

Συγχωνεύσεις στον τραπεζικό κλάδο

Διπλωματική Εργασία

Διατμηματικό Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών
στην Οικονομική Επιστήμη

Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

Ως μέρος εκπλήρωσης των υποχρεώσεων
για την απόκτηση μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών
στις Οικονομικές Επιστήμες

από τον

Γκένιο Αντώνη
Επιβλέπων καθηγητής: Κωνσταντάτος Χρήστος

Φεβρουάριος 2012

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Επιβλέποντα Καθηγητή Κωνσταντάτο Χρήστο για την καθοδήγησή του και τις πολύτιμες συμβουλές που συνέβαλαν ουσιαστικά στην ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας.

Θα ήθελα ακόμη να ευχαριστήσω του γονείς μου και τον αδερφό μου για την στήριξη και την αμέριστη συμπαράστασή τους καθόλη τη διάρκεια συγγραφής της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην παρούσα εργασία εξετάζεται το ζήτημα των συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο. Το φαινόμενο εξετάζεται κάτω από διαφορετικές συνθήκες μίας ολιγοπωλιακά οργανωμένης αγοράς δίνοντας έμφαση στον παράγοντα της απόστασης μεταξύ των συγχωνευμένων επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, συγκρίνονται τα κέρδη των συγχωνευμένων επιχειρήσεων όταν οι επιχειρήσεις αυτές είναι γειτονικές, σε σχέση με την περίπτωση συγχώνευσης απομακρυσμένων επιχειρήσεων.

Μετά από την εισαγωγή, στην ενότητα II περιγράφεται το θεωρητικό υπόβαθρο της ολιγοπωλιακής αγοράς και των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Στην ενότητα III γίνεται μία ανάλυση του τραπεζικού κλάδου και ορισμένων εννοιών του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Παρατηρούμε ότι το κυριότερο χαρακτηριστικό του κλάδου είναι ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης, όπως προκύπτει από τα στοιχεία που παρατίθενται. Στην ενότητα IV περιγράφεται το φαινόμενο της οικονομικής ολοκλήρωσης και αναπτύσσονται οι διάφορες μορφές που μπορεί να πάρει. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στην οριζόντια μορφή οικονομικής ολοκλήρωσης. Στην ενότητα V περιγράφεται το παράδοξο των συγχωνεύσεων σύμφωνα με το οποίο οι συγχωνεύσεις δεν είναι επικερδείς για τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις, εκτός αν οδηγούν σε μονοπώλιο ή σε πάρα πολύ μεγάλη συγκέντρωση. Στην ενότητα VI αναλύονται ορισμένα βασικά πλεονεκτήματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών που είναι γενικά αποδεκτά στη θεωρία και στη βιβλιογραφία, όπως οι συνέργειες κόστους. Δίνοντας έμφαση σ' αυτόν τον παράγοντα, το μοντέλο που παρουσιάζεται δείχνει πως οι συγχωνεύσεις μπορούν να οδηγήσουν σε αύξηση των κερδών για τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις. Στην ενότητα VII περιγράφεται το φαινόμενο των συγχωνεύσεων με ανταγωνισμό Bertrand και αποδεικνύεται ότι η συγχώνευση είναι επικερδής τόσο για τις επιχειρήσεις που συμμετέχουν σ' αυτήν όσο και για τις υπόλοιπες. Στην ενότητα VIII γίνεται μία επισκόπηση του γνωστού μοντέλου του Salop, Το μοντέλο αυτό αποτελεί επέκταση του μοντέλου του Hotelling, καθώς υποθέτει πως οι επιχειρήσεις είναι ομοιόμορφα κατανεμημένες πάνω σ' ένα κύκλο και όχι σε μία ευθεία γραμμή. Τέλος, στην ενότητα IX περιγράφονται οι συγχωνεύσεις κάτω από συνθήκες χωρικής διαφοροποίησης. Ξεχωρίζει το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγει το μοντέλο που παρουσιάζεται στην

ενότητα, σύμφωνα με το οποίο οι συγχωνεύσεις είναι πιο επικερδείς για τις επιχειρήσεις που είναι δίπλα στις συγχωνευμένες παρά για τις ίδιες τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις. Στην ενότητα X προστίθεται στην ανάλυση ο παράγοντας της ηγεσίας τιμής και επιχειρείται μία σύγκριση με την περίπτωση της ταυτόχρονης επιλογής τιμής. Το αποτέλεσμα αυτής της σύγκρισης είναι ότι τα μεγαλύτερα κέρδη επιτυγχάνονται όταν υπάρχει συγχώνευση και μάλιστα γειτονικών επιχειρήσεων, και επιπλέον όταν ο όμιλος επιχειρήσεων συμπεριφέρεται ως ηγέτης. Στην ενότητα XI γίνεται, αφενός μία ανακεφαλαίωση των κυριότερων συμπερασμάτων της εργασίας, αφετέρου επισημαίνονται θέματα για περαιτέρω διερεύνηση.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Κεφάλαιο I: Εισαγωγή	5
Κεφάλαιο II: Θεωρητικό υπόβαθρο.....	6
Κεφάλαιο III: Χαρακτηριστικά του τραπεζικού κλάδου.....	11
Κεφάλαιο IV: Οικονομική ολοκλήρωση	16
Κεφάλαιο V: Το παράδοξο των συγχωνεύσεων	21
Κεφάλαιο VI: Περιορισμός κόστους.....	23
Κεφάλαιο VII: Ανταγωνισμός στις τιμές (Bertrand)	27
Κεφάλαιο VIII: Χωρική διαφοροποίηση.....	31
Κεφάλαιο IX: Συγχωνεύσεις κάτω από χωρική διαφοροποίηση	33
Κεφάλαιο X: Συγχωνεύσεις κάτω από χωρική διαφοροποίηση με ηγεσία τιμής.....	36
Κεφάλαιο XI: Συμπεράσματα.....	44
Βιβλιογραφία:.....	45

I. Εισαγωγή

Ο Ευρωπαϊκός τραπεζικός τομέας βίωσε μία ταχεία ανάπτυξη στις συγχωνεύσεις και εξαγορές κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 90. Πέρα από την απορρόθμιση που προωθήθηκε στις αγορές, τις τεχνολογικές και χρηματοοικονομικές καινοτομίες και την εισαγωγή ενός καινούριου ενιαίου νομίσματος, του ευρώ, η διαδικασία των συγχωνεύσεων ενισχύθηκε και από προοπτικές μεγαλύτερης αποτελεσματικότητας και απόκτησης δύναμης αγοράς ή ενίσχυσής της. Σε κάποιες περιπτώσεις, όμως, υπήρχαν και άλλοι παράγοντες που οδήγησαν σε συγχώνευση. Όταν το 1999 ανακοινώθηκε ότι επίκειται συγχώνευση ανάμεσα στις τράπεζες Paribas και Societe Generale, η Banque Nationale de Paris (BNP) η μεγαλύτερη τράπεζα της Γαλλίας, αποφάσισε να τις αποκτήσει και τις δύο. Η κίνησή της ερμηνεύθηκε ως φόβος της γαλλικής τράπεζας μήπως μείνει εκτός της συγχώνευσης. Καθώς οι συνέργειες κόστους δεν ήταν τόσο σημαντικές ώστε να θεωρηθούν ως η κινητήρια δύναμη που οδήγησε την BNP στην εξαγορά, η ανάλυση αυτής της κίνησης επικεντρώθηκε στην επίδραση που θα προκαλούσε στην αγορά ο νέος συσχετισμός δυνάμεων. Παρόμοια συμπεράσματα μπορούν να εξαχθούν και από την περίπτωση της Banko Santander Central Hispano (BSCH). Όταν η εν λόγω τράπεζα ανακοίνωσε την πρόθεσή της να αποκτήσει ένα σημαντικό μερίδιο της Mundial Confianca (MC), μίας ασφαλιστικής επιχείρησης η οποία είχε στην κατοχή της τρεις πορτογαλικές τράπεζες, η Banco Totta & Acores (BCP) έκανε μία δημόσια προσφορά η οποία στόχευε, επίσης, στην MC. Αν και κανείς δεν μπορεί να υποστηρίξει με βεβαιότητα ότι αυτού του είδους ο ανταγωνισμός για τη συμμετοχή σε μία συγχώνευση οφείλεται στο φόβο μήπως ο συνασπισμός δημιουργήσει πολύ μεγάλα οφέλη για τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις και ζημιές για τις μη συμμετέχουσες, σίγουρα πρόκειται για ένα επιχείρημα.

Ο σκοπός της συγκεκριμένης εργασίας είναι να δείξει κατά πόσο υπάρχουν σημαντικά οφέλη στην κερδοφορία μιας τράπεζας όταν συμμετέχει σε μία συγχώνευση, κάτω από διαφορετικές συνθήκες οργάνωσης μίας ολιγοπωλιακά οργανωμένης αγοράς. Εξετάζεται κατά πόσο υπάρχει διαφορά στα κέρδη που επιτυγχάνει μία τράπεζα όταν συγχωνεύεται με μία γειτονική της σε σχέση με την περίπτωση της συγχώνευσης με μία πιο απομακρισμένη

τράπεζα. Παίζει, άραγε, σημαντικό ρόλο στην απόφαση των συγχωνεύσεων η απόσταση μεταξύ των επιχειρήσεων και αν ναι, με ποιο τρόπο τις επηρεάζει;

Για να απαντηθούν τα παραπάνω ερωτήματα γίνεται αρχικά μία σύντομη επισκόπηση των λόγων που οδηγούν συνήθως τις επιχειρήσεις σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Στην συνέχεια εξετάζονται τα δομικά χαρακτηριστικά του τραπεζικού κλάδου και παρατίθενται ορισμένα ενδιαφέροντα στοιχεία που φανερώνουν τη σημερινή δομή της τραπεζικής αγοράς. Ακολούθως, επιχειρείται μία ιστορική αναδρομή στη βιβλιογραφία της βιομηχανικής οργάνωσης και στα σημαντικότερα άρθρα που έχουν δημοσιευθεί πάνω στο θέμα των συγχωνεύσεων. Είναι αξιοσημείωτο, πως τα πρώτα άρθρα δεν ήταν καθόλου ενθαρρυντικά για τις συγχωνεύσεις, καθώς κατέληγαν στο συμπέρασμα πως οι συγχωνεύσεις μπορούν να οδηγήσουν σε οφέλη για τα συμμετέχοντα μέρη μόνο σε ορισμένες ακραίες περιπτώσεις, όταν η συγχώνευση οδηγεί σε πάρα πολύ μεγάλη συγκέντρωση (σχεδόν μονοπώλιο). Τα συμπεράσματα αυτά, βέβαια, ανατράπηκαν στη συνέχεια όταν δημοσιεύθηκαν νεότερα άρθρα που αποδείκνυαν πως οι συγχωνεύσεις οδηγούν, γενικά, σε οφέλη, αρκεί να γίνει σωστή επιλογή του μοντέλου. Ορισμένα άρθρα μάλιστα, που εξέτασαν το θέμα της τοποθεσίας στις συγχωνεύσεις, βρήκαν πως είναι μία σημαντική παράμετρος και μπορεί να επηρεάσει την απόφαση μίας επιχείρησης για συμμετοχή ή όχι σε μία συγχώνευση. Όπως αναλύεται και στο παρόν άρθρο είναι πάντοτε συμφέρουσα η συμμετοχή σε μία συγχώνευση και μάλιστα με γειτονικές επιχειρήσεις.

II. Θεωρητικό υπόβαθρο

Ένας κλάδος θεωρείται ότι είναι ολιγοπωλιακός όταν σχετικά μικρός αριθμός επιχειρήσεων ελέγχει το μεγαλύτερο μέρος της προσφοράς του προϊόντος του. Βασικό χαρακτηριστικό του ολιγοπωλιακού κλάδου είναι η αλληλεξάρτηση των αποφάσεων των επιχειρήσεων του. Όσο λιγότερες είναι οι επιχειρήσεις στον κλάδο, τόσο μεγαλύτερη είναι η αλληλεξάρτηση μεταξύ τους. Αυτή γίνεται ιδιαίτερα έντονη όταν υπάρχει δυοπώλιο. Σε όλες όμως τις περιπτώσεις κάθε ολιγοπωλιακή μονάδα είναι υποχρεωμένη να λάβει υπόψη τις ενδεχόμενες αντιδράσεις των άλλων επιχειρήσεων του κλάδου στις δικές της επιχειρηματικές ενέργειες. Η μεγάλη αλληλεξάρτηση στις αποφάσεις των επιχειρήσεων καθιστά απαραίτητες για την οικονομική ανάλυση ορισμένες παραδοχές σχετικά με τις προσδοκίες των ολιγοπωλιακών επιχειρήσεων

ως προς τις αντιδράσεις των ανταγωνιστών στις δικές τους ενέργειες, καθώς και με την επίδραση των εν λόγω αντιδράσεων στις δικές τους αποφάσεις. Το είδος των παραδοχών που γίνονται επηρεάζει τα συμπεράσματα που εξάγονται από τα ολιγοπωλιακά υποδείγματα.

Υπάρχουν διάφοροι **λόγοι ύπαρξης ολιγοπωλίων**, οι κυριότεροι από τους οποίους είναι οι ακόλουθοι¹:

1. *Υπαρξη οικονομιών κλίμακας*: Η ύπαρξη οικονομιών μεγάλης κλίμακας παραγωγής δημιουργεί συνθήκες που ευνοούν την επικράτηση στην αγορά λίγων μεγάλων επιχειρήσεων και δημιουργούν εμπόδια στην ανάπτυξη μικρότερων και λιγότερο αποδοτικών μονάδων. Η σημασία του παράγοντα αυτού στη δημιουργία ολιγοπωλίων επηρεάζεται από την τεχνολογία αλλά και από το μέγεθος της αγοράς. Είναι δυνατόν σε ένα κλάδο η υπάρχουσα τεχνολογία ή οι εξελίξεις της να ευνοούν τη λειτουργία μεγαλύτερων παραγωγικών μονάδων ενθαρρύνοντας τη δημιουργία ολιγοπωλίου. Από την άλλη, αν η αγορά διευρυνθεί σημαντικά, μπορεί να δημιουργηθούν προϋποθέσεις για την ύπαρξη περισσότερων μονάδων. Τεχνολογία και μέγεθος αγοράς μπορούν να αλλάζουν διαχρονικά, έτσι ώστε να έχουν αντίθετες επιδράσεις στον ολιγοπωλιακό χαρακτήρα ενός κλάδου.
2. *Μεγάλες κεφαλαιακές ανάγκες*: Οι μεγάλες κεφαλαιακές ανάγκες που χαρακτηρίζουν ορισμένες δραστηριότητες ενεργούν ως εμπόδιο για την είσοδο πολλών επιχειρήσεων σε ένα κλάδο, όχι μόνο επειδή δεν είναι εύκολη η εξεύρεση μεγάλων κεφαλαίων αλλά και διότι ο επιχειρηματικός κίνδυνος που συνδέεται με μία σημαντική επένδυση είναι μεγάλος και αυτό αποθαρρύνει πολλούς υποψήφιους επενδυτές. Σε συνδυασμό με τον παράγοντα των οικονομιών μεγέθους, ο παράγοντας των μεγάλων κεφαλαιακών αναγκών αποκτά ακόμη μεγαλύτερη σπουδαιότητα. Για παράδειγμα, σε ένα κλάδο στον οποίο μεγάλες επιχειρήσεις λειτουργούν σε επίπεδο που ήδη τους εξασφαλίζει οικονομίες κλίμακας παραγωγής, μια νέα επιχείρηση που θα χρειαζόταν αρκετό χρόνο για να διευσδύσει ικανοποιητικά στην αγορά και να μπορέσει να παράγει και αυτή με οικονομίες κλίμακας, θα έχει σημαντικές ζημιές στα πρώτα έτη της λειτουργίας της. Υπάρχει, συνεπώς, κίνδυνος να μην αντέξει και να σταματήσει την παραγωγή και αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα πρόσθετη ζημιά από την πώληση των εξειδικευμένων εγκαταστάσεών της σε χαμηλή τιμή.

¹ Για περισσότερη ανάλυση βλέπε ΚΩΤΤΗ & ΠΕΤΡΑΚΗ-ΚΩΤΤΗ (2001) σελ: 409-415

3. *Κοστολογικό πλεονέκτημα:* Ορισμένες επιχειρήσεις είναι δυνατόν να έχουν κοστολογικό πλεονέκτημα σε ορισμένους κλάδους λόγω της μακράς εμπειρίας τους στην παραγωγή, της κατοχής δικαιωμάτων ειδικών ευρασιτεχνιών που μειώνουν το κόστος ή και της αποκλειστικής πρόσβασης σε συμφέρουσες πηγές πρώτων υλών κ.ο.κ. Σε περιπτώσεις που η παραγωγή είναι περίπλοκη, η κατοχή τεχνογνωσίας μπορεί να αποτελεί σημαντικό πλεονέκτημα για τις επιχειρήσεις που την έχουν, με αποτέλεσμα την αποθάρρυνση της εισόδου άλλων στον ίδιο κλάδο.
4. *Διαφοροποίηση του προϊόντος:* Για ολιγοπώλια που παράγουν βασικές πρώτες ύλες ο παράγοντας της διαφοροποίησης του προϊόντος δεν ισχύει συνήθως, επειδή οι πρώτες ύλες τείνουν να είναι συνήθως τυποποιημένες ή ελαφρώς διαφοροποιημένες. Η διαφοροποίηση, όμως, που χαρακτηρίζει ορισμένους κλάδους καταναλωτικών και κεφαλαιουχικών αγαθών αποτελεί σημαντικό παράγοντα αποθάρρυνσης της εισόδου νέων επιχειρήσεων, επειδή οι αγοραστές έχουν σαφείς προτιμήσεις για συγκεκριμένα είδη τέτοιων προϊόντων και δεν είναι εύκολο για ένα νέο παραγωγό να τους προσελκύσει στο δικό του προϊόν.
5. *Συγχώνευση επιχειρήσεων:* Η συγχώνευση επιχειρήσεων αποτέλεσε σύνηθες φαινόμενο στις αναπτυγμένες χώρες στα τέλη του δέκατου ένατου αιώνα και στις αρχές του εικοστού καθώς επίσης και στις τελευταίες δεκαετίες του εικοστού αιώνα. Με τις συγχωνεύσεις περιορίζεται ο ανταγωνισμός και συχνά αυξάνονται τα κέρδη, ενώ υπάρχουν πολλές φορές και πλεονεκτήματα κόστους. Με τις συγχωνεύσεις ασχολείται εκτενέστερα το συγκεκριμένο άρθρο καθώς αποτελεί το αντικείμενο μελέτης.

Ολιγοπώλιο μπορεί να υπάρχει σε ένα κλάδο ακόμη και όταν ο αριθμός των επιχειρήσεων δεν είναι πολύ μικρός, αρκεί λίγες μεγάλες να παράγουν ένα σχετικά μεγάλο ποσοστό της συνολικής ποσότητας, ενώ κάθε μεγάλη επιχείρηση του κλάδου δεν μπορεί να αγνοήσει τις ενέργειες των άλλων μεγάλων επιχειρήσεων, όπως και εκείνες δεν μπορούν να αγνοήσουν τις δικές της. Οι μικρές επιχειρήσεις επηρεάζονται από τις ενέργειες των μεγάλων, οι οποίες όμως μπορεί να μη δίνουν ιδιαίτερη σημασία στη συμπεριφορά των μικρών, ιδίως αν όλες αυτές μαζί δεν παράγουν παρά ένα μικρό μέρος της συνολικής ποσότητας του προϊόντος του κλάδου. Για να εκτιμηθεί ο βαθμός ανταγωνισμού σε ένα κλάδο είναι χρήσιμο να προσδιοριστεί ο **βαθμός συγκέντρωσης** (degree of concentration) του κλάδου. Στη συνέχεια μπορούν να συγκριθούν οι βαθμοί συγκέντρωσης περισσότερων κλάδων για να καθοριστεί

σε ποιους από αυτούς ο ανταγωνισμός είναι μεγαλύτερος ή μικρότερος. Για τη μέτρηση του βαθμού συγκέντρωσης έχουν προταθεί διάφοροι δείκτες ολιγοπωλιακής συγκέντρωσης. Όσο μεγαλύτερη τιμή έχει ο δείκτης για ένα κλάδο, τόσο μεγαλύτερο βαθμό δύναμης στην αντίστοιχη αγορά έχουν οι ολιγοπωλιακές επιχειρήσεις. Οι κυριότεροι από τους δείκτες ολιγοπωλιακής συγκέντρωσης είναι οι εξής:

1. *Ποσοστό συνολικών πωλήσεων (ή απασχόλησης ή στοιχείων ενεργητικού)*: Από τους διάφορους δείκτες που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ο ευκολότερος είναι αυτός που βασίζεται στον υπολογισμό του ποσοστού των συνολικών πωλήσεων (ή της απασχόλησης ή του ενεργητικού) του κλάδου που αφορά τις τρεις ή τέσσερις μεγαλύτερες επιχειρήσεις (ή και περισσότερες). Όσο μεγαλύτερο το ποσοστό, τόσο μεγαλύτερη η συγκέντρωση στον κλάδο. Επομένως, ένας κλάδος με τιμή του δείκτη συγκέντρωσης 0,80 θα χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη συγκέντρωση από άλλο κλάδο με τιμή δείκτη 0,30. Η μέγιστη τιμή του δείκτη είναι 1,00.
2. *Δείκτης Herfindahl*: Ένας άλλος δείκτης, γνωστός ως δείκτης Herfindahl, βασίζεται στον υπολογισμό του αθροίσματος των τετραγώνων των μεριδίων της αγοράς των μεγαλύτερων επιχειρήσεων του κλάδου: $H = \sum_{i=1}^N S_i^2$, όπου S είναι το μερίδιο της αγοράς που ανήκει στην επιχείρηση i και N είναι ο αριθμός των επιχειρήσεων του κλάδου. Όταν ένας κλάδος αποτελείται από μία μόνο επιχείρηση, τότε $H = 1$ που είναι και η μέγιστη τιμή του δείκτη. Η τιμή του δείκτη μικραίνει όσο αυξάνεται ο αριθμός των επιχειρήσεων. Βέβαια, η τιμή του δείκτη περιορίζεται και όταν ο αριθμός των επιχειρήσεων του κλάδου παραμένει ο ίδιος αλλά μειώνεται η ανισότητα στο μέγεθος των μεριδίων τους. Η δυνατότητα που έχει ο δείκτης να λαμβάνει υπόψη όχι μόνο το μερίδιο της αγοράς που έχουν οι N μεγαλύτερες επιχειρήσεις του κλάδου, αλλά όλων των επιχειρήσεων και επιπλέον το βαθμό ανισότητας των μεριδίων τους αποτελεί το συγκριτικό πλεονέκτημα του δείκτη.

Σε έναν ολιγοπωλιακό κλάδο το παραγόμενο προϊόν μπορεί να είναι ομοιογενές ή διαφοροποιημένο. Η **διαφοροποίηση** μπορεί να έγκειται στη διαφορά ποιότητας ή διάρκειας ζωής του προϊόντος, διαφορά σχεδίου, χρώματος, στυλ, συσκευασίας κ.α. στην προστασία του προϊόντος από νόμους για ευρεσιτεχνίες, εμπορικά σήματα και δικαιώματα πνευματικής ιδιοκτησίας (copyright), στις συνθήκες που αφορούν την πώλησή του (συμπεριφορά

πωλητών, τοποθεσία πώλησης, ποιότητα του περιβάλλοντος του καταστήματος, ώρες λειτουργίας του κ.α.), στις εγγυήσεις για το προϊόν, στις συνθήκες παράδοσής του στον αγοραστή (κόστος, τρόπος και χρόνος παράδοσης), στην ύπαρξη και ποιότητα δικτύου επισκευών του κ.α.

Όπως είναι γνωστό είναι δύσκολο να παρουσιάσει κανείς έναν σαφή ορισμό της έννοιας του βιομηχανικού κλάδου ή της αγοράς. Από τη μία μεριά, κάποιος θα μπορούσε να ισχυριστεί πως δύο αγαθά δεν είναι ποτέ τέλεια υποκατάστατα, με την έννοια ότι όλοι οι καταναλωτές είναι αδιάφοροι σχετικά με το ποιο να διαλέξουν όταν τα δύο αγαθά προσφέρονται στην ίδια τιμή. Τα αγαθά είναι σχεδόν πάντοτε διαφοροποιημένα ως προς ορισμένα χαρακτηριστικά τους. Επιπλέον, μία ομάδα αγαθών πάντοτε αλληλεπιδρά σε κάποιο βαθμό με τα άλλα αγαθά σε μια οικονομία. Η τιμολόγηση των αγαθών που βρίσκονται έξω από μια συγκεκριμένη αγορά επηρεάζει τη ζήτηση των αγαθών που βρίσκονται μέσα στην αγορά όχι μόνο μέσω του αποτελέσματος του εισοδήματος, αλλά και μέσω του αποτελέσματος της υποκατάστασης. Γίνεται φανερό, λοιπόν, πως πάντοτε υπάρχει κάποιος βαθμός διαφοροποίησης ακόμη και μεταξύ των αγαθών που βρίσκονται μέσα στην ίδια αγορά. Το ερώτημα που ανακύπτει, επομένως, είναι πώς θα μπορούσε να περιγράψει κανείς τη διαφοροποίηση μεταξύ των αγαθών. Στη βιβλιογραφία της βιομηχανικής οργάνωσης έχουν αναπτυχθεί τρεις διαφορετικές προσεγγίσεις.

1. *Κάθετη διαφοροποίηση:* Μιλάμε για κάθετη διαφοροποίηση μεταξύ των αγαθών, όταν όλοι οι καταναλωτές συμφωνούν σχετικά με το περισσότερο προτιμώμενο μίγμα χαρακτηριστικών και, γενικότερα, με την κατάταξη των αγαθών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα, η ποιότητα. Όλοι συμφωνούν πως περισσότερο από αυτό το χαρακτηριστικό, την ποιότητα, είναι προτιμότερο.
2. *Οριζόντια διαφοροποίηση:* Υπάρχουν ορισμένα χαρακτηριστικά για τα οποία η άριστη επιλογή εξαρτάται από τον καταναλωτή. Οι προτιμήσεις, σχετικά με τα χρώματα για παράδειγμα, ποικίλουν μέσα στον πληθυσμό. Επίσης, ορισμένοι καταναλωτές ενδέχεται να προτιμούν ένα αγαθό, απλά και μόνο επειδή βρίσκεται πλησιέστερα, σε σχέση με ένα άλλο που μπορεί να βρίσκεται σε πιο μακρυνή απόσταση. Στις περιπτώσεις αυτές, γίνεται λόγος για οριζόντια διαφοροποίηση.

III. Χαρακτηριστικά του Τραπεζικού κλάδου

Έχοντας παρουσιάσει το θεωρητικό πλαίσιο της ολιγοπωλιακής αγοράς (ορισμός ολιγοπωλίου, διαφοροποίηση, βαθμός συγκέντρωσης) θα μπορούσε να γίνει μία αποτίμηση της αγοράς του τραπεζικού κλάδου. Πρώτα, όμως, κρίνεται σκόπιμο να παρουσιασθεί η δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος² μέσα στο οποίο δραστηριοποιούνται οι τράπεζες.

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα περιλαμβάνει τα εξής συστατικά στοιχεία: τη χρηματοπιστωτική αγορά, τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα.

Το *χρηματοπιστωτικό σύστημα* εκτελεί μία πολύ σημαντική λειτουργία, συγκεντρώνει αποταμιεύσεις από τους αποταμιευτές και τις διοχετεύει στους δανειζόμενους. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα, δηλαδή, είναι το κανάλι μέσω του οποίου διοχετεύονται οι αποταμιεύσεις από τις πλεονασματικές οικονομικές μονάδες, δηλαδή τις μονάδες που διαθέτουν είτε για κατανάλωση είτε για επένδυση λιγότερα από το διαθέσιμο εισόδημά τους, στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες.

Κρίσιμο ρόλο στη μεταφορά αυτή διαδραματίζουν οι *χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί*, το πρώτο από τα τρία συστατικά στοιχεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ως χρηματοπιστωτικός οργανισμός ή χρηματοπιστωτικό ίδρυμα μπορεί να ορισθεί η επιχείρηση, η δραστηριότητα της οποίας συνίσταται στην αποδοχή κεφαλαίων από το κοινό, την παροχή κεφαλαίων προς το κοινό, καθώς και την παροχή υπηρεσιών με τη μορφή παροχής συμβουλών σε επιχειρήσεις, φύλαξης κινητών αξιών, διαχείρισης χαρτοφυλακίου, εκμίσθωσης θυρίδων κ.α.. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διευκολύνουν τη μεταφορά κεφαλαίων από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες. Η ύπαρξη τους είναι αναγκαία, εάν λάβει κανείς υπόψη ότι η επιχειρηματικές ικανότητες και οι ευκαιρίες είναι άνισα κατανομημένες μεταξύ των ατόμων. Η ύπαρξη χρηματοδοτικών αγορών και ιδρυμάτων είναι εκείνη που συμβάλλει στην καλύτερη κατανομή των αποταμιεύσεων και του σχηματιζόμενου κεφαλαίου μεταξύ των παραγωγικών μονάδων, τομέων παραγωγής και γεωγραφικών περιοχών.

Το δεύτερο συστατικό του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι τα *χρηματοπιστωτικά προϊόντα*. Όπως προαναφέρθηκε το χρηματοπιστωτικό σύστημα ασχολείται με τη

² Η παρουσίαση που ακολουθεί προέρχεται από το βιβλίο των ΛΑΖΑΡΙΔΗ-ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΥ (2006) σελ: 66-154

διοχέτευση αγοραστικής δύναμης από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές μονάδες. Η μεταφορά αυτή γίνεται με την χρήση χρηματοδοτικών τίτλων. Οι χρηματοδοτικοί τίτλοι είναι μελλοντικές αξιώσεις ή δικαιώματα των κατόχων των τίτλων πάνω σε πόρους των εκδοτών των τίτλων. Είδη χρηματοδοτικών τίτλων είναι οι ομολογίες (είτε δημοσίου, είτε ιδιωτικές), οι μετοχές, τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου, οι καταθέσεις κάθε μορφής κ.α. Όποια μορφή κι αν πάρουν, όμως, οι χρηματοδοτικοί τίτλοι αυτό που πρέπει να γίνει απόλυτα σαφές είναι ότι αποτελούν εναλλακτικές μορφές δανεισμού και ως τέτοιες πρέπει να αντιμετωπίζονται.

Το τρίτο συστατικό στοιχείο του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι η *χρηματοδοτική αγορά*. Η χρηματοδοτική αγορά είναι ο συνδετικός κρίκος όπου συντελείται η έκδοση των χρηματοδοτικών τίτλων και η αγοραπωλησία τους με τη βοήθεια των χρηματοδοτικών οργανισμών. Οι χρηματοδοτικές αγορές διακρίνονται σε διάφορες κατηγορίες ανάλογα με τη ληκτότητα των τίτλων (αγορά χρήματος και αγορά κεφαλαίου), το χρόνο κυκλοφορίας των τίτλων (πρωτογενής και δευτερογενής αγορά) , την οργάνωσή τους (οργανωμένες αγορές ή χρηματιστήρια και μη οργανωμένες αγορές ή εξωχρηματιστηριακές αγορές), το χρηματοδοτικό τίτλο που αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης (αγορά μετοχών, αγορά ομολόγων, αγορά χρήματος) κ.α.

Έχοντας παρουσιάσει τη βασική δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος κρίνεται σκόπιμη μία διάκριση των τραπεζικών εργασιών με βάση τη νομική θέση και το ρόλο της τράπεζας, προκειμένου να διευρευνηθεί εάν υπάρχει οριζόντια ή κάθετη διαφοροποίηση στον τραπεζικό κλάδο. Οι τραπεζικές εργασίες διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες: ενεργητικές εργασίες, παθητικές εργασίες και μεσολαβητικές εργασίες. Ενεργητικές εργασίες είναι αυτές, στις οποίες η τράπεζα έχει το ρόλο του φορέα που χορηγεί κεφάλαια στις οικονομικές μονάδες (ιδιώτες ή επιχειρήσεις) που τα χρειάζονται είτε για καταναλωτικές ανάγκες, είτε για την αντιμετώπιση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (κεφάλαια κίνηση) είτε για επενδυτικές ανάγκες. Στις περιπτώσεις αυτές οι τράπεζα έχει το ρόλο του δανειστή. Παθητικές εργασίες είναι αυτές, στις οποίες η τράπεζα έχει το ρόλο του φορέα που δέχεται κεφάλαια από την πελατεία της και, συνεπώς, έχει το ρόλο του δανειζόμενου. Τέλος, στις μεσολαβητικές εργασίες η τράπεζα αναλαμβάνει τη διεκπεραίωση συγκεκριμένου έργου (αποστολή εμβασμάτων, πληρωμή λογαριασμών κοινής ωφέλειας,

προεγγραφή για αγορά μετοχών, αγοραπωλησία συναλλάγματος κ.α.) για λογαριασμό του πελάτη, θέτοντας με αμοιβή τις υπηρεσίες της στη διάθεσή του.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, γίνεται φανερό πως οι τραπεζικές εργασίες είναι οι ίδιες για όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Όλες οι τράπεζες δέχονται καταθέσεις λειτουργώντας ως δανειστές. Όλες παρέχουν προϊόντα πίστης όπως στεγαστικά δάνεια, καταναλωτικά δάνεια, όποια μορφή κι έχουν αυτά (δάνεια τακτής λήξης, πιστωτικές κάρτες, δάνεια ανακυκλούμενης πίστωσης, δικαιώματα υπερανάλληψης,) και επιχειρηματικά δάνεια. Τέλος, όλες οι τράπεζες πραγματοποιούν μεσολαβητικές εργασίες. Τα προϊόντα και οι υπηρεσίες που προσφέρουν, συνεπώς, οι τράπεζες δεν φαίνεται να παρουσιάζουν διαφορές ως προς τα χαρακτηριστικά τους. Αυτό που τις διαφοροποιεί, συνεπώς, δεν είναι τα προϊόντα που προσφέρουν. Η μόνη διαφορά των παραπάνω αναφερόμενων προϊόντων είναι το κόστος με το οποίο διατίθενται, δηλαδή το επιτόκιο, που αποτελεί την τιμή για την αγορά του τραπεζικού κλάδου. Ένα χαρακτηριστικό που θα μπορούσε να τις διαφοροποιήσει είναι η τοποθεσία της τράπεζας. Πολλοί επιχειρηματίες, ιδιαίτερα σε περιοχές της επαρχίας, επιλέγουν την τράπεζα συνεργασίας τους με κριτήριο την απόσταση προκειμένου να διευκολύνονται στις συναλλαγές τους. Άλλωστε, δεν είναι τυχαίο πως οι περισσότερες οικονομικές μονάδες επιλέγουν χρηματοπιστωτικό ίδρυμα από το εσωτερικό της χώρας στην οποία βρίσκονται, παρ' όλο που ενδέχεται τα αντίστοιχα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού να προσφέρουν τα ίδια προϊόντα με πολύ ελκυστικότερους όρους και καλύτερες τιμές. Ένα μοντέλο, λοιπόν, με **οριζόντια διαφοροποίηση** θα μπορούσε να συλλάβει πολλά χαρακτηριστικά του τραπεζικού κλάδου.

Λαμβάνοντας υπόψη τις εκθέσεις που κάθε χρόνο δημοσιεύει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα καθώς και σχετικές μελέτες που έχουν γίνει για να μετρηθεί ο βαθμός συγκέντρωσης και ανταγωνισμού του τραπεζικού κλάδου, θα μπορούσε κανείς να καταλήξει στο συμπέρασμα πως η αγορά είναι **ολιγοπωλιακά** οργανωμένη. Όπως φαίνεται από τον πίνακα υπάρχουν αρκετές χώρες της Ε.Ε. που έχουν δείκτη Herfindahl πάνω από 1,8 φανερώνοντας υψηλό βαθμό συγκέντρωσης και πολλές χώρες με δείκτη μεταξύ 1,0 και 1,8 φανερώνοντας μέτριο βαθμό συγκέντρωσης.

Table 3 Herfindahl index for credit institutions and share of total assets of the five largest credit institutions

(index ranging from 0 to 10,000 and share of the five largest credit institutions in percent)

	Herfindahl Index for credit institutions					Share of total assets of the five largest credit institutions				
	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009
Belgium	2,112	2,041	2,079	1,881	1,622	85.3	84.4	83.4	80.8	77.1
Bulgaria	698	707	833	834	846	50.8	50.3	56.7	57.3	58.3
Czech Republic	1,155	1,104	1,100	1,014	1,032	65.5	64.1	65.7	62.1	62.4
Denmark	1,115	1,071	1,120	1,229	1,042	66.3	64.7	64.2	66.0	64.0
Germany	174	178	183	191	206	21.6	22.0	22.0	22.7	25.0
Estonia	4,039	3,593	3,410	3,120	3,090	98.1	97.1	95.7	94.8	93.4
Ireland	644	649	690	794	881	47.8	49.0	50.4	55.3	58.8
Greece	1,096	1,101	1,096	1,172	1,184	65.6	66.3	67.7	69.5	69.2
Spain	487	442	459	497	507	42.0	40.4	41.0	42.4	43.3
France	727	726	679	681	605	51.9	52.3	51.8	51.2	47.2
Italy	230	220	328	344	353	26.8	26.2	33.1	33.0	34.0
Cyprus	1,029	1,056	1,089	1,019	1,086	59.8	63.9	64.9	63.8	65.0
Latvia	1,176	1,271	1,158	1,205	1,181	67.3	69.2	67.2	70.2	69.3
Lithuania	1,838	1,913	1,827	1,714	1,693	80.6	82.5	80.9	81.3	80.5
Luxembourg	312	294	276	278	288	30.7	29.1	27.9	27.3	27.8
Hungary	795	823	840	819	861	53.2	53.5	54.1	54.4	55.2
Malta	1,330	1,171	1,177	1,236	1,246	75.3	70.9	70.2	72.8	72.7
Netherlands	1,796	1,822	1,928	2,168	2,032	84.5	85.1	86.3	86.8	85.0
Austria	560	534	527	454	414	45.0	43.8	42.8	39.0	37.2
Poland	650	599	640	562	574	48.5	46.1	46.6	44.2	43.9
Portugal	1,154	1,134	1,098	1,114	1,150	68.8	67.9	67.8	69.1	70.1
Romania	1,115	1,165	1,041	922	857	59.4	60.1	56.3	54.0	52.4
Slovenia	1,369	1,300	1,282	1,268	1,256	63.0	62.0	59.5	59.1	59.7
Slovakia	1,076	1,131	1,082	1,197	1,273	67.7	66.9	68.2	71.6	72.1
Finland	2,730	2,560	2,540	3,160	3,120	82.9	82.3	81.2	82.8	82.6
Sweden	845	856	934	953	899	57.3	57.8	61.0	61.9	60.7
United Kingdom	399	394	449	412	467	36.3	35.9	40.7	36.5	40.8
MU16	640	634	659	687	663	42.8	43.1	44.4	44.7	44.6
unweighted average	1,052	1,022	1,032	1,091	1,076	56.7	56.4	56.7	57.0	57.0
EU27	614	592	596	665	632	42.6	41.5	41.5	45.2	44.3
unweighted average	1,135	1,106	1,106	1,120	1,102	59.3	59.0	59.5	59.6	59.5

Βέβαια, όπως έχει ήδη αναφερθεί υπάρχουν διάφοροι δείκτες που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση του βαθμού συγκέντρωσης σε μία αγορά και επειδή στη θεωρία δεν είναι καθολικά αποδεκτό πως ο δείκτης Herfindahl είναι το καλύτερο μέτρο ελέγχου του βαθμού συγκέντρωσης σε ένα κλάδο, παρατίθεται κάτω και ένας πίνακας με τις τιμές του δείκτη CR₅ για διάφορες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ο δείκτης CR₅ προκύπτει αθροίζοντας το μερίδιο αγοράς των πέντε, στη συγκεκριμένη περίπτωση, μεγαλύτερων χρηματοπιστωτικών οργανισμών.

Table 2: Concentration measures									
Country	Year	CR ₅	HHI	Country	CR ₅	HHI	Country	CR	HHI
Austria	1998	66.50	1,779	Luxembourg	36.01	434	Lithuania	99.35	3,505
	1999	61.62	1,627		35.76	413		98.96	3,697
	2000	64.34	1,313		35.06	408		96.46	3,225
	2001	61.37	1,116		35.60	438		94.94	2,883
	2002	62.39	1,132		38.36	405		80.54	2,632
Belgium	1998	89.27	2,432	Netherlands	90.11	2,610	Malta	99.61	4,245
	1999	89.57	2,548		88.91	2,402		99.17	4,171
	2000	88.21	2,266		89.87	2,474		95.82	3,532
	2001	89.96	2,228		89.75	2,455		96.28	3,075
	2002	90.30	2,293		90.01	2,437		98.99	3,655
Denmark	1998	81.61	2,441	Portugal	79.15	1,568	Poland	75.31	1,691
	1999	82.59	2,489		77.67	1,547		66.60	1,359
	2000	84.23	2,859		80.37	1,605		64.44	1,162
	2001	82.77	2,782		75.11	1,385		61.13	1,046
	2002	82.83	2,947		72.61	1,301		60.51	1,047
Finland	1998	n.a.	5,488	Spain	60.99	1,147	Slovakia	78.40	1,943
	1999	n.a.	5,170		61.30	1,159		79.04	2,051
	2000	98.89	5,244		61.68	1,220		73.55	1,842
	2001	97.40	5,136		58.09	1,113		71.66	1,533
	2002	96.99	5,056		54.28	911		77.12	1,707
France	1998	50.55	644	Cyprus	92.97	2,776	Slovenia	77.82	2,061
	1999	44.35	513		90.92	2,684		76.72	2,026
	2000	42.45	475		88.03	2,067		75.93	2,030
	2001	42.83	479		85.67	2,092		76.82	2,250
	2002	41.23	468		88.54	2,447		75.51	2,145
Germany	1998	37.92	385	Sweden	93.46	2,471	Czech Rp.	88.01	2,406
	1999	34.74	315		87.08	2,056		83.94	2,065
	2000	44.55	463		86.81	2,073		80.88	1,884
	2001	42.27	416		84.09	1,935		79.07	1,725
	2002	40.67	387		85.98	2,056		76.47	1,609
Greece	1998	96.70	2,820	UK	42.28	483	Estonia	n.a.	4,781
	1999	83.26	1,881		40.26	453		n.a.	5,052
	2000	81.52	1,804		37.01	430		n.a.	5,381
	2001	80.23	1,754		37.48	442		n.a.	5,841
	2002	84.18	1,843		37.90	464		n.a.	5,844
Ireland	1998	65.55	1,551	Hungary	70.97	1,569	EU-15	12.94	99
	1999	64.16	1,431		69.64	1,492		12.50	92
	2000	61.81	1,318		63.55	1,204		12.75	92
	2001	60.63	1,202		64.11	1,170		12.19	89
	2002	64.64	1,145		63.83	1,222		11.49	83
Italy	1998	55.41	796	Latvia	78.15	2,026	new EU	36.10	384
	1999	53.40	739		65.23	1,335		32.26	332
	2000	48.26	624		69.50	1,446		30.69	316
	2001	46.75	561		70.47	1,259		29.24	291
	2002	40.80	441		68.66	1,244		27.31	262

Source: FitchIBCA's Bankscope database and own estimations.

Οι δείκτες του παραπάνω πίνακα φανερώνουν πως ο τραπεζικός κλάδος στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης έχει υψηλό βαθμό συγκέντρωσης.

Τέλος, μπροστά στο δίλημμα της επιλογής ενός μοντέλου ολιγοπωλιακού ανταγωνισμού τύπου Cournot ή τύπου Bertrand, η σωστότερη επιλογή είναι ανταγωνισμός τύπου **Bertrand** καθώς οι τράπεζες επιλέγουν το επιτόκιο, το οποίο αποτελεί την τιμή στην τραπεζική αγορά.

Κατά συνέπεια, ένα μοντέλο ολιγοπωλιακό με ανταγωνισμό τύπου Bertrand φαίνεται να αποτελεί την πιο σωστή επιλογή για τη μελέτη των συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο.

Έχοντας επιλέξει το πλαίσιο μέσα στο οποίο θα πραγματοποιηθεί η μελέτη των συγχωνεύσεων μεταξύ των τραπεζών, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθούν ορισμένα στοιχεία όσον αφορά την οικονομική ολοκλήρωση, πριν προχωρήσουμε στην καθεαυτή ανάλυση του θέματος.

IV. Οικονομική ολοκλήρωση

Όπως αναφέρθηκε και στα προηγούμενα, ένας από τους λόγους ύπαρξης των ολιγοπωλίων είναι η οικονομική ολοκλήρωση των επιχειρήσεων. Τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι ολιγοπωλιακές επιχειρήσεις από το μεταξύ τους ανταγωνισμό, η πίεση που συχνά αισθάνονται να αυξήσουν την αποδοτικότητά τους και η επιθυμία τους να αυξήσουν το μέγεθός τους, τις οδηγούν ορισμένες φορές σε ενέργειες που αποβλέπουν στην οικονομική ολοκλήρωση. Η οικονομική ολοκλήρωση³ μπορεί να λάβει τέσσερις εναλλακτικές μορφές:

1. *Οριζόντια ολοκλήρωση:* Είναι η επέκταση της επιχειρήσεως σε δραστηριότητες που ανήκουν στο ίδιο στάδιο της παραγωγικής διαδικασίας
2. *Κάθετη ολοκλήρωση:* Αποτελεί επέκταση της επιχείρησης σε δραστηριότητες που αφορούν προηγούμενα ή επόμενα στάδια της παραγωγικής δραστηριότητάς της
3. *Δημιουργία επιχειρηματικού ομίλου:* Αποτελεί επέκταση της επιχείρησης σε ποικίλες δραστηριότητες, ορισμένες τουλάχιστον από τις οποίες μπορεί να δίνουν την εντύπωση ότι δεν έχουν άμεση οργανική σχέση μεταξύ τους από πλευράς παραγωγικής διαδικασίας.
4. *Διεθνής ή γεωγραφική ολοκλήρωση:* Αποτελεί η επιχειρηματική δράση σε πολλές περιοχές ή χώρες από πλευράς μιας επιχείρησης.

Εστιάζουμε το ενδιαφέρον μας στην πρώτη μορφή οικονομικής ολοκλήρωσης, την οριζόντια ολοκλήρωση, που απασχολεί την συγκεκριμένη εργασία.

Η οριζόντια μορφή οικονομικής ολοκλήρωσης αποτελεί την πιο συνηθισμένη μορφή ολοκλήρωσης. Η συγκέντρωση στην ίδια επιχείρηση των παραγωγικών συντελεστών που απαιτούνται για την παραγωγή μεγάλων ποσοτήτων ενός αγαθού ή μιας υπηρεσίας μπορεί

³ Για περισσότερη ανάλυση βλέπε ΚΩΤΤΗ & ΠΕΤΡΑΚΗ-ΚΩΤΤΗ (2006) σελ: 693-713

να συμβάλλει στη μείωση του κατά μονάδα κόστους παραγωγής, εάν η συγκεκριμένη δραστηριότητα υπόκειται σε οικονομίες μεγάλης κλίμακας παραγωγής. Οι οικονομίες κλίμακας παραγωγής που ενθαρρύνουν την οριζόντια ολοκλήρωση οφείλονται συνήθως στην αδιαιρετότητα ορισμένων στοιχείων, όπως μηχανημάτων, που εμποδίζει την πλήρη αξιοποίησή τους όταν το επίπεδο της πραγματοποιούμενης παραγωγής υπολείπεται του θεωρητικά άριστου επιπέδου για κάθε μηχάνημα. Με την επέκταση της κλίμακας παραγωγής περισσότερα μηχανήματα μπορούν να χρησιμοποιούνται στο άριστο επίπεδο.

Οι συγχωνεύσεις ανήκουν στην κατηγορία της οριζόντιας ολοκλήρωσης και αφορούν επιχειρήσεις που παράγουν όμοια προϊόντα. Στην περίπτωση αυτή οι επιχειρήσεις θα λειτουργούν όπως και στην περίπτωση που θα είχαν σχηματίσει καρτέλ, δηλαδή ως διαφορετικές παραγωγικές μονάδες της ίδιας επιχείρησης. Η διαφορά είναι, ότι ενώ στην περίπτωση του καρτέλ υπάρχει θέμα για τον τρόπο διανομής των κερδών μεταξύ των μελών, στην περίπτωση των συγχωνεύσεων δεν τίθεται τέτοιο ζήτημα, καθώς οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις αποτελούν πλέον μία οντότητα. Αν το προϊόν των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται είναι ομοειδές, η νέα επιχείρηση μπορεί να καθορίσει ενιαία τιμή προϊόντος, που θα επιτρέπει τη μεγιστοποίηση των κερδών, αλλά ενδέχεται να καθορίσει και την ποσότητα προϊόντος που θα παράγει η κάθε μία από τις συγχωνευθείσες επιχειρήσεις. Εφόσον, όπως γίνεται συνήθως, δεν περιληφθούν όλες οι επιχειρήσεις του κλάδου στη συγχώνευση, ο νέος φορέας είναι συνήθως υποχρεωμένος να ανταγωνιστεί τις επιχειρήσεις που έμειναν εκτός συγχώνευσης ή που δημιουργήθηκαν μεταγενέστερα και δρουν ως ανεξάρτητες.

Υπάρχουν διάφοροι λόγοι που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι κυριότεροι από τους οποίους είναι οι ακόλουθοι:

Αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης. Η μεγέθυνση μιας επιχείρησης με εσωτερική ανάπτυξη είναι κατά κανόνα χρονοβόρα ενώ με συγχώνευση ή εξαγορά μπορεί να γίνει αμέσως, αφού συνενώνονται τόσο η παραγωγική δυνατότητα όσο και η πελατεία των επιμέρους επιχειρήσεων. Χαρακτηριστικά παραδείγματα μπορούν να αντληθούν από τον τραπεζικό κλάδο: η εξαγορά της Ιονικής Τράπεζας από την Τράπεζα Πίστεως το 1999 και η μετέπειτα συγχώνευσή τους απέβλεπε σ' αυτόν ακριβώς το σκοπό, την αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης. Επίσης, η εξαγορά το 1999 της Τράπεζας Εργασίας από την Τράπεζα *EFG*

Eurobank (μέσω της *EFG Eurofinance*) και η μετέπειτα συγχώνευσή τους απέβλεπε στον ίδιο σκοπό. Αν η Τράπεζα Πίστεως και η *EFG Eurobank* ανέμεναν να αναπτυχθούν εσωτερικά με την δημιουργία νέων καταστημάτων, θα χρειαζόνταν πολλά χρόνια για να φθάσουν σε ένα μέγεθος που να θεωρείται υπολογίσιμο στην ελληνική αγορά. Με την εξαγορά, όμως, βρέθηκαν με πολλαπλάσια υποκαταστήματα και σαφώς μεγαλύτερη πελατεία. Υπάρχουν κι άλλα παραδείγματα εξαγορών στον τραπεζικό κλάδο, όπως της Τράπεζας Κρήτης, της Τράπεζας των Αθηνών και της Τράπεζας *Interbank* από την *EFG Eurobank*, της Τράπεζας Χίου και της Τράπεζας Μακεδονίας-Θράκης από την Τράπεζα Πειραιώς κ.α.

Οικονομίες μεγέθους. Συνήθως μετά τη συγχώνευση επιδιώκεται μία αναδιάρθρωση για την ορθολογικότερη λειτουργία της επιχείρησης, τη μείωση του κόστους και την αύξηση της κερδοφορίας. Εφόσον ένα βασικό στοιχείο του κόστους αφορά την απασχόληση προσωπικού, στις περισσότερες περιπτώσεις προκειμένου να περιοριστεί αυτό μειώνεται το συνολικό κόστος με απολύσεις, με παροχή κινήτρων για πρόωρη συνταξιοδότηση και με μερική μόνο αντικατάσταση εκείνων που αποχωρούν λόγω ηλικίας ή άλλων αιτιών. Για να μειωθεί το λειτουργικό κόστος επιδιώκεται, επίσης, να δημιουργηθούν συνέργειες, δηλαδή, δυνατότητες συντονισμού και συνεργασίας για ορισμένες λειτουργίες των προηγούμενων χωριστών επιχειρήσεων. Π.χ. να δημιουργηθεί ένα κοινό μηχανογραφικό σύστημα που να καλύπτει όλα τα υποκαταστήματα της τράπεζας που προκύπτει από τη συγχώνευση, να ενοποιηθούν οι υπηρεσίες πώλησης ασφαλιστικών υπηρεσιών κ.οκ.

Η εμπειρία, βέβαια, που υπάρχει από πολλές συγχωνεύσεις-εξαγορές δεν είναι κατά κανόνα ικανοποιητική ως προς το στόχο αυτό. Σπάνια παρουσιάζεται ουσιαστική μείωση του κόστους, λόγω αδυναμιών της αποκτούσας επιχείρησης στη διοίκηση της αποκτώμενης, η οποία οφείλεται σε απειρία των διοικητικών στελεχών που ορίζονται από την πρώτη για να αναδιαρθρώσουν τη δεύτερη, λόγω έλλειψης κατανόησης των προβλημάτων της και της αδυναμίας επικοινωνίας με το προσωπικό της. Συνήθως, η κάθε μία από τις συγχωνευόμενες εταιρίες είχε τη δική της επιχειρηματική φιλοσοφία, τη δική της πολιτική προσλήψεων, κρίσεων του προσωπικού και προαγωγών, το δικό της σύστημα λήψης αποφάσεων και κινήτρων. Η συγχώνευση διαταράσσει το προηγούμενο status quo, ιδίως της εταιρίας που εξαγοράστηκε, δημιουργεί σοβαρές ανησυχίες στο προσωπικό, ανακατατάξεις, διαίρεσή του

σε ομάδες, τριβές, ανταγωνισμούς και άλλα αρνητικά φαινόμενα. Χρειάζεται να περάσει αρκετός καιρός τις περισσότερες φορές για να βρεί η νέα επιχειρηματική οντότητα ισοροπία.

Το πρόβλημα της σύγκρουσης των επιχειρηματικών φιλοσοφιών μπορεί να γίνει ιδιαίτερα οξύ, όταν μία μεγάλη επιχείρηση εξαγοράζει μία μικρότερη για να εκμεταλλευθεί τη συμπληρωματικότητά της σε τεχνολογικές ικανότητες και την επιχειρηματική της ικανότητα. Τα στελέχη της μικρότερης επιχείρησης που είχαν συνηθίσει να αναπτύσσουν πρωτοβουλίες και να ανταμείβονται για τα καλά αποτελέσματα και να τιμωρούνται για τα κακά, με την ενσωμάτωσή τους στο διαφορετικό περιβάλλον της μεγάλης επιχείρησης χάνουν τον προσανατολισμό τους. Από το άλλο μέρος τα στελέχη της μεγάλης επιχείρησης διαμαρτύρονται για τη μεγαλύτερη ελευθερία λήψης αποφάσεων και τα υψηλότερα οικονομικά κίνητρα απόδοσης των στελεχών της μικρότερης επιχείρησης και απαιτούν ανάλογη μεταχείριση. Έτσι διαταράσσεται το διοικητικό κλίμα τόσο στη μικρή όσο και στη μεγάλη επιχείρηση και μειώνεται εντέλει η αποδοτικότητα και των δύο.

Τέτοιες σοβαρές δυσκολίες παρουσιάστηκαν, για παράδειγμα, με τη συγχώνευση των ίσου περίπου μεγέθους αμερικανικών εταιριών *Shearson American Express* με την επενδυτική και χρηματιστηριακή εταιρία *Lehman Brothers Kuhn Loeb*. Αυτό που συνέβει είναι ότι αναπτύχθηκαν έντονοι ανταγωνισμοί μεταξύ των διοικητικών στελεχών ακόμη και εχθρότητες. Στην Ελλάδα, χαρακτηριστικό παράδειγμα συγχωνεύσεων επιχειρήσεων με πολύ διαφορετικές επιχειρηματικές φιλοσοφίες μπορεί να αναφερθεί η συγχώνευση της Τράπεζας Πίστεως με την Ιονική Τράπεζα. Η Τράπεζα Πίστεως είχε πολύ καλύτερη επιχειρηματική και διοικητική παράδοση από την Ιονική Τράπεζα που ήταν υπό κρατικό έλεγχο επί πολλά έτη. Από τη συγχώνευσή τους προέκυψε η *Alpha Bank*. Άλλο παράδειγμα αποτελεί η συγχώνευση της *EFG Eurobank* με την Τράπεζα Εργασίας. Κατά πολλούς γνώστες της τραπεζικής αγοράς, η δεύτερη είχε υψηλότερης στάθμης επιχειρηματική και διοικητική παράδοση από την πρώτη. Από τη συγχώνευσή τους προέκυψε η *EFG Eurobank Ergasias*.

Δύναμη αγοράς. Η μείωση του ανταγωνισμού αποτελεί έναν από τους κυριότερους λόγους για τους οποίους γίνονται συγχωνεύσεις και εξαγορές. Χαρακτηριστικό παράδειγμα, οι τράπεζες στην Ελλάδα.

Αύξηση της αξίας των μετοχών. Όπως έχει διαπιστωθεί και στην Ελλάδα, πολλοί από κείνους που ασχολούνται με τις μετοχές και το χρηματιστήριο γενικότερα, προσδοκούν, ότι, αν γίνει μία συγχώνευση ή εξαγορά, θα αυξηθεί η αξία των μετοχών των αντίστοιχων επιχειρήσεων και θα πραγματοποιηθούν κεφαλαιακά κέρδη. Για το λόγο αυτό, όταν αρχίσει να συζητάται σοβαρά το ενδεχόμενο συγχώνευσης-εξαγοράς κάποιων επιχειρήσεων, πολλοί σπεύδουν να αγοράσουν μετοχές στο χρηματιστήριο προεξοφλώντας την ανατίμησή τους. Η ενέργεια αυτή προκαλεί αύξηση των τιμών των μετοχών πριν τη συγχώνευση. Αν τελικά δεν γίνει η συγχώνευση, πέφτει απότομα η τιμή τους. Αλλά και αν πραγματοποιηθεί η συγχώνευση, συνήθως, υποχωρεί πάλι η τιμή των μετοχών από τα επίπεδα στα οποία είχε ανέβει, επειδή εμφανίζονται δυσκολίες αναδιάρθρωσης και ομαλής επαναλειτουργίας του νέου φορέα.

Μείωση της αβεβαιότητας. Η συγχώνευση δίνει την ευκαιρία μείωσης του ανταγωνισμού, ενδεχομένως μείωσης του κόστους και μεγαλύτερης ασφάλειας των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων, οι οποίες σε μία εποχή γρήγορων τεχνολογικών και άλλων μεταβολών είναι φυσικό να αισθάνονται πιο ανασφαλείς πριν τη συγχώνευση.

Διείσδυση σε νέες γεωγραφικές περιοχές. Πολλές φορές οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν μια πρώτης τάξεως ευκαιρία να διεισδύσει μία επιχείρηση σε γεωγραφικές περιοχές που δραστηριοποιείται μια άλλη επιχείρηση. Τέτοιες εξαγορές έχουν γίνει και στην Ελλάδα από ξένες επιχειρήσεις που ήθελαν να αποκτήσουν μια επιχειρηματική βάση στον ελληνικό οικονομικό χώρο. Επίσης, έχουν γίνει εξαγορές βαλκανικών και άλλων ξένων επιχειρήσεων από ελληνικές επιχειρήσεις προκειμένου να διεισδύσουν αυτές στις αντίστοιχες αγορές. Με αυτού του είδους την πολιτική η εξαγοράζουσα επιχείρηση μπορεί και παρακάμπτει τα δασμολογικά τείχη της χώρας στην οποία εδρεύει η εξαγοραζόμενη εταιρεία, εκμεταλλεύεται τις γνώσεις της σχετικά με την τοπική αγορά, τις διασυνδέσεις της, την καλή φήμη που έχει στη χώρα της, το χαμηλό εργατικό κόστος της ξένης χώρας κ.α.

Από την πληθώρα των κινήτρων που αναφέρθηκαν παραπάνω και μπορούν να οδηγήσουν μία επιχείρηση στο εγχείρημα της συγχώνευσης ή της εξαγοράς, μπορούν να απομονωθούν δύο, ως τα σημαντικότερα για την εξασφάλιση των μακροχρόνιων οικονομικών συμφερόντων της επιχείρησης. Το πρώτο είναι το κίνητρο της μεγέθυνσης της επιχείρησης και το δεύτερο η δυνατότητα αύξησης της κερδοφορίας της αφενός λόγω

οικονομιών μεγέθους που συμβάλλουν στη μείωση του μέσου κόστους και αφετέρου λόγω αύξησης της δύναμης της επιχείρησης στην αγορά, που της επιτρέπει να επιβάλλει και υψηλότερες τιμές. Με τη σειρά της η αυξημένη κερδοφορία δίνει τη δυνατότητα στην επιχείρηση να αναπτυχθεί ακόμη περισσότερο, αυτοχρηματοδοτώντας επενδύσεις.

V. Το παράδοξο των συγχωνεύσεων

Σε ένα από τα πρώτα άρθρα που ασχολήθηκαν με το θέμα των συγχωνεύσεων οι Salant, Switzer, Reynolds (1983, εφεξής SSR), κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι μια εξωγενής συγχώνευση μπορεί να οδηγήσει σε μείωση των κοινών κερδών των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται. Το επιχειρήμα τους στηρίζεται στο ακόλουθο μοντέλο.

Έστω ότι υπάρχουν n πανομοιότυπες επιχειρήσεις υπό τις οποίες οι $m+1$ αποφασίζουν να σχηματίσουν ένα συνασπισμό. Θα είναι $\Pi^{NC}[n, m]$ το άθροισμα των κερδών των $m+1$ επιχειρήσεων πριν την συνένωση και $\Pi^C[n, m]$ τα από κοινού κέρδη μετά τη συγχώνευση. Εξ ορισμού:

$$g(n, m) = \Pi^C[n, m] - \Pi^{NC}[n, m] \quad (1)$$

είναι το όφελος που προκύπτει στις $m+1$ επιχειρήσεις από τη συγχώνευση. Τα κέρδη των επιχειρήσεων πριν τη συγχώνευση θα είναι $\Pi^{NC}[n, m] = (m+1) \cdot \Pi[n]$, δηλαδή θα είναι απλώς το άθροισμα των κερδών, καθώς οι επιχειρήσεις είναι πανομοιότυπες. Επίσης, $\Pi^C[n, m] = \Pi[n-m]$, δηλαδή τα κέρδη των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στην συγχώνευση είναι τα ίδια με τα κέρδη που θα προέκυπταν για κάθε επιχείρηση σε μία αγορά με $n-m$ επιχειρήσεις. Κάνοντας αντικατάσταση στην εξίσωση (1) προκύπτει

$$g(n, m) = \Pi[n-m] - (m+1)\Pi[n] \quad (2)$$

Για να βρούμε τα κέρδη της κάθε επιχείρησης λύνουμε ένα μοντέλο Cournot με συνάρτηση ζήτησης $P = \alpha - \sum_i Q_i$ και οριακό κόστος c . Μεγιστοποιώντας τα κέρδη

$$\max_{Q_j \geq 0} (p-c)Q_j = \max_{Q_j \geq 0} Q_j \left[\alpha - \sum_{i \neq j} Q_i - Q_j - c \right] \quad \text{προκύπτει} \quad Q_i = Q_j = Q = \frac{\alpha - c}{n+1} \quad \text{και}$$

$$\Pi(n) = \left[\frac{\alpha - c}{n+1} \right]^2. \quad \text{Άρα, η (2) θα γίνει} \quad g(n, m) = \left[\frac{\alpha - c}{(n-m)+1} \right]^2 - (m+1) \left[\frac{\alpha - c}{n+1} \right]^2, \quad \text{η οποία}$$

είναι μία συνάρτηση του αριθμού των συγχωνευμένων επιχειρήσεων και του συνολικού αριθμού των επιχειρήσεων. Με βάση αυτή τη συνάρτηση και χρησιμοποιώντας την τεχνική της συγκριτικής στατικής ανάλυσης οι συγγραφείς καταλήγουν στα εξής συμπεράσματα:

1. Εάν δεν υπάρχει συγχώνευση $m=0$, τα κέρδη είναι ίσα με αυτά του ολιγοπωλείου με n επιχειρήσεις.
2. Υπάρχει ένα σημείο \bar{m} τέτοιο ώστε $\forall m < \bar{m}: \frac{\partial g(n, m)}{\partial m} < 0$. Αυτό σημαίνει ότι για συγχώνευση μέχρι και \bar{m} επιχειρήσεων όσο μεγαλύτερες οι συγχωνεύσεις, τόσο μεγαλύτερες οι ζημιές. Πέρα από αυτό το σημείο οι συγχωνεύσεις επιφέρουν κέρδη.
3. Προκειμένου να είναι επικερδής η προκύπτουσα από συγχώνευση εταιρία πρέπει να περιλαμβάνει τουλάχιστον το 80% των επιχειρήσεων του κλάδου.
4. Οι επιχειρήσεις που έχουν οφέλη λόγω βελτίωσης της αποτελεσματικότητας από την πλευρά του κόστους είναι, εκτός από ορισμένες περιπτώσεις, ζημιогόνες. Η εξήγηση είναι η εξής: Έστω ότι μία συγχώνευση προκαλεί μία ζημιά L . Εάν η κάθε επιχείρηση είχε σταθερό κόστος και το ίδιο σταθερό οριακό κόστος, τότε η ισορροπία μετά την συγχώνευση δε θα άλλαζε. Αυτό που θα άλλαζε είναι ότι, πλέον, ολόκληρη η ποσότητα θα παραγόταν από την μονάδα με το χαμηλότερο σταθερό κόστος. Ακόμη και σ' αυτήν την περίπτωση όμως, εάν το σταθερό κόστος της κάθε επιχείρησης είναι μικρότερο από τη ζημιά L , η εξοικονόμηση κόστους που θα προκύψει δεν θα είναι επαρκής για να κάνει τη συγχώνευση επικερδή. Αν βέβαια το σταθερό κόστος της κάθε επιχείρησης είναι μεγαλύτερο από τη ζημιά, τότε η εξοικονόμηση κόστους είναι επαρκής για να κάνει τη συγχώνευση επικερδή.
5. Μια συγχώνευση που είναι αποτελεσματική από πλευράς κόστους είναι κοινωνικά επωφελής ακόμη και αν ζημιώνει τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις, καθώς η συνάρτηση κοινωνικής ευημερίας είναι κοίλη ως προς m , που σημαίνει ότι οι συγχωνεύσεις προκαλούν μικρότερη ζημιά στην κοινωνία απ' ότι στις συγχωνευμένες επιχειρήσεις.

Συνεπώς, σύμφωνα με τους συγγραφείς, σ' ένα Cournot μοντέλο οι συγχωνεύσεις δεν είναι επικερδείς για τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις, εκτός αν οδηγούν σε μονοπώλιο ή σε πάρα πολύ μεγάλη συγκέντρωση.

Παρά το γεγονός ότι το άρθρο καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις δεν είναι κερδοφόρες για τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις, στην πράξη παρατηρούμε ότι, ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια, εντείνεται το φαινόμενο των συγχωνεύσεων, κυρίως στον τραπεζικό κλάδο. Φαίνεται, λοιπόν, πως υπάρχουν άλλοι λόγοι που οδηγούν σε συγχωνεύσεις. Παρακάτω παρουσιάζονται ορισμένες λύσεις στο παράδοξο που κατέληξαν οι συγγραφείς, οι οποίες φωτίζουν το φαινόμενο που εξετάζουμε και εξηγούν, γιατί, σε αντίθεση με τα ευρήματα των συγγραφέων, οι συγχωνεύσεις μπορεί να είναι ωφέλιμες για τα εμπλεκόμενα μέρη.

VI. Περιορισμός κόστους

Οι συγχωνεύσεις επιτρέπουν, καταρχάς, στον συνασπισμό που θα προκύψει να αποκτήσει κέρδη βελτιώνοντας την αποτελεσματικότητά του και μειώνοντας το κόστος (συνέργειες κόστους)

Οι συνέργειες κόστους προκύπτουν από το γεγονός, ότι ο συνασπισμός επιχειρήσεων που προκύπτει μπορεί να συνδυάζει καλύτερα τους συντελεστές παραγωγής. Ο βασικός στόχος στις περιπτώσεις αυτές είναι να αποσπάσει κανείς οφέλη είτε από φαινόμενα συμπληρωματικότητας κόστους (cost complementarities) είτε από οικονομίες κλίμακας. Στην πράξη οι συνέργειες κόστους μπορούν να προκύψουν για τους εξής λόγους: α) εξαιτίας της δημιουργικής συνένωσης διαφορετικών ομάδων που κατέχουν διαφορετικές ικανότητες ή εξαιτίας της δημιουργικής συνένωσης διαφορετικών τεχνολογικών υποδομών, β) εξαιτίας της συνένωσης διαφορετικών υπηρεσιών, και τέλος γ) λόγω του εξορθολογισμού των εγχώριων και των διεθνών τραπεζικών δικτύων. Αξίζει να σημειωθεί, βέβαια, πως οι συνέργειες κόστους θα είναι ακόμη μεγαλύτερες αν υπάρχει ευελιξία στην αγορά εργασίας.

Τα παραπάνω θεωρητικά οφέλη που μπορούν να προκύψουν από τις συνέργειες κόστους δεν είναι εύκολο να επιτευχθούν στην πράξη. Αυτό που χρειάζεται είναι η εφαρμογή της κατάλληλης στρατηγικής. Οι στρατηγικές που έχουν καθιερωθεί για την απόσπαση όσο το δυνατόν μεγαλύτερων ωφελιών κόστους από μία συγχώνευση είναι οι

εξής: πρώτον, συγχώνευση μεταξύ ομοιογενών επιχειρήσεων, δηλαδή, επιχειρήσεων με ομοιογενείς δραστηριότητες και ομοιογενές προφίλ, που οδηγεί σε οικονομίες κλίμακας μειώνοντας το μοναδιαίο κόστος παραγωγής, ως αποτέλεσμα της αύξησης του κύκλου εργασιών και της μείωσης των σταθερών εξόδων (διαφήμιση, πληροφοριακό συστήματα, φυσικές υποδομές όπως κτήρια και εγκαταστάσεις, διαχείριση προσωπικού κ.α.). Ο τελικός στόχος όλων αυτών είναι η απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Χαρακτηριστικό παράδειγμα οι συγχωνεύσεις τραπεζών που πραγματοποιήθηκαν τα τελευταία χρόνια στην Ευρώπη. Η στρατηγική που εφαρμόστηκε απέβλεπε πρώτον, στη συγχώνευση μεταξύ εγχώριων τραπεζικών ιδρυμάτων, διατηρώντας, όμως, το υπάρχον δίκτυο καταστημάτων και δεύτερον, στις συνέργειες κόστους σε επίπεδο ορθολογικής διαχείρισης και αναπροσαρμογής των υλικών υποδομών.

Μία δεύτερη στρατηγική που έχει καθιερωθεί αφορά τη συγχώνευση μεταξύ επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε ετερογενής ή συμπληρωματικές αγορές. Στις περιπτώσεις αυτές, οι συγχωνεύσεις όχι μόνο αυξάνουν το πελατολόγιο της νέας επιχείρησης που προκύπτει, αλλά επιπλέον οδηγούν σε διεύρυνση των παρεχόμενων υπηρεσιών. Βέβαια, πρέπει να επισημανθεί στο σημείο αυτό, πως αντικειμενικός στόχος σ' αυτές τις περιπτώσεις συγχωνεύσεων είναι, κυρίως, η αύξηση των εσόδων και όχι τόσο η επίτευξη οικονομιών κλίμακας.

Συνοψίζοντας, μπορεί να πει κανείς, ότι τα οφέλη που προκύπτουν από τις συγχωνεύσεις οφείλονται στην αναπροσαρμογή των εισροών και των εκροών που οδηγούν στη μείωση του κόστους αφενός και στην αύξηση των εσόδων αφετέρου. Η αναδιάρθρωση των δραστηριοτήτων οδηγεί σε οφέλη αποτελεσματικότητας λόγω της αναδιοργάνωσης των ομάδων εργασίας και της επικράτησης των καλύτερων πρακτικών (best practices), γνωστή και ως «X-efficiency», δηλαδή, στη διοικητική ικανότητα να λαμβάνονται αποφάσεις για τις εισροές και τις εκροές με στόχο την ελαχιστοποίηση του κόστους.

Πάνω στο πλαίσιο της ανάλυσης που προηγήθηκε και υιοθετώντας τη διαίσθηση των περισσότερων ερευνητών της βιομηχανικής οργάνωσης, δύο συγγραφείς, αποστασιοποιήθηκαν από τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξε το προηγούμενο άρθρο και προσπάθησαν με το άρθρο τους να δείξουν πως οι συγχωνεύσεις έχουν θετικό αντίκτυπο στην ευημερία της κοινωνίας. Αυτό που προσπάθησε συγκεκριμένα να δείξει το άρθρο είναι

ότι οι συγχωνεύσεις μπορούν να αυξήσουν τα κέρδη των επιχειρήσεων και να μειώσουν το κόστος παραγωγής υιοθετώντας αποτελεσματικότερες τεχνολογίες.

Απαντώντας, λοιπόν, στο προηγούμενο άρθρο των S-S-R οι Perry and Porter (εφεξής P&P) δημοσίευσαν το άρθρο τους το 1985. Στο άρθρο τους αυτό καταλογίζουν στους S-S-R ότι η ανάλυσή τους είναι απλουστευτική για τον εξής λόγο: θεωρούν πως οι συγγραφείς κατέληξαν σε παράδοξα συμπεράσματα επειδή προσέγγισαν το θέμα των συγχωνεύσεων λανθασμένα. Συγκεκριμένα, μια συγχώνευση δύο επιχειρήσεων από μια συμμετρική ισορροπία $n+1$ επιχειρήσεων, θα πρέπει να οδηγήσει σε μια ισορροπία που θα περιλαμβάνει $n-1$ παλιές επιχειρήσεις και μία καινούρια επιχείρηση, μεγαλύτερη από τις υπόλοιπες. Οι P&P θεωρούν ότι η προκύπτουσα επιχείρηση, θα πρέπει λογικά να έχει πρόσβαση στην τεχνολογία όλων των επιμέρους συγχωνευμένων επιχειρήσεων. Αντίθετα με τους S-S-R που θεωρούν ότι η συγχωνευμένη επιχείρηση δε διαφέρει από τις υπόλοιπες, αγνοούν, δηλαδή, ενδεχόμενες συνέργειες στην πλευρά του κόστους.

Εστιάζοντας σ' αυτήν την παρατήρηση οι P&P βρίσκουν ότι σε ορισμένες περιπτώσεις υπάρχει κίνητρο για συγχωνεύσεις, ακόμη και με ομοιογενή αγαθά. Προσδιορίζουν αρχικά ένα περιουσιακό στοιχείο το οποίο αποκτά η συγχωνευμένη επιχείρηση από τις επιμέρους επιχειρήσεις, αυξάνοντας έτσι την παραγωγή της σε δεδομένο μέσο κόστος. Επιπλέον, η συγχωνευμένη επιχείρηση αντιμετωπίζει διαφορετικό πρόβλημα μεγιστοποίησης, εξαιτίας της διαφορετικής συνάρτησης κόστους.

Οι συγγραφείς ορίζουν ως x την ποσότητα που παράγει μια επιχείρηση και s το κατεχόμενο κεφάλαιο. Με βάση τα δεδομένα αυτά υιοθετούν την εξής συνάρτηση κόστους:

$C(x, s) = (s \cdot g) + (d \cdot x) + \left(\frac{e}{2s}\right)x^2$, η οποία είναι γραμμικώς ομογενής. Είναι προφανές ότι η

συνάρτηση οριακού κόστους είναι: $c_1(x, s) = d + \left(\frac{e}{s}\right)x$. Τέλος η αντίστροφη συνάρτηση

ζήτησης είναι: $P(z) = a - bZ$, όπου $Z =$ παραγωγή του κλάδου.

Αρχικά, εξετάζουν την περίπτωση όπου υπάρχουν n ολιγοπωλητές, όπου καθένας κατέχει s ποσοστό του διαθέσιμου στη βιομηχανία κεφαλαίου καθώς και ένα ανταγωνιστικό “περιθώριο” (fringe) το οποίο κατέχει $(1 - sn)$ ποσοστό του κεφαλαίου. Επίσης ορίζουν ως V την ποσότητα που προσφέρει το “περιθώριο” και X την συνολική ποσότητα που

προσφέρουν οι ολιγοπωλητές. Οι συνθήκες ισορροπίας είναι τετριμμένες : το “περιθώριο” προσφέρει εκεί που η τιμή είναι ίση με το οριακό κόστος: $P(X+V) = C_1(V, 1-sn)$, από όπου προκύπτει η άριστη ποσότητα V ως συνάρτηση της ποσότητας X , $V(X)$. Εισάγοντας τη συνάρτηση $V(X)$ στη συνάρτηση κέρδους τους, οι ολιγοπωλητές εξισώνουν το οριακό έσοδο με το οριακό κόστος. Τέλος υπάρχει και μία παράμετρος δ η οποία μετρά την αντίδραση της παραγόμενης ποσότητας των ολιγοπωλητών σε μια αύξηση της ποσότητας κατά μια μονάδα.

Λύνοντας τα δύο προβλήματα, πρώτα του “περιθωρίου” και έπειτα, με δεδομένη τη συνάρτηση $V(X)$, των ολιγοπωλητών, προκύπτουν οι ποσότητες:

$$X(n) = \frac{(a-d)sn}{e+b[1+s(1+\delta)]},$$

και

$$V(n) = \frac{(a-d)sn[e+b[1-sn+s(1+\delta)]]}{[e+b[1+s(1+\delta)]] [e+b(1-sn)]}.$$

Επίσης, $Z(n) = \frac{(a-d)k(n)}{e+bk(n)}$, όπου $k(n)$ είναι μια φθίνουσα συνάρτηση του n .

Με βάση τις συναρτήσεις αυτές προκύπτει ότι μία αύξηση στον αριθμό των ολιγοπωλητών αυξάνει την τιμή καθώς η αγορά γίνεται λιγότερο ανταγωνιστική. Από την άλλη, όμως μειώνει την ποσότητα: $\frac{dZ(n)}{dn} = \frac{dZ}{dk} \frac{dk}{dn} < 0$, καθώς $\frac{dZ}{dk} > 0$ και $\frac{dk}{dn} < 0$. Το τελικό αποτέλεσμα, αν θα υπάρξει δηλαδή, αύξηση ή μείωση στα κέρδη, εξαρτάται από το ποιο αποτέλεσμα θα επικρατήσει. Το άρθρο συγκρίνει τα κέρδη μιας ανταγωνιστικής επιχείρησης, $\Pi(f(n))$, όταν υπάρχουν n ολιγοπωλητές με τα κέρδη ενός ολιγοπωλητή, όταν υπάρχουν $n+1$ ολιγοπωλητές.

Αυτό που επισημαίνει είναι ότι το κίνητρο των συγχωνεύσεων εξαρτάται από τις παραμέτρους δ και n . Εξετάζοντας διάφορες περιπτώσεις, για διάφορες τιμές του ζεύγους (δ, n) βρίσκει ότι, γενικά για $\delta \leq n$ υπάρχει πάντοτε κίνητρο για συγχώνευση, εκτός αν το είναι κοντά στο -1. Αν το (δ) είναι κοντά στο -1 τότε η αγορά μετά την συγχώνευση θα είναι περισσότερο ανταγωνιστική ως αποτέλεσμα της συγχώνευσης. Σε μια τέτοια

περίπτωση η συγχώνευση είναι λιγότερο επικερδής. Από την άλλη, εάν $\delta > n$ υπάρχουν περιπτώσεις, όπως όταν το n είναι πολύ μικρό, όπου δεν υπάρχει κίνητρο συγχωνεύσεων⁴.

Το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγει λοιπόν το άρθρο είναι ότι το κίνητρο των συγχωνεύσεων εξαρτάται, όπως είδαμε από δύο δυνάμεις. Πρώτον, η συγχώνευση οδηγεί σε αύξηση της τιμής. Δεύτερον, η ποσότητα της συγχωνευμένης επιχείρησης μειώνεται σε σχέση με την ποσότητα που παρήγαγαν οι εταίροι πριν τη συγχώνευση. Η αύξηση της τιμής είναι επωφελής για όλες τις επιχειρήσεις, αλλά σε αντίθεση με τους S-S-R μπορεί να είναι τόσο μεγάλη, ώστε να αντισταθμίσει τη μείωση της ποσότητας και να οδηγήσει εντέλει σε αύξηση κερδών. Με τον τρόπο αυτό οι P&P συμβιβάζουν το αποτέλεσμα των S-S-R με την πραγματικότητα.

VII. Ανταγωνισμός στις τιμές (Bertrand)

Μία δεύτερη λύση στο παράδοξο που εισήγαγαν οι S-S-R, είναι η προσέγγιση του φαινομένου των συγχωνεύσεων μέσω ανταγωνισμού Bertrand, αντί Cournot. Το άρθρο Daneckere και Davidson (1985, εφεξής DD) δείχνει ότι οι συγχωνεύσεις οποιουδήποτε μεγέθους είναι επωφελείς και μάλιστα με αυξανόντα τρόπο, δηλαδή όσο μεγαλύτερη η συγχώνευση τόσο μεγαλύτερα τα κέρδη. Η λογική στην οποία στηρίχθηκε είναι η ακόλουθη: σύμφωνα με το άρθρο των S-S-R οι συγχωνεύσεις μπορεί να μειώσουν τα «από κοινού» κέρδη των επιχειρήσεων επειδή οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις θα είχαν κίνητρο να μειώσουν την παραγόμενη ποσότητα, αν οι υπόλοιποι παίκτες διατηρούσαν την ποσότητα που παρήγαγαν και πριν τη συγχώνευση. Η αλήθεια είναι, όμως, ότι οι υπόλοιποι παίκτες που δε συμμετέχουν στη συγχώνευση δε θα συνεχίσουν να παράγουν την ίδια ποσότητα όπως και πριν τη συγχώνευση, αλλά θα απαντήσουν με μία αύξηση της παραγόμενης ποσότητας. Αυτό θα συμβεί, γιατί οι συναρτήσεις αντίδρασης έχουν αρνητική κλίση στον ανταγωνισμό Cournot, με αποτέλεσμα η μείωση της ποσότητας από τη συγχωνευμένη

⁴ Μια δεύτερη περίπτωση που εξετάζεται στο άρθρο είναι μια αγορά με n μεγάλους ολιγοπωλητές και m μικρούς ολιγοπωλητές. Στην περίπτωση αυτή, οι συνθήκες πρώτης τάξης είναι ίδιες για τις δύο κατηγορίες επιχειρήσεων. Λύνοντας, τα δύο προβλήματα, των μεγάλων και των μικρών ολιγοπωλητών, βρίσκει κανείς εύκολα τις άριστες ποσότητες $X(n)$, $V(n)$ και $Z(n) = X(n) + V(n)$, με τη διαφορά ότι $V(n)$ πλέον συμβολίζει την ποσότητα των μικρών ολιγοπωλητών. Όπως και πριν η τιμή είναι αύξουσα συνάρτηση του αριθμού των ολιγοπωλητών, ενώ η ποσότητα φθίνουσα συνάρτηση. Έτσι, η αύξηση του αριθμού των ολιγοπωλητών είναι επωφελής για τις επιχειρήσεις, αν και μόνο αν η επίδραση της τιμής υπερिσχύει της επίδρασης της ποσότητας. Μελετώντας και πάλι διάφορες περιπτώσεις βρίσκουν ότι υπάρχουν περιπτώσεις όπου υπάρχει κίνητρο συγχωνεύσεων και περιπτώσεις όπου δεν υπάρχει.

οντότητα να οδηγεί σε αύξηση της ποσότητας από τους υπόλοιπους. Οποιαδήποτε διαφορετική αντίδραση δε θα ήταν συνεπής με την έννοια της ισορροπίας. Στην αύξηση της ποσότητας από τις εξωτερικές επιχειρήσεις η συγχωνευμένη οντότητα θα αντιδράσει με ακόμη μεγαλύτερη μείωση. Η διαδικασία αυτή θα συνεχιστεί και αφού πραγματοποιηθούν όλες οι προσαρμογές, θα καταλήξουμε σε μια κατάσταση όπου το κάθε μέλος του συνασπισμού θα παράγει μικρότερο ποσοστό στο σύνολο της παραγωγής του κλάδου. Αν και τα συνολικά κέρδη του κλάδου αυξάνονται με το πέρας της διαδικασίας αυτής, τα μέλη του συνασπισμού μπορεί να καταλήξουν να έχουν ζημιές καθώς το συνολικό μερίδιο τους έχει μειωθεί.

Στο σημείο αυτό έρχεται η νευραλγική διαφοροποίηση των DD. Αυτό που υποστηρίζουν είναι πως η αποτυχία να εξηγήσει κανείς την τάση και την επιθυμία για συγχωνεύσεις, οφείλεται στην αποκλειστική προσήλωση όλων των συγγραφέων στην ποσότητα ως στρατηγικής μεταβλητής. Στην πραγματικότητα, όμως, σύμφωνα με τους DD η τιμή αποτελεί πιο φυσική και λογική επιλογή ως στρατηγική μεταβλητή σε σχέση με την ποσότητα. Για το λόγο αυτό αναπτύσσεται ένα μοντέλο μερικής ισορροπίας μιας βιομηχανίας η οποία αποτελείται από διαφοροποιημένα προϊόντα, κάθε ένα από τα οποία παράγεται από μία ξεχωριστή επιχείρηση. Οι επιχειρήσεις κατέχουν την αποκλειστική τεχνολογία για την παραγωγή του αγαθού τους και λειτουργούν με σταθερό και πανομοιότυπο μέσο κόστος, το οποίο πρακτικά σημαίνει πως το οριακό κόστος και το μέσο κόστος είναι ίσα μεταξύ τους και κατ' επέκταση πως υπάρχουν σταθερές αποδόσεις στην κλίμακα.

Με το άρθρο αυτό φαίνεται πως η τιμή ως στρατηγική μεταβλητή καταφέρνει να συλλάβει τα περισσότερα από τα συμπεράσματα στα οποία διαισθητικά καταλήγουν οι ασχολούμενοι με τη βιομηχανική οργάνωση. Ο λόγος είναι ότι η ανάλυση διαφέρει τελείως από την ανάλυση των προηγούμενων άρθρων στο ότι η συνάρτηση αντίδρασης είναι ανερχόμενη, έχει δηλαδή θετική κλίση, κάτι που ισχύει γενικά στα παίγνια με την τιμή ως στρατηγική μεταβλητή, ενώ στα παίγνια με την ποσότητα ως στρατηγική μεταβλητή η κλίση των συναρτήσεων αντίδρασης είναι αρνητική. Αυτό βάζει αμέσως τη σκέψη πως μία αύξηση της τιμής από το συνασπισμό θα ακολουθηθεί από αύξηση της τιμής από τους ανταγωνιστές. Ο συνασπισμός τότε αυξάνει ακόμη περισσότερο την τιμή κ.ο.κ. Στην ισορροπία, αφού

έχουν πραγματοποιηθεί όλες οι προσαρμογές, όλες οι τιμές στη βιομηχανία θα είναι αυξημένες και οι επιχειρήσεις θα είναι σε καλύτερη θέση.

Κάνοντας μια πιο λεπτομερή ανάλυση του άρθρου, μπορεί να δει κανείς πως οι συγγραφείς ξεκινούν την ανάλυσή τους υποθέτοντας σταθερό και ίδιο οριακό και μέσο κόστος c για όλες τις επιχειρήσεις και χρησιμοποιούν μία συνάρτηση ζήτησης τύπου Shubik :

$$q_i(p_1, \dots, p_n) = V - p_i - \gamma \left(p_i - \frac{\sum_{j=1}^n p_j}{N} \right), i = 1, \dots, N,$$

όπου $\gamma \geq 0$ είναι ο συντελεστής υποκαταστασιμότητας. Με αυτή την συνάρτηση ζήτησης και με συνάρτηση κέρδους $\pi_i = p_i q_i$ και $c = 0$ είναι εύκολο να δείξει κανείς ότι:

$$p^0 = \frac{V}{2 + \gamma \frac{N-1}{N}}.$$

Αυτή είναι η τιμή που ορίζει η κάθε επιχείρηση όταν δεν υπάρχει κανενός είδους συνεργασία. Αναλύοντας κανείς τις συναρτήσεις κέρδους ως εξής:

$$\pi_{N-M} = r_i \left[V - r_i - \gamma r_i + \frac{\gamma}{N} \left(\sum_{k=1}^M p_k + \sum_{j=M+1}^N r_j \right) \right]$$

και

$$\pi_M = p_i \left[V - p_i - \gamma p_i + \frac{\gamma}{N} \left(\sum_{k=1}^M p_k + \sum_{j=M+1}^N r_j \right) \right]$$

για τις εξωτερικές και τις εσωτερικές επιχειρήσεις αντίστοιχα, και παραγωγίζοντας ως προς της μεταβλητές επιλογής r_i και p_i , βρίσκει τις ακόλουθες συναρτήσεις αντίδρασης:

$$R_{N-M}(p) = \frac{V + \gamma \frac{M}{N} p}{2 + \gamma \frac{N+M-1}{N}}, \text{ με } 0 \leq R'_{N-M}(p) \leq 1$$

και

$$R_M(r) = \frac{V + \gamma \frac{N-M}{N} r}{2 + \gamma \frac{2N-M+1}{N}}, \text{ με } R'_M(r) \geq 0$$

πριν γίνει οποιαδήποτε συγχώνευση. Στο σημείο αυτό οι συγγραφείς υποθέτουν ότι συγχωνεύονται οι M επιχειρήσεις. Επομένως η συνάρτηση κέρδους γίνεται:

$$\sum_{i=1}^M \pi_i = \sum_{i=1}^M p_i q_i$$

και παραγωγίζοντας ως προς p_i προκύπτει η συνάρτηση ζήτησης του συνασπισμού:

$$R_M^C(r) = \frac{V + \gamma \frac{N-M}{N} r}{2 \left[1 + \gamma \frac{N-M}{N} \right]}$$

Από το σύστημα των εξισώσεων $R_{N-M}(p)$ και $R_M^C(r)$ προκύπτουν οι άριστες λύσεις p^* και r^* με $p^*, r^* > p^0$. Οι τιμές, δηλαδή, έχουν αυξηθεί από όλους.

Το πρώτο συμπέρασμα στο οποίο καταλήγει το άρθρο είναι ότι η συγχώνευση είναι επικερδής για τις εσωτερικές επιχειρήσεις και ακόμη πιο επικερδής για τις εξωτερικές. Η λογική είναι η εξής: όταν οι εξωτερικές επιχειρήσεις αυξάνουν την τιμή τους από p^0 σε r^* , οι εσωτερικές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν αυξημένη ζήτηση με αποτέλεσμα να επωφελούνται. Επίσης, με δεδομένη την r^* , που είναι η τιμή των εξωτερικών επιχειρήσεων, η άριστη τιμή πλέον για το συνασπισμό δεν είναι η p^0 αλλά η υψηλότερη τιμή p^* , γεγονός που αυξάνει ακόμη περισσότερο τα κέρδη τους. Από την άλλη μεριά, επειδή τα μέλη του συνασπισμού δεν ορίζουν τιμή που να μεγιστοποιεί την ατομική συνάρτηση κέρδους αλλά την «από κοινού» συνάρτηση κέρδους, κερδίζουν λιγότερο από τις εξωτερικές επιχειρήσεις που μεγιστοποιούν τις ατομικές τους συναρτήσεις κέρδους.

Ένα δεύτερο συμπέρασμα στο οποίο εύκολα καταλήγει το άρθρο, με μια απλή παραγωγή, είναι ότι τα κέρδη είναι αύξουσα συνάρτηση του αριθμού των συγχωνευμένων επιχειρήσεων. Η εξήγηση που κρύβεται πίσω από τη μαθηματική ανάλυση είναι η εξής: εάν ένα μέλος ενός συνασπισμού $M+1$ σκέφτεται να αποχωρήσει, τα υπόλοιπα M μέλη θα έχουν κίνητρο να μειώσουν την τιμή (άρα θα μειωθούν και τα κέρδη τους), πρώτον γιατί η νέα

εξωτερική επιχείρηση θα μειώσει την τιμή της στην τιμή των υπόλοιπων εξωτερικών επιχειρήσεων και, δεύτερον γιατί ο συνασπισμός δε σκέφτεται πλέον την αρνητική εξωτερικότητα που προκαλούσε στην $M+I$ επιχείρηση όταν μείωνε την τιμή.

Γενικεύοντας την ανάλυσή τους στο άρθρο οι συγγραφείς αποδεικνύουν ότι όχι μόνο ο απλός διαμοιρασμός που αποτελείται από έναν όμιλο και εξωτερικές επιχειρήσεις είναι επικερδής αλλά οποιοσδήποτε διαμοιρασμός πολλών ομίλων και πολλών συνασπισμών είναι επικερδής με τους μεγαλύτερους συνασπισμούς να ορίζουν τις υψηλότερες τιμές και να απολαμβάνουν τα μεγαλύτερα κέρδη.

Τέλος, ένα ακόμη συμπέρασμα είναι ότι όταν συγχωνεύονται δύο συνασπισμοί – όμιλοι B_i και B_j με $n_i > n_j$, τότε η συγχώνευση αυτή είναι επωφελής για όλο τον κλάδο. Αν υπάρξει κάποια ζημιά, αυτή θα παρουσιαστεί στον μικρό από τους δύο συγχωνευμένους συνασπισμούς.

Το άρθρο, λοιπόν, αποδεικνύει ότι γενικά οι συνασπισμοί είναι επωφελείς και μάλιστα όσο πιο μεγάλοι συνασπισμοί τόσο πιο μεγάλα τα κέρδη. Ο λόγος που τα αποτελέσματά του διαφοροποιούνται από τα αποτελέσματα των προηγούμενων άρθρων είναι ότι ορίζει μεταβλητή επιλογής την τιμή και όχι την ποσότητα με αποτέλεσμα να έχει συναρτήσεις αντίδρασης με θετική κλίση. Αυτό πρακτικά σημαίνει πως μια αύξηση της τιμής από το συνασπισμό θα ακολουθηθεί από αύξηση της τιμής από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις κάτι που θα οδηγήσει σε ακόμη μεγαλύτερη αύξηση της τιμής από το συνασπισμό κ.ο.κ. Πρόκειται δηλαδή για ένα παίγνιο «ανοδικό» που ανεβάζει τις τιμές και όχι για ένα «παίγνιο» «καθοδικό» που ρίχνει τις ποσότητες, όπως συμβαίνει με το Carnot.

VIII. Χωρική διαφοροποίηση

Έχοντας εξετάσει τις συγχωνεύσεις κάτω από ανταγωνισμό Cournot και Bertrand, μπορούμε πλέον να μετατοπίσουμε το ενδιαφέρον μας στις συγχωνεύσεις, όταν υπάρχει διαφοροποίηση προϊόντος. Το είδος της διαφοροποίησης που θα μας απασχολήσει είναι η οριζόντια διαφοροποίηση. Θεωρείται πως υπάρχει οριζόντια διαφοροποίηση, όταν η άριστη επιλογή προϊόντος εξαρτάται από τις προτιμήσεις των καταναλωτών. Οι προτιμήσεις, δηλαδή, στην οριζόντια διαφοροποίηση διαφέρουν μέσα στον πληθυσμό. Χαρακτηριστική εφαρμογή αυτού του είδους διαφοροποίησης είναι η επιλογή τοποθεσίας. Ένας καταναλωτής

μπορεί να προτιμήσει ένα προϊόν από ένα κατάστημα που βρίσκεται κοντά σε σχέση με ένα προϊόν από ένα άλλο μακρυνότερο κατάστημα, απλώς και μόνο λόγω της κοντυνότερης τοποθεσίας. Ακόμη κι αν τα δύο προϊόντα δε διαφέρουν στα τυπικά τους χαρακτηριστικά. Σε τέτοιες περιπτώσεις θεωρούμε ότι υπάρχει χωρική διαφοροποίηση ή αλλιώς οριζόντια διαφοροποίηση.

Το πρώτο μοντέλο που αναπτύχθηκε για να εξηγήσει την οριζόντια διαφοροποίηση ήταν το μοντέλο του Hotelling (linear city model) στο οποίο θεωρείται ότι υπάρχει μία «γραμμική» πόλη με συνολικό μήκος 1 και οι καταναλωτές είναι ομοιόμορφα κατανομημένοι κατά μήκος αυτής. Η γραμμικότητα, βέβαια, του μοντέλου παρόλο που διευκολύνει την επίλυσή του, οδηγεί σε ασυμμετρίες στη λύση. Το πρόβλημα αυτό ήλθε να αντιμετωπίσει ο Salor με το άρθρο του το 1979. Το μοντέλο του, που θα χρησιμοποιήσουμε και στην παρούσα εργασία, είναι αυτό της κυκλικής πόλης. Πριν προχωρήσουμε, όμως, στην εξέταση των συγχωνεύσεων στο μοντέλο του Salor, καλό είναι να εξετάσει κανείς τι ακριβώς περιγράφει το μοντέλο στη βασική του δομή.

Ο Salor⁵ σκέφτηκε έναν κύκλο πάνω στον οποίο είναι τοποθετημένες οι επιχειρήσεις σε ίσες αποστάσεις μεταξύ τους. Οι επιχειρήσεις συμμετέχουν σ' ένα παίγνιο δύο σταδίων. Στο πρώτο στάδιο σκέφτονται αν θα μπουν στον κύκλο ή όχι. Έστω, ότι υπάρχουν (n) επιχειρήσεις. Οι επιχειρήσεις αυτές δε διαλέγουν την τοποθεσία τους. Απλώς τοποθετούνται πάνω στον κύκλο αυτόματα, σε ίσες αποστάσεις μεταξύ τους. Στο δεύτερο στάδιο οι επιχειρήσεις ανταγωνίζονται στις τιμές. Ας υποθέσουμε ότι (n) επιχειρήσεις εισέρχονται στην αγορά. Η κάθε επιχείρηση έχει στην πραγματικότητα δύο ανταγωνιστές. Τις δύο επιχειρήσεις που βρίσκονται δίπλα της, αριστερά και δεξιά της. Ο καταναλωτής που βρίσκεται τοποθετημένος σε μία απόσταση $x \in \left(0, \frac{1}{n}\right)$ από την επιχείρηση i , είναι αδιάφορος για το αν θα αγοράσει από την επιχείρηση i ή από τη γειτονική επιχείρηση $i+1$, αν και μόνο αν: $p_i + tx = p + t\left(\frac{1}{n} - x\right)$. Λύνοντας την εξίσωση ως προς x προκύπτει η

⁵ Για περισσότερη ανάλυση βλ. Jean Tirole (2003) σελ: 282-284

συνάρτηση ζήτησης: $D_i(p_i, p) = 2x = \frac{p + \frac{t}{n} - p_i}{t}$. Το πρόβλημα της επιχείρησης i είναι το εξής:

$$\max_{p_i \geq 0} (p_i - c) \left(\frac{p + \frac{t}{n} - p_i}{t} \right) - f$$

Από τις συνθήκες πρώτης τάξης προκύπτει: $p^* = c + \frac{t}{n}$. Αξίζει να παρατηρήσει κανείς πως:

1) το περιθώριο κέρδους: $m = p^* - c = \frac{t}{n}$, είναι φθίνουσα συνάρτηση του αριθμού των επιχειρήσεων $\left(\frac{dm}{dn} \leq 0 \right)$, 2) ο αριθμός επιχειρήσεων προκύπτει ενδογενώς από τη συνθήκη

μηδενικού κέρδους: $(p - c) \frac{1}{n} - f = \frac{t}{n^2} - f = 0 \Rightarrow n^c = \sqrt{\frac{t}{f}}$. Άρα, $p^* = c + \sqrt{\frac{t}{f}}$, 3) παρόλο

που οι επιχειρήσεις τιμολογούν πάνω από το οριακό κόστος, δεν έχουν κέρδη. Το γεγονός, όμως, ότι οι επιχειρήσεις δεν έχουν κέρδη, δε σημαίνει πως δεν έχουν δύναμη αγοράς, όπου ως δύναμη αγοράς ορίζεται η τιμολόγηση πάνω από το οριακό κόστος.

IX. Συγχωνεύσεις κάτω από χωρική διαφοροποίηση

Το μοντέλο που μόλις περιγράφηκε, το μοντέλο του Salor, θα αποτελέσει τη βάση πάνω στην οποία θα στηριχθούμε για να μελετήσουμε το φαινόμενο των συγχωνεύσεων κάτω από ανταγωνισμό Bertrand.

Η πρώτη προσπάθεια για μια τέτοια μελέτη πάνω στον κύκλο έγινε το 2003 από τον Duarte Brito. Στο άρθρο του ο συγγραφέας μελετάει τις συγχωνεύσεις σε δύο διαφορετικά μοντέλα χωρικής διαφοροποίησης. Το πρώτο είναι το μοντέλο του κύκλου, που θα μας απασχολήσει και στη συγκεκριμένη εργασία, και το δεύτερο είναι το μοντέλο της πυραμίδας που πρωτοπαρουσιάστηκε από τον Von Ungern-Sternberg (1991).

Στο άρθρο γίνονται οι ακόλουθες υποθέσεις για το μοντέλο του κύκλου: υπάρχουν n επιχειρήσεις που είναι τοποθετημένες σε ίσες αποστάσεις μεταξύ τους πάνω στον κύκλο. Οι καταναλωτές καταναλώνουν μία μονάδα αγαθού. Επομένως, θα καταναλώσουν από εκείνη

την επιχείρηση που θα συνεπάγεται το μικρότερο γι αυτούς συνολικό κόστος. Το συνολικό τους κόστος προκύπτει ως εξής: τιμή + κόστος μετακίνησης. Τέλος, υποτίθεται ότι υπάρχει τετραγωνικό κόστος μεταφοράς tx^2 για μια απόσταση x . Το οριακό κόστος παραγωγής θεωρείται μηδενικό. Οι επιχειρήσεις μεγιστοποιούν τα κέρδη έχοντας ως στρατηγική μεταβλητή την τιμή, επιλέγουν δηλαδή τιμές και μάλιστα ταυτόχρονα. Αυτό είναι ένα σημείο ως προς το οποίο θα διαφοροποιηθούμε στην παρούσα εργασία, την ταυτόχρονη δηλαδή επιλογή τιμής.

Όπως προαναφέρθηκε, οι επιχειρήσεις είναι τοποθετημένες σε ίσες αποστάσεις μεταξύ τους και όπως αναπτύχθηκε στο μοντέλο του Salop η ισορροπία Nash ορίζει ότι η τιμή θα είναι: $p_i = \frac{t}{n^2}$ και τα αντίστοιχα κέρδη: $\Pi_i = \frac{t}{n^3}$. Ερμηνεύοντας τα αποτελέσματα αυτά μπορούμε να σημειώσουμε ότι υψηλότερα κόστη μεταφοράς οδηγούν σε υψηλότερες τιμές καθώς η ζήτηση που θα αντιμετωπίζει η επιχείρηση θα έχει χαμηλότερη ελαστικότητα. Από την άλλη πλευρά, περισσότερες επιχειρήσεις συνεπάγονται υψηλότερο ανταγωνισμό και χαμηλότερες τιμές. Αυτά τα συμπεράσματα προκύπτουν εύκολα από μία στατική συγκριτική ανάλυση στην τιμή και στα κέρδη, πριν γίνει οποιαδήποτε συγχώνευση.

Ας περάσουμε τώρα στην ισορροπία μετά τη συγχώνευση. Η συνάρτηση ζήτησης που προκύπτει από τον αδιάφορο καταναλωτή είναι η εξής:

$$D_i(p_{i-1}, p_i, p_{i+1}) = x_i^* - x_{i-1}^* = \frac{p_{i+1} - p_i}{2td_i} + \frac{p_{i-1} - p_i}{2td_{i-1}} + \frac{1}{2}(d_i + d_{i-1}),$$

όπου,

$d_i \equiv x_{i+1} - x_i$, είναι η απόσταση μεταξύ των επιχειρήσεων, ενώ το x_i^* προκύπτει όπως αναφέρθηκε από τον αδιάφορο καταναλωτή ως εξής:

$$p_i + t(x_i^* - x_i)^2 = p_{i+1} + t(x_{i+1} - x_i^*)^2 \Rightarrow x_i^* = \frac{1}{2} \frac{p_{i+1} - p_i}{td_i} + \frac{1}{2}(x_{i+1} + x_i)$$

Έστω ότι συγχωνεύονται οι επιχειρήσεις 1 και 2. Η συνάρτηση κέρδους θα είναι η εξής:

$$\Pi_1 = p_1 \left(\frac{1}{n} + n \frac{p_n - p_1}{2t} + n \frac{p_2 - p_1}{2t} \right) + p_2 \left(\frac{1}{n} + n \frac{p_1 - p_2}{2t} + n \frac{p_3 - p_2}{2t} \right)$$

Οι υπόλοιπες επιχειρήσεις μεγιστοποιούν κατά τα γνωστά τις δικές τους ατομικές συναρτήσεις κέρδους. Από τις συνθήκες πρώτης τάξης προκύπτουν τα εξής αποτελέσματα:

$$P_{1m} = P_{2m} = \frac{t}{n^2} \left(1 + \frac{2\sqrt{3} - a^{n-2} + a^{2-n}}{\sqrt{3}(4 - a^{2-n} - a^{n-2})} \right),$$

ενώ για τις υπόλοιπες επιχειρήσεις:

$$P_{im} = \frac{t}{n^2} \left(1 + \frac{a^{3-i} - a^{i-3} - a^{n-i} + a^{i-n}}{\sqrt{3}(4 - a^{2-n} - a^{n-2})} \right),$$

όπου,

$a = 2 + \sqrt{3}$ και το m δηλώνει την ισορροπία μετά τη συγχώνευση. Στηριζόμενοι στα αποτελέσματα αυτά μπορούμε να συνάγουμε τα εξής συμπεράσματα:

- Η συγχώνευση δύο γειτονικών επιχειρήσεων είναι πάντοτε επικερδής για τις συμμετέχουσες στη συγχώνευση επιχειρήσεις
- Οι επιχειρήσεις που είναι τοποθετημένες δίπλα στις συγχωνευμένες επιχειρήσεις κερδίζουν περισσότερο από τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις, ενώ αυτές που είναι τοποθετημένες μακριά από τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις κερδίζουν λιγότερα

Σύμφωνα, συνεπώς, με το άρθρο οι συγχωνεύσεις είναι γενικά επικερδείς, αλλά κατά σειρά προτεραιότητας συμφέρει μία επιχείρηση να μη συμμετέχει στη συγχώνευση και να είναι τοποθετημένη κοντά σ' αυτήν, σαν δεύτερη επιλογή συμφέρει να συμμετέχει στη συγχώνευση και σαν τελευταία επιλογή μένει η μη συμμετοχή και να είναι τοποθετημένη μακριά από τη συγχώνευση. Η εξήγηση είναι απλή: οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις κερδίζουν από τους καταναλωτές που βρίσκονται ανάμεσά τους και στους οποίους χρεώνουν υψηλότερη τιμή, χάνουν όμως και αρκετούς πελάτες λόγω της υψηλότερης τιμής που ορίζουν. Από την άλλη οι κοντινές επιχειρήσεις κερδίζουν περισσότερο από την αυξημένη ζήτηση σε σχέση μ' αυτά που χάνουν από την υψηλότερη τιμή. Τέλος, οι απομακρυσμένες επιχειρήσεις δεν αντιμετωπίζουν σημαντική αύξηση ούτε στην τιμή ούτε στη ζήτηση.

Το άρθρο, λοιπόν, εντόπισε έναν λόγο για τον οποίο οι επιχειρήσεις θέλουν να συμμετέχουν σε μια συγχώνευση, έστω κι αν δεν είναι η πιο επικερδής επιλογή: συμμετέχουν από φόβο μήπως βρεθούν μακριά από μία συγχώνευση, για να αποφύγουν δηλαδή τα χειρότερα.

X. Συγχωνεύσεις κάτω από χωρική διαφοροποίηση με ηγεσία τιμής

Το άρθρο που μόλις παρουσιάστηκε ασχολήθηκε με την περίπτωση της συγχώνευσης επιχειρήσεων που λειτουργούν πάνω στον κύκλο του Salop και έχουν ως στρατηγική μεταβλητή την τιμή, επιδίδονται δηλαδή σε έναν ανταγωνισμό τύπου Bertrand. Η περίπτωση που εξετάσε είναι μόνο αυτή της συγχώνευσης δύο γειτονικών επιχειρήσεων με την προϋπόθεση ότι όλες οι επιχειρήσεις επιλέγουν ταυτόχρονα τιμές. Αυτό που θα είχε ιδιαίτερο ενδιαφέρον, όμως, θα ήταν να εξετάσει κανείς τι γίνεται στην περίπτωση συγχώνευσης όχι μόνο γειτονικών, αλλά δύο οποιονδήποτε επιχειρήσεων. Πώς διαφοροποιούνται, δηλαδή, τα αποτελέσματα, όταν αυξάνεται η απόσταση που έχουν πάνω στον κύκλο οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις. Μάλιστα, θα είχε ενδιαφέρον να εξεταστεί η περίπτωση αυτή, όχι μόνο υπό το καθεστώς της ταυτόχρονης επιλογής τιμής από τις επιχειρήσεις, αλλά και υπό το καθεστώς ηγεσίας τιμής από το συνασπισμό επιχειρήσεων.

Για τη μελέτη της περίπτωσης αυτής, εξετάζονται στην παρούσα εργασία οι εξής περιπτώσεις:

1. Ταυτόχρονη επιλογή τιμής χωρίς καμία συγχώνευση
2. Ταυτόχρονη επιλογή τιμής με συγχώνευση των επιχειρήσεων
3. Ηγεσία τιμής από μία επιχείρηση χωρίς καμία συγχώνευση
4. Συγχώνευση και ηγεσία τιμής από το συνασπισμό

Εξετάζεται τι συμβαίνει όταν υπάρχει ταυτόχρονη επιλογή τιμής πριν τη συγχώνευση και μετά, καθώς και όταν υπάρχει ηγεσία τιμής πριν τη συγχώνευση και μετά. Για το σκοπό αυτό αναπτύσσεται ένα μοντέλο με συγκεκριμένο αριθμό επιχειρήσεων (9) και παρουσιάζονται οι τιμές και τα κέρδη για τις περιπτώσεις που αναφέρονται παραπάνω.

Αρχικά υπολογίζονται οι συναρτήσεις ζήτησης με τη βοήθεια του αδιάφορου καταναλωτή:

$$p_1 + tx_1 = p_2 + t\left(\frac{1}{9} - x_1\right)$$

$$p_i + t\left(x_i - \frac{1}{n}\right) = p_{i+1} + t\left(\frac{2}{n} - x_i\right),$$

$$i \in (2, n), n = 9$$

Από τις παραπάνω εξισώσεις προκύπτει η εξής συνάρτηση ζήτησης $x_i^* = \frac{-9p_i + 9p_{i+1} + (2i-1)t}{18t}$.

A. Ταυτόχρονη επιλογή τιμής χωρίς συγχώνευση

Οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν τα ακόλουθα προβλήματα μεγιστοποίησης:

$$\max_{p_1 \geq 0} \left\{ (p_1 - c)(x_1^* - x_9^* + 1) \right\}$$

και

$$\max_{p_i \geq 0} \left\{ (p_i - c)(x_i^* - x_{i-1}^*) \right\}, \forall i \in [2, 9], \text{ όπου } i \in \mathbb{N}$$

Από τις συνθήκες πρώτης τάξης, παραγωγίζοντας η κάθε επιχείρηση τα κέρδη της ως προς την τιμή της, προκύπτει ένα σύστημα 9 εξισώσεων με αντίστοιχο αριθμό αγνώστων μεταβλητών. Λύνοντας αυτό το σύστημα προκύπτουν τα εξής:

$$p_i^{A*} = c + \frac{t}{9}$$

και

$$\Pi_i^{A*} = \frac{t}{81}, \forall i \in [1, 9].$$

Παρατηρούμε πως όλες οι επιχειρήσεις ορίζουν την ίδια τιμή και επιτυγχάνουν τα ίδια κέρδη⁶.

B. Ταυτόχρονη επιλογή τιμής και συγχώνευση γειτονικών επιχειρήσεων

Τα προβλήματα μεγιστοποίησης γίνονται ως εξής:

$$\max_{p_1, p_2 \geq 0} \left\{ (p_1 - c)(x_1^* - x_9^* + 1) + (p_2 - c)(x_2^* - x_1^*) \right\}$$

και

$$\max_{p_i \geq 0} \left\{ (p_i - c)(x_i^* - x_{i-1}^*) \right\}, \forall i \in [3, 9]$$

Λύνοντας τα παραπάνω προβλήματα προκύπτουν οι εξής λύσεις:

$$p_i^{*B} = c + \frac{265t}{1512} = c + 0.1753t, i = 1, 2$$

⁶ Βλ. Jean Tirole (2003) σελ: 282-284

και για τις υπόλοιπες επιχειρήσεις :

$$p_3^B = p_9^B = c + \frac{97t}{756}, p_4^B = p_8^B = c + \frac{25t}{216}, p_5^B = p_7^B = c + \frac{85t}{756}, p_6^B = c + \frac{169t}{1512}$$

$$p_3^B = p_9^B = c + 0.1283t, p_4^B = p_8^B = c + 0.1157t, p_5^B = p_7^B = c + 0.1124t, p_6^B = c + 0.1118t$$

Τα αντίστοιχα κέρδη είναι:

$$\Pi_i^B = \frac{70225t}{2286144} = 0.0307t, i = 1, 2$$

και για τις υπόλοιπες επιχειρήσεις:

$$\Pi_3^B = \Pi_9^B = \frac{9409t}{571536}, \Pi_4^B = \Pi_8^B = \frac{625t}{46656}, \Pi_5^B = \Pi_7^B = \frac{7225t}{571535}, \Pi_6^B = 0.0126t$$

$$\Pi_3^B = \Pi_9^B = 0.0164t, \Pi_4^B = \Pi_8^B = 0.0134t, \Pi_5^B = \Pi_7^B = 0.0126t, \Pi_6^B = 0.0126t \quad \Sigma\tau$$

ην περίπτωση αυτή παρατηρούμε ότι όλοι είναι καλύτερα μετά τη συγχώνευση σε σχέση με πριν. Ιδιαίτερα οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις φαίνεται πως έχουν το μεγαλύτερο όφελος καθώς παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη αύξηση στα κέρδη τους. Αμέσως μετά τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις ακολουθούν στα κέρδη οι επιχειρήσεις που γειτνιάζουν με τον όμιλο και στο τέλος βρίσκονται οι απομακρυσμένες επιχειρήσεις, οι οποίες παρουσιάζουν πολύ μικρή αύξηση στα κέρδη τους. Όταν δεν υπάρχει, επομένως, ηγεσία τιμής, υπάρχει μεγάλο κίνητρο για συγχώνευση μεταξύ γειτονικών επιχειρήσεων.

Θα μπορούσε να πειραματιστεί κανείς και στην περίπτωση της συγχώνευσης μεταξύ των επιχειρήσεων 1 & 3 ή 1 & 4 κ.ο.κ. Τα αποτελέσματα, όμως, θα ήταν ακριβώς ίδια με την περίπτωση που δεν υπάρχει καμία συγχώνευση. Αυτό συμβαίνει μαθηματικά γιατί δεν υπάρχουν σταυρωτά αποτελέσματα στην παραγωγή των κερδών όταν συγχωνεύονται απομακρυσμένες επιχειρήσεις. Δηλαδή, η ζήτηση των απομακρυσμένων επιχειρήσεων δεν είναι αλληλοεξαρτώμενη η μία με την άλλη όσον αφορά τις τιμές όπως συμβαίνει στις γειτονικές επιχειρήσεις. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να μην υπάρχει κανένα νόημα στην εξέταση της περίπτωσης συγχώνευσης μη γειτονικών επιχειρήσεων, όταν υπάρχει ταυτόχρονη επιλογή τιμής. Παρακάτω αποδεικνύεται πως η περίπτωση αυτή έχει νόημα, όταν υπάρχει ηγεσία τιμής.

C. Ηγεσία τιμής χωρίς συγχώνευση

Στην περίπτωση αυτή θεωρείται πως η επιχείρηση 1 είναι ο ηγέτης και οι υπόλοιποι ακολουθούν. Αυτό πρακτικά σημαίνει πως οι ακόλουθοι μεγιστοποιούν:

$$\max_{p_i \geq 0} \left\{ (p_i - c)(x_i^* - x_{i-1}^*) \right\}$$

και βρίσκουν

$$p_i^* = p_i(p_1, c, t), \forall i \in [2, 9]$$

και ο ηγέτης μεγιστοποιεί:

$$\max_{p_1 \geq 0} \left\{ (p_1 - c)(x_1^* - x_9^* + 1) \right\}$$

λαμβάνοντας υπόψη ότι:

$$p_i^* = p_i(p_1, c, t), \forall i \in [2, 9]$$

και βρίσκει

$$p_1^{*c} = c + \frac{265t}{2016} = c + 0.1314t.$$

Αντικαθιστώντας την άριστη τιμή του ηγέτη στους ακόλουθους βρίσκουμε:

$$p_2^c = p_9^c = c + \frac{35953t}{308448}, p_3^c = p_8^c = c + \frac{34723t}{308448}, p_4^c = p_7^c = c + \frac{11465t}{102816}, p_5^c = p_6^c = c + \frac{34313t}{308448}$$

$$p_2^c = p_9^c = c + 0.1166t, p_3^c = p_8^c = c + 0.1126t, p_4^c = p_7^c = c + 0.1115t, p_5^c = p_6^c = c + 0.1112t$$

Τα αντίστοιχα κέρδη είναι:

$$\Pi_1^c = \frac{70225t}{5552064} = 0.0126t$$

και για τους ακόλουθους

$$\Pi_2^c = \Pi_9^c = \frac{12926t}{95140}, \Pi_3^c = \Pi_8^c = \frac{12056t}{95140}, \Pi_4^c = \Pi_7^c = \frac{13144t}{105711}, \Pi_5^c = \Pi_6^c = \frac{11773t}{95140}$$

$$\Pi_2^c = \Pi_9^c = 0.1359t, \Pi_3^c = \Pi_8^c = 0.1267t, \Pi_4^c = \Pi_7^c = 0.1243t, \Pi_5^c = \Pi_6^c = 0.1237t$$

Αυτό που παρατηρούμε είναι ότι στην περίπτωση αυτή την υψηλότερη τιμή την ορίζει ο ηγέτης. Για τους υπόλοιπους, όσο απομακρύνεται κάποιος από τον ηγέτη τόσο χαμηλότερη είναι η τιμή που ορίζει. Κοντά στον ηγέτη έχει περιθώριο να αυξήσει την τιμή. Συγκρίνοντας την περίπτωση αυτή με τις δύο προηγούμενες γίνεται φανερό πως είναι προτιμότερο για όλες τις επιχειρήσεις να υπάρχει ταυτόχρονη επιλογή τιμής και συγχώνευση. Η περίπτωση της συγχώνευσης γειτονικών επιχειρήσεων, δηλαδή, εμφανίζεται προτιμότερη και ευνοϊκότερη για όλους, είτε υπάρχει ηγεσία τιμής είτε όχι.

D. Ηγεσία τιμής & συγχώνευση γειτονικών επιχειρήσεων

Εδώ εξετάζεται η περίπτωση όπου ηγέτης είναι ο συνασπισμός, μεταξύ των επιχειρήσεων 1 & 2, και οι υπόλοιπες επιχειρήσεις λαμβάνουν ως δεδομένη την τιμή του συνασπισμού και ακολουθούν. Ο ηγέτης μεγιστοποιεί:

$$\max_{p_1, p_2 \geq 0} \left\{ (p_1 - c)(x_1^* - x_9^* + 1) + (p_2 - c)(x_2^* - x_1^*) \right\}$$

και βρίσκει

$$p_1^* = p_1(p_9^*, c, t)$$

και

$$p_2^* = p_2(p_3^*, c, t)$$

Αντίστοιχα οι ακόλουθοι μεγιστοποιούν:

$$\max_{p_i \geq 0} \left\{ (p_i - c)(x_i^* - x_{i-1}^*) \right\}, \forall i \in [3, 9]$$

και βρίσκουν

$$p_i^* = p_i(p_1, p_2, c, t), \forall i \in [3, 9].$$

Αντικαθιστώντας τις άριστες τιμές των ακόλουθων στις τιμές του ηγέτη βρίσκουμε τις τιμές $p_1^* = p_1(c, t)$ και $p_2^* = p_2(c, t)$. Επιστρέφοντας στους ακόλουθους βρίσκουμε τις δικές τους άριστες τιμές με δεδομένες τις τιμές των ηγετών. Τα αποτελέσματα στην συγκεκριμένη περίπτωση για n=9 επιχειρήσεις είναι τα εξής:

$$p_1^{*D} = p_2^{*D} = c + \frac{265t}{1278} = c + 0.2074t$$

για τον ηγέτη και

$$p_3^D = p_9^D = c + \frac{8486t}{61983}, p_4^D = p_8^D = c + \frac{14635t}{123966}, p_5^D = p_7^D = c + \frac{7010t}{61983}, p_6^D = c + \frac{13897t}{123966}$$

$$p_3^D = p_9^D = c + 0.1369t, p_4^D = p_8^D = c + 0.1181t, p_5^D = p_7^D = c + 0.1131t, p_6^D = c + 0.1121t$$

για τους ακόλουθους. Τα αντίστοιχα κέρδη είναι:

$$\Pi_i^D = 0.0315t, i = 1, 2$$

και για τους ακόλουθους:

$$\Pi_3^D = \Pi_9^D = 0.0187t, \Pi_4^D = \Pi_8^D = 0.0139t, \Pi_5^D = \Pi_7^D = 0.0128t, \Pi_6^D = 0.0126t$$

Η περίπτωση αυτή υπερτερεί της προηγούμενης. Είναι προτιμότερο για έναν ηγέτη να πραγματοποιήσει μία συγχώνευση με μία γειτονική επιχείρηση, αφού υπάρχει περιθώριο σχεδόν να τριπλασιάσει τα κέρδη του. Το ίδιο ισχύει και για τις υπόλοιπες επιχειρήσεις οι οποίες εμφανίζουν αυξημένα κέρδη. Εκείνο που θα πρέπει να επισημανθεί είναι ότι η περίπτωση αυτή υπερτερεί όλων των περιπτώσεων. Τα κέρδη είναι τα υψηλότερα από κάθε άλλη περίπτωση. Το ίδιο ισχύει και για τις επιχειρήσεις που βρίσκονται πολύ κοντά στον όμιλο. Για τις επιχειρήσεις που είναι απομάκρυσμένες δεν υπάρχει μεγάλη διαφορά ανάμεσα στην περίπτωση που υπάρχει ηγεσία τιμής και στην περίπτωση που υπάρχει ταυτόχρονη επιλογή τιμής. Είναι σχεδόν αδιάφορες ανάμεσα στις δύο περιπτώσεις. Εκείνο που είναι βέβαιο, όμως, είναι ότι προτιμούν να πραγματοποιηθεί μία συγχώνευση.

Ε. Ηγεσία τιμής & συγχώνευση επιχειρήσεων 1,3

Οι συναρτήσεις είναι ακριβώς ίδιες, το μόνο που αλλάζει είναι ότι τώρα συγχωνεύονται οι επιχειρήσεις 1 & 3 αντί για 1 & 2. Άρα,

$$\max_{p_1, p_3 \geq 0} \left\{ (p_1 - c)(x_1^* - x_9^* + 1) + (p_3 - c)(x_3^* - x_2^*) \right\}$$

και

$$\max_{p_i \geq 0} \left\{ (p_i - c)(x_i^* - x_{i-1}^*) \right\}, \forall i \in [1, 9] \text{ και } i \neq 1, 3.$$

Με την ίδια λογική όπως πριν βρίσκει κανείς τα εξής αποτελέσματα:

$$p_1^{*E} = p_3^{*E} = c + \frac{265t}{1818} = c + 0.1458t$$

και

$$p_2^E = c + \frac{467t}{3636}, p_4^E = p_9^E = c + \frac{8975t}{74538}, p_5^E = p_8^E = c + \frac{8471t}{74538}, p_6^E = p_7^E = c + \frac{8345t}{74538}$$

$$p_2^E = c + 0.1284t, p_4^E = p_9^E = c + 0.1204t, p_5^E = p_8^E = c + 0.1136t, p_6^E = p_7^E = c + 0.1119t$$

Τα αντίστοιχα κέρδη:

$$\Pi_i^E = \frac{70225t}{2683368} = 0.0262t, i=1,3$$

και

$$\Pi_2^E = \frac{218089t}{13220496}, \Pi_4^E = \Pi_9^E = \frac{80550625t}{5555913444}, \Pi_5^E = \Pi_8^E = \frac{71757841t}{5555913444}, \Pi_6^E = \Pi_7^E = \frac{69639025t}{5555913444}$$

$$\Pi_2^E = 0.0165t, \Pi_4^E = \Pi_9^E = 0.0145t, \Pi_5^E = \Pi_8^E = 0.0129t, \Pi_6^E = \Pi_7^E = 0.0125t$$

Στην περίπτωση της συγχώνευσης μη γειτονικών επιχειρήσεων, όπως είναι οι επιχειρήσεις 1 και 3, έχει σαν αποτέλεσμα να μειωθεί η τιμή που ορίζει η συγχωνευμένη οντότητα σε σχέση με την περίπτωση συγχώνευσης των επιχειρήσεων 1,2. Η ενδιάμεση επιχείρηση ορίζει υψηλότερη τιμή από τις υπόλοιπες "εξωτερικές" επιχειρήσεις. Τα κέρδη εμφανίζουν πτώση σε σχέση με την περίπτωση της συγχώνευσης γειτονικών επιχειρήσεων αλλά, πάντοτε, είναι υψηλότερα συγκρινόμενα με τα κέρδη που είχε ο ηγέτης όταν δεν υπήρχε καμία συγχώνευση.

F. Ηγεσία τιμής & συγχώνευση επιχειρήσεων 1,4

Τέλος εξετάζεται και η περίπτωση συγχώνευσης μεταξύ των επιχειρήσεων 1 & 4, στην ίδια λογική όπως και πριν και παρατίθενται μόνο τα αποτελέσματα για τις τιμές και τα κέρδη:

$$p_1^{*F} = p_4^{*F} = c + \frac{265t}{1962} = c + 0.1351t$$

και

$$p_2 = p_3 = c + \frac{701t}{5886}, p_5 = p_9 = c + \frac{1999t}{17004}, p_6 = p_8 = c + \frac{2881t}{25506}, p_7 = c + \frac{635t}{5668}$$

$$p_2 = p_3 = c + 0.1191t, p_5 = p_9 = c + 0.1176t, p_6 = p_8 = c + 0.1129t, p_7 = c + 0.1120t$$

Για τα κέρδη έχουμε:

$$\Pi_i^F = \frac{70225t}{2754648} = 0.0255t, i = 1, 4$$

και

$$\Pi_2^F = \Pi_3^F = \frac{491401t}{34644996}, \Pi_5^F = \Pi_9^F = \frac{3996001t}{289136016}, \Pi_6^F = \Pi_8^F = \frac{8300161t}{650556036}, \Pi_7^F = \frac{403225t}{32126224}$$

$$\Pi_2^F = \Pi_3^F = 0.0142t, \Pi_5^F = \Pi_9^F = 0.0138t, \Pi_6^F = \Pi_8^F = 0.0128t, \Pi_7^F = 0.0126t$$

Τέλος, στην περίπτωση αυτή μειώνεται ακόμη περισσότερο η τιμή που ορίζει η συγχωνευμένη οντότητα. Οι ενδιάμεσες επιχειρήσεις ορίζουν υψηλότερη τιμή από τις εξωτερικές επιχειρήσεις. Και πάλι την υψηλότερη τιμή την ορίζει η συγχωνευμένη οντότητα. Τα κέρδη βρίσκονται στο χαμηλότερο σημείο τους συγκρινόμενα με τα κέρδη κάθε προηγούμενης περίπτωσης που υπήρχε συγχώνευση κοντινών επιχειρήσεων, πάντοτε βέβαια με καθεστώς ηγεσίας τιμής. Συγκρίνοντας κανείς όλες τις περιπτώσεις μπορεί να συμπεράνει πως, αν υπάρχει ηγεσία τιμής από κάποια επιχείρηση είναι προτιμότερο να προχωρήσει σε μία συγχώνευση, και μάλιστα με κάποια γειτονική επιχείρηση προκειμένου να βελτιώσει την κερδοφορία της. Ακόμη, όμως, κι αν δεν είναι γειτονική η επιχείρηση με την οποία θα συγχωνευθεί, η περίπτωση της συγχώνευσης είναι συμφέρουσα. Αν δεν υπάρχει ηγεσία τιμής, και πάλι είναι προτιμότερο για δύο επιχειρήσεις να προχωρήσουν σε κάποιας μορφής συνασπισμό από το να δρουν μεμονομένα και ανταγωνιστικά μεταξύ τους. Η συγχώνευση, συνεπώς, είναι πάντοτε προτιμότερη σαν λύση και οδηγεί σε καλύτερη θέση όλους. Εκείνο που έχει ιδιαίτερη σημασία να τονιστεί είναι ότι η συγχώνευση γειτονικών επιχειρήσεων δίνει καλύτερα αποτελέσματα όταν ο όμιλος επιχειρήσεων λειτουργεί ως ηγέτης. Σε όρους παιγνίων θα έλεγε κανείς ότι η συγχώνευση γειτονικών επιχειρήσεων με ηγεσία τιμής είναι η κυρίαρχη στρατηγική.

XI. Συμπεράσματα

Από την παραπάνω ανάλυση γίνεται φανερό πως το φαινόμενο των συγχωνεύσεων είναι αρκετά περίπλοκο και είναι αρκετές οι παράμετροι που πρέπει να συνυπολογιστούν για την εξαγωγή σωστών συμπερασμάτων. Όπως είδαμε στα πρώτα άρθρα που δημοσιεύθηκαν πάνω στο ζήτημα των συγχωνεύσεων και τα οποία χρησιμοποιούσαν ως στρατηγική μεταβλητή την ποσότητα, τα συμπεράσματα δεν ήταν πολύ ενθαρρυντικά για τις συγχωνεύσεις, με την προϋπόθεση ότι δεν υπάρχει μεγάλη διαφοροποίηση μεταξύ των προϊόντων και ότι το οριακό κόστος δεν αυξάνεται με γρήγορο ρυθμό. Στη συνέχεια, βέβαια, αποδείχθηκε πως, αν μελετηθούν οι συγχωνεύσεις θεωρώντας πως υπάρχει ανταγωνισμός τύπου Bertrand μεταξύ των επιχειρήσεων και όχι τύπου Cournot, οι συγχωνεύσεις είναι επωφελείς για τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις. Αυτό γιατί στα παίγνια όπου στρατηγική μεταβλητή είναι η τιμή οι αποφάσεις των επιχειρήσεων δημιουργούν ένα σπιράλ το οποίο ανεβάζει τις τιμές και είναι ευνοϊκό για τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις, ενώ στα παίγνια όπου στρατηγική μεταβλητή είναι η ποσότητα οι αποφάσεις δημιουργούν ένα σπιράλ που κατεβάζει τις τιμές και είναι δυσμενές για τις επιχειρήσεις. Στη συνέχεια προσεγγίστηκε το φαινόμενο των συγχωνεύσεων κάτω από ειδικές συνθήκες, θεωρώντας δηλαδή ότι υπάρχει χωρική διαφοροποίηση μεταξύ των επιχειρήσεων και αποδείχθηκε πως και σ' αυτήν την περίπτωση οι συγχωνεύσεις είναι επικερδείς για τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις.

Μία παράμετρος που δεν είχε εξεταστεί, όμως, είναι τί γίνεται όταν υπάρχει χωρική διαφοροποίηση μεταξύ των επιχειρήσεων αλλά και ηγεσία τιμής από τον όμιλο που συγχωνεύεται. Στην εργασία αυτή, υιοθετώντας ένα μοντέλο με συγκεκριμένο αριθμό επιχειρήσεων (εννιά) δείχνουμε ότι οι συγχωνεύσεις είναι πάντοτε επικερδείς τόσο για τις επιχειρήσεις που συγχωνεύονται όσο και για αυτές που μένουν εκτός του ομίλου. Συγκεκριμένα, αποδεικνύουμε πως όσο μεγαλύτερη η απόσταση μεταξύ των συγχωνευμένων επιχειρήσεων στον κύκλο, τόσο μικρότερη η τιμή που μπορούν να ορίσουν. Υπάρχει δηλαδή αντιστρόφως ανάλογη σχέση μεταξύ της απόστασης των συγχωνευμένων επιχειρήσεων και της τιμής που ορίζουν. Αυτό σημαίνει πως η άριστη επιλογή θα ήταν η συγχώνευση μεταξύ γειτονικών επιχειρήσεων. Όσον αφορά τώρα τις υπόλοιπες επιχειρήσεις που δε συμμετέχουν στη συγχώνευση, παρατηρούμε ότι ορίζουν υψηλότερη τιμή αυτές που βρίσκονται μεταξύ των συγχωνευμένων επιχειρήσεων, παρά οι εξωτερικές. Άρα, σαν πρώτη

επιλογή μία επιχείρηση θα πρέπει να σκέφτεται τη συμμετοχή στη συγχώνευση και σαν δεύτερη επιλογή να είναι τοποθετημένη μεταξύ των συγχωνευμένων επιχειρήσεων.

Μία γενίκευση για n επιχειρήσεις είναι ένα θέμα που θα μπορούσε να διερευνηθεί περεταίρω έτσι ώστε τα συμπεράσματα να έχουν γενικευμένη ισχύ και να εφαρμόζονται σε κάθε περίπτωση ανεξάρτητα από τον αριθμό των επιχειρήσεων. Επίσης, ένα θέμα για περεταίρω διερεύνηση είναι η άρση της υπόθεσης του ίδιου οριακού κόστους μεταξύ των επιχειρήσεων καθώς μία τέτοια προσέγγιση θα έδινε ακόμη πιο ρεαλιστικά αποτελέσματα.

Υπό το φως των αποτελεσμάτων και της παρούσας εργασίας, γίνεται φανερό πως οι συγχωνεύσεις είναι γενικά επωφελείς τόσο για τις επιχειρήσεις που συμμετέχουν σ' αυτήν όσο και για τις υπόλοιπες. Επιπλέον, γίνεται ακόμη μία φορά φανερό πόσο διαφορετικά είναι τα αποτελέσματα στα οποία μπορούν να καταλήξουν τα μοντέλα Bertrand και τα μοντέλα Cournot.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Stephen W. Salant, Sheldon Switzer, Robert J. Reynolds, “Losses from horizontal merger: the effects of an exogenous change in industry structure on Cournot – Nash equilibrium”, *Quarterly Journal of economics*, 1983, Vol. 98, pp. 185-199.

Raymond Deneckere, Carl Davidson, “Incentives to form coalitions with Bertrand Competition”, *The RAND Journal of economics*, 1985, Vol. 16, pp. 473-486.

Martin K. Perry, Robert H. Porter, “Oligopoly and the incentive for horizontal merger”, *The American Economic Review*, 1985, Vol. 75, pp. 219-227.

Joseph Farrell, Carl Shapiro, “Horizontal mergers: an equilibrium analysis”, *The American Economic Review*, 1990, Vol. 80, pp. 107-126.

Avinash K. Dixit, Joseph E. Stiglitz, “Monopolistic competition and optimum product diversity”, *The American Economic Review*, 1977, Vol. 67, pp. 297-308.

Gregory J. Werden, Luke M. Froeb, “The entry-inducing effects of horizontal mergers: an explanatory analysis”, *The Journal of Industrial Economics*, 1998, Vol. XLVI, pp. 525-43.

European Central Bank, EU Banking Structure, September 2010.

- Γιάννης Τ. Λαζαρίδης, Δημήτρης Α. Παπαδόπουλος**, “Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Τεύχος Δ”, Θεσσαλονίκη 2006
- Αθανάσιος Γ. Νούλας**, “Χρήμα & Τράπεζες”, Θεσσαλονίκη 2006
- Natassa Koutsomanoli-Filipaki, Christos Staikouras**, “Competition and Concentration in the New European Banking Landscape”, *European Financial Management*, 2006, Vol. 12, Issue 3, pp. 443-482
- J.A. Bikker, J.M. Groeneveldb**, “Competition & Concentration in the EU Banking Industry”, De Nederlandsche Bank, June 1998
- Duarte Brito**, “Preemptive mergers under spatial competition”, FCT Universidade Nova de Lisboa, February 2003
- Von Ungern-Sternberg**, “Monopolistic Competition on the Pyramid”, *Journal of Industrial Economics*, 1991, pp.355-369
- Jean Tirole**, “The theory of Industrial Organization”, *MIT Press*, 2003
- Jingang Zhao, Eric Howe**, “Inverse Matrices and Merger Incentives from Bertrand Competition”, *JEL*, August 2007
- Jonas Hackner**, “A note on price and quantity competition in differentiated oligopolies”, Stockholm University, August 1999
- Ernesto Scharfgrudsky, Federico Sturzenegger**, “Banking regulation and competition with product differentiation”, *Journal of Development Economics*, 2000, Vol 63, pp. 85-111