκληρώνοντας αυτό το τμήμα αναφέρουμε ότι υπάρχουν διάφορα είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων, εκ των οποίων οι κυριότερες είναι οι λεγόμενες κάθετες, όταν υπάρχει σχέση πελάτη – προμηθευτή με σκοπό τη καθετοποίηση της παραγωγής, τον πλήρη έλεγχο των τιμών και τη μείωση του κόστους παραγωγής. Οριζόντιες, όταν δύο επιχειρήσεις παράγουν τα ίδια προϊόντα. Συμπληρωματικές, όταν οι δραστηριότητες τους είναι αλληλοσυμπληρούμενες. Φιλικές, όταν η διοίκησή της εταιρείας – στόχου εγκρίνει την προταθείσα εξαγορά και εχθρικές, όταν δεν εγκρίνεται η πρόταση εξαγοράς.

## Η περίπτωση της ΙΟΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Η εξαγορά του 51% της Ιονικής Τράπεζας μέσα στο 1999 και η ολοκλήρωση της συγχώνευσης των δύο τραπεζών στις 25/4/2000 αποτέλεσε την απαρχή της δημιουργίας ενός μεγάλου, εύρωστου και δυναμικού ιδιωτικού ελληνικού ομίλου, ικανού να ανταποκριθεί αποτελεσματικά στον εγχώριο και διεθνή ανταγωνισμό, μέσα στο πλαίσιο της ενωμένης Ευρώπης και των διεθνών αγορών κεφαλαίου. Τα κυριότερα πλεονεκτήματα αυτής της συγχώνευσης αναλύονται ως εξής:

Με την απόκτηση της Ιονικής διπλασιάστηκαν τα καταστήματα του ομίλου κατά το 1999 και έγιναν 438, ενώ σήμερα αριθμεί περίπου 450 καταστήματα. Αυτή η αύξηση ενίσχυσε το μερίδιο αγοράς του ομίλου, το οποίο διαμορφώθηκε στο 20% της συνολικής τραπεζικής αγοράς. Έτσι η Alpha Bank έγινε η δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα επί του συνόλου των ελληνικών τραπεζών, πίσω από την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος και μια από τις 80 μεγαλύτερες της Ευρώπης. Η πρόσβαση στη μεγάλη πελατειακή βάση της Ιονικής δημιούργησε τις κατάλληλες συνθήκες για την αύξηση των πωλήσεων και της κερδοφορίας του ομίλου της Alpha Bank. Η αύξηση του μεριδίου αγοράς, κατέστησε τον όμιλο ιδιαίτερα ελκυστικό για ενδεχόμενες συμμαχίες και συνεργασίες, στο εσωτερικό αλλά και στο εξωτερικό. Ειδικότερα στο θέμα των εσόδων, οι σημαντικότερες θετικές συνέπειες σχετίζονται με τα ακόλουθα σημεία.

Πριν την συγχώνευση, η Ιονική είχε έσοδα που αντιστοιχούσαν στο 40% περίπου των εσόδων της Alpha. Επομένως, στον τομέα αυτό υπήρχαν μεγάλα περιθώρια βελτίωσης μέσω συντονισμού των εργασιών των δύο τραπεζών, πράγμα το οποίο έγινε από το πρώτο, κίολας εξάμηνο του 1999, μετά την εξαγορά, όπου το καθαρά έσοδο από τόκους και προμήθειες της Ιονικής ενισχύθηκαν κατά 49% και 42% αντίστοιχα. Οι αλλαγές στα μηχανογραφικά συστήματα της Ιονικής και η εναρμόνισή τους με τα αντίστοιχα της Alpha, επέτρεψαν τον συνδυασμό των προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών από τα δύο δίκτυα. Η επιτυχία για τον όμιλο της Alpha στηρίχθηκε στην ικανότητα πραγματοποίησης πωλήσεων μέσω του δικτύου της Ιονικής, κυρίως στους τομείς των καρτών, των στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων, των αποταμιευτικών προϊόντων, των αμοιβαίων κεφαλαίων και των

ασφαλειών. Παράλληλα, ενισχύθηκε η δυνατότητα εκμετάλλευσης ευκαιριών για σύνθετες πωλήσεις στους τομείς των χρηματοπιστηριακών συναλλαγών, διαθέσεως ομολόγων, leasing, factoring, χρηματοοικονομικών συμβούλων και επενδυτικών προϊόντων.

Η αύξηση των εσόδων της Ιονικής και του ομίλου συνολικά ενισχύθηκε από τη υιοθέτηση κοινής πολιτικής χορηγήσεων, συγκεκριμένα αυτής που ακολουθεί η Alpha, η οποία χρησιμοποιεί αυστηρές διαδικασίες παρακολουθήσεων, καθυστερήσεων και επισφαλών απαιτήσεων, πράγμα το οποίο συνεπάγεται υψηλή ποιότητα του χαρτοφυλακίου του ομίλου.

Η άμεση και πλήρης συνεννόηση και συνεργασία των θυγατρικών εταιρειών των δύο τραπεζών, καθώς και η έμφαση στην αξιοποίηση κοινών υποστηρικτικών διαδικασιών ενδυνάμωσε σημαντικά τις προοπτικές αύξησης των εσόδων και της κερδοφορίας του ομίλου. Με την κατάλληλη αξιοποίηση των παραπάνω παραγόντων η Alpha Bank πέτυχε ήδη από το εννεάμηνο μέχρι το Σεπτέμβριο του 1999, αύξηση της κερδοφορίας της, των χορηγήσεων της (κατά 40% ετησίως), των καταθέσεων της και των γeros (κατά 39% ετησίως). Τα αντίστοιχα νούμερα για τις χορηγήσεις της Ιονικής κατά την ίδια περίοδο, είναι αύξηση κατά 11%. Στο τέλος του 2003 οι καταθέσεις της Alpha Bank πλησίαζαν τα 22 δις €.

Πέρα όμως από τις ευεργετικές συνέπειες στον τομέα των εσόδων, η συγχώνευση με την Ιονική δημιούργησε μεγάλες προοπτικές για την εξασφάλιση συνεργειών και για την βελτίωση της ποιότητας και τον εμπλουτισμό των προσφερόμενων υπηρεσιών. Η αξιοποίηση των οικονομιών κλίμακας και εύρους, που προέκυψαν από τη συγχώνευση, εξασφάλισαν πράγματι εκτεταμένες συνέργειες. Οι συνέργειες αυτές είναι δύο ειδών:

- Συνέργειες που οδηγούν σε διεύρυνση των εσόδων (όπως αυτές αναλύθηκαν πιο πάνω) και βελτίωση της παραγωγικότητας. Στο δίκτυο της Ιονικής συγκεκριμένα, αυξήθηκε από το πρώτο εξάμηνο της εξαγοράς η παραγωγικότητα των καταστημάτων κατά 10-12%, όσον αφορά τις καταθέσεις και τις χορηγήσεις ανά εργαζόμενο. Επίσης, η παραγωγικότητα ενισχύθηκε και από την παρουσία των καταστημάτων του ομίλου σε 86 νέες περιοχές, μετά τη μεταστέγαση σε γειτονικές τοποθεσίες. Δεύτερον, συνέργειες που οδηγούν στην εξοικονόμηση πόρων, στον έλεγχο των λειτουργικών δαπανών και στη βελτίωση των δεικτών



αποτελεσματικότητας, μέσω της εξάλειψης των παράλληλων δομών διοίκησης και κεντρικών υπηρεσιών.

- Διατηρήθηκαν σε ισχύ οι επιχειρησιακές συμβάσεις εργασίας που είχαν υπογραφεί από την Ιονική Τράπεζα, έγινε όμως μια προσπάθεια μείωσης των συνολικών δαπανών που σχετίζονται με το προσωπικό και εφαρμόστηκε πρόγραμμα κινήτρων εξόδου προσωπικού για άτομα μεγάλης ηλικίας. Οι προσλήψεις στον όμιλο περιορίστηκαν σε προσωπικό υψηλής εξειδίκευσης και η στελέχωση των υπηρεσιών με στενότητα προσωπικού καλύφθηκε μέσω εσωτερικής μετακινήσεων εργαζομένων, μέσω μιας προσπάθειας ομογενοποίησης τόσο σε εργασιακό όσο και σε διοικητικό επίπεδο.

Η συγχώνευση, τέλος, της Alpha Πίστεως με την Ιονική συντέλεσε στην αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας των δύο τραπεζών συνολικά. Συγκεκριμένα η διεθνής υπηρεσία οικονομικών αξιολογήσεων Moody's αξιολόγησε το δείκτη ρευστότητας της Alpha Bank με A3 , γεγονός το οποίο εξασφαλίζει για τον όμιλο καλύτερη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές του εξωτερικού με ευνοϊκότερους όρους.

### **Εγγυήσεις – Προϋποθέσεις για την επιτυχία του εγχειρήματος**

Η Alpha Τράπεζα Πίστεως εκπληρούσε όλες τις προϋποθέσεις για την επιτυχία της δημιουργίας ενός μεγάλου ελληνικού ιδιωτικού τραπεζικού ομίλου, μέσω της συγχώνευσης με την Ιονική. Οι σημαντικότερες από αυτές τις εγγυήσεις ήταν:

- Διέθετε το κρίσιμο μέγεθος που εγγυούνταν την ελαχιστοποίηση των τριβών και την μεγιστοποίηση των ωφελειών σε όρους ενισχύσεως των εσόδων και εκλογίκευσης των λειτουργικών εξόδων.
- Είχε αυτοδύναμη-οργανική ανάπτυξη και διέθετε απόλυτη ομοιογένεια, διότι δεν είχε προκύψει από συνενώσεις και συμμαχίες.
- Διέθετε το απαραίτητο στελεχειακό δυναμικό, προκειμένου η επίπονη προσπάθεια της συγχώνευσης να στεφθεί με επιτυχία.
- Είχε στο ενεργητικό της μια σειρά επιτυχιών και συνεχούς ανάπτυξης, που ήταν αποφασισμένη να την εκμεταλλευθεί προς όφελος των μετοχών και των εργαζομένων της.

Οι πρόσθετες εγγυήσεις για την επιτυχία του εγχειρήματος της ενοποίησης των δύο τραπεζών ήταν:

- Το πλήρως επεξεργασμένο επιχειρηματικό σχέδιο για την ανάπτυξη του ενιαίου χρηματοοικονομικού ομίλου.
- Η δυνατότητα εφαρμογής αυτού του σχεδίου για τις εμπλεκόμενες ομάδες στελεχών.
- Η συναίνεση, η παρακίνηση και η κινητοποίηση των εργαζομένων, των οποίων η συμβολή ήταν απαραίτητη για την πλήρη επιτυχία της συγχώνευσης.
- Η συνδρομή και η συμπαράσταση των μετοχών της Alpha σε κάθε αναπτυξιακή προσπάθεια της, με την χορήγηση των απαραίτητων κεφαλαίων.
- Ο ευρύτερα ευμενής αντίκτυπος στις αγορές για τον σχηματισμό μιας μεγάλης και δυναμικής ελληνικής τράπεζας, ιδιαίτερα στους κόλπους των πελατών, καταθετών και δανειοδοτούμενων, όπου ο στόχος ήταν η διατήρηση αλλά και η αύξηση τους.

## Η ΠΡΟΣΠΑΘΕΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ALPHA BANK ΜΕ ΤΗΝ ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Τον Οκτώβριο του 2001 ξεκίνησε μια προσπάθεια συγχώνευσης της Alpha Bank με την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, αποσκοπώντας στη δημιουργία ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος ευρωπαϊκών προδιαγραφών. Η συγχώνευση θα επέτρεπε στο νέο όμιλο να αυξήσει το μέγεθος των δραστηριοτήτων του στην ευρωπαϊκή και στη διεθνή αγορά, όπου ο ανταγωνισμός εντείνεται καθημερινά. Πιο συγκεκριμένα, θα διέθετε μέγεθος, τεχνολογία, εύρος προϊόντων και στελεχικό δυναμικό που θα επέτρεπαν την περαιτέρω ανάπτυξη των δραστηριοτήτων του και τον επιτυχή ανταγωνισμό έναντι εγχώριων και διεθνών τραπεζών. Η ισχυροποίηση της διεθνούς παρουσίας και του κύρους του ομίλου θα είχε ως αποτέλεσμα τη σημαντική ενίσχυση του διευρυμένου ομίλου στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και στα διεθνή χρηματοοικονομικά κέντρα.

Ο νέος όμιλος στόχευε στην αξιοποίηση της συμπληρωματικότητας και των συγκριτικών πλεονεκτημάτων των δύο τραπεζών. Αναλυτικότερα, ο νέος όμιλος θα συνδύαζε τα ισχυρά στοιχεία των δύο τραπεζών στη λιανική τραπεζική, τα καταθετικά προϊόντα, τη διαχείριση χαρτοφυλακίου πελατών μεγάλης οικονομικής επιφάνειας, της σχέσης με μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις. Επιπλέον, θα ενισχύονταν η επιτυχημένη τους εμπειρία στους τομείς εξυπηρέτησης των μεγάλων επιχειρήσεων, την επενδυτική τραπεζική, τις χρηματιστηριακές εργασίες, τη διαχείριση χαρτοφυλακίου πελατών και ακίνητης περιουσίας και τα ασφαλιστικά προϊόντα.

Η νέα τράπεζα θα αποτελούσε τη μεγαλύτερη εταιρία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και με κριτήριο τη κεφαλαιοποίηση, θα συγκαταλέγονταν μεταξύ των 25 μεγαλύτερων ευρωπαϊκών τραπεζών, με αποτέλεσμα την προσέλκυση αυξημένου διεθνούς επενδυτικού ενδιαφέροντος.

Η συγχώνευση αναμενόταν να επιτρέψει την αξιοποίηση οικονομιών κλίμακας και τη μείωση του λειτουργικού κόστους, πράγμα το οποίο εγγυόταν η εμπειρία των διοικήσεων και των δύο τραπεζών πάνω στα ζητήματα της λειτουργικής αναδιάρθρωσης και του ελέγχου του κόστους.

Οι τομείς και οι διαδικασίες, όπου αναμένονταν μείωση κόστους ήταν αυτός της πληροφορικής με τη μετάπτωση σε ενιαία τεχνολογική πλατφόρμα, ενοποίηση των κέντρων μηχανογράφησης και επίτευξη οικονομιών κλίμακας στη συντήρηση των έργων πληροφορικής και τη λειτουργική υποστήριξη. Ο τομέας των επιταγών, χορηγήσεων, πιστωτικών καρτών, μισθοδοσίας, υπηρεσιών θεματοφυλακής με την επίτευξη οικονομιών κλίμακας λόγω συγκέντρωσης των υποστηρικτικών λειτουργιών. Ο δείκτης διανομής, μέσω της αναδιάταξης του δικτύου, της εφαρμογής της βέλτιστης πρακτικής στην αναδιοργάνωση των καταστημάτων των δύο τραπεζών, της ανάπτυξης ενός ενιαίου κέντρου τηλεφωνικής εξυπηρέτησης πελατείας και πωλήσεων, της ενοποίησης των συστημάτων ηλεκτρονικής τραπεζικής, καθώς και των υπηρεσιών για χρήστες κινητής τηλεφωνίας. Ο τομέας της πιστωτικής πολιτικής με την εφαρμογή κεντρικών διαδικασιών στη χρηματοδότηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, την καταναλωτική και στεγαστική πίστη, καθώς και τη υιοθέτηση μεθόδων, που θα βελτίωναν την αποτελεσματικότητα και θα μείωναν τη δημιουργία επισφαλών απαιτήσεων. Το κόστος χρηματοδότησης, όπου αναμενόταν μείωση λόγω αποτελεσματικότερης διαχείρισης των κινδύνων και των στοιχείων ενεργητικού-παθητικού, καθώς και λόγω του μεγαλύτερου μεγέθους του ενεργητικού.

Συνολικά από τις παραπάνω ενέργειες αναμενόταν από το 2005 και μετά μία ετήσια εξοικονόμηση πόρων αξίας 200 εκατομμυρίων €, ενώ αναμενόταν μείωση κόστους μικρότερης τάξης ήδη από το 2002.

Πέρα από τη δραστική μείωση του κόστους, η συγχώνευση θα συνέβαλε αποφασιστικά στη διεύρυνση των εσόδων. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των διοικήσεων των δύο τραπεζών, θα προέκυπταν σημαντικές πηγές συνεργειών στα έσοδα από τις αυξημένες πωλήσεις σε πελάτες της εμπειρίας της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος στη λιανική τραπεζική, κυρίως στον τομέα των τηλεφωνικών πωλήσεων και της τεχνογνωσίας και των δύο στα έργα λειτουργικής αναδιάρθρωσης των καταστημάτων. Στην αύξηση των εσόδων θα συνέβαλε η προώθηση του επιτυχημένου προγράμματος παροχής υπηρεσιών χρηματοοικονομικού συμβούλου της Alpha Bank στην ευρεία πελατειακή βάση της εθνικής. Η προσφορά των προϊόντων και των υπηρεσιών της Alpha Bank προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, με την αξιοποίηση του εκτεταμένου δικτύου

διανομής της Εθνικής. Οι σταυροειδείς πωλήσεις ασφαλιστικών προϊόντων αξιοποιώντας τις παραγωγικές δυνατότητες της Εθνικής, καθώς και την τεχνογνωσία στοιχείων πελατείας υψηλού επιπέδου.

Από τις παραπάνω συνέργειες αναμενόταν ετήσια απόδοση από το 2005 και μετά, συνολικών εσόδων ύψους 85 εκατομμυρίων € περίπου.

Πέρα από τα οφέλη σε επίπεδο εξοικονόμησης κόστους και αύξησης των εσόδων, αναμένονταν και γενικότερα οικονομικά οφέλη για το σύνολο των φορέων που συνδέονται με τη λειτουργία μιας τράπεζας. Συγκεκριμένα για τους μετόχους οι δύο τράπεζες εκτιμούσαν ότι η συγχώνευση θα οδηγούσε σε αύξηση των κερδών ανά μετοχή στο πρώτο έτος, μετά την ολοκλήρωση της νομικής συγχώνευσης.

Για τους πελάτες οι συμμετέχοντες στη συγχώνευση εκτιμούν ότι η ικανοποίηση των αναγκών των πελατών για χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, προϋπέθετε συνεχή προσπάθεια για προσφορά καινοτομιών και σύνθετων προϊόντων. Αυτό μπορεί να γίνει από οργανισμούς που λειτουργούν αποδοτικά και διαθέτουν προηγμένη τεχνολογία και επαρκείς πόρους. Ο νέος όμιλος θα μπορούσε να προσφέρει περισσότερα και πιο ποιοτικά προϊόντα στους πελάτες. Για το προσωπικό, τέλος, ο νέος όμιλος θα προσέφερε ένα ευρύτερο φάσμα ευκαιριών σταδιοδρομίας στο προσωπικό του, προσφέροντας όμως, ταυτόχρονα προγράμματα εθελούσιας εξόδου.

Το εγχείρημα συνένωσης με την Εθνική Τράπεζα με στόχο τη δημιουργία ενός ομίλου ευρωπαϊκών προδιαγραφών δεν τελεσφόρησε, καθώς, σύμφωνα με τις επίσημες δηλώσεις των επίσημων στελεχών των δύο τραπεζών, στην πορεία των διεργασιών της συγχώνευσης προέκυψαν δυσκολίες και διαφορές φιλοσοφίας για την υλοποίηση που αποδείχτηκαν αξεπέραστες. Η ουσιαστική όμως, διαφοροποίηση μεταξύ των διοικήσεων των δύο τραπεζών σχετίζεται με τον έλεγχο του νέου ομίλου και τη διοικητική του λειτουργία.

## **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΡΘΡΟΥ**

Στο άρθρο αυτό ασχοληθήκαμε με την άσκηση στρατηγικής συγχωνεύσεων και εξαγορών ομοειδών ή μη επιχειρήσεων από την πλευρά των ελληνικών τραπεζών, χρησιμοποιώντας ως όμιλο αναφοράς αυτόν της Alpha Bank. Αφού περιγράψαμε διαγραμματικά τους βασικούς τομείς δραστηριοποίησης του ομίλου και αναφερθήκαμε στις κυριότερες επεκτατικές κινήσεις του ομίλου τόσο εγχώρια όσο και σε διεθνές επίπεδο, προχωρήσαμε στη θεωρητική θεμελίωση της πολιτικής των συγχωνεύσεων και εξαγορών, αναλύοντας τους στόχους αυτής της πολιτικής, τις προϋποθέσεις επιτυχίας της, τις αιτίες αποτυχίας της και τα είδη συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Η έμφαση του άρθρου επικεντρώθηκε στη συγχώνευση της Ιονικής Τράπεζας και των σημαντικών επιπτώσεών της στο μέγεθος, στη δυναμικότητα, στη λειτουργικότητα και στην κερδοφορία του ομίλου. Αναλύθηκαν παράλληλα και οι συνθήκες οι οποίες διασφάλιζαν την επιτυχία αυτής της προσπάθειας. Στη συνέχεια επιχειρήθηκε να διαγνωστούν τα οφέλη της συγχώνευσης της Alpha Bank με την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος που στόχευε στην ανάπτυξη ενός τραπεζικού κολοσσού για τα ελληνικά δεδομένα προσπάθεια που όμως για λόγους διαφορετικής φιλοσοφίας επί του ελέγχου του νέου σχήματος δεν καρποφόρησε.

Κλείνοντας αυτή τη μελέτη θέλουμε να τονίσουμε τη σημασία των στρατηγικών συγχωνεύσεων και εξαγορών ως μέσο επέκτασης των δραστηριοτήτων και του μεγέθους των ελληνικών τραπεζικών ομίλων με στόχο τη συνεχή ενίσχυση της παρουσίας και του ρόλου των ελληνικών τραπεζών στη ευρύτερη περιοχή των Βαλκανίων αλλά και της Ευρώπης γενικότερα. Από τη μεριά της Alpha Bank, ως κεντρικός στόχος του ομίλου δηλώνεται η ενδυνάμωση και η διατήρηση της πρωτεύουσας θέσης του στον τομέα της παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και εξακολουθεί να αναζητά ευκαιρίες στους τομείς της λιανικής και της τραπεζικής των μεγάλων επιχειρήσεων.

## Συμπεράσματα και Προοπτικές των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα.

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις της προηγούμενης δεκαετίας έφεραν ευκαιρίες για πώληση νέων υπηρεσιών σε χιλιάδες πελάτες, αλλά όμως λίγες από τις δυνατότητες αυτές εκμεταλλεύτηκαν ως τώρα οι τράπεζες. Νέα τεχνολογία όπως για παράδειγμα το internet banking έχουν εγκατασταθεί, αλλά λίγοι πελάτες και ακόμα πιο λίγοι υπάλληλοι είναι σε θέση να την χρησιμοποιούν.

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αντιμετωπίζονται σήμερα ως κάτι το αναπόφευκτο, ως απαραίτητη επιλογή ή ως «αναγκαίο» κακό μπροστά στις πιέσεις της συγκυρίας τις ευκαιρίες και τις προσκλήσεις της Ευρωπαϊκής Ολοκλήρωσης και του διεθνούς ανταγωνισμού.

Όλα αυτά στο πλαίσιο μιας «νέας παγκοσμιοποιημένης οικονομίας» που κυριαρχείται από την επανάσταση στους τομείς της πληροφορικής και των επικοινωνιών καθώς και από την κυριαρχία της γνώσης ως απαραίτητου στοιχείου ανταγωνιστικότητας και επιβίωσης στις διεθνείς αγορές. Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις θεωρούνται ως φυσικό και υγιές επακόλουθο ανάπτυξης της αγοράς, που βοηθά την μετακίνηση πόρων σε πιο ωφέλιμες χρήσεις δημιουργεί πρόσθετη οικονομική αξία, επιταχύνει τον εκσυγχρονισμό και αυξάνει την απόδοση των τραπεζών βελτιώνοντας τη συνολική οικονομική αποτελεσματικότητα και την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας στο διεθνή χώρο. Η αντίθετη άποψη εστιάζεται σε θέματα διαφάνειας και πληροφόρησης των κεφαλαιαγορών για τις συντελούμενες επιχειρησιακές μεταβολές, αρνητικών επιπτώσεων Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στους μετόχους των εξαγοραζόμενων τραπεζών, μείωσης του ανταγωνισμού, ολιγοπωλιακής οργάνωσης της οικονομίας, στρέβλωσης των τιμών και επιβάρυνσης του καταναλωτή.

Εμμένει δε στην ανάγκη για κατάλληλες ρυθμίσεις ελέγχου και περιορισμού των καταχρήσεων από την απόκτηση μονοπωλιακής ή ολιγοπωλιακής δύναμης. Μέχρι σήμερα δεν έχει επιβεβαιωθεί από την εμπειρική έρευνα μόνο η μία ή η άλλη άποψη.

Οι περισσότεροι αναλυτές εστιάζουν την προσοχή τους στα τεράστια μεγέθη των μεταβιβαζόμενων κεφαλαίων και στα αντίστοιχα κέρδη για τους επενδυτές ή και σε θέματα επιχειρησιακής οργάνωσης και ανταγωνισμού, ενώ

μόνο δευτερευόντως ασχολούνται με τις συνέπειες για την απασχόληση, τους όρους αμοιβής και εργασίας των εργαζομένων στις μεταβιβαζόμενες-συγχωνευόμενες επιχειρήσεις.

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις των τραπεζών σε μικρές και ανοικτές οικονομίες που δέχονται όλο και εντονότερη πίεση από το διεθνή ανταγωνισμό, θεωρούνται πλέον απαραίτητες, έτσι ώστε να αποκτήσουν αυτές (οι τράπεζες) το ικανό εκείνο μέγεθος και το αναγκαίο μερίδιο της αγοράς προκειμένου να εξασφαλίσουν την επιβίωση τους.

Η διεθνής εμπειρία αλλά και οι τάσεις στο διεθνές τραπεζικό σύστημα δείχνουν ότι η τράπεζα τις επόμενες δεκαετίες στην Ελλάδα θα είναι μεγάλη και εξειδικευμένη.

Μεγάλη, ώστε να μπορούν να γίνουν εκμεταλλεύσιμες οι συνεργασίες, καθώς μπορεί να απευθύνεται σε όλες τις αγορές και να αντιμετωπίζει διαφορετικές ανάγκες (cross selling). Επίσης για να μπορεί να ανταγωνιστεί διεθνείς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς προσφέροντας μια ποικιλία προϊόντων (οικονομίες φάσματος), σε ένα περιβάλλον το οποίο δεν προσδιορίζεται πλέον από σύνορα και περιορισμούς.

Εξειδικευμένη, ώστε να ελαχιστοποιηθούν τα μειονεκτήματα του όγκου της τράπεζας και μέσα από μία ευέλικτη και αποκεντρωμένη παραγωγική δομή να δίνεται η ταχύτερη και καλύτερη εξυπηρέτηση στις αγορές που απευθύνεται.

Το τραπεζικό τοπίο στην Ελλάδα και την Ευρώπη δεν έχει αποκρυσταλλωθεί ακόμα. Ήδη το 1999 έγιναν σημαντικές κινήσεις εγχώριων και διασυνοριακών εξαγορών ώστε να αυξηθούν τα μεγέθη εν όψει του ανταγωνισμού που αναμένεται να επιφέρει το ΕΥΡΩ.

Στην Ελλάδα, οι τράπεζες διαθέτουν άφθονα ίδια κεφάλαια για περαιτέρω εξαγορές ή και για ενδογενή ανάπτυξη. Το οικονομικό περιβάλλον βοηθά στην κατεύθυνση αυτή: Η οικονομία, με κινητήριο μοχλό τις επενδύσεις και τις εισροές από την Ευρωπαϊκή Ένωση αναμένεται να αυξηθεί με ταχείς ρυθμούς χωρίς τον κίνδυνο ύφεσης για τουλάχιστον επτά έτη, το μακροοικονομικό περιβάλλον, λόγω της Ο.Ν.Ε., θα παραμείνει σταθερό, τα επιτόκια θα μειωθούν, η αγορά λιανικής τραπεζικής αναμένεται να αυξηθεί με ακόμα γρηγορότερους ρυθμούς και η κερδοφορία των τραπεζών να συνεχίσει



να αυξάνεται. Οι τραπεζικές μετοχές, σε σχέση με τις ευρωπαϊκές, δεν είναι υπερτιμημένες, παρά τη δραματική αύξηση τους τα τελευταία χρόνια.

Σημαντική πρόκληση για τις ελληνικές τράπεζες είναι το μέγεθος τους, που τις καθιστά ανίσχυρες να ανταγωνιστούν σε πανευρωπαϊκό επίπεδο στην αγορά χονδρικής, στη διαχείριση κεφαλαίων κ.α. Μακροπρόθεσμα, οι ελληνικές τράπεζες δεν θα μπορέσουν να αποφύγουν τον ανταγωνισμό αυτό, ακόμα και στην αγορά λιανικής, όπου αναμένεται επίθεση προσφοράς υπηρεσιών μέσω του διαδικτύου από εγχώριες και ξένες όχι μόνο τράπεζες, αλλά και άλλες εταιρίες.

Για να απαντηθεί η πρόκληση του ανταγωνισμού, ελάχιστα προαπαιτούμενα είναι η εξωστρέφεια, η αλλαγή κουλτούρας με επίκεντρο το μέτοχο και τον πελάτη, η στενότερη σύνδεση των αμοιβών με την παραγωγικότητα και η ευελιξία.

Στο μέλλον, βέβαια, οι συγχωνεύσεις που θα πραγματοποιηθούν με αυτοσκοπό το μέγεθος ενδεχομένως να μην αποδώσουν οφέλη, ενώ οι συγχωνεύσεις που θα αποβλέπουν στην προσφορά ευρύτερου φάσματος υπηρεσιών, πιθανώς θα είναι πιο επικερδείς.

Πράγματι, τα οφέλη που μπορεί να προκύψουν από εξαγορές και συγχωνεύσεις τραπεζών μπορεί να είναι τεράστια. Ανάλογοι όμως είναι και οι κίνδυνοι που απορρέουν από ένα τέτοιο εγχείρημα. Είναι δε γεγονός πως συχνά εξαγορές και συγχωνεύσεις δεν αποφέρουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα με συνέπεια να οδηγούν μάλλον σε σημαντική μείωση παρά αύξηση της shareholder value. Η αυξανόμενη εστίαση στην έννοια αυτή αποτελεί μια από τις σημαντικές πρόσφατες εξελίξεις.

Τελευταία μάλιστα παρατηρείται διεθνώς το φαινόμενο πολλές τράπεζες να διανέμουν τα πλεονάζοντα κεφάλαια τους στους μετόχους τους, υιοθετώντας τη λογική διατήρησης επαρκών κεφαλαίων μόνο για την κάλυψη των λειτουργικών αναγκών και επιστροφής στους μετόχους κεφαλαίων στα οποία η απόδοση της τράπεζας είναι χαμηλότερη από αυτή που θα πετύχαινε ο μέτοχος μέσω εναλλακτικών τοποθετήσεων. Στα πλαίσια αυτής της λογικής επομένως μία τράπεζα, που προτίθεται να εξαγοράσει κάποια άλλη πρέπει πρώτα να εξασφαλίσει ότι η κίνηση αυτή θα βελτιώσει την απόδοση, που απολαμβάνουν κυρίως οι μεγαλομέτοχοι της, διαφορετικά θα αντιμετωπίσει

την αρνητική αντίδρασή τους με όποιες συνέπειες μπορεί να επακολουθήσουν.

Η κινητικότητα που παρατηρείται σήμερα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα οφείλεται στο γεγονός ότι οι τράπεζες αναζητούν το άριστο μέγεθος που επιβάλλει η ενοποίηση των ευρωπαϊκών αγορών. Άλλωστε το κόστος των ελληνικών τραπεζών τείνει να είναι ανταγωνιστικό σε ευρωπαϊκό επίπεδο και ασφαλώς θα βελτιωθεί στο μέλλον.

## Περίληψη – Συμπεράσματα

Μια ανάλυση των όρων «εξαγορές» και «συγχωνεύσεις» μέσα στο χώρο των Τραπεζών στο Ελληνικό Σύστημα είναι ο κεντρικός άξονας μελετητής της συγκεκριμένης εργασίας. Αντικείμενο της παρούσας εργασίας θα είναι η ανάλυση των όρων αυτών, η συλλογή επεξεργασιών, η παρουσίαση δεδομένων και η εξαγωγή συμπερασμάτων βάσει των οποίων θα αναλύσουμε τα είδη συγχώνευσης και εξαγοράς, θα τα συγκρίνουμε μεταξύ τους και θα καταλήξουμε σε χρήσιμα για εμάς συμπεράσματα.

Με αναφορά στους όρους «συγχώνευση» και «εξαγορά» καθώς και στο λανθασμένο χειρισμό των όρων αυτών, σε περιπτώσεις όπτιου χρησιμοποιούνται οι όροι αυτοί με εναλλαγή ή τυχαία επιλογή, ξεκινάει το πρώτο μας κεφάλαιο. Επίπλέον, γίνεται αναφορά, στους τρόπους συγχωνεύσεων των εταιρειών (με απορρόφηση και σύσταση νέας εταιρείας) και στη διαφορά μεταξύ των τρόπων συγχωνεύσεων που υπάρχουν, ανάλογα με το βαθμό συσχέτισης τους (οριζόντιες, κάθετες, ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις). Τέλος, το πρώτο κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την ιστορική αναδρομή του φαινομένου των εξαγορών – συγχωνεύσεων, αναλύοντας τις περιόδους εξάρσεων των δύο αυτών φαινομένων.

Στο κεφάλαιο αυτό θα γνωρίσουμε ότι αφορά και έχει σχέση με τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις. Ανάμεσα σ'αυτά που μας αναπτύσει το κεφάλαιο αυτό είναι : Τα κίνητρα που οδηγούν στην πραγματοποίηση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης καθώς και τις θεωρίες που διαχωρίζονται (οικονομικές, χρηματοοικονομικές, στρατηγικές, διοικητικές και θεωρίες συμπεριφοράς οργανισμών), τις συνέπειες που έχει μια εξαγορά ή συγχώνευση (σε αυτό μας βοηθούν οι δείκτες αποδοτικότητας ενεργητικού και αποδοτικότητας ίδιων κεφαλαίων), τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που κρίβουν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις, τους παράγοντες συμβολής στην επιτυχία ή αποτυχία μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης, τις στρατηγικές εξαγοράς και τις στρατηγικές άμυνας και τέλος τις μεθόδους αποτίμησης της αξίας μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης.

Ακολουθώντας στο επόμενο κεφάλαιο συναντάμε σημαντικά στοιχεία σχετικά με τον τραπεζικό κλάδο στην Ελλάδα. Ξεκινώντας θα δούμε το διαχωρισμό ανάμεσα στις Ελληνικές και στις Ξένες Τράπεζες που βρίσκονται στην Ελλάδα, καθώς επίσης και στο διαχωρισμό των Ελληνικών Τραπεζών σε Γενικές Τράπεζες και Ειδικά Πιστωτικά Ιδρύματα. Στη συνέχεια διακρίνουμε την κατάσταση που επικρατεί στην Ελλάδα, τις κύριες αιτίες συγχωνεύσεων την περίοδο 1998 – 1999 καθώς και τις αιτίες αναζήτησης όσων κάνουν συγχωνεύσεις. Κλείνοντας έχουμε την ευκαιρία να διακρίνουμε τα εμπόδια που συνάντησαν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις και επί πλέον μπορούμε να δούμε τους λόγους για τους οποίους το 1999 θεωρείται έτος σημαντικού κύματος εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα.

Στο τέταρτο και τελευταίο κεφάλαιο αυτής της πτυχιακής εργασίας, θα μας απασχολήσουν περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα. Αρχικά θα παρατηρήσουμε μια σειρά σημαντικών οικονομικών κινήσεων του Ομίλου Alpha Bank σχετικά με εξαγορές και συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν. Στη συνέχεια θα έχουμε την ευκαιρία να δούμε αναλυμένα τα κυριότερα κίνητρα που καθιστούν απαραίτητες τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις. Επιπλέον θα γνωρίσουμε λεπτομέρειες από την περίπτωση εξαγοράς της Ιονικής Τράπεζας από τη Alpha Bank, τις επιδράσεις που είχε αυτή η εξαγορά και την πορεία της Alpha Bank καθώς και τις εγγυήσεις – προϋποθέσεις που χρειάζονταν για την επιτυχία του συγκεκριμένου εγχειρήματος.

Το κεφάλαιο αυτό ολοκληρώνεται, με την ανάπτυξη του αποτυχημένου εγχειρήματος συγχώνευσης ανάμεσα στην Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος με την Alpha Bank, τα τελικά συμπεράσματα του άρθρου αυτού που είχε ως σημείο αναφοράς τον Όμιλο Alpha Bank και τα συμπεράσματα και τις προοπτικές των εξαγορών και συγχωνεύσεων στο Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

## Παράρτημα

### ΚΕΡΔΗ - ΦΟΡΟΙ ΑΠΟ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ κ.λ.π.

#### Ν 2578/1998

Ο νόμος 2578/1998 ενσωμάτωσε στο ελληνικό δίκαιο την Κοινοτική Οδηγία 90/434, για τις συγχωνεύσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Σύμφωνα με αυτή, τα κέρδη που προκύπτουν από μια συγχώνευση, απόσχιση ή συνεισφορά περιουσιακών στοιχείων μιας ελληνικής εταιρίας σε μια εταιρία κάτοικο άλλου κράτους της Ε.Ε. δεν υπόκεινται σε ελληνικό φόρο. Η ίδια εξαίρεση εφαρμόζεται στην περίπτωση εισφοράς μιας «μόνιμης εγκατάστασης» (υποκαταστήματος) από μια αλλοδαπή εταιρία κάτοικο κράτους μέλους της Ε.Ε. ή προς μια άλλη ελληνική εταιρία, ενώ δεν εφαρμόζεται στην περίπτωση που ελληνική εταιρία εισφέρει το υποκατάστημα της σε άλλη εταιρία κράτους μέλους της Ε.Ε.

#### ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΧΩΡΕΣ ΤΗΣ Ε.Ε.

(% των κερδών)

|              |            |
|--------------|------------|
| ΑΥΣΤΡΙΑ      | 25-34      |
| ΒΕΛΓΙΟ       | 40,17      |
| ΔΑΝΙΑ        | 32         |
| ΦΙΝΛΑΝΔΙΑ    | 29         |
| ΓΑΛΛΙΑ       | 36,6-37,7  |
| ΓΕΡΜΑΝΙΑ     | 42,2-31,65 |
| ΕΛΛΑΔΑ       | 40-35      |
| ΙΡΛΑΝΔΙΑ     | 10-12,5-24 |
| ΙΤΑΛΙΑ       | 27-37      |
| ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ | 30         |
| ΟΛΛΑΝΔΙΑ     | 30-35      |
| ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ   | 32         |
| ΒΡΕΤΑΝΙΑ     | 10-20-30   |
| ΙΣΠΑΝΙΑ      | 35         |
| ΣΟΥΗΔΙΑ      | 28         |

## **Φορολογικά κίνητρα συγχωνεύσεων**

Οι συγχωνεύσεις ανωνύμων εταιρειών που διέπονται από τις διατάξεις των άρθρων 68-60 του ν. 2190/1920 καθώς και οι συγχωνεύσεις ΕΠΕ, που διέπονται από τις διατάξεις των άρθρων 54 και 55 του ν. 3190/1955, συνεπάγονται σοβαρές οικονομικές επιβαρύνσεις (καταβολή φόρου μεταβιβάσεως ακινήτων, φορολογία της τυχόν προκύπτουσας υπεραξίας, καταβολή διαφόρων τελών κτλ.).

Το κράτος, για την ώθηση του μετασχηματισμού των επιχειρήσεων σε μεγάλες οικονομικές μονάδες έχει θεσπίσει σοβαρά κίνητρα με το ν.δ. 1297/1972 και το ν.δ. 2166/1993 και απαλλάσσει τους μετασχηματισμούς επιχειρήσεων από όλους σχεδόν τους φόρους και τέλη που συνεπάγεται ένας μετασχηματισμός: Έτσι όλοι σχεδόν οι μετασχηματισμοί υπάγονται στις ευεργετικές διατάξεις του ν.δ. 1297/1972 και κυρίως του ν.δ. 2166/1993 μόνο όταν οι μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις στερούνται ακινήτων είναι δυνατό να αγνοήσει κανείς τα περί συγχωνεύσεων και μετατροπών επιχειρήσεων φορολογικά κίνητρα αλλά και τότε πρέπει να προβληματιστεί για τα διάφορα τέλη - δικαιώματα τρίτων στα οποία η συγχώνευση υποβάλλεται. Πιο συγκεκριμένα απαλλάσσονται από κάθε φόρο ή τέλος υπέρ του δημοσίου ή τρίτων η σύμβαση συγχωνεύσεως ή μετατροπής, και κάθε άλλη σχετική συμφωνία ή πράξη. Ακίνητα που ανήκουν και χρησιμοποιούνται από την συγχωνευμένη ή μετατρεπόμενη επιχείρηση και εισφέρονται στη νέο-δημιουργημένη εταιρεία, απαλλάσσονται από το φόρο μεταβιβάσεως ακινήτων. Η προκύπτουσα υπεραξία κατά τη συγχώνευση ή μετατροπή δεν υπόκειται σε φόρο εισοδήματος κατά το χρόνο του μετασχηματισμού. Τα υπάρχοντα στις μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις ευεργετήματα αναπτυξιακών νόμων μεταφέρονται στις προκύπτουσες από τη μετατροπή ή συγχώνευση εταιρείες.

Το ισχύον νομικό καθεστώς των φορολογικών κινήτρων συγχωνεύσεων συνίσταται σε δύο νομοθετήματα :

Το ΝΔ 1297/1972, όπως τροποποιήθηκε από τον Ν. 2579/1998 και του οποίου η ισχύς παρατάθηκε με τον Ν 2459/1997 μέχρι την 31 Δεκεμβρίου 2000.

Το ΝΔ 2166/1993, όπως επίσης τροποποιήθηκε με τους Νόμους 2390/1996 και 2579/1998.

Οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα επιλογής μόνο της μιας από τις δύο δέσμες φορολογικών κινήτρων, ενώ και οι δύο αυτοί νόμοι υπάγονται στις διατάξεις του Ν 2190/1920 όσον αφορά τη νομική διαδικασία που πρέπει να ακολουθηθεί. Παράλληλα έχει ενσωματωθεί με το Ν 2578/1998 η κοινοτική οδηγία περί συγχωνεύσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

### **ΝΔ 1297/1972**

Σκοπός του ΝΔ 1297/1972 είναι να **ενθαρρύνει τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές επιχειρήσεων με στόχο τη δημιουργία μεγαλύτερων και αποδοτικότερων επιχειρήσεων.**

Τα κίνητρα παρέχονται υπό τη μορφή απαλλαγών από διάφορους φόρους και τέλη, όπως για παράδειγμα απαλλαγή από το τέλος χαρτοσήμου, από το φόρο μεταβίβασης ακίνητης περιουσίας και τη μετατόπιση χρόνου φορολόγησης της υπεραξίας που προκύπτει από την εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων που εισφέρονται στη χρονική στιγμή λύσης της εταιρίας ή διανομής αυτής της υπεραξίας.

### **ΤΑ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ & ΑΛΛΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΠΟΥ ΑΠΟΡΡΕΟΥΝ ΑΠΟ ΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ**

Το ισχύον νομικό καθεστώς των φορολογικών κινήτρων συγχωνεύσεων συνίσταται σε δύο νομοθετήματα :

Το ΝΔ 1297/1972, όπως τροποποιήθηκε από τον Νόμο 2579/1998 και του οποίου η ισχύς παρατάθηκε με τον Ν 2459/1997 μέχρι την 31 Δεκεμβρίου 2000.

Το ΝΔ 2166/1993, όπως επίσης τροποποιήθηκε με τους Νόμους 2390/1996 και 2579/1998.

Οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα επιλογής μόνο της μιας από τις δύο δέσμες φορολογικών κινήτρων, ενώ και οι δύο αυτοί νόμοι υπάγονται στις διατάξεις του Ν 2190/1920 όσον αφορά τη νομική διαδικασία που πρέπει να ακολουθηθεί. Παράλληλα έχει ενσωματωθεί με το Ν 2578/1998 η κοινοτική οδηγία περί συγχωνεύσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση.



### **ΝΔ 1297/1972**

Σκοπός του ΝΔ 1297/1972 είναι να ενθαρρύνει τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές επιχειρήσεων με στόχο τη δημιουργία μεγαλύτερων και αποδοτικότερων επιχειρήσεων. Τα κίνητρα παρέχονται υπό τη μορφή απαλλαγών από διάφορους φόρους και τέλη, όπως για παράδειγμα απαλλαγή από το τέλος χαρτοσήμου, από το φόρο μεταβίβασης ακίνητης περιουσίας και τη μετατόπιση χρόνου φορολόγησης της υπεραξίας που προκύπτει από την εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων που εισφέρονται στη χρονική στιγμή λύσης της εταιρίας ή διανομής αυτής της υπεραξίας.

Τα κίνητρα εφαρμόζονται σε περιπτώσεις συγχώνευσης ή μετατροπής δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων οποιασδήποτε μορφής Α.Ε. ή ΕΠΕ.

#### **Προϋποθέσεις εφαρμογής**

Η εταιρία που προκύπτει από τη συγχώνευση πρέπει να έχει καταβεβλημένο κεφάλαιο τουλάχιστον 100 εκ. δρχ. στην περίπτωση που είναι Α.Ε. και τουλάχιστον 50 εκ. δρχ. στην περίπτωση που είναι ΕΠΕ.

Εκτός της περίπτωσης συγχώνευσης Α.Ε., οι μετοχές της Α.Ε. που αντιστοιχούν στην αξία του εισφερόμενου κεφαλαίου θα είναι υποχρεωτικά ονομαστικές και μη μεταβιβάσιμες κατά ποσοστό 75% για τα επόμενα πέντε χρόνια από την πραγματοποίηση της συγχώνευσης ή μετατροπής.

Η νέα εταιρία οφείλει να παραμείνει σε λειτουργία τουλάχιστον για μια πενταετία από τη συγχώνευση ή μετατροπή.

Σε περίπτωση εισφοράς ακινήτων, τα εισφερόμενα ακίνητα πρέπει να χρησιμοποιηθούν για τις ανάγκες της επιχείρησης, τουλάχιστον για μια πενταετία από τη συγχώνευση ή τη μετατροπή.

### **ΝΔ 2166/1993**

Ο Νόμος αυτός δίνει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να επιλέξουν και άλλες μορφές μετασχηματισμού (μετατροπή, απορρόφηση, συγχώνευση, απόσχιση, εισφορά). Τα βασικά φορολογικά πλεονεκτήματα του Ν2166/1993 είναι τα παρακάτω:

Δεν εκτιμάται η αξία της εισφερόμενης ή απορροφώμενης περιουσίας. Συνεπώς δεν προκύπτει θέμα υπεραξίας ή φορολόγησης της.

Τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις μεταβιβάζονται στη νέα εταιρία με απλές λογιστικές εγγραφές και σύμφωνα με τις αξίες που αναγράφονται στα βιβλία, οι οποίες επιβεβαιώνονται είτε από έναν ορκωτό

ελεγκτή είτε από την Επιτροπή του Υπουργείου Εμπορίου είτε από τις φορολογικές αρχές.

Παρέχεται απαλλαγή από το φόρο μεταβίβασης ακίνητης περιουσίας από το φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίου (στις περισσότερες περιπτώσεις) από το τέλος χαρτοσήμου και άλλους φόρους που επιβάλλονται στις συμβάσεις.

#### **Προϋποθέσεις εφαρμογής:**

Η εταιρία που προκύπτει από τη συγχώνευση πρέπει να έχει καταβεβλημένο κεφάλαιο τουλάχιστον 100 εκ. δρχ. στην περίπτωση που είναι Α.Ε. και τουλάχιστον 50 εκ. δρχ. στην περίπτωση που είναι ΕΠΕ.

Οι επιχειρήσεις που μετατρέπονται πρέπει να τηρούν λογιστικά βιβλία Γ' κατηγορίας και να έχουν ισολογισμό για περίοδο τουλάχιστο 12 μηνών.

Η εναλλακτική λύση συγχώνευσης ή μετατροπής με το ΝΔ 2166/1993 προσφέρει περισσότερες επιλογές μετατροπής, απαιτεί συντομότερη και απλούστερη διαδικασία από το ΝΔ 1297/1992, ενώ δεν θέτει χρονικούς ή άλλους λειτουργικούς περιορισμούς. Επιπρόσθετα, η σχέση ανταλλαγής μετοχών αποφασίζεται ελεύθερα από τους εταίρους ή τους μετόχους των συγχωνευόμενων /μετατρεπόμενων εταιρειών. Εντούτοις, μόνο το ΝΔ 1297/1972 προσφέρει τη δυνατότητα αύξησης της εισφερόμενης περιουσίας κατά το ποσό της υπεραξίας που εκτιμά η ειδική επιτροπή καθώς και της μη απώλειας των φορολογικών ζημιών της απορροφώσας εταιρίας. Πάντως και στις δύο περιπτώσεις διατηρούνται οι αφορολόγητες εκπτώσεις και διευκολύνσεις των μετατρεπόμενων επιχειρήσεων, εφόσον παρακολουθούνται σε ιδιαίτερους λογαριασμούς της νέας εταιρίας.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 14

Ημερήσιες μέσες μη κανονικές αποδόσεις και αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις στην περίοδο -30 έως για 32 εταιρίες στόχους οριζοντίων συγχωνεύσεων.

| OBSERVATION WINDOW | AAR      | CAAR     | T- STATISTIC AAR |
|--------------------|----------|----------|------------------|
| -30                | -0,0426% | -0,0426% | -0,05528         |
| -29                | -0,1408% | -0,1834% | -0,18288         |
| -28                | 0,6986%  | 0,5152%  | 0,90730          |
| -27                | 0,1516%  | 0,6668%  | 0,19687          |
| -26                | -0,5196% | 0,1472%  | -0,67482         |
| -25                | -1,4015% | -1,2543% | -1,82022         |
| -24                | 0,5801%  | -0,6742% | 0,75340          |
| -23                | 0,3337%  | -0,3404% | 0,43347          |
| -22                | 0,0612%  | -0,2793% | 0,07944          |
| -21                | 0,6261%  | 0,3468%  | 0,81318          |
| -20                | 0,5360%  | 0,8828%  | 0,69615          |
| -19                | -0,2927% | 0,5902%  | -0,38014         |
| -18                | 0,1647%  | 0,7549%  | 0,21393          |
| -17                | 0,0002%  | 0,7550%  | 0,00021          |
| -16                | -0,8845% | -0,1295% | -1,14881         |
| -15                | -0,6782% | -0,8076% | -0,88079         |
| -14                | -0,0970% | -0,9046% | -0,12594         |
| -13                | 0,3736%  | -0,5311% | 0,48518          |
| -12                | -0,3337% | -0,8648% | -0,43342         |
| -11                | -0,7688% | -1,6335% | -0,99845         |
| -10                | 0,1053%  | -1,5283% | 0,13670          |
| -9                 | 0,4345%  | -1,0938% | 0,56433          |
| -8                 | 0,2508%  | -0,8429% | 0,32577          |
| -7                 | 0,6614%  | -0,1815% | 0,85908          |
| -6                 | 0,7279%  | 0,5464%  | 0,94540          |
| -5                 | -1,0778% | -0,5314% | -1,39982         |
| -4                 | -1,1874% | -1,7187% | -1,54212         |
| -3                 | -0,3389% | -2,0576% | -0,44016         |
| -2                 | -0,4638% | -2,5214% | -0,60237         |
| -1                 | -0,0834% | -2,6048% | -0,10832         |
| 0                  | 5,6664%  | 3,0616%  | 7,35946          |
| 1                  | 2,7758%  | 5,8374%  | 3,60521          |
| 2                  | 3,6025%  | 9,4399%  | 4,67884          |
| 3                  | 1,8896%  | 11,3294% | 2,45413          |
| 4                  | 1,2997%  | 12,6291% | 1,68805          |
| 5                  | 0,9129%  | 13,5421% | 1,18570          |
| 6                  | -0,0158% | 13,5263% | -0,02046         |
| 7                  | 0,6853%  | 14,2116% | 0,89000          |
| 8                  | -1,0568% | 13,1547% | -1,37261         |
| 9                  | -0,2790% | 12,8757% | -0,36233         |
| 10                 | 1,2363%  | 14,1120% | 1,60564          |
| 11                 | -2,0601% | 12,0519% | -2,67566         |
| 12                 | 0,4868%  | 12,5387% | 0,63224          |
| 13                 | 0,0790%  | 12,6177% | 0,10261          |
| 14                 | -0,3273% | 12,2904% | -0,42507         |
| 15                 | 0,4356%  | 12,7260% | 0,56580          |

|    |          |          |          |
|----|----------|----------|----------|
| 16 | -0,5212% | 12,2048% | -0,67698 |
| 17 | 0,1993%  | 12,4041% | 0,25883  |
| 18 | -0,3380% | 12,06%6% | -0,43905 |
| 19 | -0,8715% | 11,1946% | -1,13185 |
| 20 | -0,0828% | 11,1117% | -0,10758 |
| 21 | 1,7997%  | 12,9114% | 2,33740  |
| 22 | 0,1057%  | 13,0171% | 0,13723  |
| 23 | 0,0885%  | 13,1056% | 0,11491  |
| 24 | -0,1507% | 12,9549% | -0,19566 |
| 25 | 0,1116%  | 13,0665% | 0,14498  |
| 26 | -0,0369% | 13,0297% | -0,04788 |
| 27 | 2,1180%  | 15,1477% | 2,75085  |
| 28 | -0,4504% | 14,6972% | -0,58503 |
| 29 | 1,4711%  | 16,1683% | 1,91062  |
| 30 | 0,9556%  | 17,1239% | 1,24108  |

## ΠΙΝΑΚΑΣ 15

Ημερήσιες μέσες μη κανονικές αποδόσεις και αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις στην περίοδο -30 έως 30 για 30 εταιρίες στόχους κάθετων συγχωνεύσεων.

| OBSERVATION WINDOW | AAR      | CAAR     | T- STATISTIC AAR |
|--------------------|----------|----------|------------------|
| -30                | 0,1178%  | 0,1178%  | 0,12682          |
| -29                | -2,1364% | -2,0187% | -2,30070         |
| -28                | 0,0182%  | -2,0004% | 0,01963          |
| -27                | -0,1480% | -2,1484% | -0,15940         |
| -26                | -0,2383% | -2,3868% | -0,25664         |
| -25                | 0,3644%  | -2,0224% | 0,39239          |
| -24                | 1,8178%  | -0,2045% | 1,95762          |
| -23                | 1,0419%  | 0,8374%  | 1,12207          |
| -22                | 0,2925%  | 1,1300%  | 0,31503          |
| -21                | 0,6197%  | 1,7497%  | 0,66739          |
| -20                | 1,3652%  | 3,1149%  | 1,47020          |
| -19                | 0,7800%  | 3,8949%  | 0,83994          |
| -18                | 0,0585%  | 3,9534%  | 0,06303          |
| -17                | 0,3661%  | 4,3195%  | 0,39423          |
| -16                | 0,9107%  | 5,2301%  | 0,98069          |
| -15                | 0,5222%  | 5,7523%  | 0,56235          |
| -14                | 1,1526%  | 6,9049%  | 1,24118          |
| -13                | -0,1576% | 6,7473%  | -0,16974         |
| -12                | 0,3866%  | 7,1339%  | 0,41629          |
| -11                | 0,4700%  | 7,6038%  | 0,50609          |
| -10                | -0,0672% | 7,5366%  | -0,07239         |
| -9                 | 0,7336%  | 8,2702%  | 0,79005          |
| -8                 | 1,0135%  | 9,2837%  | 1,09141          |
| -7                 | 0,9507%  | 10,2344% | 1,02384          |
| -6                 | 0,0628%  | 10,2973% | 0,06766          |
| -5                 | -0,2403% | 10,0570% | -0,25873         |
| -4                 | -0,2903% | 9,7667%  | -0,31263         |
| -3                 | -0,5318% | 9,2349%  | -0,57269         |
| -2                 | -0,8037% | 8,4312%  | -0,86553         |
| -1                 | -2,0712% | 6,3599%  | -2,23051         |
| 0                  | 7,4904%  | 13,8503% | 8,06633          |
| 1                  | 5,1963%  | 19,0466% | 5,59587          |
| 2                  | 2,5238%  | 21,5704% | 2,71783          |
| 3                  | 1,0622%  | 22,6326% | 1,14385          |
| 4                  | 1,1112%  | 23,7438% | 1,19666          |
| 5                  | 1,7027%  | 25,4465% | 1,83361          |
| 6                  | 1,8341%  | 27,2806% | 1,97515          |
| 7                  | 0,1711%  | 27,4517% | 0,18428          |
| 8                  | 0,7631%  | 28,2148% | 0,82173          |
| 9                  | -0,3927% | 27,8220% | -0,42294         |
| 10                 | 0,4008%  | 28,2228% | 0,43163          |

|    |          |          |          |
|----|----------|----------|----------|
| 11 | -0,5608% | 27,6620% | -0,60397 |
| 12 | -1,1011% | 26,5609% | -1,18572 |
| 13 | -0,3785% | 26,1825% | -0,40755 |
| 14 | -1,5111% | 24,6714% | -1,62731 |
| 15 | 1,1121%  | 25,7834% | 1,19758  |
| 16 | 1,1385%  | 26,9219% | 1,22605  |
| 17 | -2,1307% | 24,7913% | -2,29451 |
| 18 | -0,0901% | 24,7012% | -0,09698 |
| 19 | -1,4801% | 23,2211% | -1,59387 |
| 20 | 0,0115%  | 23,2326% | 0,01239  |
| 21 | 0,8108%  | 24,0434% | 0,87315  |
| 22 | 0,9042%  | 24,9477% | 0,97376  |
| 23 | 0,2601%  | 25,2077% | 0,28006  |
| 24 | -0,6556% | 24,5522% | -0,70597 |
| 25 | -0,1695% | 24,3826% | -0,18257 |
| 26 | -0,4492% | 23,9335% | -0,48369 |
| 27 | 1,3832%  | 25,3167% | 1,48958  |
| 28 | -0,6311% | 24,6857% | -0,67958 |
| 29 | 0,6094%  | 25,2951% | 0,65628  |
| 30 | -1,4153% | 23,8798% | -1,52408 |

## ΠΙΝΑΚΑΣ 16

Ημερήσιες μέσες μη κανονικές αποδόσεις και αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις στην περίοδο -30 έως 30 για 32 εταιρίες στόχους ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων.

| OBSERVATION WINDOW | AAR       | CAAR     | T- STATISTIC AAR |
|--------------------|-----------|----------|------------------|
| -30                | 0,7877%   | 0,7877%  | 0,86481          |
| -29                | -1,1063%  | -0,3186% | -1,21463         |
| -28                | 0,2848%   | -0,0338% | 0,31271          |
| -27                | -0,0127%  | -0,0465% | -0,01396         |
| -26                | 0,4033%   | 0,3568%  | 0,44279          |
| -25                | -0,3672%  | -0,0104% | -0,40317         |
| -24                | 1,1730%   | 1,1626%  | 1,28784          |
| -23                | -0,3094%  | 0,8532%  | -0,33964         |
| -22                | -0,2755%  | 0,5777%  | -0,30246         |
| -21                | 1,9034%   | 2,4812%  | 2,08982          |
| -20                | 0,4424%   | 2,9236%  | 0,48571          |
| -19                | 0,03-1,7% | 2,9552%  | 0,03475          |
| -18                | 0,0504%   | 3,0056%  | 0,05528          |
| -17                | -0,2717%  | 2,7338%  | -0,29836         |
| -16                | -0,3738%  | 2,3600%  | -0,41041         |
| -15                | -0,7986%  | 1,5614%  | -0,87676         |
| -14                | -0,0951%  | 1,4663%  | -0,10443         |
| -13                | 0,2195%   | 1,6859%  | 0,24104          |
| -12                | -0,8211%  | 0,8648%  | -0,90146         |
| -11                | -0,5567%  | 0,3081%  | -0,61117         |
| -10                | 0,3754%   | 0,6835%  | 0,41215          |
| -9                 | 0,4154%   | 1,0990%  | 0,45613          |
| -8                 | 0,1459%   | 1,2449%  | 0,16017          |
| -7                 | 0,7444%   | 1,9893%  | 0,81733          |
| -6                 | 1,2370%   | 3,2263%  | 1,35807          |
| -5                 | -1,7455%  | 1,4808%  | -1,91638         |
| -4                 | -1,0603%  | 0,4205%  | -1,16414         |
| -3                 | -0,3849%  | 0,0356%  | -0,42257         |
| -2                 | -0,5151%  | -0,4795% | -0,56549         |
| -1                 | 0,1054%   | -0,3741% | 0,11572          |
| 0                  | 5,6712%   | 5,2971%  | 6,22649          |
| 1                  | 5,9608%   | U.2579%  | 6,54443          |
| 2                  | 5,6790%   | 16,9369% | 6,23502          |
| 3                  | 3,0058%   | 19,9426% | 3.30Q08          |
| 4                  | 1,0633%   | 21,0059% | 1,16740          |
| 5                  | 1,2637%   | 22,2696% | 1,38743          |
| 6                  | 0,0179%   | 22,2875% | 0,01970          |
| 7                  | 0,6651%   | 22,9527% | 0,73024          |
| 8                  | -1,4183%  | 21,5344% | -1,55715         |
| 9                  | 0,2317%   | 21,7661% | 0,25436          |

|    |          |          |          |
|----|----------|----------|----------|
| 10 | -2,0312% | 19,7348% | -2,23010 |
| 11 | 0,6821%  | 20,4170% | 0,74892  |
| 12 | 0,3641%  | 20,7811% | 0,39975  |
| 13 | 0,3308%  | 21,1119% | 0,36319  |
| 14 | -0,7980% | 20,3139% | 4,87612  |
| 15 | -0,1256% | 20,1883% | -0,13793 |
| 16 | -0,1660% | 20,0222% | -0,18230 |
| 17 | -0,7305% | 19,2917% | -0,80205 |
| 18 | -0,9178% | 18,3739% | -1,00770 |
| 19 | -1,7402% | 16,6337% | -1,91057 |
| 20 | -0,1207% | 16,5130% | -0,13251 |
| 21 | 1,7893%  | 18,3023% | 1,96450  |
| 22 | 0,2032%  | 18,5055% | 0,22309  |
| 23 | -0,6621% | 17,8434% | -0,72690 |
| 24 | -0,4499% | 17,3936% | -0,49390 |
| 25 | 0,9345%  | 18,3280% | 1,02598  |
| 26 | -0,4123% | 17,9157% | -0,45270 |
| 27 | 2,3923%  | 20,3081% | 2,62659  |
| 28 | 0,5854%  | 20,8935% | 0,64275  |
| 29 | 1,1236%  | 22,0171% | 1,23362  |
| 30 | -0,4094% | 21,6077% | -0,44949 |



## ΠΙΝΑΚΑΣ 17

Ημερήσιες μέσες μη κανονικές αποδόσεις και αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις στην περίοδο -30 έως 32 εξαγοράζουσες εταιρίες που προέβησαν σε οριζόντιες συγχωνεύσεις.

| OBSERVATION WINDOW | AAR      | CAAR     | T- STATISTIC AAR |
|--------------------|----------|----------|------------------|
| -30                | -0,4339% | -0,4339% | -0,58860         |
| -29                | -0,6761% | -1,1101% | -0,91710         |
| -28                | -0,6129% | -1,7229% | -0,83134         |
| -27                | -0,0772% | -1,8001% | -0,10466         |
| -26                | 0,6650%  | -1,1351% | 0,90202          |
| -25                | 0,4532%  | -0,6819% | 0,61469          |
| -24                | 0,0523%  | -0,6296% | 0,07094          |
| -23                | -0,5188% | -1,1484% | -0,70364         |
| -22                | -0,3231% | -1,4715% | -0,43825         |
| -21                | 0,0075%  | -1,4640% | 0,01018          |
| -20                | -0,7550% | -2,2190% | -1,02415         |
| -19                | 0,1826%  | -2,0364% | 0,24770          |
| -18                | -0,3077% | -2,3441% | -0,41733         |
| -17                | 0,2708%  | -2,0732% | 0,36735          |
| -16                | 0,9977%  | -1,0755% | 1,35332          |
| -15                | 0,1909%  | -0,8846% | 0,25897          |
| -14                | 0,0843%  | -0,8003% | 0,11432          |
| -13                | -0,5545% | -1,3548% | -0,75208         |
| -12                | -0,6155% | -1,9702% | -0,83481         |
| -11                | 0,1570%  | -1,8133% | 0,21290          |
| -10                | 0,1615%  | -1,6518% | 0,21901          |
| -9                 | 0,4641%  | -1,1877% | 0,62948          |
| -8                 | 1,2954%  | 0,1077%  | 1,75710          |
| -7                 | -0,4210% | -0,3134% | -0,57107         |
| -6                 | 0,3446%  | 0,0312%  | 0,46735          |
| -5                 | 0,1991%  | 0,2303%  | 0,27011          |
| -4                 | 0,8431%  | 1,0734%  | 1,14360          |
| -3                 | -0,6309% | 0,4425%  | -0,85578         |
| -2                 | -0,8125% | -0,3700% | -1,10208         |
| -1                 | -0,2331% | -0,6031% | -0,31622         |
| 0                  | 2,0669%  | 1,4638%  | 2,80363          |
| ,1                 | 0,7855%  | 2,2493%  | 1,06546          |
| 2                  | 0,1991%  | 2,4484%  | 0,27003          |
| 3                  | -0,1388% | 2,3096%  | -0,18826         |
| 4                  | 0,5267%  | 2,8363%  | 0,71442          |
| 5                  | 0,4442%  | 3,2805%  | 0,60250          |
| 6                  | 0,0171%  | 3,2976%  | 0,02322          |
| 7                  | -0,0483% | 3,2493%  | -0,06554         |
| 8                  | 0,7218%  | 3,9711%  | 0,97904          |
| 9                  | 0,4935%  | 4,4646%  | 0,66944          |
| 10                 | -1,9603% | 2,5042%  | -2,65905         |

|    |          |         |          |
|----|----------|---------|----------|
| 11 | 1,3249%  | 3,8292% | 1,79715  |
| 12 | -0,1916% | 3,6375% | -0,25995 |
| 13 | -0,2417% | 3,3958% | -0,32785 |
| 14 | -0,5195% | 2,8763% | -0,70464 |
| 15 | 0,0029%  | 2,8792% | 0,00390  |
| 16 | 0,0080%  | 2,8872% | 0,01082  |
| 17 | -0,3943% | 2,4928% | -0,53489 |
| 18 | -0,3126% | 2,1802% | -0,42401 |
| 19 | -0,2578% | 1,9224% | -0,34973 |
| 20 | 0,3699%  | 2,2923% | 0,50168  |
| 21 | -0,1380% | 2,1542% | -0,18724 |
| 22 | 0,7824%  | 2,9367% | 1,06132  |
| 23 | -0,4530% | 2,4837% | -0,61443 |
| 24 | 0,0458%  | 2,5295% | 0,06210  |
| 25 | 0,2915%  | 2,8210% | 0,39536  |
| 26 | -0,6059% | 2,2151% | -0,82181 |
| 27 | 0,4269%  | 2,6420% | 0,57901  |
| 28 | 0,7097%  | 3,3517% | 0,96272  |
| 29 | 0,0813%  | 3,4330% | 0,11026  |
| 30 | -0,4114% | 3,0216% | -0,55796 |

## ΠΙΝΑΚΑΣ 18

Ημερήσιες μέσες μη κανονικές αποδόσεις και αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις στην περίοδο -30 έως 30 για 30 εξαγοράζουσες εταιρίες που προέβησαν σε κάθετες συγχωνεύσεις.

| OBSERVATION WINDOW | AAR      | CAAR     | T- STATISTIC AAR |
|--------------------|----------|----------|------------------|
| -30                | 0,6783%  | 0,6783%  | 0,88192          |
| -29                | -1,1064% | -0,4281% | -1,43852         |
| -28                | 0,7199%  | 0,2918%  | 0,93596          |
| -27                | -0,1440% | 0,1477%  | -0,18728         |
| -26                | 0,6845%  | 0,8322%  | 0,88999          |
| -25                | 0,1190%  | 0,9512%  | 0,15471          |
| -24                | 1,5850%  | 2,5362%  | 2,06076          |
| -23                | 0,1314%  | 2,6676%  | 0,17086          |
| -22                | -0,0167% | 2,6509%  | -0,02169         |
| -21                | 2,0559%  | 4,7069%  | 2,67309          |
| -20                | 0,3854%  | 5,0923%  | 0,50105          |
| -19                | -0,3112% | 4,7811%  | -0,40461         |
| -18                | 0,5933%  | 5,3743%  | 0,77134          |
| -17                | -0,2823% | 5,0920%  | -0,36705         |
| -16                | -0,3215% | 4,7705%  | -0,41802         |
| -15                | -0,3886% | 4,3819%  | -0,50520         |
| -14                | -0,4001% | 3,9819%  | -0,52016         |
| -13                | 0,0615%  | 4,0433%  | 0,07990          |
| -12                | -0,6102% | 3,4332%  | -0,79333         |
| -11                | -0,5685% | 2,8646%  | -0,73920         |
| -10                | 0,5593%  | 3,4239%  | 0,72719          |
| -9                 | 0,1192%  | 3,5431%  | 0,15502          |
| -8                 | -0,4282% | 3,1149%  | -0,55675         |
| -7                 | 0,1565%  | 3,2714%  | 0,20346          |
| -6                 | 1,1672%  | 4,4386%  | 1,51758          |
| -5                 | -1,3974% | 3,0413%  | -1,81681         |
| -4                 | -1,3314% | 1,7099%  | -1,73101         |
| -3                 | -0,3984% | 1,3115%  | -0,51805         |
| -2                 | -0,4623% | 0,8492%  | -0,60101         |
| -1                 | 0,2122%  | 1,0614%  | 0,27584          |
| 0                  | 4,9717%  | 6,0331%  | 6,46413          |
| 1                  | 1,4388%  | 7,4719%  | 1,87066          |
| 2                  | 1,3221%  | 8,7939%  | 1,71893          |
| 3                  | 1,1626%  | 9,9566%  | 1,51164          |
| 4                  | -0,6831% | 9,2735%  | -0,88817         |
| 5                  | 1,4821%  | 10,7556% | 1,92704          |
| 6                  | -0,1017% | 10,6539% | -0,13224         |
| 7                  | 0,8604%  | 11,5143% | 1,11870          |
| 8                  | -1,0044% | 10,5099% | -1,30593         |
| 9                  | 0,0346%  | 10,5445% | 0,04494          |
| 10                 | 0,1877%  | 10,7322% | 0,24406          |

|    |          |          |          |
|----|----------|----------|----------|
| 11 | -1,4377% | 9,2945%  | -1,86926 |
| 12 | 0,4475%  | 9,7419%  | 0,58177  |
| 13 | -0,2491% | 9,4928%  | -0,32391 |
| 14 | -0,7708% | 8,7221%  | -1,00212 |
| 15 | -0,0481% | 8,6740%  | -0,06249 |
| 16 | 0,1369%  | 8,8109%  | 0,17800  |
| 17 | -0,3022% | 8,5087%  | -0,39295 |
| 18 | -0,5453% | 7,9634%  | -0,70899 |
| 19 | -1,3731% | 6,5902%  | -1,78533 |
| 20 | -0,1768% | 6,4135%  | -0,22982 |
| 21 | 1,6802%  | 8,0937%  | 2,18459  |
| 22 | -0,1383% | 7,9554%  | -0,17985 |
| 23 | -0,7959% | 7,1595%  | -1,03480 |
| 24 | -0,0886% | 7,0709%  | -0,11519 |
| 25 | 1,4638%  | 8,5347%  | 1,90319  |
| 26 | -0,5228% | 8,0118%  | -0,67978 |
| 27 | 1,7244%  | 9,7363%  | 2,24208  |
| 28 | 0,3162%  | 10,0525% | 0,41118  |
| 29 | 1,4029%  | 11,4554% | 1,82396  |
| 30 | -0,5609% | 10,8945% | -0,72926 |

## ΠΙΝΑΚΑΣ 19

Ημερήσιες μέσες μη κανονικές αποδόσεις και αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις στην περίοδο -30 έως 30 για 32 αγοράζουσες εταιρίες που προέβησαν σε ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις.

| OBSERVATION WINDOW | AAR      | CAAR     | T- STATISTIC AAR |
|--------------------|----------|----------|------------------|
| -30                | -0,1740% | -0,1740% | -0,23019         |
| -29                | -1,4400% | -1,6140% | -1,90506         |
| -28                | 0,8105%  | -0,8035% | 1,07229          |
| -27                | -0,6048% | -1,4083% | -0,80012         |
| -26                | -1,0613% | -2,4695% | -1,40402         |
| -25                | -0,3880% | -2,8575% | -0,51326         |
| -24                | 0,4205%  | -2,4370% | 0,55626          |
| -23                | 0,9161%  | -1,5210% | 1,21193          |
| -22                | 0,0373%  | -1,4836% | 0,04939          |
| -21                | -0,3278% | -1,8114% | -0,43365         |
| -20                | 1,3144%  | -0,4970% | 1,73890          |
| -19                | 0,7614%  | 0,2644%  | 1,00735          |
| -18                | -0,0831% | 0,1814%  | -0,10990         |
| -17                | 0,4381%  | 0,6194%  | 0,57957          |
| -15                | -1,0758% | 0,0153%  | -1,42328         |
| -14                | -0,2171% | -0,2018% | -0,28721         |
| -13                | 0,0925%  | -0,1093% | 0,12239          |
| -12                | -0,3814% | -0,4907% | -0,50459         |
| -11                | 0,0735%  | -0,4172% | 0,09730          |
| -10                | -0,6293% | -1,0465% | -0,83257         |
| -9                 | 0,1587%  | -0,8878% | 0,20999          |
| -8                 | 0,5942%  | -0,2935% | 0,78613          |
| -7                 | 0,4062%  | 0,1126%  | 0,53736          |
| -6                 | 0,6610%  | 0,7736%  | 0,87444          |
| -5                 | -0,2542% | 0,5194%  | -0,33634         |
| -4                 | 0,7693%  | 1,2887%  | 1,01782          |
| -3                 | -0,6297% | 0,6590%  | -0,83304         |
| -2                 | -0,9651% | -0,3061% | -1,27680         |
| -1                 | -1,2414% | -1,5475% | -1,64235         |
| 0                  | -2,6442% | -4,1917% | -3,49824         |
| 1                  | 0,6566%  | -3,5411% | 0,86071          |
| 2                  | 0,4748%  | -3,0663% | 0,62819          |
| 3                  | 0,7830%  | -2,2833% | 1,03591          |
| 4                  | -0,2656% | -2,5489% | -0,35138         |
| 5                  | 0,3582%  | -2,1906% | 0,47395          |
| 6                  | 0,3860%  | -1,8046% | 0,51067          |
| 7                  | 0,0641%  | -1,7405% | 0,08481          |
| 8                  | 0,4999%  | -1,2406% | 0,66139          |
| 9                  | 0,2990%  | -0,9416% | 0,39556          |
| 10                 | 2,0340%  | 1,0924%  | 2,69090          |

|    |          |          |          |
|----|----------|----------|----------|
| 11 | -3,1618% | -2,0694% | -4,18297 |
| 12 | -0,0275% | -2,0969% | -0,03639 |
| 13 | 0,0914%  | -2,0056% | 0,12085  |
| 14 | -1,2209% | -3,2265% | -1,61525 |
| 15 | 0,1109%  | -3,1156% | 0,14668  |
| 16 | 0,8710%  | -2,2447% | 1,15227  |
| 17 | 0,5482%  | -1,6965% | 0,72519  |
| 18 | -0,2422% | -1,9387% | -0,32043 |
| 19 | -0,2530% | -2,1917% | -0,33472 |
| 20 | -0,2231% | -2,4149% | -0,29521 |
| 21 | 1,1643%  | -1,2506% | 1,54032  |
| 22 | -0,5003% | -1,7509% | -0,66193 |
| 23 | 0,5018%  | -1,2491% | 0,66391  |
| 24 | -1,0679% | -2,3170% | -1,41285 |
| 25 | -0,2241% | -2,5411% | -0,29647 |
| 26 | 0,2118%  | -2,3293% | 0,28018  |
| 27 | 1,9740%  | -0,3553% | 2,61152  |
| 28 | -0,1514% | -0,5067% | -0,20027 |
| 29 | 0,9904%  | 0,4837%  | 1,31031  |
| 30 | -0,5654% | -0,0817% | -0,74805 |

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ :**

- Alpha Bank : Απολογισμός χρήσεως 2001
- Δελτία τύπου της Alpha Bank της περιόδου 1998 – 2004
- Δημοσίευμα της Εφημερίδας Ισοτιμίας με συνέντευξη του Γενικού Διευθυντή της Alpha Bank
- Ιστορικό αρχείο Alpha Bank
- Παπαδάκης Βασίλειος : Στρατηγική των επιχειρήσεων, Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία..  
Εκδόσεις Ε. Μπένου (2002)
- Χρηματιστήριο Αθηνών : Ανακοινώσεις αναφορικά με τις συγχωνεύσεις των Ελληνικών Τραπεζών
- European Mergers and Merger policy  
Mathew Bishop and John Kay  
Oxford University Press 1993
- Anatomy of a Merger. The causes and effects of Mergers and Acquisitions  
Alexandra M. Post
- Corporate Governance and Financial Performance  
Marc Georgen  
Edward Elgar 2001

## **Sites :**

[www.elsevier.com/locate/econbase](http://www.elsevier.com/locate/econbase)

[www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)

[www.oikonomikos.dolnet.gr](http://www.oikonomikos.dolnet.gr)

[www.mergers.net/files/doned/dealspage.html](http://www.mergers.net/files/doned/dealspage.html)

[www.ethniki.gr](http://www.ethniki.gr)