ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΗΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΚΕΙΜΕΝΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ-ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΣΤΗ ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

της

ΒΙΚΤΩΡΙΑΣ ΚΩΤΣΗ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού διπλώματος στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική
(Χρηματοοικονομική Κατεύθυνση)

Νοέμβριος 2010

Περίληψη

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η παρουσίαση του θεωρητικού υπόβαθρου των συγχωνεύσεων και εξαγορών, όπου παράλληλα με τους ορισμούς, τα είδη και τη διαχρονική εξέλιξη του φαινομένου αναπτύσσονται και σημαντικά ζητήματα της δραστηριότητας των εταιρικών συνενώσεων, όπως τα κίνητρα, οι τρόποι άμυνας και οι αιτίες αποτυχίας τους. Ακολουθεί η συγκέντρωση και καταγραφή ενός αριθμού εμπειρικών μελετών που εξετάζουν τον οικονομικό αντίκτυπο μιας επικείμενης εξαγοράς-συγχώνευσης στη μετοχική αξία των συναλλασσόμενων επιχειρήσεων. Τα εν λόγω εμπειρικά αποτελέσματα αναφέρονται κυρίως στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο και λιγότερο στην Ηπειρωτική Ευρώπη. Τα κέρδη για τις εταιρίες-στόχους καταγράφονται υψηλά και στατιστικά σημαντικά στο σύνολο τους, αν και διαπιστώνονται σημαντικές διαφοροποιήσεις ανάλογα με τη χώρα διεξαγωγής της έρευνας, το είδος της συνένωσης, τον τρόπο πληρωμής, τον αριθμού των ενδιαφερόμενων επιχειρήσεων. Οι εταιρίες-αγοραστές από την άλλη, δε διαμορφώνουν μια σαφή και ξεκάθαρη εικόνα, ωστόσο η πλειοψηφία των ποσοστών είτε βρίσκεται κοντά στο μηδέν είτε δεν εμφανίζει στατιστική εγκυρότητα. Στο τέλος, γίνεται μια προσπάθεια εξαγωγής συμπερασμάτων αναφορικά με τις οικονομικές συνέπειες του φαινομένου των συγχωνεύσεων-εξαγορών στις ελληνικές εταιρίες, μέσω της μελέτης γεγονότος (event studies). Τα αποτελέσματα φαίνεται να συμβαδίζουν με αυτά των υπόλοιπων χωρών, παρουσιάζοντας ωστόσο μειωμένη ένταση.

Λέξεις Κλειδιά: *Εξαγορές, Συγχωνεύσεις, Οικονομικός Αντίκτυπος, Μελέτη Γεγονότος, Εταιρία-Αγοραστής, Εταιρία-Στόχος*

Πίνακας περιεχομένων

Περίληψη ii

Πίνακας περιεχομένων iii

Κεφάλαιο 1: Βασικά Ζητήματα Συγχωνεύσεων-Εξαγορών 2

1.1 Εννοιολογική Αποσαφήνιση των Όρων Συγχώνευση - Εξαγορά 2
1.2 Τύποι Συγχωνεύσεων - Εξαγορών 4
1.3 Διεθνής Τάση Συγχωνεύσεων-Εξαγορών 8
1.4 Εξελίξεις στην Παγκόσμια Αγορά Συγχωνεύσεων και Εξαγορών 13
1.5 Το Φαινόμενο Συγχωνεύσεων-Εξαγορών στην Ελλάδα 17
1.6 Κίνητρα Συγχωνεύσεων-Εξαγορών 21
1.6.1 Νεοκλασική Θεωρία 22
1.6.2 Διοικητική Θεωρία 28
1.7 Στρατηγικές Επιλογές για την Αποφυγή Συγχώνευσης-Εξαγοράς 30
1.7.1 «Χρυσά Αλεξίπτωτα» (“Golden Parachutes”) 30
1.7.2 Εσωτερική Επαναγορά (“Greenmail”) 31
1.7.3 «Δηλητηριώδη Χάπια» (“Poison Pills”) 32
1.7.4 «Συμφωνίες Ακινητοποίησης» (“Standstill Agreements”) 33
1.7.5 «Κοσμήματα του Στέμματος» (“Crown Jewels”) 33
1.7.6 «Λευκός Ιππότης» (“White Knight”) 34
1.7.7 Άμυνα “Pac-man” 34
1.7.8 Δικαστικά Εμπόδια για Αντιμονοπωλιακή Νομοθεσία 35
1.8 Λόγοι Αποτυχίας Εξαγορών - Συγχωνεύσεων 36
1.8.1 Ανεπαρκής Αξιολόγηση της Εταιρίας - Στόχου 36
1.8.2 Υπερβολικό χρέος που δημιουργείται από τη χρηματοδότηση των συγχωνεύσεων-εξαγορών 37
1.8.3 Αδυναμία Ομαλής Ενοποίησης μετά τη Συγχώνευση - Εξαγορά 38
1.8.4 Ρόλος των στελεχών 39

Κεφάλαιο 2: Εμπειρικές Έρευνες για την Επίδραση της Ανακοίνωσης μιας Επικείμενης Εξαγοράς-Συγχώνευσης στη Μετοχική Αξία των Εταιριών-Στόχων 43

2.1 Διαδικασία Παρουσίασης Εμπειρικών Ερευνών 43

2.2 Εμπειρικές Έρευνες για την Επίδραση της Ανακοίνωσης μιας Επικείμενης Εξαγοράς-Συγχώνευσης στη Μετοχική Αξία των Εταιριών-Στόχων των ΗΠΑ..... 45

2.2.1 Ο Οικονομικός Αντίκτυπος των Συγχωνεύσεων-Εξαγορών στις Εταιρίες-Στόχους των ΗΠΑ 45

2.2.2 Ο Οικονομικός Αντίκτυπος των Επιθετικών Εξαγορών στις Εταιρίες-Στόχους των ΗΠΑ 50

2.2.3 Παράγοντες που Επηρεάζουν την Απόδοση των Εταιριών-Στόχων 53

2.2.4 Ολοκληρωμένες και μη Εταιρικές Συνενώσεις στις ΗΠΑ 56

2.3 Εμπειρικές Έρευνες για την Επίδραση της Ανακοίνωσης μιας Επικείμενης Εξαγοράς-Συγχώνευσης στη Μετοχική Αξία των Εταιριών-Στόχων του Ηνωμένου Βασιλείου 58

2.3.1 Ο Οικονομικός Αντίκτυπος των Συγχωνεύσεων-Εξαγορών στις Εταιρίες-Στόχους του Ηνωμένου Βασιλείου 58

2.3.2 Συμπεράσματα για Ηνωμένο Βασίλειο και Συγκριτική Αξιολόγηση με τις Ευρωπαϊκές Χώρες 60

Κεφάλαιο 3: Εμπειρικές Έρευνες για την Επίδραση της Ανακοίνωσης μιας Επικείμενης Εξαγοράς-Συγχώνευσης στη Μετοχική Αξία των Εταιριών-Αγοραστών 62

3.1 Εμπειρικές Έρευνες για την Επίδραση της Ανακοίνωσης μιας Επικείμενης Εξαγοράς-Συγχώνευσης στη Μετοχική Αξία των Εταιριών-Αγοραστών των ΗΠΑ 62

3.1.1 Ο Οικονομικός Αντίκτυπος των Συγχωνεύσεων-Εξαγορών στις Εταιρίες-Αγοραστές των ΗΠΑ 62

3.1.2 Ο Οικονομικός Αντίκτυπος των Επιθετικών Εξαγορών στις Εταιρίες-Αγοραστές των ΗΠΑ 67

3.1.3 Παράγοντες που Επηρεάζουν τις Αποδόσεις των Εταιριών –Αγοραστών..... 70

3.2 Εμπειρικές Έρευνες για την Επίδραση της Ανακοίνωσης μιας Επικείμενης Εξαγοράς-Συγχώνευσης στη Μετοχική Αξία για τις Εταιρίες-Αγοραστές Διαφόρων 73

Κεφάλαιο 4: Οι Συγχωνεύσεις-Εξαγορές στην Ελλάδα 76

4.1 Επισκόπηση Ελληνικής Βιβλιογραφίας 76

4.2 Οι Εξαγορές-Συγχωνεύσεις κατά το Χρονικό Διάστημα 2008-2010 78

4.2.1 Διαδικασία συλλογής δειγμάτων 78

4.2.2 Τα Χαρακτηριστικά του Δείγματος των Επιχειρήσεων 79

4.2.3 Μεθοδολογία ανάλυσης δεδομένων 81

4.2.4 Στατιστικός έλεγχος αποτελεσμάτων 84

4.3 Εμπειρικά αποτελέσματα της διερεύνησης της επίδρασης της ανακοίνωσης μιας εξαγοράς-συγχώνευσης στη μετοχική αξία των ελληνικών εταιριών-στόχων 86

4.3.1 Ημερήσιες μη ομαλές αποδόσεις για τις ελληνικές εταιρίες-στόχους 86

4.3.2 Σωρευτικές μη ομαλές αποδόσεις για τις ελληνικές εταιρίες-στόχους και στατιστική σημαντικότητα αποτελεσμάτων 90

4.3.3 Παράγοντες που Επηρεάζουν τις Αποδόσεις των Ελληνικών Εταιριών-Στόχων 92

4.4 Εμπειρικά Αποτελέσματα της Διερεύνησης της Επίδρασης της Ανακοίνωσης μιας Εξαγοράς-Συγχώνευσης στη Μετοχική Αξία των Ελληνικών Εταιριών-Αγοραστών 95

4.4.1 Ημερήσιες μη Ομαλές Αποδόσεις για τις Ελληνικές Εταιρίες-Αγοραστές..... 95

4.4.2 Σωρευτικές μη Ομαλές Αποδόσεις για τις Ελληνικές Εταιρίες-Αγοραστές 99

4.4.3 Παράγοντες που Επηρεάζουν τις Αποδόσεις των Ελληνικών Εταιριών-Αγοραστών 100

Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα και Προτάσεις για Παραπέρα Διερεύνηση του Θέματος 103

Βιβλιογραφία 106

Κατάλογος Πινάκων

Κεφάλαιο 1

Πίνακας 1-1 Κύματα συγχωνεύσεων-εξαγορών 9

Πίνακας 1-2 Διαχρονική εξέλιξη του αριθμού των συγχωνεύσεων που αναφέρθηκαν στην Επιτροπή Ανταγωνισμού 18

Πίνακας 1-3 Συγχωνεύσεις-εξαγορές στην Ελλάδα (2002-2005) 19

Κεφάλαιο 2

Πίνακας 2-1 Ο οικονομικός αντίκτυπος των συγχωνεύσεων-εξαγορών στις εταιρίες-στόχους των ΗΠΑ 45

Πίνακας 2-2 Ο οικονομικός αντίκτυπος των επιθετικών εξαγορών στις εταιρίες-στόχους των ΗΠΑ 49

Κεφάλαιο 3

Πίνακας 3-1 Ο οικονομικός αντίκτυπος των συγχωνεύσεων-εξαγορών στις εταιρίες-αγοραστές των ΗΠΑ 62

Πίνακας 3-2 Ο οικονομικός αντίκτυπος των επιθετικών εξαγορών στις εταιρίες-αγοραστές των ΗΠΑ 66

Κεφάλαιο 4

Πίνακας 4-1 Αποτελέσματα εμπειρικής έρευνας για τις εταιρίες-στόχους 88

Πίνακας 4-2 Αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις για τις εταιρίες-στόχους 91

Πίνακας 4-3 Αποτελέσματα εμπειρικής έρευνας για τις εταιρίες-αγοραστές 96

Πίνακας 4-4 Αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις για τις εταιρίες-αγοραστές 99

Κατάλογος Γραφημάτων

Κεφάλαιο 1

Γράφημα 1-1 Αξία Συγχωνεύσεων-Εξαγορών Παγκοσμίως (σε εκατ. $) 14

Γράφημα 1-2 Αξία Συναλλαγών Συγχωνεύσεων-Εξαγορών 2008 (σε εκατ. $) 15

Γράφημα 1-3 Γεωγραφική κατανομή συγχωνεύσεων-εξαγορών (2002-2005) 20

Κεφάλαιο 4

Γράφημα 4-1 Ημερήσιες μη ομαλές αποδόσεις για τις εταιρίες-στόχους 90

Γράφημα 4-2 Ημερήσιες μη ομαλές αποδόσεις για τις εταιρίες-αγοραστές 9

Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Βασικό σκοπό και αποστολή της επιχείρησης αποτελούσε ανέκαθεν η μεγιστοποίηση της αξίας της καθώς και η συνεχής προσθήκη αξίας τόσο στην ίδια όσο και στους επενδυτές-μετόχους. Κάθε επιχείρηση, όπως είναι αναμενόμενο, προσπαθεί να διατηρήσει και να ισχυροποιήσει της θέσης της στην αγορά μέσω της καινοτομίας, της ενσωμάτωσης νέων τεχνολογιών στην παραγωγή, της επένδυσης στην ποιότητα και τη διαφοροποίηση, μέσω ενός μείγματος, δηλαδή, δράσεων που στόχο έχει τη δημιουργία και τη διατήρηση συγκριτικών πλεονεκτημάτων.

Στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας και των επιπτώσεών της στα επίπεδα του ανταγωνισμού, οι στρατηγικές κινήσεις θεωρούνται απαραίτητες ακόμα και για την επιβίωση μιας επιχείρησης. Ένα τέτοιο περιβάλλον αναγκάζει τις επιχειρηματικές μονάδες να υιοθετούν νέες φιλοσοφίες διοίκησης, να τροποποιούν τις διαδικασίες παραγωγής τους, να αναπτύσσονται εσωτερικά και εξωτερικά, να προχωρούν σε νέες συνεργασίες ενώ παράλληλα επιτάσσει την επέκτασή τους στη διεθνή αγορά. Δικαίως λοιπόν, παρατηρείται τις τελευταίες δεκαετίες μια τάση των επιχειρήσεων να καταφεύγουν σε εξαγορές-συγχωνεύσεις, αφού κατά μια έννοια αποτελούν δίοδο με την οποία η επιχείρηση βρίσκει πρόσβαση σε νέους πόρους και εφόδια που θα βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητά της και θα τη βοηθήσουν να επεκταθεί.

Μια επιχείρηση, μέσω κάθετων ή οριζόντιων συγχωνεύσεων-εξαγορών, συσχετισμένων ή ασυσχέτιστων συνασπισμών μπορεί να εκμεταλλευτεί τις συνέργιες που πιθανότατα θα προκύψουν από την ένωση της με μια ή περισσότερες επιχειρήσεις και θα οδηγήσουν σε οικονομίες κλίμακας και εύρους, σε μείωση του κόστους, σε υψηλότερη ποιότητα των παρεχόμενων προϊόντων ή υπηρεσιών, σε αύξηση του μεριδίου αγοράς. Επιπρόσθετα, μπορεί να αυξήσει τη μονοπωλιακή της δύναμη στην αγορά, πετυχαίνοντας με τον τρόπο αυτό υπερκέρδη. Ωστόσο, παρά το γεγονός ότι τα κίνητρα για μια πράξη εξαγοράς-συγχώνευσης είναι πολλά και τα οφέλη που αναμένεται να προκύψουν φαίνονται δελεαστικά δεν εξασφαλίζεται πάντα η επιτυχία στον επιχειρηματικό στίβο. Συχνά οι αρχικές προβλέψεις και ο ενθουσιασμός δεν επιβεβαιώνονται και πολλές φορές λόγω κακών χειρισμών ή αξιολογήσεων οι δυνάμεις μετατρέπονται σε αδυναμίες, εξανεμίζοντας τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα που αρχικά επιτεύχθηκαν.

Ως ενέργεια η εξαγορά-συγχώνευση αποτελεί μια από τις σημαντικότερες επιχειρηματικές κινήσεις που μπορεί να αλλάξει πολύ σύντομα και σε μεγάλο βαθμό την αξία της επιχείρησης. Σε κάθε περίπτωση, η εν λόγω δραστηριότητα δεν αποτελεί μια νέα πραγματικότητα στον κόσμο των επιχειρήσεων καθώς εταιρικές συγχωνεύσεις-εξαγορές πραγματοποιούνται από το 19^{ο} αιώνα. Έκτοτε, τόσο ο αριθμός των σχετικών πράξεων όσο και η αξία τους παρουσιάζουν μια συνεχή ανοδική τάση. Όπως είναι φυσικό οι συνέπειές της αφορούν πολλά εμπλεκόμενα μέρη μιας οικονομίας (διοικήσεις εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, μετόχους αυτών, ανταγωνιστικές επιχειρήσεις, εργαζόμενους επιχειρήσεων, καταναλωτικό κοινό, δημόσιες αρχές κ.ά.). Αυτός άλλωστε είναι και ο λόγος που τα συγκεκριμένα οικονομικά γεγονότα έχουν προσελκύσει το ενδιαφέρον πολλών επιστημόνων. Η διεθνής βιβλιογραφία κυριαρχείται από εμπειρικές έρευνες οι οποίες επικεντρώνονται στις συνέπειες των συγχωνεύσεων-εξαγορών επί του πλούτου των μετόχων. Στις περισσότερες δε των περιπτώσεων οι έρευνες αφορούν τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο και λιγότερο τις υπόλοιπες χώρες της Ευρώπης ή άλλες χώρες.

Επιχειρώντας να δώσουμε μια εικόνα για την επίδραση μιας πράξης εξαγοράς-συγχώνευσης στις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις, μπορούμε να πούμε ότι οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις φαίνεται ότι αποκομίζουν υψηλότερα κέρδη από αυτά των επιτιθέμενων επιχειρήσεων, ενώ δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις όπου τα καταγραμμένα κέρδη είναι μικρά, ανύπαρκτα ή/και στατιστικά μη σημαντικά. Φυσικά στα αποτελέσματα επιδρούν διάφοροι παράγοντες όπως το είδος της εξαγοράς, η χρονική περίοδος πραγματοποίησής της, ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος κ.ά.

Στο πλαίσιο των όσων έχουμε αναφέρει, η παρούσα εργασία στοχεύει στην καταγραφή και μελέτη προηγούμενων ερευνών και καταλήγει με τη διερεύνηση της επίδρασης της ανακοίνωσης μιας επικείμενης εξαγοράς-συγχώνευσης στη μετοχική αξία της επιχείρησης στα πλαίσια της ελληνικής πραγματικότητας. Ειδικότερα, η εργασία χωρίζεται σε τέσσερις ενότητες. Στο **πρώτο μέρος**, παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο, όπου γίνεται αποσαφήνιση των όρων εξαγορά και συγχώνευση αλλά και ανάλυση ζητημάτων που σχετίζονται με αυτές, όπως τα κίνητρα πραγματοποίησης, οι στρατηγικές άμυνες ή οι λόγοι αποτυχίας μιας τέτοιας πράξης. Στη συνέχεια, στο **δεύτερο μέρος** παρουσιάζονται οι διαφορετικές μεθοδολογικές προσεγγίσεις αξιολόγησης των συγχωνεύσεων-εξαγορών και αναλύεται ένας αριθμός ερευνών, που αναφέρονται κυρίως στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Στο **τρίτο μέρος** γίνεται διερεύνηση της επίδρασης των συγχωνεύσεων-εξαγορών στις

ελληνικές εταιρίες μέσω της μεθόδου event studies και τα αποτελέσματα συγκρίνονται με αυτά των προηγούμενων γεωγραφικών περιοχών. Στο τέλος της παρούσας έρευνας καταγράφονται τα συμπεράσματα και οι παρατηρήσεις.

ΜΕΡΟΣ Ι

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ - ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Κεφάλαιο 1: Βασικά Ζητήματα Συγχωνεύσεων-Εξαγορών

1.1 Εννοιολογική Αποσαφήνιση των Όρων Συγχώνευση - Εξαγορά

Με τον όρο *συγχώνευση* εννοούμε τη συνένωση του μετοχικού κεφαλαίου δύο ή περισσότερων εταιριών με αποτέλεσμα τη δημιουργία μιας νέας μεγαλύτερης επιχείρησης. Η πράξη συγχώνευσης μπορεί να πραγματοποιηθεί είτε με απορρόφηση είτε με σύσταση νέας εταιρίας. Στην πρώτη περίπτωση, μια ή περισσότερες εταιρίες (απορροφούμενες), οι οποίες λύονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, μεταβιβάζουν σε άλλη προϋπάρχουσα εταιρία (απορροφούσα) το σύνολο της περιουσίας τους. Στη δεύτερη, οι δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις παύουν να υπάρχουν χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση και μεταβιβάζουν σε εταιρία, την οποία συνιστούν, το σύνολο της περιουσίας τους. Ανεξαρτήτως του τύπου συγχώνευσης, η μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων γίνεται έναντι ανταλλάγματος για τους μετόχους κάθε εταιρίας που λύεται και μεταβιβάζει τα περιουσιακά της στοιχεία. Οι μέτοχοι της εταιρίας ή των εταιριών που παύουν να υφίστανται αποκτούν ως αντάλλαγμα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών στη νέα εταιρία ανάλογα με το μερίδιο που αρχικά κατείχαν, βάσει της συμφωνηθείσας σχέσης ανταλλαγής μετοχών. Η ονομασία μιας από τις δύο ή και των δύο δύναται να παραμένει, διαφορετικά η νέα εταιρία έχει άλλο όνομα. Η πρόθεση για συγχώνευση είναι αμοιβαία και οι εταιρίες λειτουργούν αυτοβούλως.

Ως *εξαγορά* ορίζεται η πράξη κατά την οποία μια επιχείρηση (εξαγοράζουσα) αποκτά ένα μέρος ή το σύνολο της ιδιοκτησίας μιας άλλης (εξαγοραζόμενη), έναντι του αντίστοιχου αντιτίμου. Στην περίπτωση μεταβίβασης του συνόλου των μετοχών, η εταιρία-στόχος παύει να υφίσταται, η εξαγοράζουσα εταιρία απορροφά τις δραστηριότητες της εξαγορασθείσας και συνεχίζεται η χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση των μετοχών της εξαγοράζουσας εταιρίας μόνο. Σε περίπτωση που εξαγοράζεται ένα ποσοστό μόνο της εταιρίας-στόχου, η τελευταία συνεχίζει να έχει νομική υπόσταση χωρίς, ωστόσο, να λειτουργεί ως ανεξάρτητη οντότητα, καθώς οι αποφάσεις της ελέγχονται από την εξαγοράζουσα εταιρία. Η διαδικασία ολοκλήρωσης της εξαγοράς περιλαμβάνει είτε την καταβολή χρημάτων, είτε την

απόκτηση μετοχών της εξαγοράζουσας εταιρίας βάσει της αναλογίας ανταλλαγής που προσφέρεται, είτε συνδυασμό μετοχών και μετρητών. Σε πολλές περιπτώσεις, ακόμα και η απόκτηση μειοψηφικού πακέτου μετοχών ή ανάλογου ποσοστού επί της συνολικής ιδιοκτησίας μπορεί να εξασφαλίζει στην εξαγοράζουσα επιχείρηση ουσιαστικό έλεγχο, εάν με τη μεταβίβαση μπορεί να επηρεάσει κρίσιμες επιλογές της διοίκησης και της στρατηγικής της εξαγοραζόμενης ή εάν τα λοιπά μερίδια ιδιοκτησίας αυτής της επιχείρησης είναι κατακερματισμένα. Στις εξαγορές, ο πλειοδότης διαπραγματεύεται τους όρους της συναλλαγής αρχικά απευθείας με το διοικητικό συμβούλιο. Η συμφωνία έπειτα υποβάλλεται στους μετόχους με την έγκριση του διοικητικού συμβουλίου (φιλική προσφορά δημοπρασίας), ή χωρίς την υποστήριξη του (εχθρική προσφορά δημοπρασίας). Σε μερικές περιπτώσεις επιθετικών προσφορών (tender offers), ο πλειοδότης απευθύνεται απευθείας στους μετόχους της εταιρίας-στόχου, χωρίς να ζητήσει την αρχική έγκριση ή να ενημερώσει το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας-στόχου (Hubbard, 2001).

Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (International Financial Reporting Standards), που υιοθετούνται και στην Ελλάδα έπειτα από το Μάρτιο του 2004, όλες οι εταιρικές συνενώσεις θεωρούνται εξαγορές και δεν υφίσταται πλέον ο όρος συγχώνευση.

1.2 Τύποι Συγχωνεύσεων - Εξαγορών

Οι εξαγορές-συγχωνεύσεις των επιχειρήσεων μπορούν να κατηγοριοποιηθούν με διάφορα άλλα κριτήρια, πέρα από τη νομική μορφή της συναλλαγής. Έτσι, ανάλογα με τη συσχέτιση που παρουσιάζουν οι δραστηριότητες των εμπλεκόμενων εταιριών διακρίνονται ως εξής:

- *Οριζόντια Σ&Ε (horizontal M&A).* Αναφέρεται στη συγχώνευση-εξαγορά δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων οι οποίες έχουν κοινή προϊοντική γραμμή ή προσφέρουν τις ίδιες ή παρόμοιες υπηρεσίες, λειτουργούν στο ίδιο στάδιο παραγωγής και έχουν σχεδόν τους ίδιους αγοραστές και προμηθευτές (Παπαδόπουλος και Σαρρή, 2003). Κύριος σκοπός μιας τέτοιας κίνησης είναι η άντληση πλεονεκτημάτων από τη μεταξύ τους συνεργασία. Αναλυτικότερα, μέσω των οριζόντιων συγχωνεύσεων-εξαγορών επιτυγχάνεται ενίσχυση της θέσης της εταιρίας μέσω της δημιουργίας οικονομιών κλίμακας και σκοπού και αύξηση του μεριδίου αγοράς της, ενώ ταυτόχρονα επιδιώκεται έλεγχος της αγοράς του προϊόντος με όσο το δυνατό πιο αυξημένη διαπραγματευτική δύναμη (Eckbo, 1983). Αυτός ο τύπος συγχώνευσης-εξαγοράς επειδή ακριβώς δημιουργεί μονοπωλιακή δύναμη, αποτελεί αντικείμενο προσεκτικής εξέτασης από τους ελεγκτικούς μηχανισμούς και τους θεσμικούς φορείς. Εντούτοις, τα τελευταία χρόνια οι κυβερνήσεις εμφανίζονται περισσότερο «φιλελεύθερες», επιτρέποντας πολλές οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές να πραγματοποιούνται χωρίς ιδιαίτερη «νομοθετική αντίσταση» (Ταμπακούδης, 2009). Τέλος, να αναφερθεί ότι οι οριζόντιες εξαγορές-συγχωνεύσεις, συνήθως, αποτελούν πράξεις χαμηλού κινδύνου (Kitching, 1967).
- *Κάθετη ΕΣ (Vertical M&A):* Αναφέρεται στην περίπτωση όπου μια επιχείρηση αποκτά είτε τον πελάτη, είτε τον προμηθευτή της. Δηλαδή, συγχωνεύονται διαφορετικά τμήματα των λειτουργιών της αλυσίδας αξίας είτε προς τα εμπρός (forward vertical integration), είτε προς τα πίσω (backward vertical integration), προκειμένου να εξουδετερωθούν μειονεκτήματα που προκύπτουν μεταξύ των επιχειρήσεων ή να δημιουργηθούν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα μέσω της ενδυνάμωσης της ανεξαρτησίας της εταιρίας, της ανταλλαγής γνώσης στην αγορά του προϊόντος, της παροχής προϊόντων σταθερής κι υψηλής ποιότητας και του χαμηλότερου κόστους παραγωγής. (Stigler, 1958; Waterson, 1980). Επιπλέον,

απόρροια της συγκεκριμένης στρατηγικής ανάπτυξης είναι η μείωση του ανταγωνισμού, η ισχυροποίηση της θέσης της νέας εταιρίας στην αγορά και η δυσκολία εισόδου νέων ανταγωνιστών στον κλάδο (Παπαδάκης, 2002).

- *Συσχετισμένη Σ&Ε (Related or concentric M&A):* Αφορά στρατηγική συσχετισμένης διαφοροποίησης. Πραγματοποιείται ανάμεσα σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο, δεν παρουσιάζουν ομοιότητα ή παραγωγική εξάρτηση μεταξύ τους αλλά η δραστηριότητά τους μπορεί να αλληλοσυμπληρώνεται με συνδυασμένες ενέργειες με σχετικά μεγαλύτερο ρίσκο από τις οριζόντιες ή τις κάθετες (Brigham & Houston, 1998). Η επιχείρηση μέσω μιας τέτοιου τύπου συνένωσης επιτυγχάνει την προσθήκη προϊόντων ή υπηρεσιών διαφορετικών αλλά σχετιζόμενων με τα δικά της ως προς τις λειτουργίες μάρκετινγκ, παραγωγής κλπ. (Παπαδόπουλος και Σαρρή, 2003). Ο τύπος *concentric* αφορά σε δραστηριότητες συγχώνευσης-εξαγοράς μεταξύ εταιριών που χρησιμοποιούν την ίδια τεχνολογία ή η μία εξαρτάται από την τεχνολογία της άλλης (Ταμπακούδης, 2009).
- *Ασυσχέτιστες (Unrelated mergers or conglomerates):* Αφορούν κλάδους δραστηριότητας που δε σχετίζονται άμεσα μεταξύ τους και δραστηριοποιούνται σε ανεξάρτητα επιχειρηματικά πεδία.. Με άλλα λόγια, η ανομοιογενής συγχώνευση-εξαγορά είναι το αποτέλεσμα της στρατηγικής δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων που παράγουν διαφορετικά προϊόντα και υπηρεσίες, χρησιμοποιούν διαφορετική τεχνολογία και δεν απευθύνονται στους ίδιους καταναλωτές, στοχεύοντας στη διασφάλιση ευρύτερης οικονομικής βάσης, καλύτερης οργάνωσης και διοίκησης και μεγαλύτερων δυνατοτήτων κέρδους. Επιπρόσθετα, σε τέτοιου είδους συνενώσεις επιτυγχάνεται και ελάττωση του επιχειρηματικού κινδύνου σε σχέση με τον κίνδυνο που προκύπτει από τη δραστηριοποίηση σε μία μόνο αγορά. Η διαφοροποίηση αυτής της μορφής προτιμάται συνήθως από ομίλους εταιριών, ενώ μπορούν να σημειωθούν δύο υποκατηγορίες τους:
  - *Επεκτατικές Σ&Ε της αγοράς (conglomerate market extension)*, όπου δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις προσπαθούν να επεκτείνουν το χώρο δράσης τους στην αγορά.
  - *Επεκτατικές Σ&Ε του προϊόντος (conglomerate product extension)*, όπου οι επιχειρήσεις προσπαθούν να επεκτείνουν τη διάθεση του προϊόντος που

παράγουν ή να διαφοροποιήσουν την παραγωγή τους με διαποίκιλση δραστηριοτήτων (Brealy & Myres, 1996).

Ανάλογα με τη στάση/διάθεση των διοικήσεων των εμπλεκόμενων εταιριών, οι εξαγορές-συγχωνεύσεις διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες:

- *Φιλικές Σ&Ε (friendly M&As):* Προκύπτουν ύστερα από κοινή συμφωνία μεταξύ των διοικήσεων της εξαγοράζουσας και της εταιρίας-στόχου και την ανακοίνωση στους μετόχους της ότι αποδέχονται από κοινού την εξαγορά-συγχώνευση, συνιστώντας στους τελευταίους να εγκρίνουν και αυτοί την παραπάνω πράξη, σύμφωνα με τις νόμιμες διαδικασίες, ενώ το αντίτιμο της αγοράς έχει καθοριστεί από κοινού.
- *Εχθρικές Σ&Ε (hostile M&As):* Πραγματοποιούνται στην περίπτωση που η διοίκηση της εταιρίας-στόχου δεν εγκρίνει την προταθείσα εξαγορά εξαιτίας της διάστασης απόψεων μεταξύ των διοικήσεων των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων ως προς το επιχειρηματικό σχέδιο που θα εφαρμοστεί μετά την εξαγορά-συγχώνευση, ως προς την τιμή εξαγοράς, ή ακόμα και ως προς την τύχη της τρέχουσας διοίκησης της εταιρίας-στόχου. Στην περίπτωση αυτή η εξαγοράστρια εταιρία απευθύνεται κατευθείαν στους μετόχους της εταιρίας-στόχου και δρα συνήθως με τους εξής τρόπους:
  - *Μέσω δημόσιας προσφοράς* ώστε να προσεγγίσει τους μετόχους της εξαγοραζόμενης, ενώ η εταιρία-στόχος από την άλλη προσπαθεί να τους αποτρέψει.
  - *Με κατάληψη της εταιρίας στόχου*, όπου με τον όρο κατάληψη εννοούμε την πράξη κατά την οποία η εξαγοράζουσα καταλαμβάνει την εξαγοραζόμενη αποκτώντας σιγά-σιγά πακέτα μετοχών της μέχρι να αποκτήσει τον έλεγχο της
  - *Με συνδυασμό των δύο παραπάνω (Παζάρσκης, 2008).*

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι συγχωνεύσεις-εξαγορές μπορούν επίσης να κατηγοριοποιηθούν σύμφωνα με την εθνικότητα των συναλλασσόμενων εταιριών σε εγχώριες ή εθνικές και διασυνοριακές, ενώ ανάλογα με τον τρόπο που πραγματοποιείται η εξαγορά-συγχώνευση, διακρίνονται σε συνενώσεις με προσφορά μετρητών, με προσφορά μετοχών, ή με συνδυασμό των δύο.

Δύο ειδικές περιπτώσεις εξαγορών-συγχωνεύσεων είναι:

- η *μοχλευμένη εξαγορά (Leveraged Buy-Out, LBO)*

Η μορφή αυτή εξαγοράς έχει το χαρακτηριστικό ότι η χρηματοδότησή της προέρχεται κατά μεγάλο ποσοστό, τουλάχιστον 75%, από τραπεζικό δανεισμό και όχι από τα ίδια κεφάλαια της εξαγοράστριας εταιρίας, γι' αυτό και ονομάζεται μοχλευμένη. Θεωρείται ένας από τους πλέον επιθετικούς και με υψηλό ρίσκο τρόπους μεγέθυνσης και θεωρητικά πρέπει να χρησιμοποιείται από ώριμες εταιρίες με προβλέψιμες ταμειακές ροές.

- *η εξαγορά επιχειρήσεων από τη διοίκησή τους (Management Buy-Out, MBO)*

Στην περίπτωση αυτή η οποία είναι συγγενική με την προηγούμενη μια επιχείρηση αγοράζεται από τα διευθυντικά της στελέχη. Σε περιπτώσεις μεγάλων επιχειρήσεων, οι οποίες και έχουν υψηλή κεφαλαιοποίηση, η εξαγορά αναφέρεται σε μια περιφερειακή θυγατρική ή παραγωγική μονάδα της επιχείρησης.

1.3 Διεθνής Τάση Συγχωνεύσεων-Εξαγορών

Οι συγχωνεύσεις-εξαγορές αποτελούν επενδυτικές επιλογές που ανέκαθεν έπαιζαν και εξακολουθούν να παίζουν σημαντικό ρόλο στη στρατηγική διοίκηση και την ανάπτυξη της επιχείρησης. Κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών, σημαντικές επιχειρήσεις σε ποικίλους επιχειρηματικούς τομείς έχουν προέλθει από τη συνένωση δύο ή και περισσότερων εταιριών. Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων-εξαγορών έχει αξιόλογο παρελθόν και απασχολεί έντονα τις εταιρίες, τα διοικητικά στελέχη, τους μετόχους και σχεδόν την κάθε ομάδα ενδιαφέροντος που εμπλέκεται στον κόσμο των επιχειρήσεων. Το «φαινόμενο» έχει αφετηρία το τέλος του 19^{ου} αιώνα, δεδομένου ότι από εκείνη τη χρονική περίοδο και έπειτα υπάρχουν έγκυρα και διαθέσιμα στατιστικά στοιχεία για τις συγχωνεύσεις-εξαγορές επιχειρήσεων. Παράλληλα, όπως αποκαλύπτεται από τα διαθέσιμα στοιχεία η δραστηριότητα των εταιρικών συνενώσεων κατά τη διάρκεια του περασμένου αιώνα δεν ήταν ομοιόμορφα κατανεμημένη στο χρόνο, αλλά αντιθέτως παρουσίαζε ανομοιόμορφες τάσεις (Gugler *et al.,* 2006; Gordon *et al.,* 2005; Kleinert and Klodt, 2002).

Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων-εξαγορών φαίνεται να αναπτύσσεται σε κύματα, καθένα από τα οποία έχει διαφορετική χρονική διάρκεια και διαφορετικά χαρακτηριστικά. Η ανάπτυξη του φαινομένου εντοπίζεται κυρίως στις ΗΠΑ, ενώ αξιόλογη δραστηριότητα καταγράφεται τόσο στο Ηνωμένο Βασίλειο όσο και στην υπόλοιπη Ευρώπη.

Τα κύματα συγχωνεύσεων-εξαγορών αφορούν χρονικές περιόδους που χαρακτηρίζονται από πολυάριθμες πράξεις συνενώσεων υψηλής συνολικής αξίας. Σε κάθε περίπτωση αυτά τα κύματα ακολουθούνται από περιόδους ύφεσης. Η σημαντικότερη, ίσως, αιτία για την εμφάνιση των εταιρικών συνενώσεων σε κύματα είναι η ύπαρξη απρόσμενων και ιδιαίτερα ισχυρών κλονισμών σε κάποιο ή κάποιους επιχειρηματικούς κλάδους, οι οποίοι με τη σειρά τους ωθούν τις επιχειρήσεις του αντίστοιχου ή των αντίστοιχων κλάδων σε αναδόμηση, κυρίως μέσω συγχωνεύσεων-εξαγορών (Gort, 1969, Jensen, 1993, Andrade *et al.*, 2004). Παραδείγματα τέτοιων κλονισμών θεωρούνται οι τεχνολογικές καινοτομίες, οι σημαντικές αυξομειώσεις στην προσφορά πρώτων υλών, η ένταση του διεθνή ανταγωνισμού, οι οικονομικές μεταρρυθμίσεις και η άρση νομοθετικών περιορισμών. Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφερθεί πως στη βιβλιογραφία δεν υπάρχει ομοφωνία, μεταξύ των συγγραφέων,

αναφορικά με τα ακριβή χρονικά όρια της κάθε περιόδου έξαρσης των συγχωνεύσεων-εξαγορών. Συνοπτικά, τα εν λόγω κύματα συγχωνεύσεων-εξαγορών καταγράφονται στον επόμενο Πίνακα 1-1.

Πίνακας 1-1 Κύματα συγχωνεύσεων-εξαγορών

Κύμα 1ο (1897-1904)	*Δημιουργία μονοπωλίων (merging for monopoly)*
Κύμα 2ο (1920-1929)	*Ολιγοπωλιακή συγκέντρωση (merging for oligopoly)*
Κύμα 3ο (1965-1969)	*Μη συσχετισμένες συνενώσεις (Conglomerate)*
Κύμα 4ο (1981-1990)	*Επιθετικές εξαγορές και deconglomeration*
Κύμα 5ο (1992-συνεχίζεται)	*Παγκοσμιοποίηση και άρση νομοθετικών περιορισμών*

Το πρώτο κύμα εξαγορών-συγχωνεύσεων, έλαβε χώρα αποκλειστικά στις ΗΠΑ και άρχισε στο τέλος του δέκατου ένατου αιώνα και ολοκληρώθηκε το 1904. Χαρακτηρίζεται από πληθώρα συγχωνεύσεων-εξαγορών στο δευτερογενή τομέα παραγωγής, με συνέπεια τη δημιουργία μονοπωλιακών δομών στην οικονομία. Στόχος των επιχειρήσεων ήταν η επίτευξη σημαντικών κερδών μέσω της εκτεταμένης παραγωγικής δυναμικότητας, από εξαγορές επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου (McCann & Gilkey, 1988). Ελλείψει νομοθετικών και θεσμικών περιορισμών αυτή η περίοδος είναι γνωστή για το ρόλο της στη δημιουργία μεγάλων μονοπωλίων (*merging for monopoly*) που επικρατούν ακόμη και σήμερα (π.χ. Eastman, Kodak, American Tobacco, Du Pond). Αυτός είναι ο βασικός λόγος για τον οποίο αυτή η περίοδος τελείωσε με την εισαγωγή νομοθετικών περιορισμών, με σκοπό την αποφυγή πρόσθετων οριζόντιων συγχωνεύσεων που θα οδηγούσαν στη δημιουργία επιπλέον μονοπωλιακών καταστάσεων (Cooke, 1986). Αναμφισβήτητα, το πρώτο κύμα

εξαγορών-συγχωνεύσεων οδήγησε σε έναν ευρύ ανασχηματισμό του βιομηχανικού τοπίου των ΗΠΑ.

Το δεύτερο κύμα, πραγματοποιήθηκε τη δεκαετία του 1920 και τελείωσε με την αρχή της μεγάλης οικονομικής κρίσης, το 1929, όπου η κατάρρευση της οικονομίας της χώρας οδήγησε σε χάος στο αμερικανικό χρηματιστήριο και σε ένα αναπόφευκτο τέλος των δραστηριοτήτων των εξαγορών-συγχωνεύσεων μέσα σε μια μέρα (McCann & Gilkey, 1988). Τα κίνητρα προέκυψαν και αυτή τη φορά από τις αλλαγές στο νομικό πλαίσιο. Σύμφωνα με αυτές, η δημιουργία μονοπωλίων σε οποιαδήποτε βιομηχανία θεωρούνταν πλέον απαγορευτική, ενώ όριζαν άμεσες διασπάσεις των επιχειρήσεων που είχαν τέτοιο χαρακτήρα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτής της τακτικής αποτελεί η διάσπαση της εταιρίας "Standard Oil", το 1911, όπου ύστερα από την εξάπλωση της σε όλες τις χώρες των ΗΠΑ μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών, κατηγορήθηκε για παράνομες και αθέμιτες τακτικές και υπερβολικό έλεγχο της πετρελαϊκής αγοράς και αναγκάστηκε να πουλήσει τριάντα τρία από τα σημαντικότερα υποκαταστήματά της. Η τελική έκφραση της αντιμονοπωλιακής πολιτικής ήταν η νομοθεσία "Clayton Act" (1914). Οδήγησε σε συγχωνεύσεις-εξαγορές συμπληρωματικών-συσχετιζόμενων επιχειρήσεων, οι οποίες δεν δημιούργησαν μεν μονοπώλια αλλά αναπόφευκτα οδήγησαν στο σχηματισμό ολιγοπωλιακών καταστάσεων. Αυτή η περίοδος στις ΗΠΑ χαρακτηρίζεται από πολυάριθμες κάθετες συγχωνεύσεις-εξαγορές. Προφανώς, σε αυτό το κύμα συγχωνεύσεων-εξαγορών ο όρος "merging for monopoly" αντικαταστάθηκε από τον όρο "merging for oligopoly" (Stigler, 1950).

Το τρίτο κύμα ξεκίνησε στα μέσα της δεκαετίας του 1960 και διήρκησε μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1970. Κυρίαρχη τάση της περιόδου ήταν η διαφοροποίηση και η συνένωση «μη συσχετιζόμενων επιχειρήσεων» *(conglomerate)*. Μια τυπική συνένωση της δεκαετίας του '60 αποτελούνταν από μια φιλική εξαγορά μιας μεγάλης προς μια μικρότερη δημόσια ή ιδιωτική εταιρία πέρα από τις δραστηριότητες και την επιχειρηματική γραμμή της εξαγοράζουσας (Shleifer & Vishny, 1991). Πολλοί ήταν οι παράγοντες που οδήγησαν στην αύξηση των "conglomerate" εταιριών σε αυτήν την περίοδο. Ο πιο σημαντικός λόγος είναι η εφαρμογή της νέας αντιμονοπωλιακής πολιτικής (antitrust enforcement) που αποτρέπει τις συγχωνεύσεις εταιριών του ίδιου κλάδου, ανεξαρτήτως του αποτελέσματος απέναντι στον ανταγωνισμό, γεγονός που καθιστά τις διαγώνιες εξαγορές-συγχωνεύσεις ως το μόνο εφικτό τρόπο για εξωτερική επέκταση των επιχειρήσεων. Παράλληλα, ιδιαίτερης αναφοράς χρίζει η

θεωρία της διαφοροποίησης (διασπορά του κινδύνου), η οποία έτυχε ευρείας διάδοσης και καθολικής αποδοχής από τον επιχειρηματικό κόσμο. Πέρα από αυτά, μια ασυσχέτιστη εξαγορά-συγχώνευση έδινε τη δυνατότητα να εισέλθουν σε νέες αγορές, να ανταγωνισθούν το μέγεθος και τις πηγές των ξένων επιχειρήσεων, να μειώσουν τα κόστη, αλλά και να διασφαλίσουν τα ανώτατα διοικητικά στελέχη τη θέση τους στην εταιρία. Πολλές ενέργειες εκείνη την περίοδο οδήγησαν στη δημιουργία μεγάλων επιχειρήσεων με αντικείμενα τις τραπεζικές εργασίες, τις ασφάλειες, την αγορά πετρελαίου και χάλυβα.

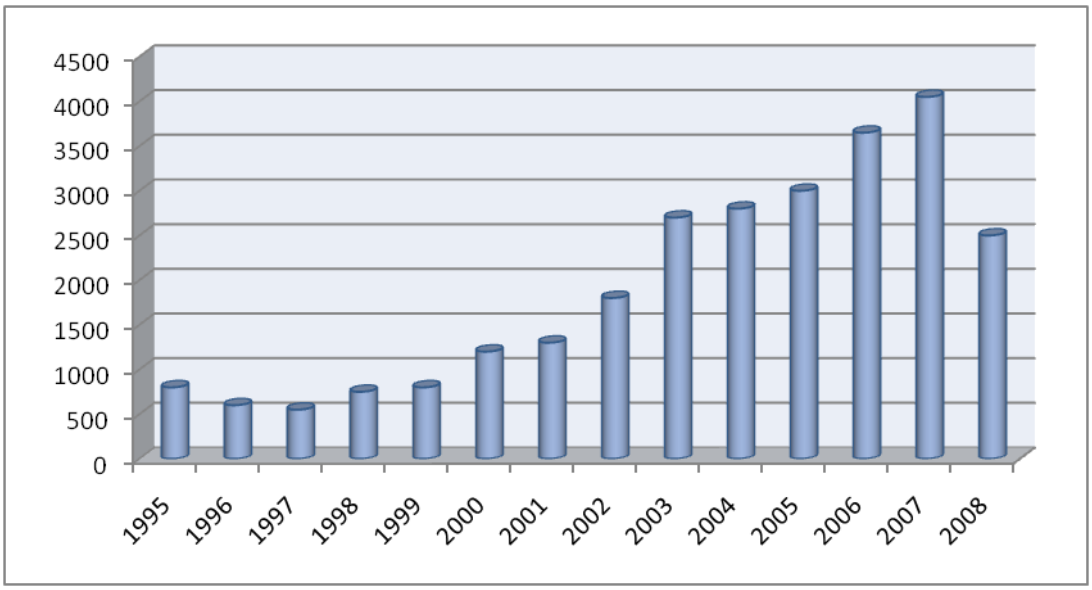
Το τέταρτο κύμα καλύπτει την περίοδο της δεκαετίας του ΄80, όπου στις ΗΠΑ πραγματοποιήθηκαν περισσότερες από 1,400 συγχωνεύσεις-εξαγορές με συνολική αξία περίπου $1.34 δισ. Το διάστημα αυτό (1980-1990), οι συγχωνεύσεις-εξαγορές αποτέλεσαν μοχλό εταιρικής ανάπτυξης, γεγονός που επιβεβαιώνεται από τον υψηλό αριθμό και το μέγεθος των διεθνών συνενώσεων. Η περίοδος χαρακτηρίζεται από εχθρικές εξαγορές και αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων επιχειρήσεων (divestitures) οι οποίες απαρτίζουν περίπου το 20% με 30% της δραστηριότητας των εξαγορών. Σχεδόν μια στις δύο μεγάλες αμερικανικές επιχειρήσεις στη διάρκεια αυτού του κύματος αντιμετώπισαν το ενδεχόμενο μιας επιθετικής εξαγοράς (Mitchell & Mulherin, 1996). Σε αυτή την περίοδο, όπως αναφέρουν οι Schleifer & Vishny (1991), παρατηρήθηκε αντιστροφή της τάσης για διαφοροποίηση, η οποία χαρακτήρισε το προηγούμενο κύμα. Επιπρόσθετα, η περίοδος χαρακτηρίζεται από την εκτεταμένη χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου (junk bonds) για τη χρηματοδότηση των εξαγορών τύπου LBOs (Leveraged–Buy-Out). Επιπλέον, τότε, οι εταιρίες διεξήγαν συγχωνεύσεις-εξαγορές με σκοπό την απόκτηση πολύ υψηλών κερδών σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα. Το εν λόγω τέταρτο κύμα χαρακτηρίστηκε ως η περίοδος της ‘μανίας των συγχωνεύσεων’ (*merger mania*) μεγάλων επιχειρήσεων (Jemison *et al.*, 1986). Ένας από αυτούς ήταν η περίπτωση της εταιρίας “RJR Nabisco & Co.” που εξαγοράστηκε το 1989 από την εταιρία “Kohlberg Kravis Roberts & Co. Partnership” για 24,7 δισ. δολάρια.

Το πιο πρόσφατου κύματος συγχωνεύσεων-εξαγορών, το οποίο άρχισε στα μέσα του 1992 και ακόμη δεν έχει οριοθετηθεί το τέλος του, είναι και το μεγαλύτερο όλων μέχρι σήμερα τόσο από πλευράς αριθμού συναλλαγών όσο και από πλευράς αξίας. Βασικό χαρακτηριστικό της περιόδου είναι η παγκοσμιοποίηση (*globalization*), η οποία απάλειψε τα εθνικά όρια και οδήγησε σε επέκταση των αγορών διεθνώς, με συνέπεια οι εταιρίες να επιδιώκουν την αύξηση του μεγέθους τους προκειμένου να

ανταποκριθούν στα νέα δεδομένα. Παράλληλα, στην έξαρση των εταιρικών συνενώσεων αυτής της περιόδου συνέβαλε σημαντικά η χαλάρωση των νομοθετικών περιορισμών. Άμεσες συνέπειες της άρσης των νομοθετικών περιορισμών ήταν η κατάργηση των εθνικών μονοπωλίων, με αποτέλεσμα αφενός μεν να ανοίξει ο δρόμος σε καινούριες επιχειρήσεις και αφετέρου να δημιουργηθούν δυνατότητες για αναζήτηση επιχειρηματικών ευκαιριών σε ξένες αγορές μέσω διασυνοριακών συγχωνεύσεων-εξαγορών. Μάλιστα, δε θα ήταν υπερβολή η δεκαετία του 1990 να χαρακτηριστεί ως 'η δεκαετία της άρσης των ελέγχων' (*decade of deregulation*) (Andrade *et al.*, 2001).

1.4 Εξελίξεις στην Παγκόσμια Αγορά Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

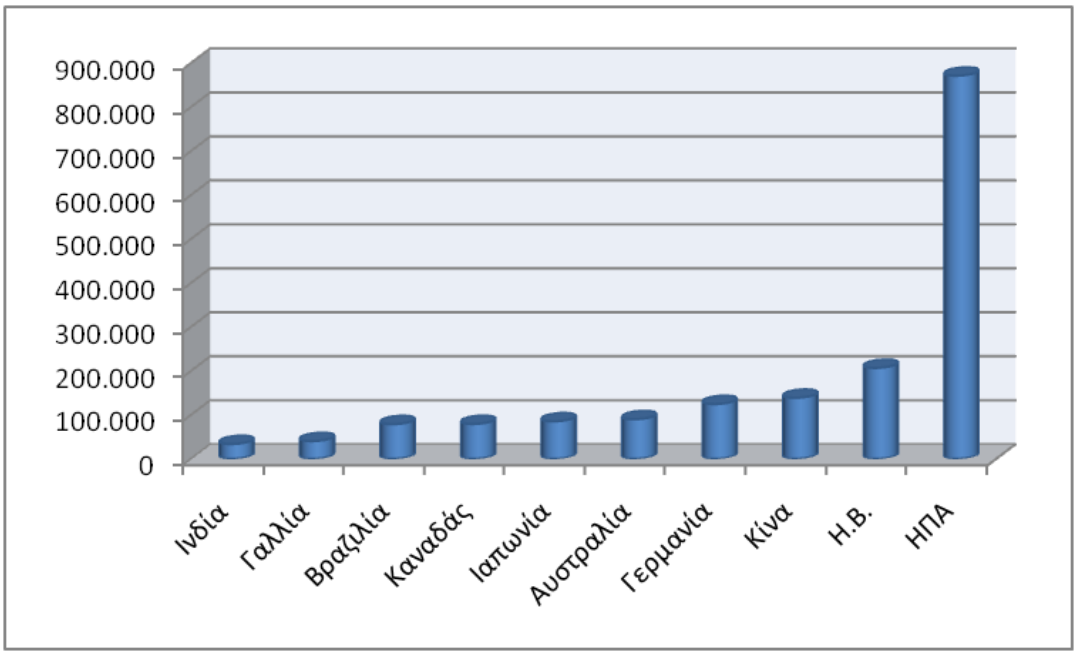
Οι εξαγορές-συγχωνεύσεις παρουσίαζαν ανοδική πορεία για μεγάλο αριθμό ετών η οποία, όμως, διεκόπη απότομα το 2008, όπου σημειώθηκε σημαντική μείωση της δραστηριότητα εξαιτίας της έλλειψη κεφαλαίων, της καταβαράθρωσης των χρηματιστηριακών αγορών, της απροθυμίας ανάληψης κινδύνου και της μεγάλου εύρους γενικευμένης παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Ειδικότερα, κατά το 2008 (σύμφωνα με στοιχεία του Bloomberg) η συνολική αξία των ανακοινωμένων συγχωνεύσεων-εξαγορών παγκοσμίως διαμορφώθηκε σε 2,50 τρισ. δολάρια, 38% χαμηλότερα από το 2007, όπου η αξία συναλλαγών είχε φθάσει στα επίπεδα ρεκόρ των 4,06 τρισ. δολαρίων. Ο δε αριθμός τους μειώθηκε κατά 17% σε σχέση με το 2007, φθάνοντας τις 27.400. Το μέσο premium των συναλλαγών διαμορφώθηκε σε 37%, αυξημένο κατά 68% σε σχέση με το 2007, όπου είχε ανέλθει στο 22%.



Γράφημα 1-1 Αξία Συγχωνεύσεων-Εξαγορών Παγκοσμίως (σε εκατ. $)
Πηγή: Bloomberg

Όσο αφορά τις δέκα χώρες με τη μεγαλύτερη αξία συναλλαγών σε εξαγορές-συγχωνεύσεις, στην πρώτη θέση βρίσκονται οι ΗΠΑ με αξία 871 δισ. δολάρια, στη δεύτερη το Ηνωμένο Βασίλειο με 207 δισ. δολάρια και στην τρίτη η Κίνα με 139 δισ.

δολάρια, ενώ από την Ευρωζώνη ξεχωρίζει η Γερμανία με συναλλαγές ύψους 125 δισ. δολαρίων (Γράφημα 1-2). Συγκριτικά με το 2007, δύο μόνο χώρες αξιόλογου μεγέθους παρουσίασαν θετικό πρόσημο, η Κίνα και η Βραζιλία. Η Κίνα, η οποία απέσπασε και το μεγαλύτερο κομμάτι των συγχωνεύσεων-εξαγορών της ευρύτερης περιοχής «Ασία/Ειρηνικός» είχε συναλλαγές αυξημένες κατά 31% σε σχέση με το 2007. Στη Βραζιλία η άνοδος ήταν ιδιαίτερα σημαντική και άγγιξε το 68%. Τις μεγαλύτερες απώλειες κατέγραψε η Γαλλία με την αξία των συγχωνεύσεων-εξαγορών να μειώνεται κατά 67%, ενώ στον Καναδά οι συναλλαγές συρρικνώθηκαν κατά 63%. Η χρονιά αποδείχθηκε ιδιαίτερα αρνητική και για τις ΗΠΑ, με μείωση που έφτασε το 44%, ενώ ειδικότερα το τέταρτο τρίμηνο η πτώση άγγιξε το 55%. Στη Δυτική Ευρώπη οι εξαγορές-συγχωνεύσεις συρρικνώθηκαν κατά 42%, ενώ η ηπιότερη πτώση παρατηρήθηκε στην ευρύτερη γεωγραφική «Ασίας/Ειρηνικού» (-5,5%). Στη Λατινική Αμερική, λόγω της Βραζιλίας, σημειώθηκε αύξηση 23%, ενώ στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας η άνοδος ξεπέρασε οριακά το 10%. Όσον αφορά το σύνολο των συγχωνεύσεων-εξαγορών παγκοσμίως, η Αμερική απέσπασε το μεγαλύτερο κομμάτι και αυτή τη χρονιά, με το 435 των συγχωνεύσεων-εξαγορών να διαδραματίζεται στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού.



Γράφημα 1-2 Αξία Συναλλαγών Συγχωνεύσεων-Εξαγορών 2008 (σε εκατ. $)
Πηγή: Bloomberg

Ο εκρηκτικός συνδυασμός έντονης χρηματιστηριακής μεταβλητότητας και «παγώματος» των πιστωτικών αγορών αύξησε απότομα τον αριθμό των ματαιωμένων συγχωνεύσεων-εξαγορών, ιδιαίτερα από το Σεπτέμβριο και έπειτα. Ο αριθμός των συμφωνιών οι οποίες ακυρώθηκαν έφτασε τις 755, ενώ το ύψος αυτών άγγιξε τα 637 δισ. δολάρια. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση της αυστραλιανής BHP Billiton, η οποία απέσυρε την αρχική της προσφορά, ύψους 147 δισ. δολαρίων για την εξαγορά του βασικού ανταγωνιστή της στο μεταλλευτικό κλάδο, Rio Tinto, καθιστώντας την τη μεγαλύτερη συμφωνία που έχει ακυρωθεί στην επιχειρηματική ιστορία.

Για το έτος 2009 οι χρηματοοικονομικές εταιρείες υπήρξαν ο συνηθέστερος στόχος εξαγορών απορροφώντας το 22% της δραστηριότητας. Οι μεγαλύτερες συμφωνίες στον κλάδο αφορούσαν την εθνικοποίηση της Royal Bank of Scotland και την εξαγορά της μονάδας διαχείρισης επενδύσεων της Barclays από την BlackRock. Οι εταιρείες καταναλωτικών προϊόντων, κατηγορία στην οποία εντάσσεται και η περίθαλψη, ήταν οι δεύτερες δημοφιλέστερες, με ποσοστό 19%. Μετά τη συμφωνία εξαγοράς της Wyeth από την Pfizer αντί 66,8 δισ. δολαρίων, η δεύτερη μεγαλύτερη ήταν η εξαγορά της φαρμακευτικής Schering-Plough από τη Merck, ύψους 47 δισ. δολαρίων. Το 2009, η ενεργειακή βιομηχανία υπήρξε η τρίτη πιο δραστήρια, πραγματοποιώντας το 14% της δραστηριότητας εξαγορών και συγχωνεύσεων. Όπως εκτιμάται, η πρόσφατη συμφωνία 30 δισ. δολαρίων για εξαγορά της XTO Energy από την Exxon Mobil ίσως πυροδοτήσει αντίστοιχες κινήσεις μεταξύ των παραγωγών πετρελαίου και φυσικού αερίου (Bloomberg).

Οι συμφωνίες εξαγορών-συγχωνεύσεων άνθησαν στην Ασία το α΄ τρίμηνο του 2010, σε πλήρη αντίθεση με την Ευρώπη και τις ΗΠΑ όπου υποχώρησαν, υποδεικνύοντας τη στροφή της παγκόσμιας οικονομίας μετά την κρίση. Ο όγκος των συμφωνιών σε παγκόσμιο επίπεδο ενισχύθηκε κατά 6%, ενώ η αξία τους άγγιξε τα 442 δισ. δολάρια στο πρώτο τρίμηνο του 2010, με τη βοήθεια της Ασίας, βάσει των στοιχείων της Mergermarket. Στην περιοχή της Ασίας - Ειρηνικού και εξαιρουμένης της Ιαπωνίας η αξία των συμφωνιών έφτασε στα 89,4 δισ. ευρώ, σημειώνοντας άνοδο σχεδόν 93% σε σύγκριση με το α΄ τρίμηνο του 2009. Την ίδια στιγμή, οι συμφωνίες στην Ευρώπη υποχώρησαν για πέμπτο διαδοχικό τρίμηνο, καθώς οι φόβοι για την πορεία των κρατικών χρεών «κράτησαν» τις εταιρίες. Η αξία των συμφωνιών στην Ευρώπη υποχώρησε κατά 5,7% καταγράφοντας το χειρότερο ξεκίνημά της για ένα έτος, από το 1998. Στις ΗΠΑ η εικόνα ήταν ακόμη πιο δυσμενής, παρά την ύπαρξη

κάποιων σημαντικών συμφωνιών στον φαρμακευτικό κλάδο, καθώς καταγράφηκε πτώση 25,6%, με την αξία να φτάνει στα 148 δισ. δολάρια. Τραπεζίτες υποστηρίζουν ότι η έντονη δραστηριότητα στην Ασία θα συνεχιστεί καθ' όλη τη διάρκεια του 2010, καθώς οι επικεφαλείς επιχειρήσεων στρέφουν την προσοχή τους στις ταχύτατα αναπτυσσόμενες οικονομίες της περιοχής. Ο επικεφαλής της επενδυτικής τραπεζικής της Nomura κ. William Vereker είπε ότι είναι λιγότερο θετική η προοπτική όσον αφορά τις εξαγορές στο δεύτερο εξάμηνο του έτους (Financial Times).

1.5 Το Φαινόμενο Συγχωνεύσεων-Εξαγορών στην Ελλάδα

Η ελληνική αγορά άρχισε να ακολουθεί με μια μικρή καθυστέρηση, σε σχέση με τις άλλες χώρες, το ρυθμό των συγχωνεύσεων και εξαγορών, φανερώνοντας τη δυσκαμψία των ελληνικών επιχειρήσεων να κατανοήσουν τη σημασία της αύξησης του οικονομικού τους μεγέθους, αλλά και ένα σύνολο σημαντικών διαρθρωτικών εμποδίων που αντιμετώπισαν οι δράσεις αυτές κατά το παρελθόν. Ειδικότερα, η ελληνική οικονομία κυριαρχούνταν σε μεγάλο βαθμό από οικογενειακές επιχειρήσεις με χαμηλό κύκλο εργασιών και μικρά μερίδια αγοράς που δεν προσέλκυαν συχνά το ενδιαφέρον των επενδυτών. Επιπρόσθετα, αρνητικά γνωρίσματα της οικονομικής πραγματικότητας ήταν ο μικρός αριθμός των εισηγμένων εταιριών στο χρηματιστήριο, η ισχυρή παρουσία κρατικής ιδιοκτησίας, τα περιορισμένα όρια και προοπτικές της εγχώριας αγοράς, η πολυπλοκότητα του φορολογικού συστήματος και η έλλειψη του κατάλληλου θεσμικού πλαισίου. Οι όποιες περιπτώσεις εξαγορών-συγχωνεύσεων είχαν παρατηρηθεί κατά τη δεκαετία του ΄80 οφείλονταν κυρίως σε λόγους ρευστοποίησης της επένδυσης, συνήθως μέσω της πώλησης της εταιρίας σε μια πολυεθνική του εξωτερικού, η οποία επιθυμούσε να εισέλθει στην ελληνική αγορά και έκανε δελεαστική προσφορά. Τέτοια παραδείγματα ήταν η εξαγορά της σοκολατοβιομηχανίας «Παυλίδης» από την ελβετική “Jacobs Suchard AG” (1988) και της εταιρίας «Παπαγάλος Λουμίδης» από την ελβετική εταιρία “Nestle” (1987) κλπ.

Με τη δημιουργία της ενιαίας αγοράς η ελληνική οικονομία αναγκάστηκε να προσαρμοσθεί θεσπίζοντας ένα σταθερό και ξεκάθαρο θεσμικό πλαίσιο, το οποίο απελευθέρωσε τις αγορές, συνέβαλε στην πιο αποτελεσματική λειτουργία τους και ενίσχυσε την εμπιστοσύνη των ιδιωτών και θεσμικών επενδυτών. Μέσα σε ένα τέτοιο περιβάλλον υγιούς ανταγωνισμού η επιχειρηματικότητα αυξήθηκε και αναπόφευκτα επηρεάστηκαν οι εταιρικές συναλλαγές. 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 13-45% στους κλάδους τροφίμων, ποτών, πλαστικών και μη μεταλλικών ορυκτών. Μάλιστα κατά την περίοδο 1985-1993, οι περισσότερες ξένες επενδύσεις στην Ελλάδα έγιναν μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων. Παράλληλα, με την ανάπτυξη της χρηματιστηριακής αγοράς, η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, η ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, η

γενικότερη βελτίωση των επιδόσεων της ελληνικής οικονομίας, η κατασκευή μεγάλων έργων, η βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος στα Βαλκάνια, πολλαπλασίασαν τις εξαγορές-συγχωνεύσεις στη χώρα μας. Μόνο το 1998 οι περιπτώσεις συγχώνευσης επιχειρήσεων που αναφέρθηκαν στην Επιτροπή Ανταγωνισμού ανέρχονται σε 214 και είναι αριθμός σχεδόν διπλάσιος του 1997, ενώ το κύμα συγχωνεύσεων-εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν το 1999 αντιπροσώπευε αξία συναλλαγών που έφτασε περίπου στο 17% του ΑΕΠ, επιβεβαιώνοντας ότι οι διοικήσεις των επιχειρήσεων άρχισαν να αντιλαμβάνονται ότι μέσω της αύξησης του μεγέθους και της δύναμής τους θα μπορέσουν να ανταπεξέλθουν στον εσωτερικό αλλά και διεθνή ανταγωνισμό.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1-2 Διαχρονική εξέλιξη του αριθμού των συγχωνεύσεων που αναφέρθηκαν στην Επιτροπή Ανταγωνισμού

Έτος	**Πλήθος Συγχωνεύσεων**
1991	8
1992	10
1993	12
1994	44
1995	49
1996	112
1997	114
1998	214
Σύνολο	***563***

Πηγή: Παπαδόπουλος, Σαρρή (2003)

Το ξένο κεφάλαιο διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο στη διαδικασία των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Με βάση και τα δύο μεγέθη μέτρησης (πωλήσεις, ενεργητικό) η ξένη συμμετοχή στις υπηρεσίες κυμαίνεται γύρω στο 60%. Στην περίπτωση της μεταποίησης με κριτήριο το συνολικό ενεργητικό, η ξένη συμμετοχή βρίσκεται επίσης στο 60%, ενώ σύμφωνα με τις πωλήσεις ξεπερνά τα 2/3 (Παπαδόπουλος & Σαρρή, 2003).

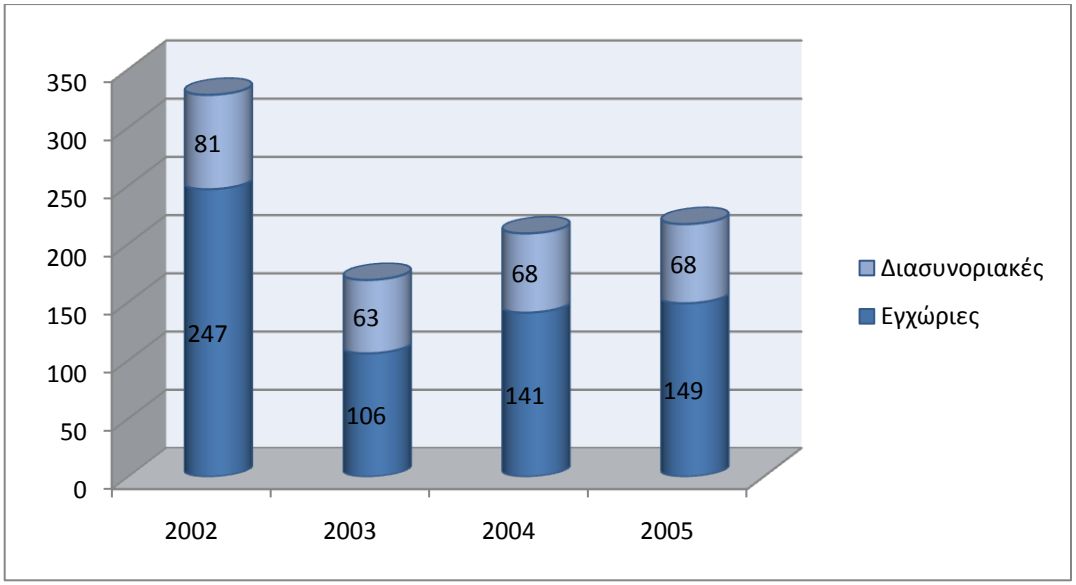
Την τετραετία 2002-2005 σημειώθηκαν περίπου 1,000 συγχωνεύσεις-εξαγορές, η μέση αξία των οποίων άγγιξε τα €35 εκατομμύρια. Ειδικότερα, έπειτα από μια πτώση του αριθμού των συναλλαγών το 2003 συγκριτικά με το 2002, παρουσιάστηκε σημαντική αύξηση τα δύο επόμενα χρόνια όπου έλαβαν χώρα 209 και 217 συνενώσεις αντίστοιχα. Παρά τη μείωση του αριθμού των συναλλαγών το 2003, η συνολική αξία τους αυξήθηκε κατά 20% σε σχέση με το 2002, φτάνοντας τα €3δισ, ενώ παράλληλα η μέση αξία συναλλαγής σχεδόν τριπλασιάστηκε, γεγονός που οφείλεται, κυρίως, στην ύπαρξη αρκετών συναλλαγών με πολύ υψηλό τίμημα που καταγράφηκαν τη συγκεκριμένη περίοδο. Αξίζει να σημειωθεί πως η συνολική αξία των συναλλαγών το 2005 αυξήθηκε στα €4.3 δισ. από €2.0 δισ. το 2004, παρόλο που ο αριθμός των συναλλαγών διατηρήθηκε σε παρόμοια επίπεδα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1-3 Συγχωνεύσεις-εξαγορές στην Ελλάδα (2002-2005)

	2002	**2003**	**2004**	**2005**
Αξία Συναλλαγής Μετοχών (€ δισ.)	*2,5*	*3,1*	*2*	*4,3*
Μέση Αξία (€ εκατ.)	*18,8*	*55,8*	*28,5*	*36,3*
Αριθμός Συναλλαγών με δημοσιευμένο τίμημα	*133*	*55*	*71*	*119*
Αριθμός Συναλλαγών χωρίς δημοσ. τίμημα	*195*	*114*	*138*	*98*
Συνολικός Αριθμός συναλλαγών	*328*	*169*	*209*	*217*

Πηγή: PRICEWATERHOUSECOOPERS (2003-2006)

Βάσει της διάκρισης των εξαγορών-συγχωνεύσεων σε εγχώριες και διασυνοριακές παρατηρείται πως μετά από τα υψηλά επίπεδα διασυνοριακών συγχωνεύσεων-εξαγορών το 2002 (81 περιπτώσεις, 32% του συνόλου) σημειώθηκε μια πτώση που αναφέρεται σε 63 περιπτώσεις το 2002 και 68 τα δύο επόμενα χρόνια, οι οποίες και αντιπροσωπεύουν το 32% και 33% του συνόλου για κάθε έτος αντίστοιχα. Τέλος παρατηρείται εδραίωση της παρουσίας των ελληνικών εταιριών στις γειτονικές χώρες της νοτιοανατολικής Ευρώπης, οι οποίες συγκεντρώνουν τα υψηλότερα ποσοστά του συνολικού αριθμού των συναλλαγών στο εξωτερικό.



Γράφημα 1-3 Γεωγραφική κατανομή συγχωνεύσεων-εξαγορών (2002-2005)
Πηγή: PRICEWATERHOUSECOOPERS (2003-2006)

Ιδιαίτερα χρήσιμα συμπεράσματα εξάγονται και από την κατηγοριοποίηση των συγχωνεύσεων-εξαγορών βάσει επιχειρηματικού κλάδου. Με εξαίρεση το 2002, όπου πρωτοπόρος ήταν ο κλάδος των Κατασκευών με 93 συναλλαγές και 28% επί του συνόλου, τα επόμενα χρόνια τη σκυτάλη παίρνουν ο κλάδος της Τεχνολογίας & Τηλεπικοινωνιών και ο κλάδος των Τραπεζών & Λοιπών Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών. Στον κλάδο Τεχνολογίας & Τηλεπικοινωνιών, κατά το 2005, σημειώθηκαν 34 συναλλαγές αξίας €2.1δισ. αντιπροσωπεύοντας το 49% της συνολικής αξίας συναλλαγών, ενώ στον Τραπεζικό & Λοιπών Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών κλάδο έγιναν 34 συναλλαγές αξίας €863 εκατ. αντιπροσωπεύοντας το 20% της συνολικής αξίας συναλλαγών. Στον κλάδο Τεχνολογίας & Τηλεπικοινωνιών πραγματοποιήθηκαν τρεις από τις μεγαλύτερες συναλλαγές του 2005, με πρωταγωνιστές την εξαγορά της ΤΙΜΕλλάς από τις εταιρίες ApaxPartners και TexasPacific για €1.4 δισ., την εξαγορά της Q-Telecom για €325 εκατ. από τις ίδιες εταιρίες που εξαγόρασαν την ΤΙΜΕλλάς και την εξαγορά του 70% της Cosmorom από την Cosmote για €120 εκατ., γεγονός που εξηγεί την αυξημένη αξία του κλάδου (PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2006).

1.6 Κίνητρα Συγχωνεύσεων-Εξαγορών

Γενικότερα, προκύπτει ότι τα κίνητρα-αίτια που οδηγούν στην πραγματοποίηση συγχωνεύσεων-εξαγορών μπορούν να κατηγοριοποιηθούν με βάση διάφορα κριτήρια. Ο αριθμός δε των κριτηρίων επιλέγεται, επηρεάζεται και διαφοροποιείται ανάλογα με την περίοδο της έρευνας, τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν και τη γεωγραφική θέση στην οποία αναφέρεται η εκάστοτε έρευνα.

Πολλοί συγγραφείς έχουν αναπτύξει θεωρίες σχετικά τα κίνητρα που ωθούν τις εταιρίες σε συγχωνεύσεις-εξαγορές. Ο Steiner (1979) διακρίνει τρεις βασικές κατηγορίες κινήτρων: *την αύξηση του κέρδους*, που επιτυγχάνεται με τη δημιουργία συνέργιας, με την αύξηση της δύναμης της επιχείρησης στην αγορά και με την εκμετάλλευση των παρεχόμενων φορολογικών κινήτρων, *την ανάπτυξη της επιχείρησης* και *την απάντηση σε γενικά εξωτερικά κίνητρα*. Οι Berkovitch & Narayanan (1993) προτείνουν σαν κυρίαρχα κίνητρα τη δημιουργία *συνέργιας* μεταξύ των δύο εταιριών, την αντικατάσταση της *αναποτελεσματικής διοίκησης* και την *υπερηφάνια* των διοικητικών στελεχών, ενώ οι Bradley *et al*. (1983) υπογραμμίζουν, παράλληλα με τη συνέργια, τη σημασία της *προνομιακής πληροφόρησης (inside information)* ως πρωταρχικά κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις σε συγχωνεύσεις-εξαγορές. Οι Chipling et al. (1993) αναφέρουν σαν κύριες κατηγορίες αιτίων την *αύξηση της οικονομικότητας*, τα *χρηματοοικονομικά οφέλη* που προκύπτουν από τη σύμπραξη και την *«ασύμμετρη» πληροφόρηση*, ενώ οι DeBondt & Thomson (1992) επισημαίνουν τη *δημιουργία συνέργιας*, την *υποτιμημένη αξία των μετοχών* μιας επιχείρησης, την *επιθυμία για περιορισμό του ανταγωνισμού*, την *εκμετάλλευση φορολογικών κινήτρων* και την *υπόθεση "hubris"*, ως τους κύριους λόγους για τη διενέργεια μιας πράξης συγχώνευσης-εξαγοράς.

Σε μια προσπάθεια ομαδοποίησης των κινήτρων, θα μπορούσαμε να τα διακρίνουμε με βάση τη διάθεση των επιχειρήσεων να επιβιώσουν ή να δημιουργήσουν κέρδη. Στην περίπτωση της επιβίωσης ανήκουν οι επιχειρήσεις που έχουν αμυντικό ή επιθετικό χαρακτήρα. Πιο συγκεκριμένα, αμυντικού χαρακτήρα είναι μια επιχείρηση που προβαίνει σε εξαγορά-συγχώνευση με σκοπό να ενισχύσει τη θέση της στην αγορά και να αποθαρρύνει πιθανή εξαγορά της από κάποια άλλη ανταγωνιστική εταιρία. Αντίστοιχα, επιθετικού χαρακτήρα είναι όταν μια επιχείρηση

που προβαίνει σε εξαγορά-συγχώνευση μιας επιχείρησης-στόχου για να προλάβει μια πιθανή εξαγορά του στόχου από άλλη επιχείρηση ανταγωνίστριά της. Στη δεύτερη περίπτωση ανήκουν οι επιχειρήσεις κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Στις περιπτώσεις αυτές η εταιρία επενδυτής πιστεύει ότι τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας στόχου είναι υποτιμημένα και ότι με την κατάλληλη διαχείριση η αγοραστική τους αξία μπορεί να αυξηθεί. Έτσι, εξαγοράζει την εταιρία-στόχο και μετά την παρέλευση κάποιου χρονικού διαστήματος ο επενδυτής την πουλά πραγματοποιώντας σημαντικά κέρδη (Παπαδόπουλος & Σαρρή, 2003).

Μια ακόμα διάκριση των κινήτρων μπορεί να γίνει με βάση τη θεωρία της επιχείρησης ("Theory of the firm" – Steiner 1975), η οποία θεμελιώνεται με δύο κύριες προσεγγίσεις. 1) *Τη Νεοκλασική οικονομική θεώρηση* (Firth, 1980), η οποία υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις για να επιβιώσουν σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον προωθούν στόχους μεγιστοποίησης αξίας που μεταφράζονται στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Η θεωρία λέει ότι οι επιχειρήσεις πρέπει να προβαίνουν σε εξαγορές-συγχωνεύσεις μόνο αν αυτό έχει ως αποτέλεσμα να αυξάνουν τον πλούτο των μετόχων της εξαγοράζουσας (Manne, 1965). Ο πλούτος των μετόχων μπορεί να αυξηθεί αν αυξηθεί η κερδοφορία μετά την εξαγορά-συγχώνευση και 2) τη Διοικητική θεωρία, όπου τα κίνητρα είναι άρρηκτα συνδεδεμένα με προσωπικές φιλοδοξίες των διοικητικών στελεχών, ενώ δεν εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων των δύο εταιριών.

1.6.1 Νεοκλασική Θεωρία

Η επίτευξη του μέγιστου κέρδους είναι δυνατή με τρείς τρόπους: i) μέσω της δημιουργίας συνέργιας ("synergy"), ii) μέσω της ελάττωσης ή της διασποράς του επιχειρηματικού κινδύνου, iii) μέσω της δημιουργίας μονοπωλιακών συνθηκών αγοράς.

i) Συνέργια

Με τον όρο συνέργια εννοούμε την περίπτωση κατά την οποία από τη συνεργασία δύο ή περισσότερων συμβαλλόμενων μερών (επιχειρήσεων) επιτυγχάνονται διαφορετικά και υπό ορισμένες προϋποθέσεις μεγαλύτερα τελικά αποτελέσματα που

δε θα είχαν επιτευχθεί καθόλου ή θα είχαν επιτευχθεί σε μικρότερο βαθμό εάν τα μέρη λειτουργούσαν ανεξάρτητα. Μπορεί να προέλθει από πιο αποτελεσματική διοίκηση, οικονομίες κλίμακας, βελτιωμένες τεχνικές παραγωγής, συνδυασμό πηγών, από αύξηση της λειτουργικής αποτελεσματικότητας, αύξηση της δύναμης στην αγορά ή από κάποιο είδος χρηματοοικονομικών οφελών (Singh & Montgomery, 1987; Seth, 1990; Bradley, Desai, ,Kim, 1987). Γενικότερα, η συνέργια αναφέρεται στην αύξηση του αποτελέσματος ή στην πραγματοποίηση σκοπού που προκύπτει από ομοιότητες και αλληλοσυμπληρώσεις μεταξύ των δύο εμπλεκόμενων εταιριών (Hayward and Hambrick, 1997).

Η συνέργια μπορεί να κατηγοριοποιηθεί σύμφωνα με τρεις πτυχές της επιχειρηματικής δραστηριότητας: τη Λειτουργική Συνέργια ("Operational Synergy"), τη Χρηματοοικονομική ("Financial Synergy") και τη Διοικητική ("Managerial Synergy").

Λειτουργική συνέργια:

Με τον όρο λειτουργική συνέργια εννοούμε την ελάττωση του κόστους που προκύπτει από το συνδυασμό των λειτουργιών των εταιριών που συμπράττουν (Stewart et al 1984; Hopkins, 1987). Η ελάττωση μπορεί να προκύψει από οικονομίες κλίμακας (economies of scale) και οικονομίες εύρους προϊόντος (economies of scope). Ειδικότερα, οι οικονομίες κλίμακας οδηγούν σε αύξηση της παραγόμενης ποσότητας με το ίδιο σταθερό κόστος και συνεπώς εξασφαλίζεται ανταγωνιστικό πλεονέκτημα μικρότερου κόστους παραγωγής. Οικονομίες κλίμακας μπορούν να προκύψουν από την κοινή χρήση τεχνολογικού εξοπλισμού, τους ειδικούς σύμβουλους, τη χρήση κοινών καναλιών διανομής, τη διαχείριση των αποθεμάτων, την αγορά πρώτων υλών κλπ. Φυσικά, δε θα πρέπει να παραλειφθεί και η μεταφορά της τεχνογνωσίας και γενικότερα του συνόλου των γνώσεων "know-how" από τη μια επιχείρηση στην άλλη (Pike & Neale, 1996). Οι οικονομίες κλίμακας μπορούν να επιτευχθούν κυρίως στην περίπτωση την οριζόντιων συγχωνεύσεων στην ίδια χώρα (Παπαδάκης, 2002). Οι οικονομίες εύρους προϊόντος από την άλλη συναντώνται περισσότερο σε συγχωνεύσεις επιχειρήσεων με συσχετισμένες ή και ασυσχέτιστες δραστηριότητες. Αναφέρονται στη διευρυμένη ικανότητα της νέας επιχείρησης με το συνδυασμό και την αλληλοσυμπλήρωση των πόρων των επιχειρήσεων που συγχωνεύτηκαν να δημιουργήσει και να προωθήσει νέα προϊόντα/υπηρεσίες στην

αγορά και στα οφέλη που προκύπτουν από την μείωση του κόστους λόγω της ταυτόχρονης παραγωγής πολλών διαφορετικών προϊόντων/υπηρεσιών (Παπαδόπουλος & Σαρρή, 2003). Σύμφωνα με τους Baumol, Panzar & Willing (1982), Hopkins (1987), Auerbach & Reishus (1988) οι οικονομίες σκοπού, αλλά και σύμφωνα με τους Salter & Weinhold (1979) οι οικονομίες κλίμακας δεν μπορούν να αποτελέσουν από μόνες τους κίνητρο για τη συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων.

Χρηματοοικονομική Συνέργια:

Η χρηματοοικονομική συνέργια αναφέρεται στη μείωση του κόστους κεφαλαίου δύο ή περισσότερων εμπλεκόμενων επιχειρήσεων σε μια συγχώνευση-εξαγορά και άρα στην επίτευξη ενός καλύτερου οικονομικού αποτελέσματος που δε θα μπορούσε να επιτευχθεί αν οι επιχειρήσεις δρούσαν χωριστά (Gaughan,1991).

Ένας από τους βασικούς λόγους είναι ότι η νέα επιχείρηση μπορεί να διαπραγματευτεί και να επιτύχει καλύτερους όρους χρηματοδότησης με δεδομένη πλέον τη νέα αυξημένη της κεφαλαιακή βάση και φερεγγυότητα. Στην περίπτωση δε που οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις στη συγχώνευση-εξαγορά ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους προϊόντων τότε λόγω μη συσχετιζόμενων δραστηριοτήτων, οι χρηματικές ροές της μιας επιχείρησης «ασφαλίζουν» κατά κάποιο τρόπο τις ροές της άλλης μειώνοντας το συνολικό επιχειρηματικό κίνδυνο, επιτυγχάνοντας έτσι ακόμη χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης (Montgomery & Singh, 1984). Επιπλέον, δίνεται στις επιχειρήσεις η δυνατότητα να δημιουργήσουν εσωτερική κεφαλαιαγορά.

Η υλοποίηση της μείωσης του κόστους κεφαλαίου μπορεί να επιτευχθεί πέρα από τα παραπάνω και με την αποφυγή βραχυπρόθεσμων δανειοδοτήσεων καθώς και η συνδυασμένη χρησιμοποίηση των χρηματικών ροών των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων οδηγεί πολλές φορές σε αλληλοκάλυψη χρηματικών αναγκών. Ακραία μορφή του παρόντος συλλογισμού αποτελεί η υποστήριξη από ορισμένους ερευνητές της αποφυγής πτώχευσης δύο επιχειρήσεων δια μέσου της σωτηρίας-λύσης μιας εξαγοράς-συγχώνευσης που θα βοηθήσει στην αλληλοκάλυψη και την αλληλοσυμπλήρωση των μη κοινών τους αδυναμιών.

Τέλος, χρηματοοικονομική συνέργια έχουμε και στην περίπτωση που υπάρχουν οφέλη λόγω φοροαπαλλαγών ή αποσβέσεων. Τα πλεονεκτήματα αυτά προκύπτουν λόγω φορολογικών νομοθετημάτων ή λογιστικών χειρισμών των εξαγορών-

συγχωνεύσεων ενώ ποικίλουν ανάλογα με τη νομοθεσία της κάθε χώρας. Το πιο συνηθισμένο από αυτά είναι η παροχή δυνατότητας μακροχρόνιων αποσβέσεων στην εξαγοράζουσα επιχείρηση που συχνά είναι τόσο συμφέρουσα ώστε να κάνει προτιμότερη μια πράξη εξαγοράς-συγχώνευσης από το κόστος αντικατάστασης και αγοράς νέων μηχανημάτων (Ross et al., 1999). Επίσης μέσω μιας πράξης εξαγοράς-συγχώνευσης δύναται να υπάρξουν και φορολογικές εξοικονομήσεις που μπορούν να προέλθουν είτε από φορολογικά κίνητρα που παρέχει η κυβέρνηση (πχ μειωμένοι φορολογικοί συντελεστές για συγχωνεύσεις) είτε από τη μεταφορά ζημιών από τη μια επιχείρηση στην άλλη για τη μείωση του πραγματικού φορολογικού συντελεστή.

Διοικητική Συνέργια

Ως διοικητική συνέργια νοείται η δημιουργία συνέργιας από την αποτελεσματικότερη διοίκηση μιας επιχείρησης μετά από μια ενέργεια εξαγοράς-συγχώνευσης που δε θα μπορούσε να προκύψει σε τέτοιο βαθμό αν οι επιχειρήσεις συνέχιζαν να λειτουργούν χωριστά.

Όπως υποστηρίζουν οι Manne (1965), Asquith & Bradley (1983), Desai & Kim (1983) οι επιχειρήσεις-επενδυτές εξαγοράζουν επιχειρήσεις-στόχους διότι πιστεύουν πως αυτές μπορούν να διοικήσουν αποτελεσματικότερα τις εισροές του στόχου. Έτσι, είτε με τη συνεργασία των διοικητικών ομάδων των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων και την αλληλοσυμπλήρωση των ικανοτήτων τους, είτε με την αντικατάσταση της μη αποδοτικής ή μη «άριστης» διοίκησης της εταιρίας-στόχου από αυτή της εξαγοράζουσας, η οποία θα μετεμφυτεύσει νέες αξίες και ορθότερες κατευθυντήριες γραμμές, επιτυγχάνεται τελικά η διοικητική συνέργια και προσδίδεται επιπλέον αξία στις επιχειρηματικές δραστηριότητες. Στο βαθμό που οι ικανότητες της νέας διοίκησης είναι εξειδικευμένες (πχ παραγωγή, έρευνα, marketing) τότε αναμένεται ότι μπορούν να λειτουργήσουν καλύτερα σε οριζόντιες ή κάθετες συγχωνεύσεις, ενώ στο βαθμό που υπάρχουν σε πιο γενικό επίπεδο (διοίκηση, σχεδιασμός, έλεγχος) μπορούν να πραγματοποιηθούν και σε ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις.

Τέλος, αξίζει να αναφερθεί ότι η διοικητική συνέργια από μόνη της δεν είναι επαρκής ώστε από μόνη της να αποτελέσει κίνητρο ικανό να οδηγήσει σε μια ΕΣ (Παπαδόπουλος & Σαρρή, 2003).

ii) Μείωση ή Διασπορά του Κινδύνου

Η επίτευξη του μέγιστου κέρδους για μια επιχείρηση είναι εφικτή μέσω της μείωσης του κινδύνου (Παπαδόπουλος & Σαρρή, 2003). Ο Pinches (1992) ορίζει τον κίνδυνο ως το βαθμό της αβεβαιότητας που σχετίζεται με κάτι που συμβαίνει ή με μια κατάσταση στην οποία υπάρχει έκθεση σε πιθανή ζημία. Στη βιβλιογραφία καταγράφονται δύο βασικές κατηγορίες κινδύνου: η πρώτη αναφέρεται στον «γενικό» ή «αγοραίο» ή «συστηματικό» κίνδυνο που επηρεάζει όλες τις επιχειρήσεις σε μια οικονομία και η δεύτερη αναφέρεται στον «ειδικό» ή «επιχειρησιακό» ή «μη συστηματικό» κίνδυνο, που προκύπτει από τον τρόπο λειτουργίας και αντίδρασης μιας επιχείρησης σε σχέση με το εσωτερικό και εξωτερικό της περιβάλλον. Ο μη συστηματικός κίνδυνος διακρίνεται περεταίρω σε επιχειρησιακό και χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

«Επιχειρησιακός κίνδυνος» (“business risk”) ή «λειτουργικός κίνδυνος» (“operating risk”) είναι ο κίνδυνος που συνδέεται με τις δραστηριότητες της λειτουργίας μιας επιχείρησης και εξαρτάται από διάφορους παράγοντες, όπως μεταβλητότητα ζήτησης, τιμής πώλησης, κόστους συντελεστών παραγωγής κ.α. Ο επιχειρησιακός κίνδυνος αντικατοπτρίζει την πιθανότητα της ζημίας και τη μεταβλητότητα των αποδόσεων που απορρέουν από τη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων της επιχείρησης στο παραγωγικό και συναλλακτικό κύκλωμά της (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2006).

«Χρηματοοικονομικός κίνδυνος» (“financial risk”) είναι ο κίνδυνος που απορρέει από μέρους της επιχείρησης από τη χρησιμοποίηση πηγών κεφαλαίου που συνεπάγονται σταθερά έξοδα. Τέτοιες πηγές κεφαλαίου είναι ο τραπεζικός δανεισμός, ο δανεισμός διαμέσου έκδοσης ομολογιών και η έκδοση προνομιούχων μετοχών. Είναι η πιθανότητα της ζημίας και της μεταβλητότητας της απόδοσης των μετόχων της επιχείρησης που προκαλείται καθαρά και μόνο από το κόστος άντλησης κεφαλαίων της επιχείρησης (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2006).

Τα βασικά ερωτήματα που τίθενται στο σημείο αυτό είναι (i) κατά πόσο μπορεί να μειωθεί ο μη συστηματικός κίνδυνος μέσω μιας εξαγοράς-συγχώνευσης και (ii) κατά πόσο μπορεί αυτό να οδηγήσει σε αύξηση της αποδοτικότητας της επιχείρησης.

Όσο αφορά το πρώτο ερώτημα, μια μερίδα μελετητών υποστηρίζει ότι είναι δυνατό να μειωθεί ο μη συστηματικός κίνδυνος μέσω της διαφοροποίησης της επιχείρησης, της ετερογένειας δηλαδή των εκροών που προκύπτει από τον αριθμό

των αγορών που εξυπηρετούνται από αυτές (Gort, 1962). Η διαφοροποίηση μπορεί να επιτυγχάνεται τόσο μέσω ασυσχέτιστων ή σχετιζόμενων εξαγορών-συγχωνεύσεων. Στην ομάδα όσων υποστηρίζουν την άποψη ότι οι συμπράξεις των επιχειρήσεων συμβάλλουν θετικά στην ελάττωση του κινδύνου ανήκουν οι Knight (1921), Williamson (1970), Porter (1987). Από την άλλη βέβαια υπάρχουν και εκείνοι που υποστηρίζουν ότι η συσχέτιση ανάμεσα στον κίνδυνο και τη διαφοροποίηση είναι αρνητική (Cosh et al., 1980; Montgomery & Singh, 1984).

Σχετικά με το κατά πόσο υπάρχει σχέση μεταξύ αποδοτικότητας και ελάττωσης του κινδύνου υποστηρίζεται από αρκετούς συγγραφείς η ύπαρξη θετικής συσχέτισης (Weston & Williamson, 1970; Gole, 1972; Carter, 1977). Στο αντίθετο ακριβώς συμπέρασμα κατέληξαν οι μελέτες των Mueller (1980) και Miller (1969), ενώ ο Meek (1977) αφού ανέλυσε τη συμπεριφορά 1000 περιπτώσεων σύμπραξης επιχειρήσεων κατέληξε στο συμπέρασμα ότι επιχειρήσεις που συμμετείχαν σε κάποια μορφή εξαγοράς-συγχώνευσης παρουσίασαν ελαττωμένη αποδοτικότητα (Παπαδόπουλος & Σαρρή, 2003).

iii) Αύξηση της δύναμης στην αγορά ή δημιουργία μονοπωλιακών συνθηκών αγοράς

Η τρίτη ομάδα κινήτρων στα πλαίσια της νεοκλασικής θεωρίας αναφέρεται στην αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης στην αγορά, τη δυνατότητα δηλαδή μιας επιχείρησης να ελέγχει την τιμή χωρίς να φοβάται ότι αυτό θα μειώσει τις πωλήσεις της, δίνοντας της έτσι τη δυνατότητα να πετύχει υπερκέρδη.

Οι εξαγορές-συγχωνεύσεις θεωρούνται ως το μέσο για την επίτευξη του παραπάνω σκοπού, αφού συνήθως αποτελούν το γρηγορότερο δρόμο για διείσδυση και κυριαρχία σε μια αγορά. Η επίτευξη του μέγιστου κέρδους και ο έλεγχος της αγοράς μπορούν να επιτευχθούν τόσο μέσω οριζόντιων όσο και κάθετων εξαγορών-συγχωνεύσεων.

Γενικότερα, οι εξαγορές-συγχωνεύσεις δίνουν τη δυνατότητα απόκτησης μονοπωλιακών πλεονεκτημάτων καθώς ενισχύουν τη θέση της επιχείρησης στην αγορά, μειώνοντας ή και εξαλείφοντας τον ανταγωνισμό. Εξασφαλίζοντας μονοπωλιακή θέση μια επιχείρηση μπορεί να επηρεάζει σημαντικά στον καθορισμό της τιμής, της ποιότητας και της ποσότητας του προϊόντος, αλλά και να θέτει φραγμούς σε ήδη υπάρχοντες και δυνητικούς ανταγωνιστές. Επιπλέον, αυξάνει τη

δυναμική και το μερίδιο αγοράς της νέας επιχείρησης, ενώ της δίνει και τη δυνατότητα να τοποθετηθεί καλύτερα στον κλάδο και ενισχύει τη δύναμή της σε σχέση με προμηθευτές, πελάτες και ανταγωνιστές.

Βέβαια, πρέπει να σημειωθεί ότι στις περισσότερες χώρες εφαρμόζονται αντιμονοπωλιακοί νόμοι (antitrust laws) που προσπαθούν να αποτρέψουν την εμφάνιση τέτοιων καταστάσεων.

1.6.2 Διοικητική Θεωρία

Οι διοικητικές θεωρίες ("managerial theories") αποσκοπούν στην ερμηνεία γεγονότων συγχωνεύσεων-εξαγορών που δε συνδέονται άμεσα με τη μεγιστοποίηση του κέρδους της επιχείρησης. Σύμφωνα με αυτές, τα κίνητρα που υποκινούν μια τέτοια πράξη σχετίζονται με την επίτευξη προσωπικών και ιδιοτελών οφελών των στελεχών, σε βάρος του πλούτου των μετόχων (Baumol, 1959; Mueller, 1969; Παπαδόπουλος & Σαρρή, 2003). Το πρόβλημα αυτό προκύπτει όταν η ιδιοκτησία και η διαχείριση μιας εταιρίας χωρίζονται, λόγω αντικρουόμενων συμφερόντων και διαφορετικών πεποιθήσεων μεταξύ των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών. Τα διοικητικά στελέχη στην προσπάθεια τους να ικανοποιήσουν τα προσωπικά τους οφέλη μπορεί να οδηγήσουν μια εταιρία να αυξηθεί πέρα από το βέλτιστο μέγεθος (Jensen, 1986). Μια αύξηση του μεγέθους μπορεί να βοηθήσει σημαντικά στην επίτευξη των προσωπικών τους συμφερόντων, όπως την αύξηση του επιπέδου των απολαβών και των προνομίων τους, την ενίσχυση της δύναμη τους, του γοήτρου και του κύρους τους και οι εξαγορές-συγχωνεύσεις είναι ένας από τους σύντομους δρόμους ανάπτυξης (Mueller, 1969). Τέλος, πολλές φορές τα στελέχη ωθούνται προς μια συγχώνευση-εξαγορά, επειδή κατά αυτόν τον τρόπο αφενός εξασφαλίζουν τη θέση τους στο διοικητικό συμβούλιο μιας άλλης εταιρίας και αφετέρου παρουσιάζουν σημάδια ανάπτυξης στους μετόχους, προτάσσοντας, ουσιαστικά την προσωπική τους συμβολή και προβολή (Ταμπακούδης, 2009).

Στο σημείο αυτό, να αναφερθεί και η "hubris hypothesis" η οποία σχετίζεται με τα κίνητρα μιας εξαγοράς-συγχώνευσης. Σύμφωνα με αυτή, η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων-εξαγορών κατευθύνεται από την υπερβάλλουσα περηφάνια, την αλαζονεία και την υψηλή αυτοεκτίμηση των διευθυντικών στελεχών.

Γενικότερα, η θεωρία στηρίζεται στην υπόθεση ότι τα στελέχη δε λειτουργούν πάντοτε ορθολογικά. Όπως υποστηρίζει ένας σημαντικός αριθμός ψυχολόγων, είναι υπερβολικό να υποθέτει κανείς ότι οι άνθρωποι λαμβάνουν ορθολογικές αποφάσεις ιδιαίτερα όταν βρίσκονται υπό πίεση (Oskamp, 1965; Tversky and Kahneman, 1981; Kahneman, Slovic, and Tversky, 1982;).

Τα διοικητικά στελέχη υπερεκτιμούν τις δυνατότητες και προσδοκίες μιας ενδεχόμενης συγχώνευσης-εξαγοράς, λόγω της υπερβολικής αισιοδοξίας και της εμπιστοσύνης στον εαυτό τους και οδηγούνται έτσι στην πληρωμή υπερβολικών τίμηματων για τις εξαγορές των επιχειρήσεων κάνοντας λάθη αποτιμήσεων. Σύμφωνα με τον Roll (1986) η υπεραξία που πληρώνουν οι εταιρίες είναι τυχαία λάθη, που προκύπτουν από λάθη των στελεχών της εξαγοράζουσας εταιρίας σε σχέση με την εκτιμώμενη αξία της εταιρίας-στόχου εξαιτίας της εντύπωσης που έχουν ότι μπορούν να διοικήσουν αποτελεσματικότερα την εταιρία- στόχο.

1.7 Στρατηγικές Επιλογές για την Αποφυγή Συγχώνευσης-Εξαγοράς

Κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων για την πραγματοποίηση μιας εξαγοράς η εξαγοράζουσα εταιρία στοχεύει στη γρήγορη ολοκλήρωση της διαδικασίας με το συντομότερο δυνατό κόστος. Η εταιρία-στόχος από την άλλη, επιδιώκει την αύξηση του τιμήματος ή ακόμα και τη ματαίωση της πράξης. Αυτό μπορεί να συμβαίνει είτε διότι ισχύει η υπόθεση της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων (shareholders' value maximization hypothesis) είτε διότι υπάρχει το πρόβλημα αντιπροσώπευσης (agency problem), όπου η διοίκηση της εταιρίες-στόχους δεν επιθυμεί να προχωρήσει η συγχώνευση-εξαγορά λόγω προσωπικών της συμφερόντων που έρχονται σε αντίθεση με αυτά των λοιπών μετόχων (shareholders' entrenchment hypothesis). Στις παρακάτω παραγράφους αναλύονται βασικές τεχνικές άμυνας που μπορεί να χρησιμοποιηθούν από την εταιρία-στόχο, έτσι ώστε είτε να μεγιστοποιηθούν οι ωφέλειες από τους όρους της συναλλαγής είτε να ματαιωθεί οριστικά η συγχώνευση-εξαγορά.

1.7.1 «Χρυσά Αλεξίπτωτα» ("Golden Parachutes")

Πρόκειται για ειδικούς όρους συμβολαίων που κατοχυρώνουν υψηλές αποζημιώσεις στα ανώτερα διευθυντικά στελέχη μιας εταιρίας, στην περίπτωση που εξαιτίας μιας συγχώνευσης-εξαγοράς τερματισθεί η απασχόλησή τους. Οι Lambert & Lacker (1984) υποστηρίζουν ότι τα «χρυσά αλεξίπτωτα» βοηθούν στη μείωση της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ διοίκησης και μετόχων. Δεδομένου ότι η απόφαση της διοίκησης να προχωρήσει ή όχι στην ολοκλήρωση μιας εξαγοράς-συγχώνευσης σχετίζεται με τις επιπτώσεις μιας τέτοιας απόφασης στον προσωπικό της πλούτο (Walking & Long, 1984), η προσμονή επέλευσης δυσμενών επιπτώσεων στη διοίκηση μετά την εξαγορά (απόλυση, μείωση απολαβών, απώλεια δύναμης και κύρους) μπορεί οδηγήσει σε ενέργειες από την πλευρά των managers που υπονομεύουν τα συμφέροντα των μετόχων της εταιρίας- στόχου. Η ύπαρξη ενός «χρυσού αλεξίπτωτου» εξασφαλίζει κατά κάποιο τρόπο τα ανώτερα στελέχη της επιχείρησης και τους βοηθά να διαπραγματεύονται προς όφελος των μετόχων και να στοχεύουν στη διασφάλιση της υψηλότερης δυνατής τιμής εξαγοράς. Δεν πρέπει

βέβαια να αγνοηθεί και η περίπτωση μια τέτοια κίνηση να επιφέρει και τα αντίθετα αποτελέσματα. Η τακτική αυτή ενδέχεται να κινητοποιήσει πολλά διοικητικά στελέχη να πουλήσουν την επιχείρηση σε οποιοδήποτε κόστος προκειμένου να εισπράξουν την αποζημίωσή τους πλήττοντας έτσι τα συμφέροντα των μετόχων (Jensen, 1988). Ολοκληρώνοντας ωστόσο, να αναφερθεί ότι η υιοθέτηση μιας τέτοιας στρατηγικής συνδέεται με μι στατιστικά σημαντική και θετική αντίδραση στις τιμές των μετοχών. Συγκεκριμένα έχει αποδειχθεί ότι οι τιμές των μετοχών των εταιριών που χρησιμοποιούν «χρυσά αλεξίπτωτα» αυξάνονται κατά μέσο όρο 3% αμέσως μετά την ανακοίνωση της χρήσης του.

1.7.2 Εσωτερική Επαναγορά (“Greenmail”)

Η πρακτική του “greenmail” είναι μια στρατηγική άμυνας που χρησιμοποιείται από τη διοίκηση μιας επιχείρησης-στόχου απέναντι σε έναν προτιθέμενο εξαγοραστή. Η διαδικασία έχει ως εξής: η εταιρία-αγοραστής αποκτά έναν αριθμό μετοχών από την εταιρία-στόχο, και στη συνέχεια η δεύτερη αγοράζει τις μετοχές αυτές, συνήθως σε μια τιμή σημαντικά υψηλότερη της αγοραίας, αποτρέποντας έτσι μια ανεπιθύμητη εξαγορά. Στην πλειοψηφία των περιπτώσεων ακολουθεί μια συμφωνία ακινητοποιήσεως “standstill agreement” που του απαγορεύει να αποκτήσει μετοχές της εταιρίας για διάστημα συνήθως πέντε ετών (Shleifer & Vishny, 1986). Είναι ίσως η πιο «δημοφιλής» στρατηγική που χρησιμοποιούν τα διοικητικά στελέχη για να υπερασπιστούν τα προσωπικά τους συμφέροντα (Boland, 1984; Jensen, 1988) και καταλήγει σε βάρος των μετόχων της εταιρίας στόχου αφού χάνονται πολύτιμα κεφάλαια της επιχείρησης. Οι εμπειρικές μελέτες των Bradley & Wakemann (1983) και των Dann & DeAngelo (1983) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η στρατηγική “greenmail” δεν εκπροσωπεί τα συμφέροντα των μετόχων βασιζόμενοι στην παρατήρηση ότι οι μετοχές παρουσιάζουν καθοδική πορεία μετά την ανακοίνωση χρήσης της τακτικής. Από την άλλη πλευρά, η ανάλυση των Vishny & Shleifer (1986) θέτει αμφιβολίες για τα παραπάνω συμπεράσματα και υποστηρίζει ότι η διοίκηση μπορεί να δράσει προς όφελος των μετόχων αυξάνοντας των πλούτο τους. Συγκεκριμένα, στη μελέτη τους αναπτύσσεται ένα μοντέλο σύμφωνα με το οποίο η τακτική του greenmail μπορεί να ωφελήσει τους μετόχους. Ειδικότερα, υποστηρίζουν ότι αποθαρρύνοντας κάποιους πιθανούς εξαγοραστές μπορούν να αυξήσουν το

μετοχικό πλούτο αφού αυτό ενθαρρύνει άλλους να επιδιώξουν μια εξαγορά-συγχώνευση. Αυτό συμβαίνει επειδή ο αριθμός των ανταγωνιστών μειώνεται και επειδή μια τέτοια απομάκρυνση μπορεί να γνωστοποιήσει ότι η εταιρία-στόχος δεν έχει πρόσβαση σε κάποιο «λευκό ιππότη». Μετά τη χρήση της παραπάνω τακτικής η τιμή της μετοχής μειώνεται χωρίς ωστόσο αυτό να σημαίνει ότι δε μεγιστοποιείται η αξία σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

1.7.3 «Δηλητηριώδη Χάπια» (“Poison Pills”)

Η υλοποίηση της στρατηγικής αυτής προβλέπει οι διοικήσεις των εταιριών – στόχων να προχωρούν στην έκδοση μιας σειράς αξιόγραφων (“poison pills”) που δίνουν στους κατόχους τους ειδικά δικαιώματα, όπως παραδείγματος χάρη να αγοράσουν μετοχές τις επιχείρησης σε πολύ χαμηλές τιμές, τα οποία μπορούν να εξασκηθούν σε περίπτωση εξαγοράς ποσοστού μεγαλύτερου ενός συγκεκριμένου ορίου (συνήθως 10%-20%). Με τον τρόπο αυτό οι μέτοχοι αυξάνουν το ποσοστό ιδιοκτησίας τους και μειώνουν το αντίστοιχο του εξαγοραστή κάνοντας τη συγχώνευση οικονομικά ή διαρθρωτικά λιγότερο ελκυστική (Weston et al., 1990). Στη βιβλιογραφία αναφέρονται δύο είδη “poison pills”: τα “flip-in” και τα “flip-over”.

- “flip - over”: επιτρέπουν στους κατόχους τους να αγοράζουν μετοχές της εξαγοράστριας επιχείρησης σε μειωμένη τιμή μετά την εξαγορά.
- “flip - in”: δίνουν το δικαίωμα στους κατόχους τους να αγοράζουν μετοχές με χαμηλότερη τιμή από αυτή της αγοράς, σε περίπτωση που κάποιος ξεκινήσει επιθετική εξαγορά με απόκτηση σταδιακά πακέτων μετοχών από τη χρηματιστηριακή αγορά.

Τέλος, όσο αφορά στον οικονομικό αντίκτυπο μιας τέτοιας πράξεις τα αποτελέσματα των ερευνών διίστανται. Οι Malatesta and Walking (1988) και ο Ryngaert (1988) αποκάλυψαν πως κατά την ανακοίνωση υιοθέτησης τέτοιων τακτικών η αξία των μετοχών της εταιρίας-στόχου μειώνεται. Ωστόσο, οι Comment and Schwert (1995) έδειξαν πως η συγκεκριμένη πολιτική έχει θετικό αντίκτυπο στην υπεραξία που αποκτούν οι μέτοχοι της εταιρίας-στόχου. Γενικότερα πάντως, οι υποψήφιες για εξαγορά εταιρίες που έχουν υιοθετήσει τα προαναφερθέντα μέτρα

λαμβάνουν υψηλότερη υπεραξία συγκριτικά με εκείνες τις εταιρίες που αγνοούν την εφαρμογή των συγκεκριμένων αμυντικών τακτικών (Ταμπακούδης, 2009).

1.7.4 «Συμφωνίες Ακινητοποίησης» (“Standstill Agreements”)

Μια «συμφωνία ακινητοποίησης» προβλέπει τη συμφωνία ανάμεσα στην εταιρία-στόχο και ένα σημαντικό επενδυτή (τον προτιθέμενο αγοραστή), η οποία περιορίζει το σύνολο των μετοχών που κατέχει ο δεύτερος σε ένα συγκεκριμένο ποσοστό για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Η τακτική αυτή βοηθάει στη μείωση της διαμάχης μεταξύ των επιχειρήσεων που επιθυμούν τον έλεγχο της εταιρίας-στόχου και δίνει τη δυνατότητα για διαφορετική μεταχείριση των μεγαλομετόχων. Προφανώς, η επιχείρηση που κάνει την κίνηση εξαγοράς για να δεχτεί κάτι τέτοιο λαμβάνει ένα μεγάλο ποσό ως αντάλλαγμα από τη διοίκηση της εταιρίας-στόχου και διασφαλίζει έτσι την παραμονή του στη θέση του για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα, πληρώνοντας όμως με κεφάλαια της επιχείρησης. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι η συγκεκριμένη τακτική εκτελείται (υιοθετείται) προς όφελος της διοίκησης (managerial entrenchment hypothesis). Η δεύτερη υπόθεση που αναφέρεται στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων φαίνεται να μην ικανοποιείται, συμπέρασμα το οποίο προκύπτει και από την εμπειρική μελέτη των Dann & DeAngelo (1983), όπου η συγκεκριμένη τακτική συνδέεται με στατιστικά σημαντικές, αρνητικές, μη κανονικές αποδόσεις για τους μετόχους που δε συμμετέχουν στη συγκεκριμένη συμφωνία.

1.7.5 «Κοσμήματα του Στέμματος» (“Crown Jewels”)

Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις στην προσπάθειά τους να απαξιωθούν προβαίνουν συχνά στην πώληση βασικών περιουσιακών τους στοιχείων (“crown jewels”), τα οποία πιθανόν να αποτελούν την κύρια πηγή έλξης από την πλευρά της εξαγοράστριας επιχείρησης, με την ελπίδα ότι θα σταματήσουν να αποτελούν στόχο εξαγοράς. Η τακτική αυτή είναι περισσότερο διαδεδομένη στις ΗΠΑ. Αντίθετα, στη Μεγάλη Βρετανία βάσει του Rule 38 of the City Code, απαγορεύεται να ανακοινωθεί και να πραγματοποιηθεί πώληση περιουσιακού στοιχείου μιας εταιρίας ενώ εκκρεμεί

ανακοίνωση πρόθεσης εξαγοράς της εν λόγω εταιρίας (Samuels et al., 1999). Ο λόγος μιας τέτοιας απαγόρευσης είναι ότι η τακτική αυτή οδηγεί στη γρήγορη εκποίηση των περιουσιακών στοιχείων χωρίς να έχει διασφαλιστεί με σιγουριά η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων.

1.7.6 «Λευκός Ιππότης» (“White Knight”)

Στην περίπτωση όπου μια επιχείρηση δεχθεί μια απόπειρα εξαγοράς από μια άλλη επιχείρηση («μαύρο ιππότη» ή “black knight”), τα διευθυντικά στελέχη δύναται να προσεγγίσουν μια άλλη φιλική προς αυτήν επιχείρηση (λευκός ιππότης), η οποία να είναι πρόθυμη να υποβάλλει μια αντιπροσφορά εξαγοράς υψηλότερη της αρχικής. Με τον τρόπο αυτό, είτε επιτυγχάνεται μια συμφέρουσα πρόταση για τους μετόχους της εταιρίας – στόχου με ταυτόχρονη παραμονή της τρέχουσας διοίκησης, είτε ακολουθεί ένας πόλεμος αντιπροσφορών μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών. Σε κάποιες περιπτώσεις, πολλά διευθυντικά στελέχη της εταιρίας-στόχου, εκτιμώντας πως μια πιθανή εξαγορά-συγχώνευση θα καθιστούσε επισφαλές το εργασιακό τους μέλλον, αναζητούν μια άλλη, νέα εταιρία που θα υποσχεθεί να τους διατηρήσει στις υπάρχουσες θέσεις τους. Οι Banerjee και Owers (1992) εξέτασαν 100 εταιρίες, όπου και εφαρμόστηκε η συγκεκριμένη τεχνική μεταξύ 1978 και 1987 και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις που έπαιξαν το ρόλο του «λευκού ιππότη» με την ενέργειά τους αυτή συνέτειναν στη μείωση του πλούτου τους, λόγω της ακόλουθης πτώσης των τιμών των μετοχών τους.

1.7.7 Άμυνα “Pac-man”

Η άμυνα “pac-man” αποτελεί και αυτή μια μέθοδο απεμπλοκής από μια ανεπιθύμητη εξαγορά-συγχώνευση. Σύμφωνα με αυτή, όταν μια επιχείρηση δεχθεί μια εχθρική απόπειρα εξαγοράς και ενώ συνήθως βρίσκεται στα μέσα μιας εχθρικής εξαγοράς-συγχώνευσης μέσω δημόσιας προσφοράς αγοράς των μετοχών της στη χρηματιστηριακή αγορά, κάνει μια αντιπροσφορά καταθέτοντας με τη σειρά της δημόσια πρόταση για αγορά μετοχών του ενδιαφερόμενου εξαγοραστή της

(Παζάρσκης, 2008). Πρόκειται για μια στρατηγική άμεσης αντεπίθεσης η οποία χρησιμοποιείται κυρίως στις ΗΠΑ και περιστασιακά στη Μεγάλη Βρετανία.

1.7.8 Δικαστικά Εμπόδια για Αντιμονοπωλιακή Νομοθεσία

Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων προσπαθούν να καθυστερήσουν την επερχόμενη συγχώνευση προκαλώντας δικαστικές παρεμβάσεις, που βασίζονται συνήθως σε αντιμονοπωλιακές νομοθεσίες. Προσπαθούν να αποδείξουν ότι μέσα από την εξαγορά-συγχώνευση θίγονται τα συμφέροντα των καταναλωτών καθώς δημιουργούνται μονοπωλιακές καταστάσεις (Samuels et al., 1999). Μια άλλη μέθοδος, προς ενίσχυση και συνέχιση της προηγούμενης, είναι η επιχείρηση – στόχος να προβαίνει σε άμεσες συμφωνίες συνενώσεων με άλλες επιχειρήσεις του κλάδου αποκτώντας έτσι σημαντικό μέγεθος στην αγορά που κάνει αδύνατη την εξαγορά-συγχώνευση με την υποτιθέμενη εξαγοράζουσα επιχείρηση, λόγω δημιουργίας μονοπωλιακών καταστάσεων στην αγορά προϊόντος όπου λειτουργεί. Τέλος, μια άλλη μέθοδος που χρησιμοποιείται είναι η μεταφορά της έδρας και του καταστατικού της επιχείρησης σε πολιτείες που έχουν αυστηρά μέτρα προστασίας αναφορικά με προσφορές εξαγορών (Λυρούδη, 2000).

1.8 Λόγοι Αποτυχίας Εξαγορών - Συγχωνεύσεων

Πολλές φορές τα εγχειρήματα των επιχειρήσεων για πράξεις εξαγορών – συγχωνεύσεων καταλήγουν σε αποτυχίες. Σχετικές έρευνες μάλιστα αναφέρουν ότι το ποσοστό αποτυχίας αγγίζει ακόμα και το 75% των περιπτώσεων (Porter, 1987; Παπαδάκης, 2002). Οι λόγοι μπορούν να χωριστούν σε τέσσερις κατηγορίες οι οποίες αναπτύσσονται στη συνέχεια.

1.8.1 Ανεπαρκής Αξιολόγηση της Εταιρίας - Στόχου

Όταν μια επιχείρηση εξετάζει την απόφαση στρατηγικής ανάπτυξης μέσω εξαγορών-συγχωνεύσεων εισέρχεται, συνήθως, σε μια διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης-στόχου κατά την οποία αποτιμώνται τόσο τα οφέλη όσο και τα κόστη μιας τέτοιας κίνησης (Barney, 1998). Ωστόσο, δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις όπου η εν λόγω διαδικασία αποδεικνύεται ανεπαρκής, αφού ένας μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων έπειτα από την ολοκλήρωση της συγχώνευσης-εξαγοράς ανακαλύπτει είτε ότι υπερτίμησε τα οφέλη που θα αποκόμιζε είτε ότι υποτίμησε τα κόστη που θα προέκυπταν.

Ένας από τους βασικότερους λόγους που μια επιχείρηση αποφασίζει να πραγματοποιήσει μια συγχώνευση-εξαγορά είναι η επιδίωξη ενός ή περισσοτέρων ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων και ικανοτήτων, τα οποία δεν υπάρχουν σε άλλες ανταγωνίστριες επιχειρήσεις του κλάδου και είναι πολύ δύσκολο να μιμηθούν. Ένας τρόπος για να επιτευχθεί κάτι τέτοιο είναι η εξασφάλιση συνέργιας. Όπως ήδη αναφέρθηκε, η συνέργια αφορά στην επίτευξη μεγαλύτερης απόδοσης από αυτής που θα επιτύγχαναν οι δύο επιχειρήσεις λειτουργώντας μεμονωμένα. Παίρνει την μορφή οικονομιών κλίμακας και φάσματος, ενώ συμβάλλει στη βελτίωση του δικτύου διανομής, την αύξηση του μεριδίου της αγοράς και τη βελτίωση των ακολουθούμενων διαδικασιών.

Αναμφίβολα όμως, υπάρχουν δυσκολίες οι οποίες προκύπτουν κυρίως όταν τα στελέχη οδηγούνται σε αναζήτηση συνέργιας εκεί που τελικά αποδεικνύεται ότι δεν υπάρχει, με απώτερο αποτέλεσμα η συγχώνευση-εξαγορά να βασίζεται σε λανθασμένους όρους. Πολύ συχνά, υπάρχει ο κίνδυνος μια εξαγορά-συγχώνευση να

γίνεται αποκλειστικά με το κριτήριο της μεγέθυνσης και με έλλειψη στρατηγικού οράματος. Πολλές επιχειρήσεις κυρίως στον τραπεζικό τομέα έχουν την τάση να εξαγοράζουν άλλες γιατί αυτή είναι η τάση της αγοράς ή από φόβο μήπως το μικρό μέγεθός τους τις καταστήσει ευάλωτες στις εξαγορές-συγχωνεύσεις. Συχνά η αναίτια εξαγορά και η ανεπαρκής αξιολόγηση των εξαγοραζόμενων εταιριών όχι μόνο δεν αποφέρει συνέργιες αλλά θέτει σε κίνδυνο τις προοπτικές του όλου εγχειρήματος. Παράλληλα, η εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας, που προκύπτουν από τη δημιουργία μιας μεγάλης επιχείρησης, δεν επιτυγχάνεται. Στους περισσότερους κλάδους το απαραίτητο και επαρκές μέγεθος για την εύρυθμη λειτουργία της επιχείρησης είναι συνήθως μεσαίας ή ακόμα και μικρής τάξης. Μια υπερέκταση πέρα από αυτό το όριο, με την προσδοκία ότι θα λειτουργήσει ως αρωγός στην μείωση του κόστους της επιχείρησης και στην ανάπτυξη καινοτομικών προϊόντων, ενδεχομένως τελικά να δημιουργήσει αντιοικονομίες σε κάποια άλλα μέρη της αλυσίδας αξίας, αντισταθμίζοντας τη μείωση του κόστους. Οι αντιοικονομίες μπορούν να προκύψουν από την γραφειοκρατία, που αναπτύσσεται παράλληλα με την αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης, αλλά και από την απώλεια ευελιξίας της διοίκησης και την απώλεια της δυνατότητας άμεσης αντίδρασης στις ξαφνικές αλλαγές της αγοράς (Ταμπακούδης, 2009). Τέλος, υπάρχει και το ενδεχόμενο τα διοικητικά στελέχη να αδυνατούν να αντιληφθούν την ύπαρξη συνέργιας και, συνεπώς, να μην είναι σε θέση να ολοκληρώσουν επιτυχώς τη δραστηριότητα ενοποίησης των επιχειρήσεων.

1.8.2 Υπερβολικό χρέος που δημιουργείται από τη χρηματοδότηση των συγχωνεύσεων-εξαγορών

Η απόφαση μιας επιχείρησης να προβεί σε μια εξαγορά-συγχώνευση μπορεί να συμβαδίσει με υψηλό κόστος από την υλοποίησή της, ιδιαίτερα αν είναι πεπεισμένη ότι από αυτή την κίνηση θα προκύψουν σημαντικά οφέλη. Παράλληλα, πολλές φορές το τίμημα είναι υπερβολικά υψηλό εξαιτίας είτε ελλιπούς ανάλυσης και εξονυχιστικού ελέγχου, είτε υπερβολικής αυτοπεποίθησης των στελεχών της εταιρίας-στόχου, ενώ αυξάνεται ακόμη περισσότερο στην περίπτωση που υπάρχουν και άλλες υποψήφιες εξαγοράστριες. Στην περίπτωση που οι μετοχές της εταιρίας-στόχου διακινούνται στο χρηματιστήριο, κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων αυξάνεται η τιμή της. Προκειμένου κάποια εταιρία να εξασφαλίσει την επιθυμητή

επιχείρηση θα πρέπει να διαθέσει υψηλή υπεραξία (premium) στους μετόχους της, το οποίο συνεπάγεται αυξημένο κόστος (Weston et al., 1990). Αν μάλιστα δε διαθέτει τα απαιτούμενα ρευστά στρέφεται σε άλλες μορφές χρηματοδότησης όπως ο τραπεζικός δανεισμός που συνεπάγονται υψηλό κόστος εξαιτίας της υψηλής αβεβαιότητας του εγχειρήματος, ενώ ενδέχεται να ακολουθεί και ανορθόδοξους τρόπους για την πραγματοποίηση της εξαγοράς, όπως για παράδειγμα τη χρήση ίδιων επιχειρηματικών πόρων τους οποίους προορίζει για άλλες δραστηριότητες. Γενικά, η πληρωμή υψηλής υπεραξίας, έχει περισσότερες πιθανότητες να οδηγήσει την επιχείρηση-αγοραστή στη συσσώρευση χρέους, παρά στην αύξηση των κερδών της, ακόμα και αν εξετάσουμε το θέμα μακροπρόθεσμα (Παπαδάκης, 2002). Αρκετοί συγγραφείς ισχυρίζονται πως μόλις η επιχείρηση ξεπεράσει το 25% επί της παρούσας αξίας, ποσοστό που δεν εμφανίζεται σπάνια, τότε πραγματικά ρισκάρει. Συνεπώς, η πληρωμή υψηλής υπεραξίας για την εξαγορά μιας επιχείρησης έχει περισσότερες πιθανότητες να οδηγήσει την εταιρία-αγοραστή στη συσσώρευση χρέους παρά στην αύξηση των κερδών της, συμπέρασμα αδιαμφισβήτητο ακόμα και υπό το πρίσμα μακροπρόθεσμης ανάλυσης (Ταμπακούδης, 2009).

1.8.3 Αδυναμία Ομαλής Ενοποίησης μετά τη Συγχώνευση - Εξαγορά

Η αδυναμία γρήγορης και επιτυχούς ενοποίησης είναι ένας τρίτος λόγος που μπορεί να συντελέσει στην αποτυχία μιας δραστηριότητας συγχώνευσης–εξαγοράς. Η ένωση δύο εταιριών συνεπάγεται, όπως είναι φυσικό, την ένωση δύο διαφορετικών ειδών κουλτούρας, χρηματοοικονομικών συστημάτων και συστημάτων ελέγχου, καθώς και ην αποτελεσματική συνεργασία μεταξύ των διοικητικών στελεχών των εμπλεκόμενων μερών (Schuler & Jackson, 2001; Cartwright & Cooper, 1993). Πέρα από την περίπτωση όπου οι επιχειρήσεις θεωρούνται εξ αρχής ασύμβατες ως προς τη στρατηγική που ακολουθούν είναι δυνατόν ο ανθρώπινος παράγοντας να ευθύνεται για την αποτυχία. Ο όρος ανθρώπινος παράγοντας εμπεριέχει τόσο το ανθρώπινο δυναμικό των επιχειρήσεων όσο και την εταιρική κουλτούρα που το διακρίνει και η οποία συνίσταται στο σύνολο των συμβόλων, αξιών, ιδεολογιών και υποθέσεων που λειτουργούν συχνά ασυνείδητα και καθοδηγούν και διαμορφώνουν την ατομική και εταιρική συμπεριφορά. Παρόλο που η συμβατότητα της επιχειρηματικής κουλτούρας είναι καθοριστικός παράγοντας αποτελεσματικότητας και ο βαθμός της είναι απόλυτα

συνδεδεμένος με την επιτυχία μιας συγχώνευσης-εξαγοράς, τα κριτήρια αξιολόγησης της είναι, μάλλον, αόριστα και τελικά αγνοούνται, με αποτέλεσμα κατά τη διαπραγμάτευση να δίνεται ελάχιστη ή και καθόλου σημασία. Οι δυσάρεστες συνέπειες αρχίζουν να φαίνονται στην μεταβατική περίοδο, μετά την τελική συμφωνία, και είναι ιδιαίτερα σοβαρές ώστε να οδηγούν σε αποτυχία μια συγχώνευση-εξαγορά. Το πρόβλημα πηγάζει από την εταιρία-αγοραστή, η οποία στην προσπάθεια της να χρησιμοποιήσει αποτελεσματικά τον ανθρώπινο παράγοντα και τελικά να επωφεληθεί από αυτόν ασκεί πιέσεις στους εργαζόμενους και προσπαθεί να εναρμονίσει τη συμπεριφορά τους και τον τρόπο εργασίας τους στα πλαίσια της δικής τους κουλτούρας. Η μη ομαλή ενοποίηση όμως οδηγεί σε αντίθετα αποτελέσματα αφού δημιουργεί στους εργαζόμενους άγχος, πτώση ηθικού και γενικότερα αβεβαιότητα για το εργασιακό τους μέλλον. Όσον αφορά τα υψηλόβαθμα στελέχη, μειώνεται η αίσθηση του καθήκοντος και η διάθεση συνεργασίας με τα στελέχη της εταιρίας-αγοραστή, επειδή ακριβώς στα πλαίσια της επικείμενης αναδιάρθρωσης των λειτουργιών της επιχείρησης-στόχου, βρίσκονται μετέωρα και αντιμέτωπα με αλλαγές ως προς τον τρόπο που λειτουργούσαν μέχρι τη στιγμή της συγχώνευσης-εξαγοράς και ως προς τις αρμοδιότητες που θα έχουν στο μέλλον. Επιπλέον, συχνά οι εργαζόμενοι στην εταιρία-στόχο να είναι προκατειλημμένοι έναντι της εξαγοράζουσας εταιρίας και τείνουν είτε να παρεξηγούν είτε να απορρίπτουν συνεχώς τα οράματα σχετικά με τους στόχους ή το σκοπό για τον οποίο έγινε η συγχώνευση-εξαγορά. Οι ασάφειες και η αβεβαιότητα που επικρατούν, πυροδοτούν σύγκρουση των δύο ειδών εταιρικής κουλτούρας και διαμάχες για το ποιός θα επικρατήσει. Οι ασάφειες και η αβεβαιότητα που επικρατούν πυροδοτούν μια σύγκρουση των δύο ειδών κουλτούρας και διαμάχες για το ποια θα επικρατήσει.

1.8.4 Ρόλος των στελεχών

Προβλήματα ωστόσο μπορεί να προκύψουν και κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων για μια εξαγορά-συγχώνευση. Στις διαπραγματεύσεις πέρα από τα στελέχη των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν και οι σύμβουλοι διαφόρων ειδικοτήτων, οι οποίοι μπορεί να μην ανήκουν στο δυναμικό των εταιριών και να μην έχει προηγηθεί μεταξύ τους συνεργασία. Όλοι οι παραπάνω

λοιπόν καλούνται να αναλύσουν και να επεξεργαστούν τις πληροφορίες και να καταλήξουν σε μια από κοινού απόφαση σχετικά με την πορεία της εξαγοράς-συγχώνευσης. Συχνά όμως παρατηρείται αναποτελεσματική οργάνωση τους η οποία και συνεπάγεται αναφορές και αναλύσεις χωρίς συνοχή, συμπεράσματα με ατομική και όχι σφαιρική θεώρηση, ή ακόμα και αγνόηση ζητημάτων που μπορεί όμως να είναι ζωτικής σημασίας και όταν φθάσει η στιγμή της αντιμετώπισης τους να αποδειχτούν αιτία για την αποτυχία της διαδικασίας της συγχώνευσης-εξαγοράς (Weston et al., 1990; Booz-Allen & Hamilton, 2001).

Κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων υπάρχουν λόγοι που συντελούν στην επίσπευση των διαδικασιών και οδηγούν πιθανότατα σε λάθος εκτιμήσεις που μπορεί να προβούν καταστροφικές για την επιτυχία της συγχώνευσης – εξαγοράς. Πιο συγκεκριμένα, η διαρροή πληροφοριών σχετικά με τη συγχώνευση – εξαγορά μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα το βεβιασμένο κλείσιμο της συμφωνίας ώστε να αποφευχθεί το κλίμα αβεβαιότητας εντός και εκτός της επιχείρησης, το οποίο εκφράζεται μέσω της ανησυχίας του εργατικού δυναμικού και των στρατηγικών κινήσεων των ανταγωνιστών. Παράλληλα, παρατηρείται πως τα στελέχη της εταιρίας – αγοραστή, που πιθανότατα έχουν προτείνει ή έχουν ασχοληθεί ιδιαίτερα με την υιοθέτηση αυτής της συμφωνίας, είναι φυσικό να έχουν ταυτιστεί με αυτή και να επιθυμούν να πραγματοποιηθεί ακόμα και αν οι προβλέψεις δεν είναι τόσο ευοίωνες. Για να αποφύγουν λοιπόν αντιρρήσεις επισπεύδουν τη διαδικασία και κλείνουν τη συμφωνία, παρακάμπτοντας πιθανώς ουσιαστικές διαφωνίες. Τέλος, πολλοί είναι εκείνοι που προβαίνουν σε μια πράξη εξαγοράς – συγχώνευσης, ακόμα και αν δε θεωρείται απόλυτα συμφέρουσα, για να επωφεληθούν προσωπικά. Στη συγκεκριμένη περίπτωση τίθεται θέμα προσωπικών φιλοδοξιών και γοήτρου, που συνδέονται άμεσα με το μέγεθος της εταιρίας. Έτσι, όσο μεγαλύτερη είναι η επιχείρηση τόσο ισχυρότερο θεωρείται το ανώτατο στέλεχος. Πολλές φορές τα στελέχη είναι διατεθειμένα να πληρώσουν μεγάλη υπεραξία, που δεν είναι εύλογη, προκειμένου να πραγματοποιηθεί η συμφωνία που επιθυμούν. Επιπρόσθετα, οι διαμάχες και η έλλειψη συνεργασίας μεταξύ των στελεχών των δύο εταιριών μπορούν να αποτελέσουν λόγους αποτυχίας της συνένωσής τους.

Τα στελέχη της πρώτης μπαίνουν στις διαπραγματεύσεις με την αυτοπεποίθηση του επιβλέποντα, υποτιμώντας τα στελέχη της δεύτερης, και απαιτούν να επιβλέπουν και να ελέγχουν τα στελέχη της εταιρίας-στόχου χωρίς να γνωρίζουν επακριβώς την πρότερη λειτουργία και αρμοδιότητες εκείνων.

Όσον αφορά στα στελέχη της επιχείρησης – στόχου, έχουν και αυτά μερίδιο ευθύνης αφού αποφεύγουν να παίρνουν σημαντικές αποφάσεις, από φόβο, μήπως κάποιες αποφάσεις τους δε φέρουν το επιθυμητό αποτέλεσμα και γίνουν λόγος επίσπευσης της λύσης της συνεργασίας τους με την επιχείρηση (Παπαδάκης, 2002)

ΜΕΡΟΣ ΙΙ

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Κεφάλαιο 2: Εμπειρικές Έρευνες για την Επίδραση της Ανακοίνωσης μιας Επικείμενης Εξαγοράς-Συγχώνευσης στη Μετοχική Αξία των Εταιριών-Στόχων

2.1 Διαδικασία Παρουσίασης Εμπειρικών Ερευνών

Η αξιολόγηση των συγχωνεύσεων-εξαγορών μπορεί να γίνει με διάφορες μεθόδους (μελέτη γεγονότος, λογιστική ανάλυση, έρευνες των διευθυντικών στελεχών, μελέτη περίπτωσης μίας συναλλαγής ή ενός μικρού δείγματος), οι οποίες είναι ικανές να εξάγουν αξιόπιστα και καθολικής αποδοχής συμπεράσματα. Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιείται η μελέτη γεγονότος (event study).

Η συγκεκριμένη τεχνική εμπειρικής χρηματοοικονομικής έρευνας παρέχει τη δυνατότητα μέτρησης του αντίκτυπου ενός συγκεκριμένου γεγονότος στην τιμή της μετοχής μιας εταιρίας. Το θεωρητικό υπόβαθρο για την εφαρμογή της εν λόγω μεθόδου βασίζεται στη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών (Fama et al., 1969), σύμφωνα με την οποία οι τιμές των μετοχών αντιδρούν γρήγορα και άμεσα σε οποιαδήποτε τυχαία ανακοίνωση μιας χρήσιμης πληροφορίας. Κάθε χρήσιμη νέα πληροφορία που βλέπει το φως της δημοσιότητας, δημιουργεί μελλοντικές προσδοκίες, τις οποίες η αγορά προεξοφλεί κατά το χρόνο της δημόσιας ανακοίνωσής της. Στα πλαίσια αυτής της προσέγγισης, υπολογίζονται οι ποσοστιαίες μεταβολές της μετοχικής αξίας των συναλλασσόμενων εταιριών που πραγματοποιούνται βάσει της ημερομηνίας ανακοίνωσης της εταιρικής συνένωσης, η οποία ως συμβάν αποτελεί το τυχαίο και καινούργιο γεγονός. Ειδικότερα, αυτό που τελικά αποτελεί στόχο των μετρήσεων είναι οι επιπρόσθετες (μη ομαλές) αποδόσεις που προκύπτουν γύρω από την ανακοίνωση της συγχώνευσης-εξαγοράς, ενώ από το άθροισμα των μη ομαλών αποδόσεων για το επιλεγμένο χρονικό διάστημα προκύπτουν οι σωρευτικές μη ομαλές αποδόσεις.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να υπογραμμισθεί ότι η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών, στην οποία βασίζεται η μελέτη γεγονότος, δεν προσδιορίζει το ακριβές *χρονικό παράθυρο* το οποίο απαιτείται για την άμεση και πλήρη απορρόφηση των συνεπειών ενός νέου γεγονότος στη μετοχική αξία της εταιρίας ή των εταιριών που

εξετάζονται, ωστόσο, θεωρείται πως όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια των υπό εξέταση χρονικών περιόδων, τόσο δυσκολότερη και πιθανώς, ανέφικτη καθίσταται η απομόνωση των συνεπειών που οφείλονται στην ανακοίνωση των συγχωνεύσεων-εξαγορών, καθώς είναι πιθανό να δημοσιοποιούνται νέες πληροφορίες, που με τη σειρά τους ασκούν επίδραση τις τιμές των μετοχών.

Στη συντριπτική πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών εφαρμόζονται χρονικά παράθυρα διάρκειας λίγων ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συνένωσης, καθώς η συγκεκριμένη χρονική διάρκεια θεωρείται η πιο αξιόπιστη και αντιπροσωπευτική της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών, αναφορικά με την απορρόφηση των συνεπειών ενός νέου γεγονότος. Στις έρευνες αυτές, απαιτούνται κάποιες προεπιλογές οι οποίες μπορεί να αφορούν τη χώρα εφαρμογής, το μέγεθος του εξεταζόμενου δείγματος, τη περίοδο κάλυψης, το χρονικό παράθυρο, το είδος της συνένωσης και τη μεθοδολογία υπολογισμού των μη ομαλών αποδόσεων των υπό εξέταση εταιριών.

Για το λόγο αυτό, κατά την ανάλυση των εμπειρικών ερευνών που ακολουθεί γίνεται μια προσπάθεια διαφοροποίησής τους. Πιο συγκεκριμένα, η αρχική διαφοροποίηση γίνεται μεταξύ εταιριών-στόχων και εταιριών-αγοραστών, ενώ το επόμενο κριτήριο αφορά τη χώρα προέλευσης των υπό εξέταση εταιριών. Ειδικότερα, το γεωγραφικό επίκεντρο των εμπειρικών ερευνών βρίσκεται κυρίως στις ΗΠΑ, ενώ γίνεται αναφορά και σε έρευνες του Ηνωμένου Βασιλείου και της υπόλοιπης Ευρώπης. Στη συνέχεια, οι έρευνες ταξινομούνται με κριτήριο τη διαδικασία προσέγγισης (συγχώνευση-εξαγορά ή επιθετική εξαγορά) των εταιριών-στόχων από τις εταιρίες-αγοραστές. Στη συνέχεια γίνεται αναφορά στις ολοκληρωμένες και μη εξαγορές συγχωνεύσεις, ενώ δεν παραλείπονται και οι παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν τη μετοχική αξία τόσο των εταιριών-αγοραστών όσο και των εταιριών-στόχων.

2.2 Εμπειρικές Έρευνες για τις Εταιρίες-Στόχους των ΗΠΑ

2.2.1 Ο Οικονομικός Αντίκτυπος των Συγχωνεύσεων-Εξαγορών στις Εταιρίες-Στόχους των ΗΠΑ

Οι εμπειρικές έρευνες που διερευνούν την επίδραση των συγχωνεύσεων-εξαγορών στη μετοχική αξία των εταιριών-στόχων των ΗΠΑ, με τη χρήση της μελέτης γεγονότος, καταγράφονται στον Πίνακα 2-1. Το σύνολο τους καλύπτει ένα ευρύ χρονικό διάστημα που ξεκινά από το 1919 (Leeth and Borg, 2000) και φτάνει ως το 1999 (Mulherin and Boone, 2000), κατά τη διάρκεια, δηλαδή, του τελευταίου κύματος εταιρικών συνενώσεων. Ωστόσο, η πλειοψηφία των μελετών λαμβάνει χώρα την περίοδο από τις αρχές του 1970 έως τα μέσα της δεκαετίας του 1980. Το μέγεθος του εξεταζόμενου δείγματος κυμαίνεται από 22 (Asquith and Kim, 1982) έως 4.256 (Andrade et al., 2001), ενώ κατά μέσο όρο οι ερευνητές χρησιμοποιούν ένα δείγμα 100-300 παρατηρήσεων.

Στην πρώτη στήλη του παρακάτω πίνακα αναφέρεται το όνομα του/των συγγραφέα(-ων) και η χρονολογία δημοσίευσης της έρευνας, στη δεύτερη στήλη προσδιορίζεται η περίοδος κάλυψης του δείγματος, στην τρίτη στήλη καταγράφονται οι αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις, στην τέταρτη παρουσιάζεται το μέγεθος του δείγματος και στην τελευταία εμφανίζεται το χρονικό παράθυρο εκτίμησης των μη ομαλών αποδόσεων για τις εταιρίες-στόχους.

Πίνακας 2-1 Ο οικονομικός αντίκτυπος των συγχωνεύσεων-εξαγορών στις εταιρίες-στόχους των ΗΠΑ

Συγγραφείς	Περίοδος δείγματος	Σωρευτικές μη ομαλές αποδόσεις	Μέγεθος δείγματος	Χρονικό παράθυρο (ημέρες) [μήνες]
Andrade *et al*. (2001)[1]	1973-98	16% 23.8%	4,256	(-1,1) (-20,τέλος)
	1973-79	16% 24.8%	789	
	1980-89	16% 23.9%	1,427	
	1990-98	15.9% 23.3%	2,04	
Asquith *et al*. (1990)	1975-83	16.83%	139	(-1,0)
Asquith and Kim (1982)[2]	1960-78	14.9%	22	(-10,10)
Davidson and Cheng (1997)	1981-87	11.60%	145	(-1,1)
Dodd (1980)	1970-77	Ολοκληρωμένες 13.41% 27.97%	71	(-1,0) (-40,40)
		Μη ολοκληρωμένες 12.73% 15.65%	80	
Eckbo (1983)	1963-78	Μη ελεγμένες 14.08% 6.24% 8.91%	57	(-20,10) (-1,1) (-3,3)
		Ελεγμένες 25.03% 10.2% 11.74%	29	
Frank and Harris(1989)	1955-85	14.7%	1,210	[0]
Healy *et al*. (1992)[3]	1979-84	40.6%	50	(-5,τέλος)

Houston *et al*. (2001)	1985-90	15.58%	27	(-4, τέλος)
	1991-96	24.60%	37	
	1985-96	20.80%	64	
Huang and Walkling (1989)	1977-82	22.6%	101	(-1,0)
Kaplan and Weisbach (1992)[4]	1971-82	26.9%	209	(-5,5)
Leeth and Borg (2000)	1919-30	18.22%	59	[0,τέλος]
Malatesta (1983)	1969-74	16.8%	83	[0]
Martínez-Jerez (2002)	1990-98	13.62%	335	(-1,1)
Mulherin (2000)	1962-97	10.14%	202	(-1,0)
Mulherin and Boone (2000)	1990-99	21.2%	376	(-1,1)
Schwert (2000)[5]	1975-96	22%	2,296	(-63,126)
Servaes (1991)	1972-87	21.89%	577	(-1,τέλος)
	1972-80	24.55%	338	
	1982-87	22.80%	366	

[1]

[1] Ένα ποσοστό του δείγματος (8%) αποτελείται από επιθετικές εξαγορές

[2] Το δείγμα αποτελείται από διαγώνιες συγχωνεύσεις

[3] Συμπεριλαμβάνονται οι 50 μεγαλύτερες συγχωνεύσεις

[4] Συγχωνεύσεις αξίας μεγαλύτερης από $100 εκατ.

[5] Στο δείγμα συμπεριλαμβάνονται και επιθετικές εξαγορές

Όλα τα ποσοστά που καταγράφονται στον παραπάνω Πίνακα είναι στατιστικά έγκυρα.

[1] Τα στοιχεία του Πίνακα προέρχονται από το άρθρο των: *Papadopoulos, Soubeniotis and Tampakoudis (2008), "The wealth effects of mergers and acquisitions to target-companies in USA for the period 1920-2000 : a critical examination of related empirical studies".*

2.2.1.1 Ανάλυση των Εμπειρικών Ερευνών για τις Εταιρίες-Στόχους των ΗΠΑ

Από τα δεδομένα του παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι οι εταιρίες στόχοι των ΗΠΑ αποκομίζουν σημαντικά κέρδη κατά το χρόνο ανακοίνωσης μίας επικείμενης εταιρικής συνένωσης όταν αυτή πραγματοποιείται με τη σύμφωνη γνώμη του διοικητικού τους συμβουλίου. Ειδικότερα, παρατηρείται πως στο σύνολο των περιπτώσεων τα ποσοστά των αθροιστικών μη ομαλών αποδόσεων είναι θετικά και στατιστικά σημαντικά. Ωστόσο, καταγράφεται μια ευρεία απόκλιση τιμών που κυμαίνεται μεταξύ 6% και 41.7% και που είναι ως ένα βαθμό αναμενόμενη, δεδομένου ότι το ύψος της απόδοσης στις συγχωνεύσεις-εξαγορές επηρεάζεται ως κάποιο βαθμό από το μέγεθος του χρονικού παράθυρου, τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του δείγματος ή τη χρονική περίοδο εξέτασης του φαινομένου.

Αναφορικά με τα χρονικά παράθυρα που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό των αθροιστικών μη ομαλών αποδόσεων, αυτά διαφοροποιούνται από έρευνα σε έρευνα. Έτσι από κάποιους συγγραφείς μπορεί να χρησιμοποιείται ένα μικρό χρονικό παράθυρο λίγων ημερών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης της εταιρικής συνένωσης (Martínez-Jerez, 2002; Andrade *et al*., 2001; Mulherin, 2000; Mulherin and Boone, 2000; Davidson and Cheng, 1997; Huang and Walkling, 1989; Asquith, 1983; Dodd, 1980) ή να εφαρμόζεται πιο διευρυμένο χρονικό παράθυρο (Frank and Harris, 1989; Malatesta, 1983; Andrade *et al*., 2001; Healy *et al*., 1992; Kaplan and Weisbach, 1992; Servaes, 1991).

Ακόμα και έτσι όμως, η εφαρμογή κοινών χρονικών παραθύρων δεν συνεπάγεται ίδια ή παρόμοια αποτελέσματα για τις εταιρίες-στόχους με αποτέλεσμα η εξαγωγή γενικευμένων και καθολικών συμπερασμάτων να εμφανίζει ιδιαίτερες δυσκολίες. Για παράδειγμα, το χρονικό παράθυρο διάρκειας τριών ημερών (-1,1), στην έρευνα των Andrade *et al*. (2001) καταγράφει θετική σωρευτική απόδοση της τάξης του 16% για την περίοδο 1973-1998 και για κάθε δεκαετία ξεχωριστά ενώ στις έρευνες των Martinez-Jerez (2002), Mulherin and Boone (2000) και Davidson and Cheng (1997), όπου η δειγματοληψία καλύπτει μικρότερες χρονικές περιόδους εντός της περιόδου που κάλυπτε η έρευνα των Andrade *et al*. (2001), το εν λόγω χρονικό παράθυρο καταγράφει σωρευτικές αποδόσεις που κυμαίνονται από 6.24% έως 21.2%. Ανάλογες διαφοροποιήσεις στα αποτελέσματα παρουσιάζονται και όταν το χρονικό

παράθυρο που υιοθετείται είναι δύο ημερών, (-1,0), όπου οι σωρευτικές αποδόσεις που προκύπτουν κυμαίνονται μεταξύ 6.2% και 22.6%.

Οι αποκλίσεις φαίνεται να μειώνονται όταν ο χρόνος υπολογισμού των αποδόσεων διευρύνεται και μετράται σε μήνες. Ειδικότερα, κατά το μήνα ανακοίνωσης της εταιρικής συνένωσης [0], οι έρευνες των Frank and Harris (1989) και Malatesta (1983) οι οποίες αφορούν επικαλυπτόμενες χρονικές περιόδους, εμφανίζουν συγκλίνουσες αποδόσεις της τάξης του 14.7% και 16.8% αντίστοιχα. Επιπρόσθετα, παρατηρείται πως η διεύρυνση του χρονικού παραθύρου πέραν του ενός μήνα που επιχειρείται στις έρευνες των Leeth and Borg (2000) και Dodd (1980) συνεπάγεται υψηλότερες αποδόσεις συγκριτικά με τις δύο προηγούμενες έρευνες, καθώς τα ποσοστά αυξάνονται στο 18.22% και 27,97% αντίστοιχα.

Επιπρόσθετα, αξίζει να αναφερθούμε στις εμπειρικές έρευνες στις οποίες το τέλος του χρονικού παραθύρου δεν είναι χρονικά προσδιορισμένο, αλλά εξαρτάται από την ολοκλήρωση κάποιου γεγονότος. Στην περίπτωση που το εν λόγω γεγονός αφορά την ολοκλήρωση της αρχικής δημόσιας ανακοίνωσης για συγχώνευση-εξαγορά, οι έρευνες των Andrade *et al*. (2001), Healy *et al*. (1992), Servaes (1991) και Asquith (1983) καταγράφουν ποσοστά σωρευτικών μη ομαλών αποδόσεων που κυμαίνονται από 15.50% έως 23.8%. Όπως στη περίπτωση που υιοθετούνται μηνιαία παράθυρα έτσι και στην περίπτωση των μη προσδιορισμένων χρονικών παραθύρων, τα αποτελέσματα εμφανίζουν μια σχετική ομοιομορφία.

Όσο αφορά στην επίδραση της χρονικής περιόδου για την οποία πραγματοποιείται η έρευνα και δεδομένου ότι οι εξελίξεις στον οικονομικό, τεχνολογικό ή κοινωνικό τομέα δύναται να επηρεάσουν τη διαμόρφωση των αποδόσεων των εταιρικών συνενώσεων, οι σημαντικότερες διαπιστώσεις σχετικά με τη διαχρονική εξέλιξη του φαινομένου μπορούν να συνοψισθούν στα ακόλουθα. Οι έρευνες που χρησιμοποίησαν περιόδους δειγματοληψίας εντός των δεκαετιών 1970 και 1990 κατέγραψαν ένα αναπάντεχα ομοιόμορφο γενικό εύρος τιμών (αποδόσεων). Έτσι, οι έρευνες που χρησιμοποίησαν δεδομένα της δεκαετίας του 1970 κατέγραψαν γενικό εύρος αποδόσεων από 13.4% έως 28% ενώ οι έρευνες που εμπίπτουν στη δεκαετία του 1990 κατέγραψαν ένα σχεδόν ταυτόσημο εύρος αποδόσεων που ξεκινά από 13.6% και φτάνει το 24.6%. Ανάλογη ομοιομορφία εμφανίζεται και μεταξύ της δεκαετίας του 1960 και της δεκαετίας του 1980.

2.2.2 Ο Οικονομικός Αντίκτυπος των Επιθετικών Εξαγορών στις Εταιρίες-Στόχους των ΗΠΑ

Οι εμπειρικές έρευνες που αξιολογούν τα αποτελέσματα των επιθετικών εξαγορών στις εταιρίες-στόχους των ΗΠΑ καταγράφονται στον Πίνακα 2-2. Η περίοδος δειγματοληψίας για τις εταιρίες-στόχους επιθετικών εξαγορών καλύπτει 35 περίπου έτη με αφετηρία το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1950. Αναφορικά με το μέγεθος των δειγμάτων, πρέπει να αναφερθεί ότι στις περισσότερες των περιπτώσεων αυτό δεν ξεπερνά τις 240 παρατηρήσεις. Εξαίρεση αποτελούν οι έρευνες των Schwert (2000) και Jarrell and Poulsen (1989), όπου τα δείγματα αποτελούνται από 763 και 526 παρατηρήσεις αντίστοιχα.

Πίνακας 2-2 Ο οικονομικός αντίκτυπος των επιθετικών εξαγορών στις εταιρίες-στόχους των ΗΠΑ

Συγγραφείς (1)	**Περίοδος δείγματος (2)**	**Σωρευτικές μη ομαλές αποδόσεις (3)**	**Μέγεθος δείγματος (4)**	**Χρονικό παράθυρο (ημέρες) [μήνες] (5)**
Asquith *et al*. (1990)	1975-83	27.36%	18	(-1,0)
Bradley *et al*. (1988)	1963-84	31.77%	236 (95%)	(-5,5)
Bradley *et al*. (1983)	1963-80	Ολοκληρωμένες (στη συνέχεια) 46.3% Μη ολοκληρωμένες (στη συνέχεια) 20.16%	86 26	[-1,1]
Bradley *et al*. (1982)	1963-80	31.80%	162	(-10,10)

Bradley (1980)	1962-77	Ολοκληρωμένες 32.18% Μη ολοκληρωμένες 47.26%	161 97	(-20,20)
Davidson and Cheng (1997)	1981-87	14.55%	74	(-1,1)
Dodd and Ruback (1977)	1958-76	Ολοκληρωμένες 20.58 Μη ολοκληρωμένες 18.96%	136 36	[0]
Frank and Harris (1989)	1955-85	23.3% 34.9%	229	[0] [-4,1]
Huang and Walkling (1989)	1977-82	27.5%	74	(-1,0)
Jarrell and Poulsen (1987)	1962-85 1960-69 1970-79 1980-85	28.99% 19% 35% 30%	526	(-20,10)
Kummer and Hoffmeister (1978)	1956-74	Ολοκληρωμένες 16.85 Μη ολοκληρωμένες 19.79%	50 38	[0]
Lang *et al*. (1989)	1968-86	40.3%	87	(-5,5)
Schwert (2000)	1975-96	32.5%	763	(-63,146)
Servaes (1991)	1972-87	31.77%	125	(-1,τέλος)
Smith and Kim (1994)	1980-86	Ολοκληρωμένες και μη 7.98% 30.19% 15.84%* -2.95%	177	(-60,-6) (-5,5) (-1,0) (6,60)

Τα ποσοστά που συμβολίζονται με * δεν είναι στατιστικά έγκυρα.

2.2.2.1 Ανάλυση των Εμπειρικών Ερευνών για τις Εταιρίες-Στόχους των ΗΠΑ

Όπως και στην περίπτωση των εταιρικών συνενώσεων που πραγματοποιούνται με τη σύμφωνη γνώμη του διοικητικού συμβουλίου, έτσι και στις επιθετικές εξαγορές, οι εταιρίες-στόχοι καταγράφουν σωρευτικές αποδόσεις οι οποίες είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές. Πιο συγκεκριμένα, οι τιμές κυμαίνονται από 14.55% (Davidson and Cheng, 1997) έως 47.26% (Bradley, 1980). Επίσης, σε αρκετές περιπτώσεις το ποσοστό των εταιριών-στόχων του δείγματος που εμφανίζουν θετικά αποτελέσματα ξεπερνά το 90% (Smith and Kim, 1994; Frank and Harris, 1989 και Bradley *et al*., 1988).

Όμοια με τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων-εξαγορών, τα αποτελέσματα των επιθετικών εξαγορών παρουσιάζουν σημαντική απόκλιση μεταξύ τους ακόμα και αν εφαρμόζονται κοινά χρονικά παράθυρα διάρκειας μίας ή λίγων ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της εταιρικής συνένωσης, κάνοντας και πάλι δύσκολη την εξαγωγή κοινών συμπερασμάτων.

Οι έρευνες των Asquith *et al*. (1990) και Huang and Walkling (1989), οι οποίες χρησιμοποιούν ένα βραχυπρόθεσμο χρονικό παράθυρο διάρκειας δύο ημερών (-1,0) και καλύπτουν παρόμοιες χρονικές περιόδους καταγράφουν ταυτόσημα ποσοστά σωρευτικών μη ομαλών αποδόσεων, της τάξης του 27%. Αντίθετα, στην έρευνα των Smith and Kim (1994), η οποία επίσης χρησιμοποιεί βραχυχρόνιο χρονικό παράθυρο και η περίοδος δειγματοληψίας της επικαλύπτεται μερικώς με αυτή των προηγούμενων μελετών, τα ποσοστά απόδοσης είναι συγκριτικά μειωμένα κατά 40% και ανέρχονται στο 15.84%.

Από την άλλη πλευρά, όταν το χρονικό παράθυρο εκτίμησης των αποτελεσμάτων διευρύνεται σε αρκετές ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης των επιθετικών εξαγορών, τότε οι αποδόσεις τις οποίες καταγράφουν οι εμπειρικές έρευνες είναι ιδιαίτερα υψηλές και σχετικά ομοιόμορφες. Ειδικότερα, στις έρευνες των Smith and Kim (1994), Jarrell and Poulsen (1989), Lang *et al*. (1989) και Bradley (1988) καταγράφονται ποσοστά σωρευτικής μη ομαλής απόδοσης άνω του 30%.

Επίσης, στις έρευνες των Frank and Harris (1989), Dodd and Ruback (1977) και Kummer and Hoffmeister (1978), τα δείγματα των οποίων καλύπτουν περισσότερα από 18 χρόνια επιχειρηματικής δραστηριότητας, τα ποσοστά των

αποδόσεων, κατά το μήνα ανακοίνωσης των επιθετικών εξαγορών, κυμαίνονται από 16.85% έως 23.3% για τις ολοκληρωμένες περιπτώσεις και κατά προσέγγιση στο 19% για τις μη ολοκληρωμένες. Τέλος, όταν τα χρονικά παράθυρα εκτίμησης των αποτελεσμάτων των επιθετικών εξαγορών επεκτείνονται, καλύπτοντας λίγους μήνες πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσής τους, τα ποσοστά που καταγράφονται εμφανίζουν σημαντική ομοιομορφία, καθώς συγκλίνουν λίγο πάνω από το 30%, όπως προκύπτει από τις έρευνες των Schwert (2000), Servaes (1991), Frank and Harris (1989) και Bradley *et al*. (1988).

Σε μια προσπάθεια σκιαγράφησης της διαχρονικής εξέλιξης του φαινομένου, οι αποδόσεις που καταγράφονται είτε από τη χρήση βραχυπρόθεσμων είτε μακροπρόθεσμων παραθύρων διαχρονικά, δεν παρουσιάζουν κάποια σαφώς διακριτή τάση. Αυτό που δεν πρέπει να διαφύγει της προσοχής είναι το γεγονός ότι σε αμφότερες τις δεκαετίες οι μέσω μακροπρόθεσμων παραθύρων καταγεγραμμένες αποδόσεις για τις εταιρίες στόχους επιθετικών εξαγορών είναι σαφώς υψηλότερες αυτών που καταγράφονται μέσω των βραχυπρόθεσμων παραθύρων.

2.2.3 Παράγοντες που Επηρεάζουν την Απόδοση των Εταιριών-Στόχων

Υπάρχει ένα σύνολο παραγόντων που επηρεάζει το μέγεθος των μη κανονικών αποδόσεων και ο εντοπισμός και η μελέτη τους έχει ιδιαίτερη σημασία για τους εξής λόγους: Πρώτον, ενώ είναι γνωστό ότι οι αποδόσεις των μετοχών ποικίλουν κατά ένα μεγάλο βαθμό την περίοδο της ανακοίνωσης της εξαγοράς-συγχώνευσης, πολύ λίγες πληροφορίες σχετικά με τις διακυμάνσεις αυτές. Δεύτερον, υπάρχει ενδιαφέρον και από δημοσιονομική άποψη για τα αποτελέσματα των επιδράσεων στις περιουσίες των μετόχων και τρίτον, η μελέτη των παραγόντων αυτών μας δίνει μια καλύτερη εικόνα των στρατηγικών αποφάσεων των σχετικών με τις εξαγορές-συγχωνεύσεις.

– ***Τύπος Εταιρικής Συνένωσης***

Στις παραπάνω υποενότητες έγινε καταγραφή ενός αριθμού εμπειρικών ερευνών που αξιολογούν τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων-εξαγορών και των επιθετικών εξαγορών στις εταιρίες-στόχους των ΗΠΑ. Ερευνητές που ασχολήθηκαν με την ταυτόχρονη εκτίμηση και των δύο τύπων συνενώσεων κατέληξαν ότι οι δεύτερες καταγράφουν σημαντικά υψηλότερες αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις. Ειδικότερα, στις έρευνες των Schwert (2000), Davidson and Cheng (1997), Servaes (1991), Asquith *et al*. (1990), Frank and Harris (1989) και Huang and Walkling (1989), οι εταιρίες-στόχοι των ΗΠΑ εμφανίζουν υψηλότερα κέρδη όταν δέχονται μία επιθετική προσφορά εξαγοράς απ' ότι όταν συγχωνεύονται-εξαγοράζονται οικιοθελώς. Ομοίως, έρευνες που εξετάζουν κατά αποκλειστικότητα τις επιθετικές εξαγορές ή τις συγχωνεύσεις εκτιμούν ότι οι εταιρίες-στόχοι επιθετικών εξαγορών επιτυγχάνουν υψηλότερες αποδόσεις.

– ***Τρόπος Πληρωμής Τιμήματος***

Ο Servaes (1991) στη μελέτη του εξετάζει την επίδραση του μέσου που χρησιμοποιείται για την ολοκλήρωση της συνένωσης στη μετοχική αξία της εταιρίας-στόχου και καταλήγει ότι οι εταιρίες-στόχοι που δέχονται προσφορά μετρητών παρουσιάζουν υψηλότερη απόδοση (26,67% και 20,47%, αντίστοιχα) σε σχέση με αυτές που δέχτηκαν προσφορά μετοχών. Σε παρόμοια συμπεράσματα κατέληξε και η έρευνα των Andrade et al. (2001) σύμφωνα με την οποία η χρήση μετοχών συνεπάγεται ποσοστά μη ομαλών αποδόσεων της τάξης του 20,1% ενώ αντίθετα με τη χρήση μετρητών τα αποτελέσματα καταγράφονται εμφανώς μειωμένα, 13%, για χρονικό παράθυρο τριών ημερών (-1,1), και 27,8% και 20,8% αντίστοιχα, για χρονικό παράθυρο (-20,τέλος). Ομοίως, οι Davidson & Cheng (1997) υποστηρίζουν ότι οι αποδόσεις εταιριών που χρηματοδοτούνται με μετρητά υπερτερούν σε σχέση με τις υπόλοιπες.

– ***Αριθμός Ενδιαφερόμενων Εταιριών-Αγοραστών***

Επιπρόσθετα, έρευνες απέδειξαν πως ο αριθμός των ενδιαφερόμενων αγοραστών στις εταιρίες-στόχους επηρεάζει τα κέρδη των μετόχων των εν λόγω εταιριών (Bradley et al.,1988; Frank and Harris, 1989; Frank et al., 1991; Servaes, 1991). Ειδικότερα, οι Frank et al. (1991) μελετώντας την περίοδο 1975-1984 και χρησιμοποιώντας ένα

παράθυρο έντεκα ημερών (-5,5), κατέληξαν ότι η ύπαρξη μιας εταιρίας-αγοραστή δίνει απόδοση 24,57%, ενώ πολλαπλών 39,9%. Ομοίως, ο Servaes (1991) και οι Franks and Harris (1989) διαπιστώνουν ότι οι αποδόσεις των εταιριών-στόχων που δέχονται προσφορά εξαγοράς από περισσότερους αγοραστές ξεπερνούν αυτές των εταιριών που γίνονται στόχοι από έναν μόνο αγοραστή κατά 10 με 13 ποσοστιαίες μονάδες.

- **Το μέγεθος της εταιρίας-αγοραστή σε σχέση με το αντίστοιχο της εταιρίας-στόχου**

Η αγορά εκτιμά θετικά το γεγονός, όταν το μέγεθος της εταιρίας-στόχου είναι μικρότερο σε σχέση με αυτό του αγοραστή. Κατά συνέπεια αυξάνονται οι αποδόσεις των πρώτων. Όπως επιβεβαιώνεται και από την έρευνα των Franks and Harris (1989) οι εταιρίες-στόχοι που ισούνται με το μισό των αγοραστριών, ως προς το μέγεθος, παρουσιάζουν αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις της τάξης του 28,1% για μια περίοδο ενός μήνα γύρω από την ανακοίνωση του γεγονότος, υψηλότερη κατά 6,6 ποσοστιαίες μονάδες από την αντίστοιχη απόδοση των εταιριών στόχων των οποίων το μέγεθος είναι μεν μικρότερο, πάνω όμως από το μισό του μεγέθους της εταιρίας-αγοραστή. Όταν οι εταιρία-στόχος υπερισχύει σε μέγεθος η απόδοσή του εμφανίζεται μειωμένη και ίση με 20,2%. Τα αποτελέσματα κινούνται στα ίδια επίπεδα και όταν το χρονικό παράθυρο που χρησιμοποιείται διευρύνεται στους έξι μήνες.

- **Η διαφορά του δείκτη αποτίμησης (valuation ratio), ήτοι ο δείκτης Market To Book της εταιρίας-αγοραστή σε σχέση με τον αντίστοιχο δείκτη της εταιρίας-στόχου**

Σύμφωνα με τις εμπορικές έρευνες των Lang, Stultz & Walking (1989), Servaes (1991) και Davidson & Cheng (1997) αποδεικνύεται ότι οι αποδόσεις των μετόχων των εταιριών-στόχων είναι υψηλότερες όταν ο δείκτης αποτίμησης των εταιριών-αγοραστών υπερβαίνει τον αντίστοιχο δείκτη των στόχων, γεγονός που σημαίνει ότι η αγορά εκτιμά θετικά το γεγονός ότι οι εταιρίες με υψηλή αποτίμηση εξαγοράζουν άλλες εταιρίες που έχουν δεχτεί χαμηλή αποτίμηση.

2.2.4 Ολοκληρωμένες και μη Εταιρικές Συνενώσεις στις ΗΠΑ

Η ανακοίνωση μιας εταιρικής συνένωσης, σε καμία περίπτωση, δε συνεπάγεται τη βέβαιη ολοκλήρωσής της. Υπάρχει ένα πλήθος λόγων, όπως η μεταβολή της αρχικής εικόνας που είχε η μία εταιρία για την άλλη, η εναντίωση των μετόχων των εταιριών-αγοραστών, η επιτυχής εφαρμογή των στρατηγικών άμυνας από τις εταιρίες-στόχους ή ακόμη και νομοθετικές ρυθμίσεις που μπορεί να οδηγήσουν στη ματαίωσή της.

Από τα αποτελέσματα των εμπειρικών ερευνών προκύπτει πως η ανακοίνωση μιας συγχώνευσης-εξαγοράς προκαλεί τον ίδιο οικονομικό αντίκτυπο για τις εταιρίες-στόχους των ΗΠΑ είτε ολοκληρωθεί είτε όχι. Οι έρευνες των Asquith (1983), Dodd (1980) και Eckbo (1983) καταγράφουν ποσοστά μη ομαλών αποδόσεων για τις ολοκληρωμένες περιπτώσεις που κυμαίνονται μεταξύ 3% και 13%, ενώ για τις μη ολοκληρωμένες περιπτώσεις τα αντίστοιχα ποσοστά ξεκινάνε από 4% και φτάνουν έως 13%, για χρονικά παράθυρα διάρκειας μιας έως τριών ημερών.

Τα παρόμοια αυτά αποτελέσματα που καταγράφονται για τις ολοκληρωμένες και μη συγχωνεύσεις-εξαγορές κατά το χρόνο ανακοίνωσής τους καταδεικνύουν πως η αγορά εναποθέτει τις ίδιες μελλοντικές προσδοκίες για όλες τις εταιρίες που αποτελούν πιθανούς στόχους. Οι επενδυτές αξιολογούν τη διαθέσιμη πληροφόρηση τη δεδομένη χρονική περίοδο, γεγονός που αποτυπώνεται στη μετοχική αξία των εταιριών-στόχων. Το γεγονός αυτό ευθυγραμμίζεται πλήρως με τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών, καθώς η αγορά αξιολογεί το νέο γεγονός της επικείμενης συνένωσης με βάση τις πληροφορίες που διαθέτει την δεδομένη χρονική στιγμή, με συνέπεια οι δύο υποκατηγορίες εταιρικών συνενώσεων να εμφανίζουν παρόμοια αποτελέσματα.

Καθώς, όμως, διοχετεύονται νέες πληροφορίες για την πιθανή κατάληξη της πρότασης για συνένωση, η αγορά αντιδρά αναλόγως. Έτσι λοιπόν, σύμφωνα με τον Asquith (1983) αυξημένη πιθανότητα ολοκλήρωσης της αρχικής ανακοίνωσης συνεπάγεται πρόσθετα οφέλη για τις εταιρίες-στόχους της τάξης του 8% στο χρονικό διάστημα που μεσολαβεί έπειτα από την ανακοίνωση της εταιρικής συνένωσης έως δύο μέρες πριν από την ολοκλήρωσή της. Αντίθετα, στην περίπτωση που οι πληροφορίες συγκλίνουν στη ματαίωση της συνένωσης, εξανεμίζονται όλα τα πρόσθετα κέρδη που σημειώθηκαν για τις εταιρίες-στόχους κατά το χρόνο ανακοίνωσής της. Η ανακοίνωση της μη ολοκλήρωσης της συγχώνευσης-εξαγοράς συνεπάγεται αρνητικά ποσοστά μη ομαλών αποδόσεων για τις εταιρίες-στόχους από

-6% έως -9%. Τα εν λόγω αρνητικά ποσοστά έχουν ως αποτέλεσμα είτε τον περιορισμό σε μεγάλο βαθμό των αρχικών κερδών (Dodd, 1980) είτε την εμφάνιση ζημιών (Asquith, 1983).

2.3 Εμπειρικές Έρευνες για τις Εταιρίες-Στόχους του Ηνωμένου Βασιλείου

2.3.2 Ο Οικονομικός Αντίκτυπος των Συγχωνεύσεων-Εξαγορών στις Εταιρίες-Στόχους του Ηνωμένου Βασιλείου

Οι εμπειρικές έρευνες που εκτιμούν τον οικονομικό αντίκτυπο των εταιρικών συνενώσεων στις εταιρίες-στόχους του Ηνωμένου Βασιλείου καλύπτουν ένα ευρύ χρονικό διάστημα επιχειρηματικής δραστηριότητας, το οποίο έχει αφετηρία το δεύτερο μισό της δεκαετία του 1950 (Franks and Harris, 1989), όπου αρχίζει το τρίτο κύμα συγχωνεύσεων-εξαγορών και τερματίζεται στα τελευταία χρόνια της δεκαετίας του 1990 (Donohoe, 2006; Martynova and Renneboog, 2006; Goergen and Renneboog, 2004), κατά τη διάρκεια του πέμπτου κύματος εταιρικών συνενώσεων. Το αρχικό και γενικό συμπέρασμα για τις εταιρίες-στόχους του Ηνωμένου Βασιλείου είναι πως κατά το χρόνο ανακοίνωσης μιας εταιρικής συνένωσης οι εν λόγω εταιρίες αποκομίζουν υψηλά κέρδη. Αν και τα ποσοστά των αθροιστικών μη ομαλών αποδόσεων για τις εταιρίες-στόχους που εξετάζονται είναι στο σύνολό τους θετικά και στατιστικά έγκυρα, καταγράφεται ένα σημαντικό εύρος τιμών.

Μια από τις πρώτες έρευνες που εξέτασαν τις επιπτώσεις μιας πράξης εξαγοράς-συγχώνευσης στον πλούτο των εταιριών-στόχων του Ηνωμένου Βασιλείου ήταν αυτή των Franks and Harris (1989) που κάλυψαν τη χρονική περίοδο 1955-1985. Απέδειξαν ότι κατά το μήνα της ανακοίνωσης μιας εξαγοράς-συγχώνευσης οι εταιρίες-στόχοι καταγράφουν σωρευτικές μη ομαλές αποδόσεις της τάξης του 23,3%, εξετάζοντας ένα σημαντικό δείγμα ολοκληρωμένων και μη συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Ο Firth (1980) εξετάζοντας ένα δείγμα 434 ολοκληρωμένων συγχωνεύσεων για την περίοδο 1969-1975 κατέγραψε ποσοστό 28,1% για χρονικό παράθυρο ενός μήνα [0]. Ίση απόδοση παρουσιάζεται και όταν πέρα από το μήνα ανακοίνωσης εξετάζεται και ο αμέσως επόμενος, ενώ όταν το χρονικό παράθυρο είναι [-1,0] η απόδοση φαίνεται αυξημένη περίπου κατά 6 ποσοστιαίες μονάδες (35,6%).

Χρονικό παράθυρο ενός μηνός κατά τη διάρκεια της ανακοίνωσης εξέτασαν και οι Conn and Connell (1990). Συγκεκριμένα, εξέτασαν τις αποδόσεις των μετοχών των εταιριών που εμπλέκονται σε διασυνοριακές εξαγορές-συγχωνεύσεις μεταξύ βρετανικών και αμερικάνικων εταιριών του διαστήματος 1971-1980, όπου κατέγραψαν ομαλές αποδόσεις για τις εταιρίες-στόχους που ισούνται με το μισό των αντίστοιχων αποδόσεων των αμερικάνικων εταιριών-στόχων (11,8%).

Σε αντίθεση με τη μεγάλη απόκλιση που σημειώθηκε στα αποτελέσματα των μηνιαίων χρονικών διαστημάτων, τα ποσοστά των μη ομαλών αποδόσεων κατά την ημέρα ανακοίνωσης της εταιρικής συνένωσης (0) εμφανίζονται ταυτόσημα μεταξύ των εμπειρικών ερευνών των Martynova and Renneboog (2006) και Sudarsanam *et al*. (1996), και ίσα με 14%, ενώ για διευρυμένα χρονικά παράθυρα οι αποδόσεις και για τις δύο έρευνες αυξάνονται. Κάτι παρόμοιο παρατηρείται και στην έρευνα των Goergen and Renneboog (2004), όπου για χρονικό παράθυρο δύο ημερών (-1,0) η απόδοση ισούται με 12,31%, ενώ αυξάνεται σε 17,42% και 29,32% για χρονικά παράθυρα (-2,2) και (-60,60) αντίστοιχα.

Ωστόσο, οι συγγραφείς των εν λόγω ερευνών υιοθέτησαν διάφορα κριτήρια συγκριτικής αξιολόγησης των αποτελεσμάτων τους. Ειδικότερα, εξέτασαν το βαθμό επηρεασμού των αποδόσεων από παράγοντες όπως ο τρόπος προσέγγισης των εταιριών-στόχων από τις εταιρίες-αγοραστές (φιλική ή επιθετική προσέγγιση), ο αριθμός των ενδιαφερόμενων αγοραστών, ο τύπος της εξαγοράς-συγχώνευσης (εγχώρια ή διασυνοριακή) και ο χρόνος πραγματοποίησης του γεγονότος.

Αναλυτικότερα, αναφορικά με τον τρόπο προσέγγισης των εταιριών-στόχων από τις εταιρίες αγοραστές διατυπώνεται ξεκάθαρα το προβάδισμα των επιθετικών εξαγορών έναντι των συγχωνεύσεων-εξαγορών. Στις παράλληλες εκτιμήσεις των συγγραφέων τόσο των αποτελεσμάτων των συγχωνεύσεων-εξαγορών όσο και των επιθετικών εξαγορών οι δεύτερες καταγράφουν υψηλότερες αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις κατά μια έως εννιά ποσοστιαίες μονάδες κατά το μήνα ανακοίνωσης [0]. Επίσης, σε ίδιο χρονικό διάστημα [0] και επικαλυπτόμενες χρονικές περιόδους συλλογής δειγμάτων, καταγράφονται υψηλότερα ποσοστά μη ομαλών αποδόσεων της τάξης του 4% για τις μη ολοκληρωμένες επιθετικές εξαγορές (Parkinson, 1991), συγκριτικά με τις μη ολοκληρωμένες συγχωνεύσεις-εξαγορές (Limmack, 1991).

Διακρίνοντας τις εταιρίες-στόχους βάσει του αριθμού των εταιριών αγοραστών προκύπτει πως οι εταιρίες που δέχονται περισσότερες από μια προτάσεις εξαγοράς σημειώνουν υψηλότερα κέρδη από εκείνες που δέχονται μια πρόταση

εξαγοράς. Σύμφωνα με τους Franks & Harris (1989) η απόδοση μιας εταιρίας στην οποία γίνεται πρόταση πλειοδοσίας φτάνει στο 29%, σε αντίθεση με την αντίστοιχη εκείνων που δέχονται μια και μοναδική πρόταση που αγγίζει το 21%. Η αξιοπιστία του συμπεράσματος ενισχύεται και από τα αποτελέσματα της έρευνας του Donohoe (2006) όπου καταγράφονται αποδόσεις της τάξης του 36% και 25% αντίστοιχα.

Αναφορικά με τη χώρα προέλευσης των εταιριών-αγοραστών, οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις-εξαγορές φαίνεται να προκαλούν υψηλότερα ποσοστά αποδόσεων για τις εταιρίες στόχους συγκριτικά με τις εγχώριες. Ειδικότερα, όπως αποδεικνύεται στις έρευνες των Donohoe (2006) και Goergen and Renneboog (2004) τα ποσοστά των διασυνοριακών συγχωνεύσεων-εξαγορών καταγράφονται υψηλότερα από 0.76% έως 2.38%, για χρονικά παράθυρα λίγων ημερών. Ομοίως, οι Goergen and Renneboog (2004) και Martynova and Renneboog (2006) καταγράφουν για τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις-εξαγορές αποδόσεις 27% και 28% αντίστοιχα, ενώ για τις εγχώριες 31% και 37%.

Τέλος, λαμβάνοντας υπόψη τη διαχρονική εξέλιξη του φαινομένου των συγχωνεύσεων-εξαγορών στο Ηνωμένο Βασίλειο από τα μέσα της δεκαετίας του 1950 έως και το τέλος του περασμένου αιώνα, δεν παρατηρείται κάποια ανοδική ή καθοδική τάση των αποτελεσμάτων.

2.3.3 Συμπεράσματα για Ηνωμένο Βασίλειο και Συγκριτική Αξιολόγηση με τις Ευρωπαϊκές Χώρες

Σύμφωνα με τα δεδομένα που έχουν ήδη αναλυθεί και παρουσιαστεί, οι εταιρίες-στόχοι του Ηνωμένου Βασιλείου αποκομίζουν κέρδη κατά την περίοδο γύρω από την ανακοίνωση μιας εταιρικής συνένωσης. Τα αποτελέσματα στο σύνολό τους είναι θετικά και στατιστικά σημαντικά και κυμαίνονται από 11% (Conn & Connell, 1990) μέχρι 35% (Firth, 1980).

Διερευνώντας τον οικονομικό αντίκτυπο της ανακοίνωσης της εταιρικής συνένωσης βάσει του αν αυτή αποτελεί πράξη εξαγοράς-συγχώνευσης ή επιθετική εξαγορά, διαπιστώθηκε ότι η δεύτερη αποφέρει σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις έναντι της πρώτης με τη μεταξύ τους διαφορά να αγγίζει ακόμα και τις εννιά

ποσοστιαίες μονάδες. Συμπληρωματικά, πρέπει να επισημανθεί ότι σύμφωνα με τους μελετητές του φαινομένου, ο ανταγωνισμός των εταιριών-αγοραστών για την απόκτηση εταιριών-στόχων επιφέρει υψηλότερες αποδόσεις για τις τελευταίες συγκριτικά με την ύπαρξη μιας μόνο υποψήφιας εταιρίας-αγοραστή, ενώ όσο αφορά στο είδος της συνένωσης οι διασυνοριακές παρουσιάζουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τις εγχώριες.

Σχετικά με τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων-εξαγορών στον ευρωπαϊκό χώρο, αυτή φαίνεται να προκαλεί θετικά και στατιστικά έγκυρα αποτελέσματα, αρκετά χαμηλότερα όμως από αυτά του Ηνωμένου Βασιλείου. Ειδικότερα, οι Martynova and Renneboog (2006) και Goergen and Renneboog (2004) εξετάζοντας ένα δείγμα συνενώσεων στην Ευρώπη την περίοδο 1993-2001 παρατήρησαν αποδόσεις που κυμαίνονταν από 9% έως 12% για διάστημα λίγων ημερών και 20% - 26% για διάστημα λίγων μηνών. Στην έρευνά τους για την Ηπειρωτική Ευρώπη την ίδια χρονική περίοδο τα αποτελέσματα κυμάνθηκαν αρκετά χαμηλότερα, μεταξύ 4,5% και 14%. Σημαντική παρατήρηση αποτελεί το γεγονός ότι τα ποσοστά σωρευτικών μη ομαλών αποδόσεων σε χρονικά διαστήματα πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς-συγχώνευσης είναι αρκετά υψηλά.

Αναφορικά με το είδος της εξαγοράς-συγχώνευσης και τον αριθμό των υποψήφιων αγοραστών, όμοια με το Ηνωμένο Βασίλειο, οι επιθετικές εξαγορές καθώς και η ύπαρξη πολλαπλών αγοραστών προκαλούν υψηλότερες αποδόσεις έναντι των εξαγορών-συγχωνεύσεων και του μοναδικού αγοραστή αντίστοιχα. Τα ποσοστά των αποδόσεων μεταξύ εγχώριων και διασυνοριακών συμπράξεων δε δίνουν σαφή εικόνα.

Κεφάλαιο 3: Εμπειρικές Έρευνες που διερευνούν την Επίδραση της Ανακοίνωσης μιας Επικείμενης Εξαγοράς-Συγχώνευσης στη Μετοχική Αξία των Εταιριών-Αγοραστών

3.1 Εμπειρικές Έρευνες για τις Εταιρίες-Αγοραστές των ΗΠΑ

3.1.1 Ο Οικονομικός Αντίκτυπος των Συγχωνεύσεων-Εξαγορών στις Εταιρίες-Αγοραστές των ΗΠΑ

Η διερεύνηση της επίδρασης της ανακοίνωσης μιας επικείμενης εξαγοράς-συγχώνευσης στη μετοχική αξία της εταιρίας-αγοραστή παρουσιάζει ιδιαίτερες δυσκολίες και η διαμόρφωση μιας ξεκάθαρης εικόνας θεωρείται σχεδόν αδύνατη, δεδομένου ότι τα ποσοστά των αποδόσεων παρουσιάζουν σημαντική απόκλιση και παράλληλα πολλά από αυτά είναι στατιστικά ασήμαντα. Οι τιμές αυτές ωστόσο βρίσκονται στην πλειοψηφία τους κοντά στο μηδέν.

Στη συνέχεια, στον Πίνακα 3-1 καταγράφεται ένας αριθμός ερευνών που διενεργήθηκαν στις ΗΠΑ, μέσω της διαδικασίας ανάλυσης γεγονότων με σκοπό να υπολογιστούν οι αποδόσεις των τιμών των μετοχών των εταιριών-αγοραστών. Οι έρευνες καλύπτουν ένα χρονικό διάστημα 35 περίπου ετών ξεκινώντας από τα μέσα του 1950 (Frank and Harris, 1989) και καταλήγοντας στα τέλη της δεκαετίας του 1990 (Andrade *et al.*, 2001; Mulherin and Boone, 2000).

Πίνακας 3-1 Ο οικονομικός αντίκτυπος των συγχωνεύσεων-εξαγορών στις εταιρίες-αγοραστές των ΗΠΑ

Συγγραφείς (1)	Περίοδος δείγματος (2)	Σωρευτικές μη ομαλές αποδόσεις (3)	Μέγεθος δείγματος (4)	Χρονικό παράθυρο (ημέρες) [μήνες] (5)
Andrade *et al.* (2001)[1]	1973-98 1973-79 1980-89 1990-98	-0.7% -3.8% -0.3% -4.5% -0.4% -3.1% -1.0% -3.9%	3,688 598 1,226 1,864	(-1,1) (-20,τέλος)
Asquith and Kim (1982)[2]	1960-78	1.0% 1.8%	26	(-1,0) (-10,10)
Asquith *et al.* (1983)	1963-79	0.9%*	214	(-1,0)
Asquith *et al.* (1990)	1973-83	-0.64%*	163	(-1,0)
DeLong (2001)[3]	1988-95	-1.68%*	280 (34%)	(-10,1)
Eckbo (1983)	1963-87	1.58% 0.07% 0.11%	102 (53%) (53%) (54%)	(-20,10) (-1,1) (0)
Frank and Harris(1989)	1955-84	0.1% 1.5%	861 (49%) (52%)	[0] [-4,1]
Frank *et al.* (1991)	1975-84	-1.02%	399	(-5,5)
Healy *et al.* (1992)[4]	1979-84	-2.2%	50	(-5,τέλος)
Kaplan and Weisbach (1992)[5]	1971-82	-1.49%*	271 (38%)	(-5,5)
Leeth and Borg (2000)	1919-30	0.38%	438 (46%)	[0,τέλος]
Loderer and Martin (1990)	1966-84	0.99%*	1,135 (54%)	(-5,0)
Martínez-Jerez (2002)	1990-98	-2.93%	335 (32%)	(-1,1)

Mitchell and Lehn (1990)	1982-86	-0.21%* -0.08% 0.57%	401	(0) (-1,1) (-20,40)
Moeller et al. (2005)	1980-90 1991-01 1998-01 1980-01	0.64% 1.20% 0.69% 1.10%	2,182 9,841 4,136 12,023	(-1,1)
Morck *et al.* (1989)	1975-87	-0.65%	329	(-1,1)
Mulherin and Boone (2000)	1990-99	-0.37%	281	(-1,1)
Schwert (2000)	1975-96	1.3% -2.3% -1.00%	1,286	(-63,-1) (0,126) (-63,126)
Servaes (1991)	1972-87 1972-80 1981-87	-0.16% 0.49% -3.35%	307 230 155	(-1,τέλος)
Varaiya and Ferris (1987)	1974-83	-3.9%*	96	(-20,80)
Walker (2000)	1980-96	-1.13%*	230	(-2,2)
Weir (1983)	1962-79	0.67%	16	(0)

<u>Μακροπρόθεσμα Παράθυρα</u>

Agrawal *et al.* (1992)	1955-87	-10.26%*	765	[0,60]
Asquith (1983)	1962-76	Ολοκληρωμένες -7.20%* Μη ολοκληρωμένες -9.60%*	196 89	[0,8]
Langetieg (1978)	1929-69	Ολοκληρωμένες -6.59%*	149	[0,12]
Malatesta (1983)	1969-74 1969-74 1970-74	0.9% (1.53) -2.9% -13.7%	256 121 75	[0] [0,12] [0,12]
Mandelker (1974)	1941-63	Ολοκληρωμένες -1.32%	241	[0,12]
Rau and Vermaelen (1998)	1980-91	Συγχωνεύσεις -4%*	3968	[0,36]

[1] Ένα ποσοστό του δείγματος (8%) αποτελείται από επιθετικές εξαγορές
[2] Το δείγμα αποτελείται από διαγώνιες συγχωνεύσεις
[3] Συγχωνεύσεις, όπου η μία τουλάχιστον εταιρία ήταν τράπεζα
[4] Οι 50 μεγαλύτερες συγχωνεύσεις της περιόδου
[5] Συγχωνεύσεις αξίας μεγαλύτερης από $100 εκατ.
Τα ποσοστά που συμβολίζονται με * είναι στατιστικά έγκυρα

3.1.1.1 Ανάλυση των Εμπειρικών Ερευνών για τις Εταιρίες-Αγοραστές των ΗΠΑ

Βραχυπρόθεσμα Χρονικά Παράθυρα

Σε μια προσπάθεια ανάλυσης των δεδομένων του παραπάνω πίνακα μπορούμε να πούμε πως οι Mitchell and Lehn (1990), Eckbo (1983) και Weir (1983) μελετώντας χρονικά παράθυρα μιας ημέρας (0) κατέγραψαν αποδόσεις που κυμαίνονται μεταξύ -0,3% και 0,7%. Στις έρευνες στις οποίες εκτός από τη μέρα της ανακοίνωσης της εξαγοράς-συγχώνευσης εξετάζεται και η προηγούμενη μέρα (-1,0) το εύρος των αποδόσεων αυξάνεται και ορίζεται μεταξύ -3,3% και 1% (Asquith *et al.*, 1990; Travlos, 1987; Asquith, 1983; Asquith *et al.*, 1983; Asquith and Kim, 1982 και Dodd, 1980), ενώ στα ίδια πλαίσια κινούνται και τα αποτελέσματα των ερευνών των Moeller *et al.* (2005), Andrade *et al.* (2001), Eckbo (1983), Martínez-Jerez (2002), Andrade *et al.* (2001), Mulherin and Boone (2000), Mitchell and Lehn (1990) και Morck *et al.* (1989) στις οποίες χρησιμοποιείται χρονικό παράθυρο τριών ημερών (-1,1).

Πολλοί ερευνητές επιλέγουν να εφαρμόσουν βραχυπρόθεσμα χρονικά παράθυρα με διάρκεια περισσότερων ημερών ή λίγων μηνών. Λαμβάνοντας υπόψη τις έρευνες των DeLong (2001), Schwert (2000), Walker (2000), Loderer and Martin (1990), Mitchell and Lehn (1990), Travlos (1987), Varaiya and Ferris (1987), Eckbo (1983) και Asquith and Kim (1982) παρατηρείται πως τα ποσοστά των αθροιστικών μη ομαλών αποδόσεων κυμαίνονται σε μεγαλύτερο εύρος τιμών απ' ότι σημειώθηκε έως τώρα και συγκεκριμένα από -3.9% έως 3.2%.

Σε αρκετές εμπειρικές έρευνες το χρονικό παράθυρο εκτίμησης των αποτελεσμάτων τελειώνει με βάση είτε την ολοκλήρωση της συγχώνευσης-εξαγοράς είτε την εγκατάλειψή της είτε την τελευταία πρόταση συνένωσης. Ανεξάρτητα από την έκβαση της πρότασης, ωστόσο παρατηρείται πως οι περισσότερες μελέτες καταγράφουν αρνητικές αποδόσεις. Ειδικότερα, σύμφωνα με τους Andrade *et al.*, 2001; Healy *et al.*, 1992; Servaes, 1991; Asquith, 1983 η ολοκλήρωση της συγχώνευσης-εξαγοράς επιφέρει αρνητικά αποτελέσματα στην εταιρία-αγοραστή. Αλλά και η μη ολοκλήρωση της εταιρικής συνένωσης συνεπάγεται μεγάλες απώλειες,

με τους Asquith (1983) και Dodd (1980) να σημειώνουν αποδόσεις της τάξης του -5.5%.

Μακροπρόθεσμα Παράθυρα

Πολλοί είναι οι συγγραφείς που υποστηρίζουν πως οι μη ομαλές αποδόσεις που προκύπτουν σε βραχυπρόθεσμα χρονικά παράθυρα γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων-εξαγορών δεν δύνανται να αντικατοπτρίζουν πλήρως και αξιόπιστα τις συνέπειες μιας τόσο σύνθετης στρατηγικής επιλογής. Έτσι λοιπόν, πραγματοποιήθηκαν εμπειρικές μελέτες, οι οποίες εξετάζουν τις μη ομαλές αποδόσεις για τις εταιρίες-αγοραστές σε μακροπρόθεσμα χρονικά παράθυρα, διάρκειας από ένα έως πέντε έτη έπειτα από την ημερομηνία ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων-εξαγορών.

Λαμβάνοντας υπόψη το σύνολο των ανωτέρω εμπειρικών ερευνών συμπεραίνεται πως η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων-εξαγορών αποτελεί ζημιογόνο επιλογή για τις εταιρίες-αγοραστές, δεδομένου ότι σε μακροχρόνιο ορίζοντα οι μη ομαλές αποδόσεις καταγράφονται αρνητικές και στην πλειοψηφία τους στατιστικά έγκυρες. Οι εμπειρικές έρευνες των Malatesta (1983), Langetieg (1978), Agrawal *et al.* (1992) αποκαλύπτουν αρνητικές αποδόσεις που ξεκινάνε από ποσοστά της τάξης του -1.5%, ενώ σε αρκετές περιπτώσεις ξεπερνούν το -10%.

Τα αρνητικά αποτελέσματα που καταγράφονται για τις εταιρίες-αγοραστές σε μακροχρόνιο ορίζοντα εικάζεται ότι οφείλονται αφενός στην ακριβέστερη και χωρίς πίεση από την αγορά αξιολόγηση της εταιρικής συνένωσης και αφετέρου στις νέες πληροφορίες που δημοσιοποιούνται σχετικά με τη συναλλαγή. Αυτό που, επίσης, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη είναι η πιθανή επίδραση σημαντικών γεγονότων στην εξέλιξη της μετοχικής αξίας των εταιριών-αγοραστών, τα οποία δεν σχετίζονται με την εταιρική συνένωση.

3.1.2 Ο Οικονομικός Αντίκτυπος των Επιθετικών Εξαγορών στις Εταιρίες-Αγοραστές των ΗΠΑ

Οι εμπειρικές έρευνες που αξιολογούν τα βραχυπρόθεσμα αποτελέσματα των επιθετικών εξαγορών για τις εταιρίες-αγοραστές των ΗΠΑ καταγράφονται στον παρακάτω Πίνακα 3-2.

Πίνακας 3-2 Ο οικονομικός αντίκτυπος των επιθετικών εξαγορών στις εταιρίες-αγοραστές των ΗΠΑ

Συγγραφείς (1)	**Περίοδος δείγματος (2)**	**Σωρευτικές μη ομαλές αποδόσεις (3)**	**Μέγεθος δείγματος (4)**	**Χρονικό παράθυρο (ημέρες) [μήνες] (5)**
Asquith *et al.* (1990)	1973-83	Σύνολο 0.20%	34	(-1,0)
Bradley (1980)[1]	1962-77	Ολοκληρωμένες (μετρητά) 4% 4.36%* Μη ολοκληρωμένες -2.96%	88 46	(-2,2) (-20,20) (-20,20)
Byrd and Hickman (1992)	1980-87	-1.23%*	128	(-1,0)
Dodd and Ruback (1977)	1958-75	Ολοκληρωμένες 2.83%* Μη ολοκληρωμένες 0.58%	124 48	[0]
Frank and Harris (1989)	1955-85	1.0% 0.7%	164	[0] [-4,1]
Jarrell and Bradley (1980)	1962-77	6.66%*	88	(-40,20)

Jarrell and Poulsen (1987)	1962-85		405	
	1962-70	1.14%* 2.04%* 4.40%* 4.95%*	106	(-10,5) (-10,20)
	1971-80	1.22%* 2.21%* -1.10% -0.04%	140	
	1981-85		159	
Kummer and Hoffmeister (1978)	1956-74	Μετρητά 5.20%* 10.62%	17	[0] [-1,1]
Lang *et al.* (1989)	1968-86	0.1% (0.09)	87	(-5,5)
Loderer and Martin (1990)	1966-84	0.52% (1.24)	274	(-5,0)
Servaes (1991)	1972-87	-4.71% (0.11)	77	(-1,τέλος)[3]
Smith and Kim (1994)	1980-86	Ολοκληρωμένες και μη 0.67% 0.50% -0.23%* 2.76%*	177	(-60,-6) (-5,5)[4] (-1,0) (6,60)
Walker (2000)	1980-96	0.51%	48	(-2,2)

Τα ποσοστά που συμβολίζονται με * είναι στατιστικά έγκυρα

Σε αντίθεση με τις συγχωνεύσεις-εξαγορές όπου παρατηρήθηκε υψηλή διασπορά αποτελεσμάτων για τις εταιρίες-αγοραστές, στην περίπτωση των επιθετικών εξαγορών μειώνεται σε μεγάλο βαθμό η εμφάνιση αρνητικών αποδόσεων για τις υπό εξέταση εταιρίες. Τα ποσοστά των μη ομαλών αποδόσεων για τις εταιρίες-αγοραστές κυμαίνονται από -8.5% (Bradley *et al.*, 1983) έως 11% (Kummer and Hoffmeister, 1978), ωστόσο στην πλειοψηφία των εμπειρικών ερευνών τα αποτελέσματα καταγράφονται θετικά. Μάλιστα, πολλά από τα θετικά ποσοστά αποδόσεων εμφανίζουν στατιστική εγκυρότητα. Παράλληλα, τα ποσοστά των εταιριών-αγοραστών που εμφανίζουν θετικά ποσοστά αποδόσεων εμφανίζονται κοντά και γύρω από το 50% του συνόλου (Leeth and Borg, 2000; Walker, 2000; Smith and Kim, 1994; Loderer and Martin, 1990; Frank and Harris, 1989; Bradley *et al.*, 1988).

Τα αποτελέσματα των εμπειρικών ερευνών σε βραχυπρόθεσμα χρονικά παράθυρα διάρκειας λίγων ημερών (από δύο έως δεκαέξι), βάσει της ημερομηνίας ανακοίνωσης των επιθετικών εξαγορών, καταδεικνύουν αύξηση της μετοχικής αξίας των εταιριών-αγοραστών. Στις περισσότερες έρευνες τα ποσοστά καταγράφονται θετικά έως και 4% (Jarrell and Poulsen, 1987; Bradley, 1980), ενώ αρνητικά αποτελέσματα καταγράφονται μόνο στις έρευνες των Smith and Kim (1994), Byrd and Hickman (1992) και Travlos (1987). Το ίδιο συμπέρασμα διαμορφώνεται και όταν διευρύνεται η χρονική διάρκεια αξιολόγησης είτε σε πολλές ημέρες (περισσότερες από τριάντα) είτε σε λίγους μήνες (από ένα έως τρεις). Έτσι λοιπόν, με εξαίρεση τις έρευνες των Leeth and Borg (2000), Bradley *et al.* (1983) και Servaes (1991), στις έρευνες των Smith and Kim (1994), Frank and Harris (1989), Bradley (1988;1980), Jarrell and Poulsen (1987), Jarrell and Bradley (1980), Kummer and Hoffmeister (1978) και Dodd and Ruback (1977) τα ποσοστά αποδόσεων εμφανίζονται θετικά. Αξίζει μάλιστα να σημειωθεί πως στις έρευνες των Jarrell and Poulsen (1987), Jarrell and Bradley (1980) και Kummer and Hoffmeister (1978) τα θετικά ποσοστά αγγίζουν ή ξεπερνάνε το 5%.

Αξιολογώντας τη διαχρονική εξέλιξη του φαινομένου των επιθετικών εξαγορών, παρατηρείται πως στο σύνολο των εμπειρικών ερευνών καταγράφονται θετικά και στατιστικά έγκυρα ποσοστά αποδόσεων για τις εταιρίες-αγοραστές έως τις αρχές της δεκαετίας του 1970 (Jarrell and Poulsen, 1987; Bradley, 1980; Jarrell and Bradley, 1980; Kummer and Hoffmeister, 1978; Dodd and Ruback, 1977). Μάλιστα, τα εν λόγω ποσοστά βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα, καθώς κυμαίνονται από 3% έως 11%. Τα αρνητικά αποτελέσματα για τις εταιρίες-αγοραστές εμφανίζονται, κατά κύριο λόγο, από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 έως και την επόμενη δεκαετία, σύμφωνα με τις έρευνες των Smith and Kim (1994), Byrd and Hickman (1992), Servaes (1991), Jarrell and Poulsen (1987) και Travlos (1987). Ωστόσο, στις έρευνες των Walker (2000), Asquith *et al.* (1990), Loderer and Martin (1990) και Jarrell and Poulsen (1987), όπου το χρονικό διάστημα δειγματοληψίας εμπίπτει στην εν λόγω χρονική περίοδο, αναδεικνύονται θετικά αποτελέσματα έως 2%. Κατά συνέπεια, αν και δεν μπορεί να σχηματισθεί ένα σαφές συμπέρασμα για το τελευταίο τέταρτο του περασμένου αιώνα, είναι προφανές πως οι αποδόσεις των εταιριών-αγοραστών καταγράφουν μια πτωτική πορεία στην διάρκεια των χρόνων, χωρίς ωστόσο αυτό να σημαίνει πως παγιώνονται σε αρνητικά επίπεδα.

3.1.3 Παράγοντες που Επηρεάζουν τις Αποδόσεις των Εταιριών –Αγοραστών

– ***Μέσο Χρηματοδότησης***

Λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματα των εμπειρικών ερευνών που διαχωρίζουν τις εταιρίες-αγοραστές με βάση το μέσο που χρησιμοποιείται για την ολοκλήρωση της συνένωσης, καταλήγουμε πως ο τρόπος χρηματοδότησης, τόσο στην περίπτωση των εξαγορών-συγχωνεύσεων όσο και των επιθετικών εξαγορών, αποτελεί σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα του οικονομικού αντόκτυπου για τις υπο εξέταση εταιρίες. Ειδικότερα, οι Asquith et al. (1990) κατέγραψαν ποσοστό απόδοσης 0,91% για συγχωνεύσεις μέσω μετρητών και αρνητικό ποσοστό απόδοσης -2,58% για συνενώσεις μέσω μετοχών. Να σημειωθεί ότι και τα δύο αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά. Οι αποδόσεις των εταιριών-αγοραστών που χρησιμοποιούν μετρητά υπερτερούν και στις έρευνες των Frank et al. (1991) και του Servaes (1991) σημειώνοντας ποσοστά της τάξης του 0,83% και 3,44% αντίστοιχα έναντι των εταιριών που χρησιμοποιούν μετοχές, όπου οι αποδοσεις είναι -3,15% και -5,86%. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνονται και από τις μελέτες των Fuller et al. (2002), Leeth and Borg (2000) και Travlos (1987).

– ***Αριθμός Ενδιαφερόμενων Εταιριών-Αγοραστών***

Σε πολλές περιπτώσεις παρατηρείται έντονος ανταγωνισμός μεταξύ των εταιριών-αγοραστών για την απόκτηση των εταιριών-στόχων, γεγονός που έχει αρνητικές επιπτώσεις για τις ίδιες. Όπως είναι αναμενόμενο το τίμημα που προσφέρεται στις εξαγοραζόμενες συνεχώς αυξάνεται με αποτέλεσμα το κόστος απόκτησης της εταιρίας να είναι αρκετά υψηλό και οι αποδόσεις που εμφανίζονται κατά τη διάρκεια της ανακοίνωσης της συνένωσης είναι αρνητικές. Τα παραπάνω επιβεβαιώνονται και από τις έρευνες των Frank et al. (1991) και των Servaes (1991) όπου οι αποδόσεις των εταιριών που είναι οι μοναδικοί ενδιαφερόμενοι για την εταιρία-στόχο κυμαίνονται μεταξύ -0,92% και -0,35% ενώ η ύπαρξη πολλών πιθανών αγοραστών παρουσιάζει αποδόσεις μεταξύ -1,35% και -0,25%. Ομοίως, και στις περιπτώσεις των

επιθετικών εξαγορών οι Bradley et al. (1988) και οι Frank and Harris (1989) παρουσιάζουν καλύτερα αποτελέσματα για τις περιπτώσεις που δεν υπάρχει ανταγωνισμός.

- ***Τύπος Προσέγγισης Εταιρίας-Στόχου***

Ο τρόπος προσέγγισης των εταιριών-στόχων από τις εταιρίες-αγοραστές φαίνεται πως επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό τα αποτελέσματα για τις τελευταίες, όπως προκύπτει με σαφήνεια από την ανάλυση των εμπειρικών ερευνών στα προηγούμενα κεφάλαια. Ωστόσο, σε συνδυασμό με τη διαδικασία προσέγγισης των εταιριών-στόχων θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και τα κίνητρα των εταιριών-αγοραστών. Ένα βασικό κίνητρο που ωθεί τις εταιρίες-αγοραστές σε επιθετικές εξαγορές είναι η απόκτηση εταιριών που λειτουργούν κάτω από τις δυνατότητές τους, καθώς πιστεύεται πως με σωστή διαχείριση μπορούν να αποκομίσουν σημαντικά κέρδη. Στην περίπτωση αυτήν ο οικονομικός αντίκτυπος που απορρέει για τις εταιρίες-αγοραστές καταγράφεται θετικός. Από την άλλη μεριά, όταν οι επιθετικές εξαγορές συμβαίνουν εξαιτίας υπερβολικής περηφάνιας ή αυτοπεποίθησης των διοικητικών στελεχών καταβάλλονται πολύ υψηλές υπεραξίες για την εξαγορά των εταιριών-στόχων, με συνέπεια την εμφάνιση αρνητικών αποτελεσμάτων για τις εταιρίες-αγοραστές.

- ***Είδος Εταιρικής Συνένωσης***

Αναφορικά με το είδος της εταιρικής συνένωσης, οι συσχετισμένες εξαγορές-συγχωνεύσεις, οι οποίες πραγματοποιούνται με σκοπό την πραγμάτωση συνεργιών μεταξύ των δύο συναλλασσόμενων εταιριών, επιφέρουν θετικά αποτελέσματα για τις εταιρίες-αγοραστές, σε αντίθεση με τις ασυσχέτιστες ή διαγώνιες συνενώσεις, σύμφωνα με τους Walker (2000), Maquieira*et al.* (1998), Datta *et al.* (1992) και Morck *et al.* (1989). Επίσης, η υλοποίηση εταιρικών συνενώσεων βάσει στρατηγικών κινήτρων, όπως η αύξηση του μεριδίου αγοράς και η ανάπτυξη και η εξασφάλιση πόρων-πηγών, συνεπάγεται αρνητικά ποσοστά αποδόσεων για τις υπό εξέταση εταιρίες.

– ***Εισηγμένες και μη Εταιρίες-Στόχοι***

Οι Moeller *et al.* (2005) και Fuller *et al.* (2002) υποστηρίζουν πως τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων-εξαγορών για τις εταιρίες-αγοραστές επηρεάζονται από το είδος των εταιριών-στόχων. Συγκεκριμένα, οι συνενώσεις με ιδιωτικές και θυγατρικές εταιρίες, εμφανίζονται ως οι πιο συμφέρουσες, ενώ αντίθετα οι πιο ζημιογόνες είναι αυτές με εισηγμένες εταιρίες-στόχους. Το γεγονός αυτό οφείλεται στη δυσκολία μεταβίβασης που υπάρχει για τις πρώτες, οπότε το ενδιαφέρον που υπάρχει για την εξαγορά τους είναι μικρό σε σχέση με τις εταιρίες που διαπραγματεύονται στη χρηματιστηριακή αγορά (Koeplin *et al.,* 2000). Αντιθέτως, οι εισηγμένες εταιρίες μπορούν να εξαγορασθούν ευκολότερα και από τον οποιοδήποτε. Επίσης, η αξία των εισηγμένων εταιριών διαμορφώνεται στη χρηματιστηριακή αγορά και το τίμημα που θα πρέπει να καταβληθεί θα πρέπει να υπερβαίνει τη χρηματιστηριακή τους αξία. Επιπρόσθετα, οι εισηγμένες εταιρίες-στόχοι, σε αντίθεση με τις ιδιωτικές εταιρίες, πολλές φορές γίνονται αντικείμενο ενδιαφέροντος για δύο ή περισσότερες υποψήφιες εταιρίες που επιθυμούν να τις εξαγοράσουν, με συνέπεια την εμφάνιση των αποτελεσμάτων που αναφέρθηκαν παραπάνω.

– ***Μέγεθος των Εταιριών-Στόχων***

Αν και για τις περισσότερες θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί υπάρχει σχετική ομοφωνία μεταξύ των ερευνητών σχετικά με το πως αυτές επηρεάζουν τα αποτελέσματα για τις εταιρίες-αγοραστές, στην περίπτωση που λαμβάνεται υπόψη το μέγεθος των εταιρών-στόχων συγκριτικά με αυτό των εταιριών-αγοραστών, οι απόψεις αποκλίνουν. Σύμφωνα με τους Fuller *et al.* (2002) όσο μεγαλύτερο είναι το σχετικό μέγεθος των εταιριών-στόχων τόσο υψηλότερες είναι οι ζημιές για τις εταιρίες-αγοραστές, καθώς οι εταιρίες-στόχοι αφενός έχουν ισχυρή διαπραγματευτική δύναμη και αφετέρου δεν μπορούν να ενσωματωθούν άμεσα και αποτελεσματικά από τις εταιρίες-αγοραστές. Αντιθέτως, οι Tuch and O'Sullivan (2007), Jarrell and Poulsen (1989) και Asquith *et al.* (1983) υποστηρίζουν πως η συνένωση με εταιρίες-στόχους μεγάλου μεγέθους σε σχέση με το μέγεθος των εταιριών-αγοραστών συνεπάγεται θετικές συνέπειες για τις τελευταίες.

3.2 Εμπειρικές Έρευνες για τις Εταιρίες-Αγοραστές Διαφόρων Χωρών

Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων-εξαγορών στις δυτικές χώρες είναι σαφώς μειωμένης έντασης σε σχέση με τις ΗΠΑ, γεγονός που επιβεβαιώνεται από τον σχετικά μικρό αριθμό εμπειρικών μελετών που αξιολογούν τις συνέπειες του φαινομένου, καθώς και από την περιορισμένη χρονική περίοδο δειγματοληψίας που αυτές καλύπτουν. Η γεωγραφική περιοχή φαίνεται να παίζει σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των σωρευτικών μη ομαλών αποδόσεων των εταιριών-αγοραστών. Πριν προχωρήσουμε σε λεπτομερέστερη ανάλυση των υπόλοιπων χωρών μπορούμε να πούμε πως οι τελευταίες σε σχέση με τις ΗΠΑ παρουσιάζουν καλύτερα αποτελέσματα, ενώ παράλληλα η πλειοψηφία τους συνοδεύεται από στατιστική αξιοπιστία.

Αναλυτικότερα, και όσο αφορά στην Ευρώπη οι Faccio *et al.* (2003) μελετώντας ένα δείγμα 1.294 εταιρικών συνενώσεων με εισηγμένες και μη εταιρίες στόχους για το χρονικό διάστημα 1996-2001, κατέληξαν στο στατιστικά σημαντικό ποσοστό απόδοσης της τάξης του 1,75%. Οι Goergen and Renneboog (2004) για παρόμοια περίοδο έρευνας (1993-00) κατέγραψαν αποδόσεις για τις εταιρίες αγοραστές που κυμαίνονται από 0,40% έως και 1,18%. Ομοίως, με τις έρευνες των Campa and Hernando (2004) και Lazaridis *et al.* (1999) οι εταιρίες-αγοραστές εμφανίζουν οριακά κέρδη.

Οι εταιρίες-αγοραστές του Ηνωμένου Βασιλείου φαίνεται να καταγράφουν αξιόλογα κέρδη προς το τέλος της δεκαετίας του 1990, ωστόσο όταν λαμβάνεται υπόψη και η προηγούμενη δεκαετία τα αποτελέσματα είναι αντικρουόμενα. Γενικότερα, τα θετικά ποσοστά μη ομαλών αποδόσεων που εμφανίζονται για τις εταιρίες-αγοραστές του Ηνωμένου Βασιλείου στις έρευνες των Conn *et al.* (2003), Faccio *et al.* (2003), Raj and Forsyth (2002), Floreani and Rigamonti (2001) και Frank and Harris (1989) είναι σχετικά υψηλά, καθώς βρίσκονται γύρω από το 1%, ενώ είναι συνολικά στατιστικά έγκυρα.

Τέλος, θετικά ποσοστά αποδόσεων αναδεικνύονται και για χώρες όπως η Γαλλία (Meschi and Metais, 2006), η Ιαπωνία (Lazaridis *et al.,* 1999), η Αυστραλία (Floreani and Rigamonti, 2001), ο Καναδάς (Ben-Amar and Andre, 2006; Eckbo and Thorbun, 2000) και η Σουηδία (Doukas *et al.*,2002), αν και για την τελευταία τα

αποτελέσματα δεν είναι ξεκάθαρα θετικά αλλά φαίνεται να προσδιορίζονται από το είδος της συγχώνευσης.

ΜΕΡΟΣ ΙΙΙ

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ-ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Κεφάλαιο 4: Οι Συγχωνεύσεις-Εξαγορές στην Ελλάδα

4.1 Επισκόπηση Ελληνικής Βιβλιογραφίας

Η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων-εξαγορών στην Ελλάδα, αν και άρχισε με μικρή καθυστέρηση σε σχέση με τις άλλες χώρες, παρουσιάζει μια ιδιαίτερα ανοδική τάση κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών. Ο αριθμός και η αξία των εταιρικών συνενώσεων αυξάνονται συνεχώς, ενώ παράλληλα οι μελλοντικές προοπτικές διαγράφονται αρκετά θετικές. Αυτή η έντονη επιχειρηματική δραστηριότητα έχει εγείρει αρκετά ερωτήματα, όπως: Ποιός είναι λόγος για τον οποίον πραγματοποιούνται συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων; Δημιουργείται πρόσθετη αξία από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων ή όχι; Τέλος, ποιά η επίδραση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς στην τιμή της μετοχής της αγοράζουσας ή της αγοραζόμενης επιχείρησης. Η ελληνική βιβλιογραφία έχει ασχοληθεί ως κάποιο βαθμό με την επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον πλούτο των μετόχων των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων σε πράξη συνένωσης, ενώ τα αποτελέσματα κάποιων μελετών αναφέρονται στη συνέχεια.

Ο Ταμπακούδης (2009) εξέτασε ένα δείγμα 50 εταιριών-στόχων, οι οποίες συμμετείχαν σε δραστηριότητες εξαγορών-συγχωνεύσεων κατά τη διετία 2004-2005. Ειδικότερα, για χρονικό παράθυρο τριών ημερών βάσει της ημερομηνίας ανακοίνωσης της συνένωσης (-1,1), κατέγραψε ποσοστό αθροιστικής μη κανονικής απόδοσης που ανέρχεται στο 5,21% και εμφανίζει στατιστική εγκυρότητα. Όταν το χρονικό παράθυρο επεκτείνεται καλύπτοντας πέντε ημέρες πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης (-5,5) το ποσοστό αυξάνεται στο 6,12%. Τέλος, για διάστημα αρκετών ημερών (-30,30) οι αποδόσεις φτάνουν το 2,04%, τιμή που όμως δεν είναι στατιστικά σημαντική. Τα αποτελέσματα, τώρα, για τις εταιρίες-στόχους με κριτήριο την εθνικότητα των εταιριών-αγοραστών εμφανίζονται θετικά και στις δύο κατηγορίες με τα ποσοστά των εγχώριων εξαγορών-συγχωνεύσεων να κυμαίνονται από 0,87% έως 6,22% και τα αντίστοιχα των διασυνοριακών να υπερισχύουν ξεκινώντας από 4,16% και φτάνοντας ως 12,68%. Θα πρέπει να επισημανθεί πως τα εν λόγω ποσοστά στερούνται στατιστικής εγκυρότητας. Επιπλέον, κατέληξε πως η

ανακοίνωση συγχωνεύσεων-εξαγορών προκαλεί θετικό οικονομικό αντίκτυπο στις ελληνικές εταιρίες-αγοραστές, καθώς σε βραχυπρόθεσμα χρονικά παράθυρα διάρκειας τριών έως έντεκα ημερών οι αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις κυμαίνονται από 0.14% έως 0.94%, χωρίς όμως να παρουσιάζουν στατιστική εγκυρότητα. Για χρονικό παράθυρο (-30,30) η απόδοση καταγράφεται αρνητική και στατιστικά μη έγκυρη στο -2,01%.

Η μελέτη των Πρωτόπαπα , Τραυλού και Τσαγκαράκη (2003) διερευνά την επίδραση της ανακοίνωσης προτάσεων συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν επιτυχώς στις τιμές των μετοχών ελληνικών εταιριών για την περίοδο 1988-1997. Κατά την περίοδο διερεύνησης εξετάστηκε ένα δείγμα επιχειρήσεων αποτελούμενο από 56 εξαγοράζουσες και 16 εξαγοραζόμενες εταιρείες και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι δραστηριότητες που δημιουργούν αξία , η οποία μάλιστα διαμοιράζεται στις εμπλεκόμενες εταιρείες. Πιο συγκεκριμένα, οι συγγραφείς διαπίστωσαν θετικές και στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις για τις εξαγοράζουσες εταιρίες κατά την περίοδο της ανακοίνωσης με το ποσοστό τους να φτάνει το 1,99% για εξεταζόμενο χρονικό παράθυρο έξι ημερών (-5,0). Αντίστοιχα και οι εξαγοραζόμενες εταιρίες παρουσιάζουν θετικές και στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις, οι οποίες για το ίδιο χρονικό παράθυρο κατέγραψαν αποδόσεις της τάξης του 8,88%.

Τα δεδομένα των ελληνικών επιχειρήσεων που επιλέχθηκαν στην έρευνα των Αγιάκογλου και Ζώντου (2008) αφορούν στις ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών, οι οποίες είχαν επιτυχή έκβαση κατά την περίοδο 1998-2006. Τα δεδομένα που εξετάστηκαν αφορούν 106 εταιρίες-αγοραστές και 56 εταιρίες-στόχους. Συγκεκριμένα, για τα διαστήματα (-6,0) και (-5,0) οι αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις είναι 2,38% και 1,93% αντίστοιχα και στατιστικά σημαντικές για τις εταιρίες-αγοραστές. Για διάστημα πέντε ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης (-2,2) είναι 0,94%. Όσο αφορά στις αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραζόμενων εταιριών καταγράφεται και εδώ θετική αντίδραση και πιο συγκεκριμένα για χρονικά παράθυρα (-6,0), (-2,2) και (-1,1) οι αποδόσεις είναι στατιστικά έγκυρες και ίσες με 6%, 4% και 3,98% αντίστοιχα.

4.2 Οι Εξαγορές-Συγχωνεύσεις κατά το Χρονικό Διάστημα 2008-2010

Σκοπός του παρόντος κεφαλαίου είναι η διερεύνηση της επίδρασης της ανακοίνωσης μιας επικείμενης εξαγοράς-συγχώνευσης στη μετοχική αξία των συμβαλλόμενων επιχειρήσεων στα πλαίσια της ελληνικής πραγματικότητας. Ως ανακοίνωση θεωρείται η δημοσίευση στα δελτία τύπου της πληροφορίας που κοινοποιεί στο επενδυτικό κοινό την πρόθεση μιας επιχείρησης να προβεί σε συγχώνευση-εξαγορά. Ουσιαστικά, γίνεται μια προσπάθεια εξέτασης του αντικειμενικού αντίκτυπου μιας πράξης συνένωσης στην αξία της επιχείρησης. Μέσω ενός αριθμού επιχειρήσεων που ενεπλάκησαν σε δραστηριότητα εταιρικής συνένωσης διαπιστώνεται κατά πόσο η ανακοίνωση ενός τέτοιου γεγονότος αποτυπώνεται στη μετοχή των εταιριών.

4.2.1 Διαδικασία συλλογής δειγμάτων

Το δείγμα που χρησιμοποιείται αναφέρεται σε επιχειρήσεις που ενεπλάκησαν σε πράξη εταιρικής συνένωσης κατά τα έτη 2008, 2009 καθώς και τους πρώτους εννέα μήνες του 2010. Συμπεριλαμβάνει τις προτάσεις για συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ ελληνικών επιχειρήσεων, καθώς και αυτές όπου η μία συναλλασσόμενη εταιρία ήταν ελληνική και η άλλη ξένη, ανεξαρτήτως του τελικού αποτελέσματος (ολοκλήρωση ή μη της συγχώνευσης-εξαγοράς). Το δείγμα περιλαμβάνει 58 συγχωνεύσεις-εξαγορές με τη συμμετοχή ελληνικών επιχειρήσεων. Για να συμπεριληφθεί το γεγονός της ανακοίνωσης μιας επικείμενης εξαγοράς-συγχώνευσης στο δείγμα θα πρέπει:

i. η ανακοίνωση της πρότασης για συγχώνευση-εξαγορά να έχει γίνει από 1/1/2008 έως 30/9/2010
ii. οι μετοχές των εταιριών-αγοραστών ή των εταιριών-στόχων να διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών
iii. να υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για τις τιμές κλεισίματος των εταιριών-αγοραστών ή των εταιριών-στόχων κατά το χρόνο ανακοίνωσης της συγχώνευσης-εξαγοράς.

Οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν για την άντληση στοιχείων σχετικά με τις εταιρικές συνενώσεις είναι τα ημερήσια Δελτία Τύπου και οι ανακοινώσεις των εισηγμένων εταιριών στον ημερήσιο έντυπο και ηλεκτρονικό τύπο (Ναυτεμπορική,

Presspoint). Οι ημερήσιες τιμές κλεισίματος των μετοχών των εταιριών-στόχων αντλήθηκαν από το δικτυακό τόπο της εφημερίδας Ελευθεροτυπίας (http://www.enet.gr/finance/sharesSearch) και της εφημερίδας Ναυτεμπορική (http://www.naftemporiki.gr/markets/_glance.asp).

4.2.2 Τα Χαρακτηριστικά του Δείγματος των Επιχειρήσεων

Αρχικά, και όσο αφορά την πορεία των εξαγορών-συγχωνεύσεων το εξεταζόμενο διάστημα, να αναφερθεί πως σημειώθηκε σημαντική αύξηση κατά το πρώτο εξάμηνο του 2008, με την αξία των συναλλαγών να ξεπερνά τα 5,3 δισ. ευρώ, ύστερα από το πάγωμα των υπό εξέλιξη πράξεων του προηγούμενου έτους, εξαιτίας της πτώσης του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Κάποιες από τις σημαντικότερες εξαγορές-συγχωνεύσεις της περιόδου ανήκουν στον κλάδο των Τραπεζών, όπως για παράδειγμα η απόκτηση του 80% της ρωσικής Uniastrum Bank από την Τράπεζα Κύπρου αξίας €371 εκατ. ή η απόκτηση του 51% της Capital Partners από την Τράπεζα Πειραιώς για €32 εκατ., στον κλάδο των Τροφίμων και Ποτών, όπως η συγχώνευση της Vivartia A.B.E.E. με τη Nonni's Food Company Inc., αξίας $320 εκατ. δολάρια ή της Coca-Cola EEE A.E. με τη Socib SpA που άγγιξε το ποσό των €279 εκατ. Τέλος, δεν πρέπει να παραβλεφθεί η απόκτηση του 25% του ΟΤΕ από τη Deutsche Telecom για το σημαντικό ποσό των €3 δισ.

Στο δεύτερο μισό του έτους παρατηρείται μια απότομη πτώση των δραστηριοτήτων εξαγορών-συγχωνεύσεων, η οποία συνεχίζεται και το 2009, εξαιτίας της ύφεσης της οικονομίας, της μειωμένης ρευστότητας και του υψηλού κόστους κεφαλαίου. Η περίοδος ολοκληρώνεται με τις πράξεις συνένωσης του 2010, με κυρίαρχη την πρόταση εξαγοράς που απηύθυνε η Τράπεζα Πειραιώς στο Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο και την Αγροτική Τράπεζα, η οποία ωστόσο δεν ολοκληρώθηκε.

Σχετικά με το δείγμα των επιχειρήσεων που τελικά χρησιμοποιήθηκε, και πριν τη διερεύνηση του οικονομικού αντίκτυπου της ανακοίνωσης της επικείμενης πράξης στη μετοχική αξία τόσο των εταιριών-στόχων όσο και των εταιριών-αγοραστών, γίνεται μια προσπάθεια κατάταξής τους ανάλογα με τον κλάδο δραστηριοποίησής

τους, το είδος της συνένωσης τους (εγχώρια ή διασυνοριακή) και τη συσχέτιση ή μη των δραστηριοτήτων τους. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στη συνέχεια.

Πίνακας 4-1 Χαρακτηριστικά Δείγματος

Κατηγοριοποίηση βάσει επιχειρηματικού κλάδου	***Αριθμός Επιχειρήσεων***
Βιομηχανία	3
Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά - Είδη Προσωπικής Φροντίδας	4
Εκδόσεις	2
Εστίαση	2
Κατασκευές / Real Estate	3
Κτηνοτροφία & Ιχθυοτροφία	3
Λιανεμπόριο & Χονδρεμπόριο	7
Λοιπές Υπηρεσίες	4
Ξενοδοχεία, Εστιατόρια, Διασκέδαση	1
Πλαστικά & Συσκευασίες	1
Πρώτες Ύλες - Ορυχεία	2
Τεχνολογία & Η/Υ	3
Τράπεζες & Χρημα/κές Υπηρεσίες	9
Τρόφιμα & Ποτά	6
Υγεία	5
Χημικά & Φαρμακευτικά	2
Σύνολο	**57**
Κατηγοριοποίηση βάσει εθνικότητας	
Διασυνοριακές	13
Εγχώριες	44
Σύνολο	**57**

Λαμβάνοντας υπόψη το κριτήριο του επιχειρηματικού κλάδου, αυτός που εμφανίζει τη σημαντικότερη κινητικότητα σε συγχωνεύσεις-εξαγορές είναι οι Τράπεζες & Λοιπές Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες, ενώ ακολουθούν το Λιανεμπόριο & Χονδρεμπόριο, τα Τρόφιμα και Ποτά και η Υγεία. Αντίθετα, οι κλάδοι που παρουσιάζουν τη χαμηλότερη ή μηδενική δραστηριότητα συγχωνεύσεων-εξαγορών είναι αυτοί των Ξενοδοχείων, Εστιατορίων και Διασκέδασης, της Ενέργειας και Μεταφορών και της Ναυτιλίας.

Αναφορικά με τη γεωγραφική κατανομή, ο αριθμός των ελληνικών επιχειρήσεων που επιδιώκουν να αναπτυχθούν και να επεκταθούν σε νέες αγορές μέσω συνένωσης με αλλοεθνείς επιχειρήσεις φτάνει μόλις το 20% επί του συνόλου των συναλλαγών. Στην πλειοψηφία των περιπτώσεων οι συνενώσεις αφορούν εταιρίες-στόχους που εδρεύουν σε γειτονικές χώρες. Η απόκτηση του 50% της τουρκικής Adocim Cimento Beton Sanayi ve Ticaret AS από την TITAN A.E., η συγχώνευση με απορρόφηση της ρουμανικής Seferco Development SA από τη Eurobank Properties, όπως και εταιρικές συνενώσεις μεταξύ ελληνικών και σέρβικων ή κυπριακών εταιριών, αποτελούν παραδείγματα διασυνοριακών πράξεων της εν λόγω περιόδου. Ακόμα πιο περιορισμένες φαίνεται να είναι οι επενδύσεις ξένων εταιριών στην Ελλάδα μέσω εξαγορών-συγχωνεύσεων, ενώ οι αλλοεθνείς εταιρίες προέρχονται από χώρες όπως η Γαλλία και η Ολλανδία. Οι υπόλοιπες συναλλαγές που αποτελούν και τη συντριπτική πλειοψηφία αφορούν εξαγορές εγχώριων επιχειρήσεων.

Με βάση το τρίτο κριτήριο κατηγοριοποίησης των εταιρικών συνενώσεων, τη συσχέτιση ή μη των δραστηριοτήτων των δύο εμπλεκόμενων εταιριών, προκύπτει πως οι περισσότερες συγχωνεύσεις-εξαγορές πραγματοποιήθηκαν από εταιρίες που ανταγωνίζονται στο ίδιο είδος επιχειρηματικής δραστηριότητας. Ειδικότερα, τα 4/5 σχεδόν των περιπτώσεων αναφέρονται σε οριζόντιες συνενώσεις. Το ποσοστό των διαγώνιων συγχωνεύσεων-εξαγορών, από την άλλη, φαίνεται πως βρίσκεται σε αρκετά χαμηλό επίπεδο, της τάξης του 9% επί του συνόλου. Τέλος, το ποσοστό των κάθετων συνενώσεων, όπου μεταξύ των εταιριών υπάρχει μια σχέση αγοραστή-πωλητή, παρουσιάζεται αρκετά χαμηλό σύμφωνα με τις χρησιμοποιούμενες επιχειρήσεις.

4.2.3 Μεθοδολογία ανάλυσης δεδομένων

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενα κεφάλαια, η τεχνική εμπειρικής έρευνας που επιλέχτηκε ώστε να διερευνηθεί ο οικονομικός αντίκτυπος της ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων-εξαγορών στη μετοχική αξία των συναλλασσόμενων εταιριών είναι η μελέτη γεγονότος (event study). Στην παρούσα μελέτη θα εφαρμοσθούν χρονικά

παράθυρα διάρκειας αρκετών ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συνένωσης.

Ένα επόμενο βασικό ζήτημα για την εφαρμογή της μελέτης γεγονότος είναι ο τρόπος υπολογισμού των μη ομαλών αποδόσεων (*abnormal returns*) της μετοχικής αξίας των υπό εξέταση εταιριών. Η μη ομαλή απόδοση μιας μετοχικής αξίας εκτιμάται βάσει ενός συγκεκριμένου μέτρου ή βάσης αξιολόγησης (*benchmark*), οπότε πρέπει να υιοθετηθεί ένα μοντέλο προσδιορισμού αναμενόμενων αποδόσεων. Η μη ομαλή απόδοση μιας μετοχής είναι η διαφορά της πραγματικής ποσοστιαίας μεταβολής της εν λόγω μετοχής, από τη ποσοστιαία μεταβολή του μέτρου αξιολόγησης. Στην παρούσα έρευνα εφαρμόζεται η μεθοδολογία εμπειρικής έρευνας των Leeth and Borg (2000), Sudarsanam *et al.* (1996), Smith and Kim (1994), Healy *et al.* (1992), Dennis and McConnell (1986) και Brown and Warner (1985), σύμφωνα με την οποία οι μη ομαλές αποδόσεις υπολογίζονται χρησιμοποιώντας ως βάση αξιολόγησης τη ποσοστιαία μεταβολή της αγοράς, όπως εκφράζεται από το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (*market-adjusted model*). Αξίζει να σημειωθεί πως, σύμφωνα με τους Conn *et al.* (2005) και Brown and Warner (1980), για την εκτίμηση βραχυπρόθεσμων αποτελεσμάτων που απορρέουν από ένα νέο γεγονός η εν λόγω μεθοδολογία θεωρείται από τις πλέον αξιόπιστες, ενώ, παράλληλα, η εφαρμογή πιο σύνθετων μοντέλων δεν συμβάλει στη στατιστική αξιοπιστία των αποτελεσμάτων.

Στη συνέχεια αναλύεται θεωρητικά η μεθοδολογία για τον υπολογισμό των τελικών αποτελεσμάτων για τις ελληνικές εταιρίες στόχους και αγοραστές. Λαμβάνοντας υπόψη πως το χαρτοφυλάκιο της αγοράς αποτελείται από όλες τις μετοχές και πως ο συστημικός κίνδυνος κάθε μετοχής ισούται με τη μονάδα, τότε η αναμενόμενη απόδοση για κάθε χρεόγραφο *j* θα είναι ίση με την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, οπότε θα ισχύει:

$$E(R_{jt}) = E(R_{mt})$$

όπου:

$E(R_{jt})$ είναι η αναμενόμενη απόδοση του χρεογράφου *j* την ημέρα *t*

$E(R_{mt})$ είναι η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς την ημέρα *t*

Συνεπώς, η μη ομαλή απόδοση της εταιρίας-στόχου *j* την ημέρα *t*, θα είναι:

$$AR_{jt} = R_{jt} - \mathrm{R}_{\mathrm{mt}}$$

όπου:

AR_{jt} είναι η μη ομαλή απόδοση της εταιρίας-στόχου *j* την ημέρα *t*

R_{jt} είναι η πραγματική μεταβολή της αξίας της εταιρίας-στόχου *j* την ημέρα *t*

R_{mt} είναι η μεταβολή του Γενικού Δείκτη την ημέρα *t*

Οι ημερήσιες μη ομαλές αποδόσεις ενός δείγματος εταιριών (AAR_t) υπολογίζονται προσθέτοντας τις μη ομαλές αποδόσεις κάθε εταιρίας *j* για την ημέρα *t* και το εξαγόμενο άθροισμα διαιρείται με το πλήθος *(N)* των εταιριών του δείγματος, οπότε:

$$AAR_t = (1/N)\sum_{j=1}^{n} AR_{j,t}$$

Για την εκτίμηση της συνολικής επίδρασης της ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς στη μετοχική αξία κάθε εταιρίας, προστίθενται οι μη ομαλές αποδόσεις κάθε ημέρας ανάλογα με τη διάρκεια του επιλεγμένου χρονικού παραθύρου. Η συνολική μη ομαλή απόδοση για κάθε εταιρίας *(CAR_j)* προκύπτει αθροίζοντας τις ημερήσιες μη ομαλές αποδόσεις, από την πρώτη *(d_1)* έως την τελευταία *(d_2)* ημέρα του υπό εξέταση χρονικού παραθύρου, οπότε:

$$CAR_J = \sum_{t=d_1}^{d_2} AR_{j,t} \qquad (4)$$

Στη συνέχεια, αφού έχει υπολογισθεί η συνολική μη ομαλή απόδοση για κάθε εταιρία ξεχωριστά, δύναται να εξαχθεί η μη ομαλή απόδοση του υπό εξέταση δείγματος, βάσει του επιλεγμένου χρονικού παραθύρου. Έτσι λοιπόν, η μέση μη ομαλή απόδοση ενός δείγματος *(CAR)* που περιλαμβάνει *N* αριθμό εταιριών, για συγκεκριμένο χρονικό παράθυρο *(από d_1 έως d_2)*, θα είναι η ακόλουθη:

$$CAR = \sum_{t=d_1}^{d_2} AAR_t = (1/N)\sum_{j=1}^{n} CAR_{j,t} = (1/N)\sum_{t=d_1}^{d_2}\sum_{j=1}^{n} AR_{j,t}$$

Η αναμενόμενη αξία των μη ομαλών αποδόσεων για κάθε δείγμα θα είναι θετική σε περίπτωση που η ανακοίνωση της συγχώνευσης-εξαγοράς αναμένεται να δημιουργήσει πρόσθετα οφέλη για τους μετόχους των εταιριών που συνθέτουν το υπό εξέταση δείγμα, ενώ ενδεχόμενες αρνητικές μη ομαλές αποδόσεις προκύπτουν από απαισιόδοξες προβλέψεις σχετικά με το μέλλον και τα οφέλη της εταιρικής ενοποίησης. Ομοίως, μηδενικές μη ομαλές αποδόσεις συνίστανται ουδέτερα (αδιάφορα) αποτελέσματα για τους μετόχους των εξεταζόμενων εταιριών.

4.2.4 Στατιστικός έλεγχος αποτελεσμάτων

Όσο αφορά στο στατιστικό έλεγχο των αποτελεσμάτων, εξειδικεύονται δύο υποθέσεις: η εναλλακτική υπόθεση (*alternative hypothesis*), η οποία επιδιώκεται να στηριχθεί από τα δεδομένα του δείγματος και συμβολίζεται με H_ε και η μηδενική υπόθεση (*null hypothesis*), η οποία είναι η αντίθετη της υπόθεσης έρευνας και συμβολίζεται με H_0. Συγκεκριμένα, στην παρούσα εμπειρική έρευνα η μηδενική υπόθεση (H_0) δηλώνει πως η μέση μη ομαλή απόδοση του υπό εξέταση δείγματος ισούται με το μηδέν και άρα οι μέτοχοι των εταιριών που συμπεριλαμβάνονται στο εν λόγω δείγμα δεν επωφελούνται από την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Αντίθετα η εναλλακτική υπόθεση (H_ε) δηλώνει ότι η μέση τιμή του εξεταζόμενου δείγματος είναι διάφορη του μηδενός και κατά συνέπεια οι μέτοχοι των εταιριών, του εν λόγω δείγματος, επηρεάζονται από την ανακοίνωση της εταιρικής συνένωσης. Αναλυτικότερα, οι δύο υποθέσεις είναι:

- H_0: Η μέση μη ομαλή απόδοση του υπό εξέταση δείγματος ισούται με το μηδέν. Ουδέτερα αποτελέσματα για τους μετόχους των εταιριών του δείγματος.

- H_ε: Η H_0 δεν γίνεται αποδεκτή και η μέση μη ομαλή απόδοση του υπό εξέταση δείγματος είναι διάφορη του μηδενός. Θετικά ή αρνητικά αποτελέσματα για τους μετόχους των εταιριών του δείγματος.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι $\bar{X}$ και S^2 είναι η μέση τιμή και η διακύμανση τυχαίου δείγματος μεγέθους *N* από κανονικό πληθυσμό, τότε το στατιστικό του ελέγχου (*test statistic*) που χρησιμοποιείται είναι η τυχαία μεταβλητή *t* που ακολουθεί την κατανομή *t-student* με *v=n-1* βαθμούς ελευθερίας (όπου n το πλήθος του δείγματος):

$$t = \frac{\bar{X} - \mu}{S / \sqrt{n}}$$

Η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται όταν ισχύει:

$$|t| > t_{v,\, \alpha/2}$$

4.3 Εμπειρικά αποτελέσματα της διερεύνησης της επίδρασης της ανακοίνωσης μιας εξαγοράς-συγχώνευσης στη μετοχική αξία των ελληνικών εταιριών-στόχων

4.3.1 Ημερήσιες μη ομαλές αποδόσεις για τις ελληνικές εταιρίες-στόχους

Η ανακοίνωση μιας επικείμενης πράξης εταιρικής συνένωσης επιδρά θετικά στη μετοχική αξία των εταιριών-στόχων. Οι εν λόγω εταιρίες παρουσιάζουν θετικές αποδόσεις τόσο την ημέρα της ανακοίνωσης, όσο και κάποιες ημέρες πριν ή μετά το γεγονός. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται αναλυτικά τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας για τις ελληνικές εταιρίες-στόχους. Τα αποτελέσματα αρχικά καταγράφονται για τη συνολική διάρκεια του χρονικού παραθύρου στον Πίνακα 4-1. Συγκεκριμένα στην πρώτη στήλη αναγράφεται η ημέρα που εξετάζεται, στη δεύτερη παρουσιάζονται οι μη ομαλές αποδόσεις (AR) και στην επόμενη οι αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις (CAR) για ένα δείγμα 18 εταιριών-στόχων σε συνολικά 41 ημέρες με κέντρο την ημερομηνία ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων-εξαγορών. Στην τελευταία στήλη του ίδιου Πίνακα εμφανίζεται το ποσοστό των εταιριών-στόχων που εμφανίζει θετικές μη ομαλές αποδόσεις σε κάθε μία ημέρα του χρονικού παραθύρου (-20,20).

Πίνακας 4-2 Αποτελέσματα εμπειρικής έρευνας για τις εταιρίες-στόχους

Ημέρα (1)	Μη ομαλές αποδόσεις (2)	Αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις (3)	Ποσοστό εταιριών με θετικές μη ομαλές αποδόσεις (4)
-20	0,11	0,11	56%
-19	0,58	0,69	56%
-18	0,07	0,76	45%
-17	-0,56	0,20	39%
-16	0,24	0,44	39%
-15	-0,40	0,04	45%
-14	-0,31	-0,27	45%
-13	-0,74	-1,02	28%
-12	0,13	-0,89	45%
-11	-0,93	-1,82	28%
-10	-0,26	-2,08	39%
-9	0,48	-1,60	56%
-8	0,05	-1,55	53%
-7	-0,14	-1,69	50%
-6	-0,19	-1,89	39%
-5	0,84	-1,04	45%
-4	1,41	0,37	72%
-3	0,94	1,30	67%
-2	-0,29	1,01	45%
-1	0,64	1,65	45%
0	***3,93***	***5,58***	***67%***
1	1,51	7,09	56%
2	0,16	7,25	45%
3	1,53	8,78	72%
4	0,19	8,96	39%
5	0,10	9,06	45%
6	-0,48	8,58	45%

7	-0,37	8,22	45%
8	0,50	8,72	50%
9	-0,24	8,47	39%
10	-0,86	7,61	45%
11	0,74	8,35	56%
12	-0,19	8,16	50%
13	0,08	8,23	45%
14	-0,92	7,32	28%
15	0,76	8,08	50%
16	-0,95	7,12	39%
17	0,18	7,30	50%
18	0,23	7,53	61%
19	-0,37	7,17	45%
20	-0,44	6,72	56%

Λαμβάνοντας υπόψη τα δεδομένα του παραπάνω πίνακα, εξάγεται ένα σύνολο παρατηρήσεων για τις εταιρίες-στόχους. Αναλυτικότερα, κατά το χρονικό διάστημα από την αρχή του χρονικού παραθύρου έως και πέντε ημέρες πριν από την ανακοίνωση των εταιρικών συνενώσεων, δε διαμορφώνεται μια ξεκάθαρη εικόνα ως προς την πορεία των μη ομαλών αποδόσεων των εταιριών-στόχων, αφού ο αριθμός των ημερών στις οποίες καταγράφονται αρνητικά ποσοστά δεν ξεπερνά κατά πολύ τον αριθμό των ημερών με θετικά αποτελέσματα. Τα αρνητικά αποτελέσματα για τις υπό εξέταση εταιρίες αρχίζουν από -0,14% και φτάνουν έως -0.93%, ενώ οι μη ομαλές αποδόσεις που σημειώνουν θετικό πρόσημο κυμαίνονται σε ένα εύρος τιμών από 0.05% έως 0.58%. Επίσης, κατά το εν λόγω χρονικό διάστημα το ποσοστό των εταιριών-στόχων με θετικές μη ομαλές αποδόσεις βρίσκεται κάτω από το 50% στην πλειοψηφία των ημερών, ενώ ακόμα και στην περίπτωση που οι εταιρίες με θετικά αποτελέσματα υπερτερούν δεν είναι σημαντικά περισσότερες από τις αντίστοιχες με αρνητικά ποσοστά.

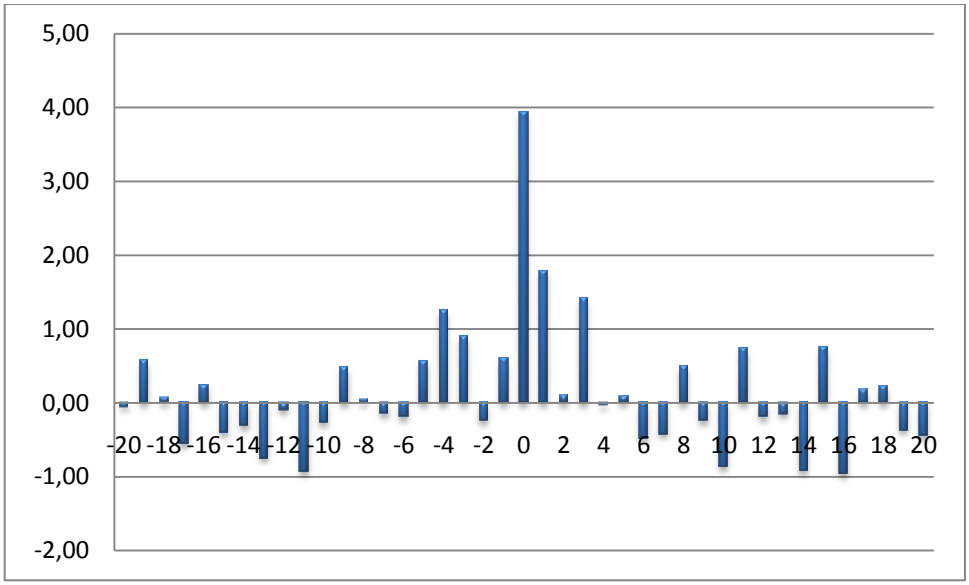
Η εικόνα για τις εταιρίες-στόχους αλλάζει λίγες ημέρες πριν από την ανακοίνωση των συγχωνεύσεων-εξαγορών, ενώ η θετική τάση διατηρείται έως και πέντε ημέρες

έπειτα από την ανακοίνωση. Κατά το εν λόγω χρονικό διάστημα οι μη ομαλές αποδόσεις παρουσιάζονται θετικές, με μοναδική εξαίρεση την δεύτερη ημέρα που η απόδοση εμφανίζεται οριακά αρνητική. Τα ποσοστά μάλιστα σε ορισμένες περιπτώσεις ξεπερνάνε τη μία ποσοστιαία μονάδα (1%) ενώ την ημέρα ανακοίνωσης, το ποσοστό αγγίζει το 4%. Συγχρόνως, ο αριθμός των εταιριών-στόχων με θετικές μη ομαλές αποδόσεις εμφανίζεται αυξημένος, ενώ την ημέρα ανακοίνωσης φτάνει στο 67%.

Η ιδιαίτερα θετική εικόνα που καταγράφηκε για τις εταιρίες-στόχους το χρονικό διάστημα γύρω από την ανακοίνωση της επικείμενης εξαγοράς-συγχώνευσης δεν συνεχίζεται, ενώ επιπρόσθετα τα ποσοστά των μη ομαλών αποδόσεων ύστερα από την πέμπτη ημέρα εμφανίζουν μία ελαφρώς αρνητική τάση. Συγκεκριμένα στις εννέα από τις δεκαπέντε ημέρες καταγράφηκε αρνητικό αποτέλεσμα όσο αφορά στην απόδοση των μετοχών, ενώ και το ποσοστό των εταιριών με θετική μη ομαλή απόδοση κυμαίνεται κάτω του 50% στην πλειοψηφία των περιπτώσεων, ενώ σε αρκετές περιπτώσεις βρίσκεται κάτω και από το 40%.

Η αρνητική δε εξέλιξη των ημερήσιων μη ομαλών αποδόσεων επιδρά και στις αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις των εταιριών-στόχων, με αποτέλεσμα να καταγράφουν μια πτωτική πορεία, μειωμένης όμως έντασης, ως το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου. Θα πρέπει να σημειωθεί πως η εμφάνιση μιας μειωμένης έντασης αρνητικής τάσης των μη ομαλών αποδόσεων έπειτα από το χρόνο ανακοίνωσης των εταιρικών συνενώσεων δεν είναι ένα ασυνήθιστο φαινόμενο, καθώς αρκετοί συγγραφείς όπως οι Smith and Kim (1994), Huang & Walking (1987) και Dodd (1980) έχουν επισημάνει την εμφάνιση της συγκεκριμένης συμπεριφοράς για τις εταιρίες-στόχους.

Στη συνέχεια παρατίθεται ένα διάγραμμα στο όποιο απεικονίζονται οι ημερήσιες μη ομαλές αποδόσεις για το χρονικό διάστημα εξέτασης των 41 ημερών του συνόλου των επιχειρήσεων στόχων, όπου φαίνεται ξεκάθαρα η θετική επίδραση της ανακοίνωσης μιας επικείμενης εξαγοράς-συγχώνευσης στη μετοχική αξία των εταιριών-στόχων τις ημέρες γύρω από το γεγονός.



Γράφημα 4-1 Ημερήσιες μη ομαλές αποδόσεις για τις εταιρίες-στόχους

4.3.2 Σωρευτικές μη Ομαλές Αποδόσεις για τις Ελληνικές Εταιρίες-Στόχους και Στατιστική Σημαντικότητα Αποτελεσμάτων

Στη συνέχεια εξετάζονται τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας για τις ελληνικές εταιρίες-στόχους βάσει των χρονικών παραθύρων που επιλέχθηκαν και καταγράφονται στον πίνακα 4-2. Έτσι λοιπόν, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της μελέτης γεγονότος (event study) για τις ελληνικές εταιρίες-στόχους. Συγκεκριμένα, οι αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις (CAR) για τις εταιρίες-στόχους υπολογίσθηκαν για διάφορα χρονικά παράθυρα από τρεις (-1,1) έως και σαράντα μια (-20,20) ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης-εξαγοράς. Στην πρώτη στήλη καταγράφεται το χρονικό παράθυρο το οποίο εξετάζεται κάθε φορά, στη δεύτερη οι αθροιστικές αποδόσεις και στην τελευταία παρουσιάζεται η τιμή του test statistic για την εξέταση της σημαντικότητας ή όχι των αποτελεσμάτων.

Πίνακας 4-3 Αθροιστικές Μη Ομαλές Αποδόσεις για τις Εταιρίες-Στόχους

Χρονικό παράθυρο (1)	Αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις (2)	Test Statistic (3)
(-5,5)	9,95***	2,14
(-1,1)	6,08***	3,16
(-20,0)	5,58	3,35
(0,20)	5,07	1,36
(-20,20)	6,72	1,72

* / ** / *** συμβολίζει στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο: α=10% / α=5% / α=1%.

Παρατηρώντας τον παραπάνω πίνακα, στο χρονικό παράθυρο των τριών ημερών βάσει της ημερομηνίας ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων-εξαγορών (-1,1) το ποσοστό αθροιστικής μη ομαλής απόδοσης ανέρχεται στο 6,08%, το οποίο εμφανίζει στατιστική εγκυρότητα σε επίπεδο σημαντικότητας α=1%. Το μεγαλύτερο τμήμα της απόδοσης, ωστόσο καταγράφεται την ημέρα της ανακοίνωσης και την αμέσως επόμενη (0,1), όπου η αθροιστική μη ομαλή απόδοση βρίσκεται στο 5,44% και είναι στατιστικά αξιόπιστη.

Όταν το χρονικό παράθυρο επεκτείνεται καλύπτοντας πέντε ημέρες πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης (-5,5), η θετική επίδραση της ανακοίνωσης εξακολουθεί να επιβεβαιώνεται, με το ποσοστό αθροιστικής μη ομαλής απόδοσης αυξάνεται στο 9,95% με τιμή του στατιστικού του ελέγχου στο 2,14, οπότε χαρακτηρίζεται στατιστικά αξιόπιστο. Ωστόσο, ο αριθμός των εταιριών-στόχων με θετικές αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις κατά το εν λόγω χρονικό διάστημα εμφανίζεται μειωμένος συγκριτικά με τον αντίστοιχο αριθμό του προηγούμενου παραθύρου.

Η αθροιστική μη ομαλή απόδοση του δείγματος των εταιριών-στόχων με αφετηρία 20 ημέρες πριν την ανακοίνωση των συγχωνεύσεων-εξαγορών και τέλος την ημέρα 0, βρίσκεται στο 5,58%, και είναι στατιστικά έγκυρη. Στο ίδιο πλαίσιο κινείται και το χρονικό παράθυρο με αφετηρία την ημέρα ανακοίνωσης (0) και τέρμα

την εικοστή ημέρα όπου η αθροιστική μη ομαλή απόδοση ισούται με 5,07% και στατιστικό ελέγχου 1,36, γεγονός που συνεπάγεται μη στατιστική εγκυρότητα.

Τέλος, κατά το χρονικό παράθυρο όπου περιλαμβάνεται το σύνολο των σαράντα μια ημερών (-20,20) η αθροιστική μη ομαλή απόδοση είναι της τάξης του 6,72%, το οποίο ποσοστό ωστόσο εμφανίζει χαμηλό στατιστικό ελέγχου (t=1,72), συνεπώς δεν χαρακτηρίζεται στατιστικά αξιόπιστο.

4.3.3 Παράγοντες που Επηρεάζουν τις Αποδόσεις των Ελληνικών Εταιριών-Στόχων

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, υπάρχει ένα σύνολο παραγόντων που δύναται να δύναται να επηρεάσουν την απόδοση των εταιριών που γίνονται στόχοι μιας πράξης εξαγοράς-συγχώνευσης.

Για παράδειγμα, οι εμπειρικές έρευνες των ΗΠΑ, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Ηπειρωτικής Ευρώπης που αξιολογούν τα αποτελέσματα μεταξύ εγχώριων και διασυνοριακών συγχωνεύσεων-εξαγορών για τις εταιρίες-στόχους, καταλήγουν πως τα οφέλη για τις εταιρίες-στόχους είναι ξεκάθαρα υψηλότερα στην περίπτωση που συνενώνονται με εταιρίες από το εξωτερικό. Ομοίως, και οι μέτοχοι των ελληνικών εταιριών-στόχων φαίνεται να επωφελούνται ιδιαιτέρως και συγκριτικά περισσότερο στην περίπτωση κατά την οποία οι εν λόγω εταιρίες συνενώνονται με εταιρίες που προέρχονται από το διεθνές και όχι από το εγχώριο επιχειρηματικό περιβάλλον.

Σύμφωνα με έρευνες που αξιολογούν συγκριτικά τις αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις μεταξύ εγχώριων και διασυνοριακών συγχωνεύσεων-εξαγορών, καθίσταται προφανές πως οι εταιρίες-αγοραστές αποκομίζουν υψηλότερα οφέλη όταν συνενώνονται με ξένες εταιρίες. Στην πλειοψηφία των χρονικών παραθύρων οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις-εξαγορές προκαλούν ποσοστά αθροιστικών μη ομαλών αποδόσεων τα οποία είναι μεγαλύτερα από 1.53% έως 13.3% από τα αντίστοιχα ποσοστά των εγχώριων συναλλαγών (Ταμπακούδης, 2009). Ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι προφανής αν σκεφτεί κανείς πως η δραστηριοποίηση στο διεθνές

επιχειρηματικό περιβάλλον δύναται να συνδέεται με επιπλέον πλεονεκτήματα σε σχέση με το εγχώριο, δεδομένου ότι οι αγορές κεφαλαίων είναι διαφοροποιημένες, ενώ ισχύουν διαφορετικές φορολογικές ή νομοθετικές ρυθμίσεις σε κάθε χώρα. Έτσι, Η αναζήτηση των πολλών δυνητικών πλεονεκτημάτων εκ μέρους των εταιριών-αγοραστών οδηγεί συχνά τις τελευταίες στην καταβολή αρκετά υψηλών τιμημάτων για την απόκτηση συγκεκριμένων εταιριών-στόχων, με αποτέλεσμα αυξημένες αποδόσεις για τις μετοχές των δευτέρων.

Παράλληλα με την εθνικότητα των εταιριών-αγοραστών θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η επίδραση και άλλων παραγόντων στη διαμόρφωση των αποτελεσμάτων. Ο αριθμός των ενδιαφερόμενων εταιριών-αγοραστών καθορίζει σημαντικά τη μετοχική αξία της εταιρίας-στόχου. Όσο εντονότερος είναι ο ανταγωνισμός των εταιριών-αγοραστών για την απόκτηση εταιριών-στόχων, τόσο υψηλότερες είναι οι αποδόσεις για τις τελευταίες. Επιπρόσθετα, το είδος της εταιρικής συνένωσης και ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος παίζουν καθοριστικό ρόλο στην τελική διαμόρφωση του αποτελέσματος με τις επιθετικές εξαγορές και τις εξαγορές-συγχωνεύσεις με καταβολή μετρητών να είναι αποτελεσματικότερες έναντι των αντίστοιχων φιλικών και αυτών που γίνονται με ανταλλαγή μετοχών.

Ωστόσο, πέρα από τους παράγοντες που επηρεάζουν τις εξαγορές-συγχωνεύσεις σε παγκόσμιο επίπεδο και η ίδια η χώρα στην οποία πραγματοποιείται η πράξη συνένωσης επηρεάζει τα τελικά αποτελέσματα. Έτσι, οι μη ομαλές αποδόσεις που αναδεικνύονται για τις ελληνικές εταιρίες-στόχους, τόσο στην παρούσα όσο και σε άλλες εμπειρικές έρευνες, είναι αρκετά χαμηλές συγκριτικά με τις αντίστοιχες αποδόσεις που έχουν εκτιμηθεί στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Τα ποσοστά αθροιστικών μη ομαλών αποδόσεων που εξάγονται για τις εν λόγω εταιρίες φαίνεται να συγκλίνουν με τα αντίστοιχα αποτελέσματα των εταιριών της Ευρώπης (Martynova and Renneboog, 2006; Campa and Hernando, 2004; Goergen and Renneboog, 2004). Τα ποσοστά στην περίπτωση αυτή κυμαίνονται από 0.4% έως 8.85% σε χρονικά παράθυρα διάρκειας λίγων ημερών βάσει της ημερομηνίας ανακοίνωσης των εταιρικών συνενώσεων. Το γεγονός αυτό καταδεικνύει ταυτοχρόνως υψηλό βαθμό ομοιογένειας μεταξύ των κεφαλαιαγορών των χωρών της Ηπειρωτικής Ευρώπης και σημαντική διαφοροποίηση των εν λόγω χωρών από τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Πιο συγκεκριμένα, τα υψηλότερα κέρδη που φαίνεται να αποκομίζουν εταιρίες- στόχοι των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου συγκριτικά με τις εταιρίες-

στόχους της Ελλάδας έγκειται στη διαφορετική δομή των χρηματιστηριακών αγορών που υφίσταται μεταξύ των προαναφερθέντων χωρών. Ειδικότερα, οι βασικοί παράμετροι διαφοροποίησης είναι ο αριθμός των εισηγμένων εταιριών, η μετοχική διάρθρωση των εν λόγω εταιριών. Στις δύο πρώτες χώρες, και σε αντίθεση με την Ελλάδα, υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός εταιριών εισηγμένων στο χρηματιστήριο, ενώ παράλληλα στο μεγαλύτερο ποσοστό τους εμφανίζεται υψηλή διασπορά των μετοχών τους με αποτέλεσμα να μην υπάρχει δυνατότητα εταιρικού έλεγχου από λίγους επενδυτές που κατέχουν μεγάλα ποσοστά μετοχών (blockholder system).

Επιπρόσθετα, το νομοθετικό πλαίσιο που ισχύει σε κάθε χώρα επιδρά καθοριστικά στα κέρδη των μετόχων. Βασικό αξίωμα της χρηματιστηριακής νομοθεσίας στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο είναι ο υψηλός βαθμός προστασίας που παρέχεται στους επενδυτές. Αντιθέτως, στην Ελλάδα όπου παρατηρείται υψηλή μετοχική συγκέντρωση η νομοθεσία δεν προστατεύει σε ικανοποιητικό βαθμό τα δικαιώματα των μικρών επενδυτών, καθώς η διοίκηση και ο έλεγχος των εταιριών γίνεται από τους μεγαλομετόχους χωρίς να λαμβάνονται υπόψη τα συμφέροντα των άλλων μετόχων. Η διαδικασία και ο τρόπος που οι συγχωνεύσεις-εξαγορές πραγματοποιούνται, διαμορφώνονται από το νομοθετικό πλαίσιο που ισχύει σε κάθε χώρα, γεγονός που επιδρά και στα κέρδη των μετόχων Στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο ο υψηλός βαθμός προστασίας των επενδυτών έχει ως αποτέλεσμα να προσφέρονται μεγαλύτερα οικονομικά κίνητρα στους μετόχους των εταιριών-στόχων, έτσι ώστε να εκχωρήσουν τις μετοχές τους. Αντίθετα, στη χώρα μας οι κάτοχοι της πλειοψηφίας των μετοχών καθορίζουν τους όρους μιας συγχώνευσης-εξαγοράς χωρίς να λαμβάνονται υπόψη τα συμφέρονται και των άλλων μετόχων, οι οποίοι είναι νομοθετικά απροστάτευτοι.

4.4 Εμπειρικά αποτελέσματα της διερεύνησης της επίδρασης της ανακοίνωσης μιας εξαγοράς-συγχώνευσης στη μετοχική αξία των ελληνικών εταιριών-αγοραστών

4.4.1 Ημερήσιες μη ομαλές αποδόσεις για τις ελληνικές εταιρίες-αγοραστές

Η ανάλυση και παρουσίαση των αποτελεσμάτων για τις ελληνικές εταιρίες-αγοραστές ακολουθεί τη δομή που υιοθετήθηκε προηγουμένως στην περίπτωση των εταιριών-στόχων. Έτσι λοιπόν, στον επόμενο Πίνακα 4-3 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της μελέτης γεγονότος (event study) για 36 ελληνικές εταιρίες-αγοραστές, οι οποίες εξαγόρασαν ελληνικές και ξένες επιχειρήσεις τη διετία 2008-2009. Καταγράφονται οι μη ομαλές αποδόσεις (AR), οι αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις (CAR) και το ποσοστό των εταιριών-αγοραστών που εμφανίζουν θετικά ποσοστά ημερήσιων μη ομαλών αποδόσεων. Επιπλέον, με σκοπό την καλύτερη και σαφέστερη παρουσίαση των συμπερασμάτων για τις ελληνικές εταιρίες-αγοραστές οι μη ομαλές αποδόσεις του εν λόγω πίνακα απεικονίζονται διαγραμματικά.

Πίνακας 4-3 Αποτελέσματα εμπειρικής έρευνας για τις εταιρίες-αγοραστές

Ημέρα (1)	Μη ομαλές αποδόσεις (2)	Αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις (3)	Ποσοστό εταιριών με θετικές μη ομαλές αποδόσεις (4)
-20	-0,25	-0,07	39%
-19	-0,05	-0,12	56%
-18	0,25	0,14	50%
-17	0,22	0,36	50%
-16	-0,05	0,31	42%
-15	-0,24	0,07	42%
-14	-0,01	0,06	36%
-13	-0,41	-0,35	53%
-12	0,11	-0,25	50%
-11	0,32	0,07	56%
-10	-0,17	-0,10	45%
-9	0,42	0,33	52%
-8	-0,40	-0,08	36%
-7	0,50	0,43	58%
-6	-0,06	0,37	47%
-5	-0,52	-0,15	50%
-4	0,23	0,08	50%
-3	0,35	0,43	56%
-2	-0,45	-0,02	39%
-1	0,24	0,21	50%
0	***0,92***	***1,13***	***53%***
1	0,28	1,41	56%
2	0,07	1,34	39%
3	0,49	1,83	56%
4	0,10	1,93	57%
5	0,14	2,07	47%
6	0,09	2,16	50%

7	-0,62	1,54	36%
8	0,38	1,92	53%
9	-0,74	1,18	28%
10	-0,35	0,83	45%
11	-0,18	0,66	50%
12	-0,06	0,59	50%
13	-0,34	0,26	45%
14	-0,11	0,14	50%
15	-0,83	-0,69	42%
16	-0,27	-0,97	42%
17	-0,14	-1,11	42%
18	-0,35	-1,46	45%
19	0,08	-1,38	42%
20	0,10	-1,28	56%

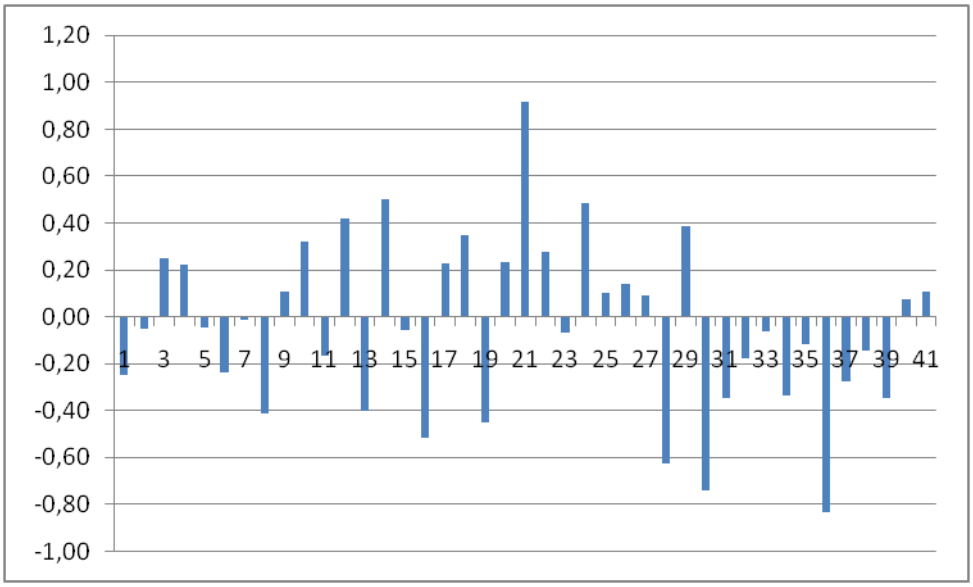
Το ύψος των μη ομαλών αποδόσεων που εμφανίζονται για τις εταιρίες-αγοραστές από την αρχή του χρονικού παραθύρου (-20) έως και τέσσερις ημέρες (-4) πριν από την ανακοίνωση των συγχωνεύσεων-εξαγορών δεν επιτρέπει τη διαμόρφωση ασφαλών και ξεκάθαρων συμπερασμάτων. Τα εκτιμώμενα, θετικά ή αρνητικά, ποσοστά βρίσκονται πολύ κοντά στο μηδέν, ενώ το εύρος διακύμανσης των αρνητικών ποσοστών είναι από -0.05% έως -0,42% και των θετικών από 0,11% έως 0,40%, λιγότερο διευρυμένα σε σχέση με τις εταιρίες-στόχους. Οι μη ομαλές αποδόσεις από την αρχή του χρονικού παραθύρου και για δεκαέξι ημέρες δε διαγράφουν μια ξεκάθαρα θετική ή αρνητική πορεία, καθώς τα πρόσημα εναλλάσσονται καθ όλη τη διάρκεια του εν λόγω διαστήματος, με αποτέλεσμα αυτό να αντικατοπτρίζεται και στα ποσοστά των αθροιστικών μη ομαλών αποδόσεων. Επίσης, κατά τη διάρκεια της συγκεκριμένης περιόδου το ποσοστό των εταιριών-αγοραστών με θετικά αποτελέσματα στη συντριπτική πλειοψηφία των ημερών είναι μικρότερο του 50%.

Οι μη ομαλές αποδόσεις γίνονται ευνοϊκότερες για τις εταιρίες-αγοραστές τέσσερις ημέρες πριν από την ανακοίνωση των συγχωνεύσεων-εξαγορών, καθώς τα

ποσοστά, εκτός από ένα, εμφανίζονται θετικά έως και την έκτη ημέρα έπειτα από την ανακοίνωση. Εντούτοις, τα εν λόγω ποσοστά δεν ξεπερνούν τη μια ποσοστιαία μονάδα, καταδεικνύοντας περιορισμένου ύψους οφέλη για τις εταιρίες-αγοραστές. Την ημέρα ανακοίνωσης των εταιρικών συνενώσεων (0) καταγράφεται η υψηλότερη ημερήσια απόδοση, η οποία ισούται με 0,92%. Όσο αφορά το ποσοστό των εταιριών με θετικά αποτελέσματα την ημέρα μηδέν αυτό δεν ξεπερνά κατά πολύ το 50%, επιβεβαιώνοντας για ακόμη μια φορά τα χαμηλά οφέλη για τις εταιρίες-αγοραστές.

Τα περιορισμένου ύψους θετικά ποσοστά μη ομαλών αποδόσεων που εμφανίζονται γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων-εξαγορών βελτιώνουν την εικόνα των αθροιστικών μη ομαλών αποδόσεων για τις εταιρίες-αγοραστές, όχι όμως σε σημαντικό βαθμό.

Έπειτα από τη σχετικά θετική πορεία που διέγραψαν οι ημερήσιες μη ομαλές αποδόσεις κατά το χρόνο ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων-εξαγορών και λίγες ημέρες μετά, επανέρχεται η εικόνα που είχε παρατηρηθεί στο διάστημα πριν από την ανακοίνωση. Συγκεκριμένα, από την έβδομη ημέρα έως το τέλος της περιόδου οι μη ομαλές αποδόσεις κυμαίνονται σε χαμηλά επίπεδα μεταξύ -0,62% και 0,38%, με την πλειοψηφία ωστόσο των αποτελεσμάτων να βρίσκεται οριακά κάτω από το μηδέν. Η υπεροχή αυτή των αρνητικών αποτελεσμάτων, συνεπάγεται την περαιτέρω μείωση των αθροιστικών μη ομαλών αποδόσεων, η οποία καταλήγει αρνητική την τελευταία ημέρα του χρονικού παραθύρου. Στη συνέχεια ακολουθεί η διαγραμματική απεικόνιση των αποτελεσμάτων.



Γράφημα 4-2 Ημερήσιες μη ομαλές αποδόσεις για τις εταιρίες-στόχους

4.4.2 Σωρευτικές μη ομαλές αποδόσεις για τις ελληνικές εταιρίες-αγοραστές

Στον παρακάνω πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της μελέτης γεγονότος (event study) για 36 ελληνικές εταιρίες-αγοραστές, οι οποίες εξαγόρασαν ελληνικές και ξένες επιχειρήσεις τη διετία 2008-2009. Οι ποσοστιαίες αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις (CAR) για τις εταιρίες-αγοραστές υπολογίσθηκαν για 5 χρονικά παράθυρα γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης-εξαγοράς. Δίπλα από κάθε αθροιστική μη ομαλή απόδοση (CAR), για κάθε χρονικό παράθυρο, παρουσιάζεται η τιμή του test statistic για τον προσδιορισμό της στατιστικής εγκυρότητας των αποτελεσμάτων.

Πίνακας 4-4 Αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις για τις εταιρίες-αγοραστές

Χρονικό παράθυρο (1)	Αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις (2)	Test Statistic (3)
(-1,1)	1,51*	1,97
(-5,5)	1,78	1,34
(-20,20)	-1,38	-0,45
(-20,0)	0,03	0,37
(0,-20)	-1,41	-0,75

* / ** / *** συμβολίζει στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο: α=10% / α=5% / α=1%.

Από τον παραπάνω πίνακα καθίσταται προφανές πως η ανακοίνωση συγχωνεύσεων-εξαγορών προκαλεί θετικό οικονομικό αντίκτυπο στις ελληνικές εταιρίες-αγοραστές, καθώς σε χρονικά παράθυρα βραχυπρόθεσμης διάρκειας οι αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις κυμαίνονται από 1,51% έως 1,78%, ενώ το ποσοστό των υπό εξέταση εταιριών με θετικά αποτελέσματα βρίσκεται πάνω από το 50%. Εντούτοις, θα πρέπει να επισημανθεί πως μόνο το πρώτο ποσοστό που αναφέρεται στο χρονικό παράθυρο των τριών ημερών (-1,1) τυγχάνει στατιστικής εγκυρότητας σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, ενώ το δεύτερο που αναφέρεται στο

διάστημα (-5,5) και που είναι το υψηλότερο ποσοστό αθροιστικής μη ομαλής απόδοσης για τις εταιρίες-αγοραστές εμφανίζεται στατιστικά μη σημαντικό.

Στα χρονικά παράθυρα όπου λαμβάνεται υπόψη ολόκληρη η χρονική περίοδος της εξέτασης ή η περίοδος μετά την ημέρα ανακοίνωσης των εταιρικών συνενώσεων οι ελληνικές εταιρίες-αγοραστές εμφανίζουν αρνητικά ποσοστά αθροιστικών μη ομαλών αποδόσεων, τα οποία συνοδεύονται από χαμηλές τιμές στατιστικού του ελέγχου, γεγονός που περιορίζει σημαντικά τη σπουδαιότητά τους. Τα ποσοστά των εταιριών-αγοραστών με θετικά αποτελέσματα χαρακτηρίζεται αρκετά χαμηλός, ενώ σε κάποιες περιπτώσεις φτάνει και στο 30%. Το χρονικό παράθυρο που περικλείει το διάστημα από την πρώτη ημέρα εξέτασης έως την ημέρα της ανακοίνωσης του γεγονότος (-20,0) παρουσιάζει θετικό ποσοστό, το όποιο όμως είναι στατιστικά ασήμαντο και οριακά πάνω από το μηδέν.

Συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε πως ο πίνακας καταδεικνύει σαφώς καλύτερες αποδόσεις κατά το χρόνο ανακοίνωσης των εταιρικών συνενώσεων συγκριτικά με αυτές που καταγράφονται σε όλα τα χρονικά παράθυρα μεγαλύτερης διάρκειας, καθώς μάλιστα η μέγιστη διαφορά μεταξύ τους αγγίζει ποσοστό της τάξης του 2%. Λαμβάνοντας υπόψη όλες τις ανωτέρω παρατηρήσεις αναφορικά με τις αθροιστικές μη ομαλές αποδόσεις σε συνάρτηση με τα χρονικά παράθυρα υπολογισμού τους, προκύπτει αδυναμία διαμόρφωσης ξεκάθαρων και γενικευμένων συμπερασμάτων για τον αντίκτυπο των συγχωνεύσεων-εξαγορών στις ελληνικές εταιρίες-αγοραστές. Εάν και είναι σαφής ο θετικός οικονομικός αντίκτυπος των συγχωνεύσεων-εξαγορών στις ελληνικές εταιρίες-αγοραστές, δε μπορεί να μην επισημανθεί αφενός το περιορισμένο ύψος των θετικών ποσοστών και αφετέρου οι χαμηλές τιμές του στατιστικού του ελέγχου που, με εξαίρεση το χρονικό παράθυρο (-1,1), δεν οδηγούν σε στατιστική αξιοπιστία των εν λόγω ποσοστών.

4.4.3 Παράγοντες που Επηρεάζουν τις Αποδόσεις των Ελληνικών Εταιριών-Αγοραστών

Αναμφισβήτητα, οι εξαγορές-συγχωνεύσεις αποτελούν ένα πολύπλοκο φαινόμενο και η εξαγωγή κοινών συμπερασμάτων είναι ιδιαίτερα δύσκολη διαδικασία. Οι εταιρικές

συνενώσεις διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους, καθώς υπάρχουν πολλοί προσδιοριστικοί παράγοντες κάθε συναλλαγής, οι οποίοι εν τέλει επηρεάζουν τα τελικά αποτελέσματα. Πιο συγκεκριμένα, ισχυροί προσδιοριστικοί παράγοντες αποτελούν τα κίνητρα των συγχωνεύσεων-εξαγορών, το μέσο χρηματοδότησης, το είδος και το μέγεθος των εταιριών-στόχων, η ύπαρξη ανταγωνισμού μεταξύ των εταιριών-αγοραστών, οι τάσεις κάθε εποχής, καθώς και η γενικότερη στρατηγική και φιλοσοφία κάθε εταιρίας.

Οι παράγοντες αυτοί επηρεάζουν σε μεγάλο ή μικρότερο βαθμό τις αποδόσεις του συνόλου των επιχειρήσεων ανεξαρτήτως της χώρας πραγματοποίησης της πράξης. Έτσι λοιπόν, και οι ελληνικές εταιρίες-αγοραστές που αντιμετωπίζουν έντονο ανταγωνισμό για την απόκτηση των εταιριών-στόχων έχουν αρνητικές επιπτώσεις για τις ίδιες. Ομοίως, οι συνενώσεις με ιδιωτικές και θυγατρικές εταιρίες, εμφανίζονται ως οι πιο συμφέρουσες και για τις ελληνικές εταιρίες-αγοραστές σε αντίθεση με τις συνενώσεις με εισηγμένες εταιρίες-στόχους που είναι πιο ζημιογόνες, ή οι αποδόσεις των εταιριών-αγοραστών που χρησιμοποιούν μετρητά υπερτερούν έναντι των εταιριών που χρησιμοποιούν μετοχές.

Επιπλέον, ο οικονομικός αντίκτυπος στη μετοχική αξία εξαρτάται και από τη χώρα στην οποία διενεργείται η πράξη, γι αυτό και στη συνέχεια, γίνεται μια προσπάθεια αξιολόγησης των αποτελεσμάτων των ελληνικών εταιριών-αγοραστών συγκριτικά με τα αντίστοιχα αποτελέσματα εμπειρικών ερευνών που εκτιμούν τον οικονομικό αντίκτυπο των συγχωνεύσεων-εξαγορών σε εταιρίες-αγοραστές άλλων χωρών και κυρίως των ΗΠΑ, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Ευρώπης. Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο, η διεθνής βιβλιογραφία σχετικά με τον οικονομικό αντίκτυπο των συγχωνεύσεων-εξαγορών στη μετοχική αξία των εταιριών-αγοραστών δεν προσδιορίζει μια σαφή και συγκεκριμένη εικόνα, σε αντίθεση με τις εταιρίες-στόχους, όπου τα αποτελέσματα καταγράφονται θετικά στο σύνολό τους.

Σύμφωνα με τους Πρωτόπαπα, Τραυλό και Τσαγκαράκη (2003) η απόδοση των αγοραζουσών επιχειρήσεων που παρατηρείται είναι υψηλότερη σε σχέση με τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών επιχειρήσεων που παρουσιάζονται σε άλλες μελέτες. Οι συγγραφείς αποδίδουν την παρατήρηση αυτή στο γεγονός ότι η αγορά συγχωνεύσεων στην Ελλάδα είναι αρκετά μικρή και δεν είναι ανταγωνιστική. Μία μη ανταγωνιστική αγορά συγχωνεύσεων δίνει το προνόμιο στις αγοράζουσες επιχειρήσεις να απορροφούν/εξαγοράζουν επιχειρήσεις προσφέροντας ταυτόχρονα μικρότερο ποσοστό του συνολικού οφέλους που

προκύπτει από την συγχώνευση-εξαγορά στις εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις. Δηλαδή οι αγοράζουσες επιχειρήσεις παρακρατούν μεγαλύτερο μέρος του συνολικού οφέλους από μία συγχώνευση-εξαγορά με αποτέλεσμα να παρατηρούνται υψηλότερες έκτακτες αποδόσεις σε σχέση με τις έκτακτες αποδόσεις που θα επιτυγχάνονταν σε μία ανταγωνιστική αγορά συγχωνεύσεων. Για τον ίδιο λόγο οι αγοραζόμενες επιχειρήσεις κερδίζουν μικρότερο μέρος του συνολικού οφέλους από μία συγχώνευση με αποτέλεσμα να παρατηρούνται χαμηλότερες έκτακτες αποδόσεις σε σχέση με τις έκτακτες αποδόσεις που θα επιτυγχάνονταν σε μία ανταγωνιστική αγορά συγχωνεύσεων.

Κεφάλαιο 5 : Συμπεράσματα και Προτάσεις για Περαιτέρω Διερεύνηση του Θέματος

Οι συγχωνεύσεις-εξαγορές αποτελούν ένα ιδιαίτερα δημοφιλές φαινόμενο, γεγονός που επιβεβαιώνεται από τον αριθμό και όγκο των συναλλαγών που καταγράφονται διεθνώς. Σε καμία περίπτωση δεν αποτελεί κάτι νέο, αφού για το σύνολο των επιχειρήσεων η συνένωση με μια άλλη εταιρία αποτελεί αναμφίβολα ένα διαχρονικό τρόπο στρατηγικής ανάπτυξης. Κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών, σημαντικές επιχειρήσεις σε ποικίλους επιχειρηματικούς τομείς έχουν προέλθει από τη συνένωση δύο ή και περισσότερων εταιριών. Αποτελεί πεδίο έντονου ενδιαφέροντος για τα διοικητικά στελέχη, τους μετόχους και σχεδόν την κάθε ομάδα που εμπλέκεται στον κόσμο των επιχειρήσεων, ενώ παράλληλα επηρεάζει το επιχειρηματικό περιβάλλον και την οικονομία σε διεθνές επίπεδο.

Αυτό ακριβώς το πολλαπλό ενδιαφέρον που προκαλεί το φαινόμενο των εξαγορών-συγχωνεύσεων καθώς και τα αντικρουόμενα συμφέροντα που απορρέουν έχουν αποτελέσει πόλο έλξης για πολλούς ερευνητές, με τα αποτελέσματα τους όμως να εμφανίζονται συχνά αντικρουόμενα. Ωστόσο, βασική μεθοδολογία προσέγγισης και αξιολόγησης των συγχωνεύσεων-εξαγορών αποτελεί η εκτίμηση των οικονομικών συνεπειών που αυτές συνεπάγονται στη μετοχική αξία των συναλλασσόμενων εταιριών.

Σε αυτό το πλαίσιο, στην παρούσα εργασία καταγράφηκαν τα εμπειρικά αποτελέσματα ενός αριθμού ερευνών, που έλαβαν χώρα στις οικονομίες κυρίως των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου και λιγότερο της Ευρώπης. Η κατηγοριοποίηση και ανάλυση των ερευνών έγινε υιοθετώντας διάφορα κριτήρια, αφού παράγοντες όπως η χώρα διεξαγωγής της έρευνας, η χρονική περίοδος που χρησιμοποιείται, το είδος της εταιρικής συνένωσης κ.α. μπορεί να συμβάλουν στη διαμόρφωση του τελικού αποτελέσματος. Στη συνέχεια, έγινε μια προσπάθεια εξαγωγής συμπερασμάτων αναφορικά με τις οικονομικές συνέπειες του φαινομένου των συγχωνεύσεων-εξαγορών στις ελληνικές εταιρίες με την εξέταση ενός δείγματος εταιριών που έλαβαν μέρος σε εταιρικές συνενώσεις μέσω της μεθόδου ανάλυσης γεγονότος (event study).

Οι εταιρίες-στόχοι είναι ξεκάθαρα οι μεγάλοι κερδισμένοι της δραστηριότητας των συγχωνεύσεων-εξαγορών. Λαμβάνοντας υπόψη το σύνολο των εμπειρικών

ερευνών που αξιολογούν τον οικονομικό αντίκτυπο των συγχωνεύσεων-εξαγορών και των επιθετικών εξαγορών για τις εταιρίες-στόχους των ΗΠΑ, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Ευρώπης, συνάγεται πως οι εν λόγω εταιρίες αποκομίζουν υψηλά και στατιστικά έγκυρα ποσοστά μη ομαλών αποδόσεων κατά το χρόνο ανακοίνωσης των εταιρικών συνενώσεων. Ωστόσο, καταγράφονται σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των αποτελεσμάτων των εμπειρικών ερευνών. Οι εν λόγω διαφοροποιήσεις εντοπίζονται τόσο μεταξύ των εταιριών-στόχων της ίδιας χώρας καθώς και ανάμεσα στις εταιρίες-στόχους διαφόρων χωρών. Πιο συγκεκριμένα, οι συγχωνεύσεις-εξαγορές στις ΗΠΑ καταγράφουν μια ευρεία απόκλιση τιμών που κυμαίνεται μεταξύ 6% και 41.7%. Παράλληλα, στην περίπτωση των επιθετικών εξαγορών για την εν λόγω χώρα τα αντίστοιχα ποσοστά κυμαίνονται μεταξύ 14.55% και 47.26%. Το ίδιο φαινόμενο παρατηρείται και για τις εταιρίες-στόχους του Ηνωμένου Βασιλείου, αλλά και τις αντίστοιχες της Ευρώπης, με τα ποσοστά, όμως, των αποδόσεων της τελευταίας να εμφανίζονται αισθητά μειωμένα σε σχέση με τις δύο προηγούμενες χώρες, καθώς κυμαίνονται από 4.5% έως 15%.

Οι εταιρίες-στόχοι στην Ελλάδα φαίνεται να συμβαδίζουν με αυτές τις Ευρώπης, αφού τα ποσοστά των αποδόσεων τους κυμαίνονται στα ίδια επίπεδα. Κάτι τέτοιο, βέβαια, θεωρείται αναμενόμενο δεδομένου ότι οι οργανωτικές δομές και νομοθετικές ρυθμίσεις που χαρακτηρίζουν τις κεφαλαιαγορές των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου διαφέρουν αισθητά από τις ελληνικές.

Επιπρόσθετα, υπάρχει και ένα σύνολο παραγόντων που επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών των επιχειρήσεων κάθε χώρας. Πιο συγκεκριμένα, σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν ο τρόπος προσέγγισης των εταιριών-στόχων από τις εταιρίες-αγοραστές, η ύπαρξη ενός ή περισσότερων υποψήφιων εταιριών-αγοραστών, το μέσο χρηματοδότησης και το μέγεθος των εταιριών. Οι εταιρίες-στόχοι απολαμβάνουν εμφανώς υψηλότερα ποσοστά αποδόσεων στις περιπτώσεις που δέχονται επιθετικές εξαγορές, υπάρχουν πολλαπλές εταιρίες-αγοραστές και η πληρωμή γίνεται με μετρητά. Τέλος, να αναφερθεί πως η τελική έκβαση της ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων-εξαγορών δεν επηρεάζει τα αποτελέσματα των εταιριών-στόχων κατά την αρχική ανακοίνωσή τους σε όλες τις περιπτώσεις.

Σε αντίθεση με τις εταιρίες-στόχους, τα εμπειρικά αποτελέσματα για τις εταιρίες-αγοραστές δε διαμορφώνουν μια σαφή και ξεκάθαρη εικόνα. Λαμβάνοντας υπόψη το σύνολο των εμπειρικών ερευνών που αξιολογούν τον οικονομικό αντίκτυπο των συγχωνεύσεων-εξαγορών για τις εταιρίες-αγοραστές παρατηρείται ένα ευρύ

φάσμα αποτελεσμάτων. Ειδικότερα, το εύρος των μη ομαλών αποδόσεων ξεκινάει από αρκετά υψηλά, αρνητικά ποσοστά, ωστόσο η πλειοψηφία τους βρίσκεται κοντά στο μηδέν. Έτσι λοιπόν, οι μέτοχοι των εταιριών-αγοραστών στην καλύτερη περίπτωση δεν καταγράφουν μείωση της αξίας των μετοχών τους από τις εταιρικές συνενώσεις, ενώ σε λίγες μόνο περιπτώσεις αποκομίζουν κέρδη.

Τα ευνοϊκότερα αποτελέσματα προκύπτουν στην περίπτωση των επιθετικών εξαγορών στις ΗΠΑ, όπου στην πλειοψηφία των περιπτώσεων τα αποτελέσματα είναι θετικά και στατιστικά έγκυρα. Τα αποτελέσματα για τις ελληνικές-εταιρίες αγοραστές φαίνεται να είναι στην πλειοψηφία των περιπτώσεων θετικά, χωρίς όμως να είναι στο σύνολό τους στατιστικά έγκυρα.

Καταλήγοντας, να αναφερθεί ότι τα γενικότερα συμπεράσματα που προκύπτουν για τις εταιρίες-αγοραστές δεν δύναται να αιτιολογήσουν τον συνεχώς αυξανόμενο ρυθμό πραγματοποίησης συγχωνεύσεων-εξαγορών, αν και ισχυροί παράγοντες, όπως τα κίνητρα των συγχωνεύσεων-εξαγορών, το μέσο χρηματοδότησης, το είδος και το μέγεθος των εταιριών-στόχων, η ύπαρξη ανταγωνισμού μεταξύ των εταιριών-αγοραστών, οι τάσεις κάθε εποχής, καθώς και η γενικότερη στρατηγική και φιλοσοφία κάθε εταιρίας διαμορφώνουν τα τελικά αποτελέσματα. Συνεπώς, οι εταιρικές συνενώσεις θα πρέπει να αξιολογούνται λαμβάνοντας υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε περίπτωσης, τα οποία φαίνεται πως καθορίζουν τον οικονομικό αντίκτυπο στις εταιρίες-αγοραστές.

Όσο αφορά στις προτάσεις για μελλοντική έρευνα τα συμπεράσματα της παρούσας έρευνας αποτελούν την αφετηρία για περαιτέρω έρευνα του φαινομένου των συγχωνεύσεων-εξαγορών. Άλλωστε, η αξιολόγηση ενός τόσο σύνθετου φαινομένου ουσιαστικά δεν δύναται να οριοθετηθεί, ενώ παράλληλα τα χαρακτηριστικά και η πολυπλοκότητα των συγχωνεύσεων-εξαγορών δίνουν το έναυσμα σε κάθε επίδοξο ερευνητή για την αναζήτηση έγκυρων συμπερασμάτων σε πολλά και κρίσιμα ζητήματα που εγείρονται. Ειδικότερα, αναφορικά με τον οικονομικό αντίκτυπο των συγχωνεύσεων-εξαγορών στους μετόχους των συναλλασσόμενων εταιριών, τα ποσοστά αποδόσεων που εκτιμήθηκαν για τις ελληνικές εταιρίες με την εφαρμογή της μελέτης γεγονότος μπορούν να αντιπαρατεθούν με τα αποτελέσματα άλλων μεθόδων αξιολόγηση ή διαφορετικών χρονικών περιόδων.

Βιβλιογραφία

Ξένη Βιβλιογραφία

Agrawal, A., Jaffe, J. and Mandelker, G. (1992) “The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly”, Journal of Finance Vol. 47, pp. 1605-1621.

Andrade, G., Mitchell, M. and Stafford, E. (2001) “New evidence and perspectives on mergers”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2, pp. 103-120.

Andrade, G., and Stafford, E. (2004) “Investigating the economic role of mergers”, Journal of Corporate Finance, Vol. 10, pp.1-36.

Asquith, P., Bruner, R. and Mullins, D. (1983) “The Gains to Bidding Firms from Merger”, Journal of Financial Economics, Vol. 11, pp. 121-139.

Asquith, P. Bruner, R. and Mullins, D. (1990) “Merger returns and the form of financing”, Working paper, Massachusetts Institute of Technology.

Asquith, P. and Kim, H. (1982) “The Impact of Merger Bids on the Participating Firms' Security Holders”, The Journal of Finance, Vol. 37, pp. 1209-1228.

Bradley, M. (1980) “Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control”, The Journal of Business, Vol. 53, pp. 345-376.

Bradley, M.,Desai, A., Kim, E. (1983) “The rationale behind interfirm tender offers Information or synergy?”, Journal of Financial Economics, Vol. 11, pp. 183-206.

Bradley, M.,Desai, A., Kim, E. (1988) “Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms”, Journal of Financial Economics, Vol 21, pp. 3-40.

Bradley, M., and Wakeman, L. (1983) “The Wealth Effect of Targeted Share Repurchases”, Journal of Financial Economics, Vol. 11, pp. 301-328.

Byrd, J. and Hickman, K. (1992) “Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids”, Journal of Financial Economics, Vol. 32, pp. 195-221.

Campa, J. and Hernando, I. (2004) “Shareholder Value Creation in European M&As”, European Financial Management, Vol. 10, No. 1, pp. 47–81.

Comment, R. and Schwert, W. (1995) “Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures”, Journal of Financial Economics, Vol 39, pp. 3-43.

Conn, C. and Connell, F. (1990) “International mergers: returns to US and British firms”, Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 17, pp. 689–711.

Cooke, P. (1986) “The changing urban and regional system in the United Kingdom”, Regional Studies, Taylor and Francis Journals, Vol. 20, No. 3. pp. 243-251.

Dann, L. and DeAngelo, H. (1983) “Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Repurchases, and the Market for Corporate Control”, Journal of Financial Economics, Vol. 11, pp. 275-300.

Davidson, W. and Cheng, L. (1997) “Target firm returns: Does the form of payment affect abnormal returns?”, Journal of Business, Finance and Accounting. Vol. 24.

DeBondt, W. and Thompson, H. (1992) “Is Economic Efficiency the Driving Force Behind Mergers?”, Managerial and Decision Economics, Vol. 13, pp. 31-44.

DeLong, G. (2001) “Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers”, Journal of Financial Economics.Vol. 59. pp. 221–252.

Huang, Y. and Walkling, R. (1989) “Target abnormal returns associated with acquisition announcements”, Journal of Financial Economics, Vol.19, pp.329-349.

Dodd, P. (1980) “Merger proposals, management discretion and stockholder wealth”, Journal of Financial Economics, Vol. 8. pp. 105-137.

Dodd, P. and Ruback, R. (1977) “Tender offers and stockholder returns. An empirical analysis” Journal of Financial Economics, Vol. 5, pp. 351-373.

Doukas, J. and Travlos, N. (1988) “The effect of corporate multinationalism on shareholders’ wealth: Evidence from international acquisitions”, Journal of Finance, Vol. 23, pp. 1161-1178.

Eckbo, B. (1983) “Horizontal mergers, collusion and stockholder wealth”, Journal of Financial Economics, Vol. 11, pp. 241-273.

Faccio, M. and Lang, L. (2002) “The ultimate ownership of Western European corporations”, Journal of Financial Economics, Vol. 65, pp. 365–395.

Firth, M. (1980) “Takeovers, Shareholder Returns, and the Theory of the Firm”, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 94, No. 2, pp. 235-260.

Franks, J. and Harris, R. (1989) “Shareholder wealth effects of corporate takeovers: The U.K. experience 1955–1985”, Journal of Financial Economics, Vol. 23, pp. 225–49.

Franks, R., Harris, S. and Titman, S. (1991) “The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms”, Journal of Financial Economics, Vol.29, pp. 81-96.

Gaughan, M. (2002) “The substitute hypothesis: The impact of premarital liaisons and human capital on marital timing”, Journal of Marriage and the Family, Vol. 64, pp. 407–419.

Gorton, G., Kahl, M. and Rosen, R. (2005) “Eat or be eaten: A theory of mergers and merger”, National Bureau of Economic Research, Working paper.

Gugler, K., Mueller, D. and Yurtoglu, B. (2006) “The Determinants of Merger Waves”, Social Science Research - Markets and Politics, Working Paper.

Halpern, P. (1983) “Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions”, The Journal of Finance, Vol. 38, No. 2, pp. 297-317.

Hayward, M. and Hambrick, D. (1997) “Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris”, Administrative Science Quarterly, Vol. 42, No. 1, pp. 103-127.

Healy, P., Palepu, K. and Ruback, R. (1992) “Does corporate performance improve after mergers?”, Journal of Financial Economics, Vol. 31, No. 2, pp. 135-175.

Houston, J., James, C. and Ryngaert, M. (2001) “Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders”, Journal of Financial Economics, Vol. 60, pp. 285-331.

Huang, Y. and Walkling, R. (1987) “Target Abnormal Returns Associated With Acquisitions Announcements: Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance”, Journal of Financial Economics, Vol. 19, pp. 329-349.

Hubbard, M. (2001) “Attacking Poverty-a strategic dilemma for the World Bank”, Journal of International Development, Vol. 13, No. 3, pp. 293-298.

Jarrell, G. and Bradley, M. (1980) “The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers”, Journal of Law and Economics, Vol. 23, pp. 371-407.

Jarrell, G. and Poulsen, A. (1987) “Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Anti-Take-over Amendments Since 1980”, Journal of Financial Economics, Vol. 19, pp. 127-168

Jensen M. (1986) “Agency costs of free cash, corporate finance, and takeovers”, American Economic Review, Vol. 2, pp.323-329.

Jensen M. (1988) “Takeovers: Their causes and consequences”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, No. 1, pp. 21-48.

Jensen, M. (1993) “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”, Journal of Finance, Vol. 48, pp. 831-880.

Kaplan, S. and Weisbach, M. (1992) “The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures”, The Journal of Finance, Vol. 47, No. 1, pp. 107-138.

Kleinert, J. and Klodt, H. (2002) “Causes and Consequences of Merger Waves”, Kiel Institute of World Economics, Working paper

Kummer, D and Hoffmeister, R. (1978) “Valuation Consequences of Cash Tender Offers”, The Journal of Finance, Vol. 33, No. 2, pp. 505-516.

Lang, P., Stulz, R. and Walking, R. (1989) “Managerial Performance, Tobin's q, and the Gains from Successful Tender Offers”, Journal of Financial Economics, Vol. 24, pp. 137-154.

Langetieg, T. (1978) “An application of a three-factor performance index to measure stockholder gains from merger”, Journal of Financial Economics, Vol. 6, No. 4, pp. 365-383.

Loderer, C. and Martin, K. (1990) “Corporate Acquisitions by Listed Firms: The Experience of a Comprehensive Sample”, Financial Management, Vol. 19, No. 4, pp. 17-33.

Lubatkin, M. (1983) “Mergers and the Performance of the Acquiring Firm”, The Academy of Management Review, Vol. 8, No. 2, pp. 218-225.

Lyroudi, K., Lazaridis, J. and Subeniotis, D. (1999) “Impact of International Mergers and Acquisitions on Shareholder’s Wealth: A European Perspective”, Journal of Financial Management and Analysis, Vol. 12, pp. 1-14.

Leeth, J. and Borg, R. (2000) “The impact of takeovers on shareholder wealth during the 1920s merger wave”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 35. No. 2, pp. 217-238.

Malatesta, P. (1983) “The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms”, Journal of Financial Economics, Vol. 11, pp. 155-181.

Malatesta, P. and Walkling, R. (1988) “Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp. 347-376.

Manne, H. (1965) “Mergers and the Market for Corporate Control”, The Journal of Political Economy, Vol. 73, No. 2, pp. 110-120.

Mandelker G. (1974) “Risk and return: the case of merging firms”, Journal of Financial Economics, Vol. 1, pp. 303-335.

Maquieira, C., Megginson, W. and Nail, L. (1998) “Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers”, Journal of Financial Economics, Vol. 48, pp. 3-33.

Martinez-Jerez, A. (2002) “Interaction between Accounting and Corporate Governance: Evidence from Business Combinations”, Harvard Business School.

Meschi, P. and Metais, E. (2006) “International acquisition performance and experience: A resource-based view. Evidence from French acquisitions in the United States (1988–2004)”, Journal of International Management, Vol. 12, pp. 430–448.

Mitchell, M. and Lehn, K. (1990) “Do Bad Bidders Become Good Targets? The Journal of Political Economy”, Vol. 98, No. 2, pp. 372-398.

Mitchell, M. and Mulherin, H. (1996) “The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity”, Journal of Financial Economics, Vol. 41, pp. 193-229.

Moeller, S., Stulz, R. and Schlingemann, F. (2005) “Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring firm returns in the recent merger wave”, The Journal of finance, Vol LX, No.2, pp. 757-782.

Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. (1989) “Do managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?”, Working Paper, National Bureau of Economic Research.

Mulherin, H. and Boone, A. (2000) “Comparing acquisitions and divestitures”, Journal of Corporate Finance, Vol. 6, pp.117-139.

Oskamp,S. (1965) “Overconfidence in case-study judgments”, The Journal of Consulting Psychology, Vol. 29, pp. 261–265.

Raj, M. and Forsyth. M. (2002) “Hostile bidders, long-term performance, and restructuring methods: Evidence from the UK”, American Business Review, Vol. 20, No. 1, pp. 71-81.

Roll, R. (1986) “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, The Journal of Business, Vol. 59, No. 2, pp. 197-216.

Ryngaert, M. (1988) “The Effects of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth”, Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp. 377-417.

Seth, A. (1990) “Sources of Value Creation in Acquisitions: An Empirical Investigation”, Strategic Management Journal, Vol. 11, pp. 431-446.

Singh, H., and Montgomery, C. (1987) “Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance”, Strategic Management Journal, pp. 377-386.

Stigler J. (1950) “The Development of Utility Theory”, Journal of Political Economy, Vol. 58. pp. 373-392.

Schwert, G. (2000) “Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder?”, The Journal of Finance, Vol. 55, pp. 2599-2640.

Servaes, H. (1991) “Tobin's Q and the Gains from Takeovers”, The Journal of Finance, Vol. 46, pp. 409-419.

Smith, R. and Kim, J. (1991) “The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack on Bidder and Target Stock Returns”, The Journal of Business, Vol. 67, No. 2, pp. 281-310.

Sudarsanam, P., Holl, P. and Salami, A.(1996) “Shareholder wealth gains in mergers: effect of synergy and ownership structure”, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 23, No. 5&6, pp. 673–698.

Tampakoudis, I. (2010) “Exploring Market Efficiency and Structural Differences between the Greek and the Western Capital Markets in the Context of Mergers and Acquisitions”, International Research Journal of Finance and Economics, Vol. 40, pp. 127-144.

Varaiya, N. and Ferris, K. (1987) “Overpaying In Corporate Takeovers: The Winner's Curse”, Financial Analysts Journal, Vol. 43, No. 3, pp. 64-70.

Walker, M. (2000) “Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-Firm Shareholder Wealth”, Financial Management, Vol. 29, No. 1, pp. 53-66.

Walkling, R. and Long, M. (1984) “Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance”, The RAND Journal of Economics, Vol. 15,No. 1, pp. 54-68.

Weir, P. (1983) “The cost of anti-merger lawsuits: evidence from the stock market”, Journal of Financial Economics, Vol. 11, pp. 207-24.

Ελληνική Βιβλιογραφία

Κυριαζής, Δ. (2007) «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», Έκδοση Α΄, Αθήνα, 2007.

Λαζαρίδης, Γ., Παπαδόπουλος, Δ. (2006) «Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Μακροχρόνιος Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός και Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου της Επιχείρησης», Τεύχος Β’, Β΄ Έκδοση.

Παπαδόπουλος, Δ., Σαρρή Κ. «Ανασκόπηση, Κριτική Ανάλυση και Κατηγοριοποίηση των θεωριών περί Αιτιών και Κινήτρων των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων η/και Συνασπισμών των Επιχειρήσεων », Πειραιάς, 2005.

Παπαδόπουλος, Δ., Τοπαλίδης, Χ., «Η Επίδραση της Ανακοίνωσης των Επενδύσεων Έρευνας και Ανάπτυξης και των Επικείμενων Συγχωνεύσεων-Εξαγορών στη Χρηματιστηριακή Αξία των Επιχειρήσεων», Πειραιάς, 2002.

Ταμπακούδης, Ι., (2009) «Εκτίμηση του οικονομικού αντίκτυπου των συγχωνεύσεων-εξαγορών στην Ελλάδα. Συγκριτική αξιολόγηση των αποτελεσμάτων με τις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ηπειρωτική Ευρώπη», Διδακτορική Διατριβή.