



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ – ΟΛΙΚΗ  
ΠΟΙΟΤΗΤΑ

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:**  
**ΤΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ**  
**ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ**

ΚΑΤΕΡΙΝΑ Ν. ΚΑΖΗ

ΠΤΥΧΙΟΥΧΟΣ ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ

ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΠΑΝΤΕΙΟΥ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ**

2005

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η συγκεκριμένη εργασία έχει ως αντικείμενο τις εξαγορές και συγχωνεύσεις των επιχειρήσεων και το προκύπτον κοινωνικό κόστος αυτών. Αρχικά στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια χρονική αναδρομή της πορεία των εξαγορών και συγχωνεύσεων στον χώρο των Η.Π.Α. και της Ευρώπης. Στη συνέχεια γίνεται αναφορά στις βασικές έννοιες, όρους και πρακτικές που χρησιμοποιούνται κατά την εξέταση μιας υπόθεσης εξαγοράς. Το δεύτερο κεφάλαιο πραγματεύεται την έννοια του κοινωνικού κόστους που προέρχεται από τις εξαγορές και συγχωνεύσεις καθώς και τις συνέπειες αυτού στο ευρύτερο κοινωνικό σύνολο, ως αποτέλεσμα της μονοπώλησης της αγοράς από τις νέες συγχωνευμένες πλέον επιχειρήσεις. Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στην αποδοτικότητα των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Διαφορετικές μελέτες δίνουν και διαφορετικά πορίσματα για το εάν τελικά η επιχείρηση-στόχος και η επιχείρηση-επενδυτής επωφελούνται και κατά πόσο από μια εξαγορά. Τέλος στο τέταρτο και τελευταίο κεφάλαιο της παρούσας διπλωματικής αναφέρονται συνοπτικά η νομοθεσία περί ανταγωνισμού στην Ευρωπαϊκή Ένωση και την Ελλάδα καθώς και διάφορες πολιτικές και προτάσεις που θα βοηθούσαν τις υποψήφιες επιχειρήσεις σε μια περισσότερο αποτελεσματική διαδικασία εξαγορών και συγχωνεύσεων στο σύγχρονο συνεχώς μεταβαλλόμενο εξωτερικό περιβάλλον εντός του οποίου δραστηριοποιούνται.

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Έχοντας φέρει σε πέρας πλέον την εργασία αυτή θα ήθελα να ευχαριστήσω ορισμένα άτομα τα οποία με βοήθησαν και έκαναν το έργο μου πιο εύκολο. Αρχικά θα ήθελα να ευχαριστήσω την επιβλέπουσα Επίκουρο Καθηγήτρια κα. Βικτωρία Πέκκα η οποία μου έδωσε τις αρχικές κατευθύνσεις και συμβουλές και ήταν πάντα προσηνής και πρόθυμη να με βοηθήσει σε όλη την διάρκεια της προσπάθειας μου. Ένα μεγάλο ευχαριστώ χρωστάω στους αγαπητούς μου γονείς, Νέστορα και Αντωνία Κάζη, οι οποίοι με ενθάρρυναν να μεταβώ στην Αθήνα και να παρακολουθήσω το συγκεκριμένο μεταπτυχιακό πρόγραμμα. Με στήριξαν οικονομικά και ηθικά τα δύο αυτά χρόνια κάνοντας συχνά υποχωρήσεις προκειμένου να με ευχαριστήσουν. Τέλος ευχαριστώ τον μεγαλύτερο μου αδερφό Δημήτρη για την υπομονή που έδειξε τον τελευταίο χρόνο κατά τη διάρκεια της συγκατοίκησης μας καθώς και για τις πολύτιμες συμβουλές και υποδείξεις του.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....</b>	<b>II</b>
<b>ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....</b>	<b>III</b>
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ.....</b>	<b>VII</b>
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....</b>	<b>VIII</b>

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΠΕΡΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

<b>1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>1</b>
<b>1.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ.....</b>	<b>2</b>
1.2.1 Η.Π.Α.....	3
1.2.1.1 Πρώτο κύμα Συγχωνεύσεων-Χρονική Περίοδος 1897-1904.....	3
1.2.1.2 Δεύτερο κύμα Συγχωνεύσεων-Χρονική Περίοδος 1916-1929.....	4
1.2.1.3 Τρίτο κύμα Συγχωνεύσεων-Χρονική Περίοδος 1965-1969.....	6
1.2.1.4 Τέταρτο κύμα Συγχωνεύσεων -Χρονική Περίοδος 1981-1989.....	8
1.2.1.5 Πέμπτο κύμα Συγχωνεύσεων- Η δεκαετία του 1990.....	9
1.2.2 ΕΥΡΩΠΗ.....	11
<b>1.3 ΟΡΙΣΜΟΙ.....</b>	<b>13</b>
<b>1.4 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ.....</b>	<b>18</b>
<b>1.5 ΤΡΟΠΟΙ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ.....</b>	<b>21</b>
<b>1.6 ΑΜΥΝΤΙΚΕΣ ΤΑΚΤΙΚΕΣ.....</b>	<b>22</b>
<b>1.7 ΤΑΚΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ-ΑΓΟΡΑΣΤΗ.....</b>	<b>25</b>
<b>1.8 ΟΦΕΛΗ – ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ.....</b>	<b>28</b>
1.8.1 ΑΝΑΠΤΥΞΗ.....	28
1.8.2 ΣΥΝΕΡΓΙΕΣ.....	29
1.8.2.1 Λειτουργικές συνέργιες.....	30
1.8.2.2 Χρηματοοικονομικές συνέργιες.....	32
1.8.3 ΔΙΑΠΟΙΚΙΛΙΣΗ Η ΔΙΕΥΡΥΝΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΩΝ.....	33
1.8.4 ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ (AGENCY PROBLEM).....	35
1.8.5 ΑΛΑΖΟΝΕΙΑ ΤΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ (HUBRIS HYPOTHESIS).....	35
1.8.6 ΔΥΝΑΜΗ ΑΓΟΡΑΣ.....	36
1.8.7 ΆΛΛΑ ΚΙΝΗΤΡΑ.....	37
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	38

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΤΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

<b>2.1 ΜΟΝΟΠΩΛΙΟ.....</b>	<b>39</b>
<b>2.2 ΕΙΔΗ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΩΝ ΠΟΥ ΔΗΜΙΟΥΡΓΕΙ ΤΟ ΜΟΝΟΠΩΛΙΟ.....</b>	<b>41</b>
2.2.1 ΜΟΝΟΠΩΛΙΑΚΗ ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ.....	42
2.2.2 ΣΥΜΠΑΙΓΝΙΑ.....	43

2.2.3 ΕΠΙΘΕΤΙΚΗ ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ.....	43
2.2.4. ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗΣ .....	44
<b>2.3 ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΙΣΟΡΡΟΠΙΑΣ ΣΤΗΝ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ .....</b>	<b>45</b>
<b>2.4 ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΙΣΟΡΡΟΠΙΑΣ ΣΤΗΝ ΜΟΝΟΠΩΛΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ .....</b>	<b>47</b>
<b>2.5 ΤΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΜΟΝΟΠΩΛΙΟΥ .....</b>	<b>49</b>
2.5.1 ΤΟ ΠΛΕΟΝΑΣΜΑ ΤΟΥ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗ.....	49
2.5.2 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΟΝΟΠΩΛΙΟΥ - ΤΕΛΕΙΟΥ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ .....	51
2.5.3 ΑΠΩΛΕΙΑ ΝΕΚΡΟΥ ΦΟΡΤΙΟΥ.....	52
2.5.4 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ Ο.WILLIAMSON .....	54
2.5.4.1 Από τον τέλειο ανταγωνισμό στο μονοπώλιο .....	55
2.5.4.2 Από τον τέλειο ανταγωνισμό στο μερικό μονοπώλιο (partial monopoly).....	56
<b>2.6 ΘΕΩΡΙΕΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΝΕΚΡΟΥ ΦΟΡΤΙΟΥ .....</b>	<b>59</b>
2.6.1 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ HARBERGER .....	60
2.6.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ COWLING ΚΑΙ MUELLER .....	63
2.6.2.1. Εμπειρικά αποτελέσματα Η.Π.Α. ....	66
2.6.2.2 Εμπειρικά αποτελέσματα Ηνωμένο Βασίλειο .....	68
2.6.3 ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ S.LITTLECHILD.....	70
<b>2.7 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ .....</b>	<b>72</b>
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	75

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

#### Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

<b>3.1 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ.....</b>	<b>76</b>
<b>3.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ .....</b>	<b>77</b>
3.2.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ .....	78
3.2.2 ΚΡΙΤΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΥ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ .....	80
3.2.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	80
<b>3.3 ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ .....</b>	<b>85</b>
<b>3.4 ΑΝΑΛΥΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΡΕΥΝΩΝ .....</b>	<b>87</b>
3.4.1 Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΟΥ MICHAEL FIRTH .....	88
3.4.2 Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΩΝ PETER DODD ΚΑΙ RICHARD RUBACK.....	90
3.4.3 Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΟΥ PETER DODD.....	91
3.4.4 Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΟΥ PAUL H. MALATESTA.....	93
3.4.5 Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΟΥ PAUL ASQUITH .....	94
3.4.6 Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΩΝ JULIAN R. FRANKS, ROBERT S. HARRIS .....	96
3.4.7 Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΩΝ JULIAN FRANKS, ROBERT HARRIS, SHERIDAN TITMAN .....	98
3.4.8 Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΩΝ NICKOLAOS G. TRAVLOS, JAMES F. WAEGELEIN .....	100
<b>3.5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ .....</b>	<b>101</b>
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	104

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4**  
**Η ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΠΕΡΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ**

<b>4.1 ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ</b> .....	<b>105</b>
<b>4.2 ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΈΝΩΣΗ</b> .....	<b>108</b>
4.2.1 Η ΣΥΝΘΗΚΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΟΙΝΟΤΗΤΑΣ (ΣΥΝΘΕΚ) .....	108
4.2.2 ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ 4064/89 .....	112
<b>4.3 ΕΛΛΑΔΑ</b> .....	<b>115</b>
<b>4.4 ΕΠΙΛΟΓΟΣ</b> .....	<b>118</b>
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	120
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ .....	121
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	123

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1.1: Εξαγορές & Συγχωνεύσεις (\$ δις) ανά κράτος.....	11
Πίνακας 1.2: Κατανομή δραστηριότητας Ε&Σ Μελών-Κρατών, 1991-1999.....	12
Πίνακας 2.1: Απαιτούμενες μειώσεις του κόστους (%) ως αντισταθμιστικό των τιμών από την δραστηριότητα των συγχωνεύσεων.....	58
Πίνακας 2.2: Αποτελέσματα εμπειρικής έρευνας C&M μέτρησης κοινωνικού κόστους στις Η.Π.Α.....	67
Πίνακας 2.3: Αποτελέσματα εμπειρικής έρευνας C&M μέτρησης κοινωνικού κόστους στο Ην.Βασίλειο.....	69
Πίνακας 3.1: Αποτελέσματα μελετών βραχειών μη κανονικών αποδόσεων για επιχειρήσεις-στόχους (target) και επιχειρήσεις-επενδυτές (bidder) (Ην.Βασίλειο).....	81
Πίνακας 3.2: Αποτελέσματα μελετών μακροχρόνιων μη κανονικών αποδόσεων για επιχειρήσεις-επενδυτές (bidder, Ην.Βασίλειο).....	82
Πίνακας 3.3: Εμπειρικά αποτελέσματα μη κανονικών αποδόσεων εμπειρικών μελετών την περίοδο ανακοίνωσης της προσφοράς εξαγοράς (Η.Π.Α.).....	83
Πίνακας 3.4: Εμπειρικά αποτελέσματα μη κανονικών αποδόσεων εμπειρικών μελετών τη χρονική περίοδο μετά την προσφορά εξαγοράς (Η.Π.Α.).....	84
Πίνακας 3.5: Εμπειρικά αποτελέσματα M.Firth για χρονική περίοδο 1972-1974.....	89
Πίνακας 3.6: Εμπειρικά αποτελέσματα M.Firth για χρονική περίοδο 1969-1975.....	89
Πίνακας 3.7: Εμπειρικά αποτελέσματα P. Dodd και R.Ruback.....	91
Πίνακας 3.8: Εμπειρικά αποτελέσματα P.Dodd.....	93
Πίνακας 3.9: Εμπειρικά αποτελέσματα P. Asquith.....	95
Πίνακας 3.10: Εμπειρικά αποτελέσματα J. Frank και R. Harris.....	96

Πίνακας 3.11: Σύγκριση αποδόσεων Η.Π.Α. – Ην.Βασίλειο.....	97
Πίνακας 3.12: Εμπειρικά αποτελέσματα Franks, Harris και Titman.....	99

## **ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ**

Διαγραμμα1.1 Κύματα συγχωνεύσεων.....	10
Διαγραμμα1.2 Διαγραμματική απεικόνιση των τακτικών των επιχειρήσεων-αγοραστών.....	27
Διάγραμμα1.3 Ιδανικό επίπεδο παραγωγής.....	38
Διάγραμμα 2.1(α) Ισορροπία στην ανταγωνιστική αγορά (β) Καμπύλη ζήτησης της ανταγωνιστικής επιχείρησης.....	46
Διάγραμμα 2.2 Ισορροπία ανταγωνιστικής επιχείρησης.....	46
Διάγραμμα 2.3 Άριστο σημείο παραγωγής μονωπ/κής επιχείρησης.....	48
Διάγραμμα 2.4 Πλεόνασμα καταναλωτή.....	50
Διάγραμμα 2.5 Απώλεια νεκρού φορτίου (DWL).....	52
Διάγραμμα 2.6 Το υπόδειγμα του Williamson.....	55
Διάγραμμα 2.7 Υπόδειγμα Harberger.....	61



# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΠΕΡΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

### 1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα τελευταία χρόνια και ιδιαίτερα κατά τη δεκαετία του 1990 υπήρξε μία εκρηκτική ανάπτυξη στον αριθμό, το μέγεθος, την πολυπλοκότητα των εξαγορών και συγχωνεύσεων που παρατηρήθηκαν τόσο στην Αμερική όσο και στον Ευρωπαϊκό χώρο. Η ανάπτυξη αυτή των εξαγορών και συγχωνεύσεων φανερώνει το μέγεθος που έχει αρχίσει να παίρνει ο συνδυασμός επιχειρήσεων στην παγκόσμια επιχειρηματική κοινότητα. Παρότι οι εξαγορές μεγάλου μεγέθους αρχικά ήταν κυρίως φαινόμενο που λάμβανε χώρα στην Αμερική το τελευταίο κύμα των συγχωνεύσεων που εμφανίστηκε την δεκαετία του 1990 έλαβε παγκόσμιες διαστάσεις. Με το τέλος του τέταρτου κύματος συγχωνεύσεων (1981-1989), το οποίο αναφέρεται αναλυτικά παρακάτω, κανείς δεν φανταζόταν ότι θα έκανε την εμφάνιση του ξανά και ένα πέμπτο, μεγαλύτερης εμβέλειας κύμα.

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις (Ε&Σ) δεν είναι μοναδικοί τρόποι εταιρικής επέκτασης και ανάπτυξης των επιχειρήσεων στο σύγχρονο ανταγωνιστικό περιβάλλον αλλά αποτελούν εναλλακτική λύση στην εσωτερική ανάπτυξη μέσω επενδύσεων κεφαλαίου. Στην πρώτη περίπτωση των εξαγορών και συγχωνεύσεων τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης απλά αλλάζουν κάτοχο ενώ στην δεύτερη περίπτωση της εσωτερικής ανάπτυξης τα περιουσιακά στοιχεία δημιουργούνται εκ νέου μέσω επενδύσεων. Και οι δύο πρακτικές μαζί αποτελούν μεθόδους ξένης άμεσης επένδυσης ( Foreign Direct Investment, FDI). Στην περίπτωση της συγχώνευσης (merger) των επιχειρήσεων, όπως θα δούμε και παρακάτω, τα περιουσιακά στοιχεία και οι λειτουργίες της εξαγοραζόμενης επιχείρησης περνάνε στον έλεγχο της εξαγοράστριας. Αντίθετα στην περίπτωση της εξαγοράς (acquisition) επιχειρήσεων τα περιουσιακά στοιχεία των δύο επιχειρήσεων συνενώνονται για να σχηματίσουν μια καινούργια επιχειρηματική μονάδα.

Οι βασικοί λόγοι προτίμησης των Ε&Σ έναντι της οργανικής αυτόνομης ανάπτυξης των επιχειρήσεων είναι οι εξής δύο: η ταχύτητα και η πρόσβαση σε αποκλειστικούς πόρους. Οι Ε&Σ αποτελούν το ταχύτερο μέσο για την επίτευξη των επιθυμητών στόχων, ιδιαίτερα σε ένα περιβάλλον όπου επικρατούν συνθήκες αυξημένου ανταγωνισμού και συνεχούς συρρίκνωσης του κύκλου ζωής των προϊόντων. Επιπλέον, μέσω της διαδικασίας των Ε&Σ των επιχειρήσεων επιτυγχάνεται ευκολότερα το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα μέσω της πρόσβασης σε προγράμματα έρευνας και ανάπτυξης (R&D), της υιοθέτησης βελτιωμένης τεχνολογίας, της χρήσης εταιρικής επωνυμίας του παραγόμενου προϊόντος (φίρμα ή brand name), καθώς επίσης και της χρήσης πατέντων ή δικτύων διανομής των παραγόμενων προϊόντων. Όλα τα παραπάνω στοιχεία όμως απαιτούν σημαντικό χρόνο για να αναπτυχθούν και κατά συνέπεια δεν είναι πάντα διαθέσιμα τη κρίσιμη στιγμή που κρίνονται απαραίτητα για την ολοκλήρωση κάποιας εσωτερικής διαδικασίας ή λειτουργίας της επιχείρησης. Χαρακτηριστικό παράδειγμα της περίπτωσης αυτής είναι η απόκτηση της Βρετανικής Tetley Ltd από την Ινδική Tata Tea προκειμένου η δεύτερη επιχείρηση να έχει άμεση πρόσβαση στο δίκτυο διανομής και στην επωνυμία της πρώτης, στοιχεία η απόκτηση των οποίων μέσω οργανικής επέκτασης θα ήταν ίσως αδύνατη.

Επομένως κάθε επιχείρηση καλείται να επιλέξει την καταλληλότερη κάθε φορά διαδικασία στρατηγικής επέκτασης του κεφαλαίου και του μεριδίου αγοράς της, η οποία στρατηγική θα λαμβάνει υπόψη της την ευρύτερη εταιρική στρατηγική έτσι ώστε να οδηγεί στην δημιουργία ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων που θα της αποφέρουν το μεγαλύτερο δυνατό όφελος και κέρδος. Έτσι οι Ε&Σ, ως εξωτερικοί τρόποι ανάπτυξης των επιχειρήσεων, έχουν προτιμηθεί κατά καιρούς σε σχέση με τους εσωτερικούς τρόπους ανάπτυξης με αντικειμενικό σκοπό την επίτευξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος στο νέο παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον που αφορά τις αγορές προϊόντων, υπηρεσιών και κεφαλαίων.

## **1.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ**

Ξεκινώντας από τις Η.Π.Α. η ιστορία των Ε&Σ καλύπτει περίπου 100 χρόνων, με περιόδους άλλοτε έντονης εμφάνισης των φαινομένων και άλλοτε πιο ήπιας. Διάφοροι παράγοντες είναι δυνατόν να επηρεάζουν τον χρόνο και την ένταση εκδήλωσης των κυμάτων των συγχωνεύσεων. Τέτοιοι παράγοντες μπορεί να

αφορούν τις εξελίξεις στο επιχειρηματικό περιβάλλον και τις νέες τεχνολογίες, τις διάφορες κυβερνητικές ρυθμίσεις, τις αναδιαρθρώσεις στους παραγωγικούς κλάδους και γενικότερα μικροοικονομικούς και μακροοικονομικούς παράγοντες. Στο Ηνωμένο Βασίλειο η ιστορία των εξαγορών τοποθετείται πολύ πρόσφατα, στην δεκαετία του 1960 ενώ για την υπόλοιπη Ευρώπη κυρίως στην δεκαετία του 1990.

### **1.2.1 Η.Π.Α**

Διάφορα κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορούμε να διακρίνουμε στην ιστορία των Η.Π.Α. από το 1890 μέχρι σήμερα. Τα κύματα αυτά χαρακτηρίζονται από μια κυκλικότητα με περιόδους έντονης δραστηριότητας αρχικά και χαμηλότερης στη συνέχεια. Τα κύματα εμφάνισης του φαινομένου των Ε&Σ αφορούν τις παρακάτω χρονικές περιόδους, 1897-1904, 1916-1929, 1965-1969, 1984-1989. Τέλος το πέμπτο κύμα Ε&Σ εντοπίζεται στις αρχές της δεκαετίας του 1990.

#### **1.2.1.1 Πρώτο κύμα Συγχωνεύσεων-Χρονική Περίοδος 1897-1904**

Το πρώτο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων ξεκίνησε μετά την οικονομική κρίση του 1883, κορυφώθηκε ανάμεσα στο 1898 και 1902 και τελείωσε το έτος 1904. Παρότι το κύμα αυτό επηρέασε πλήθος επιχειρήσεων οι κυριότεροι κλάδοι που παρουσίασαν ιδιαίτερα υψηλή δραστηριότητα είναι οι κλάδοι των μεταφορών, των εξορύξεων, των πρωτογενών μετάλλων, των προϊόντων διατροφής, των χημικών, των μηχανημάτων και των πετρελαϊκών προϊόντων. Οι κλάδοι αυτοί αντιπροσώπευαν τα 2/3 όλης της εξαγοραστικής δραστηριότητας της περιόδου αυτής.

Βασικό χαρακτηριστικό του πρώτου κύματος Ε&Σ ήσαν οι οριζόντιες συγχωνεύσεις οι οποίες οδήγησαν σε μονοπώληση της αγοράς. Η χρονική περίοδος αυτή έμεινε γνωστή ως η περίοδος της δημιουργίας μεγάλων μονοπωλιακών επιχειρήσεων. Εκτιμάται ότι περίπου 3000 επιχειρήσεις αφανίστηκαν ως αποτέλεσμα συγχωνεύσεων ενώ πολλές εταιρείες-κολοσσοί που υπάρχουν μέχρι σήμερα δημιουργήθηκαν κατά το πρώτο αυτό κύμα όπως η DuPont Inc, η Standard Oil, η General Electric, η American Tobacco Inc κ.α.

Η έντονη αυτή τάση για συγχωνεύσεις δεν μειώθηκε ούτε από την εφαρμογή του Αντιμονοπωλιακού Νόμου Sherman Antitrust Act (1890). Το Υπουργείο Δικαιοσύνης που ήταν υπεύθυνο για την εφαρμογή του Αντιμονοπωλιακού Νόμου την περίοδο εκείνη αποδείχτηκε κατώτερο των προσδοκιών, ίσως λόγω έλλειψης του απαραίτητου προσωπικού. Έτσι το κύμα αυτό των συγχωνεύσεων συνεχίζονταν αδιάλειπτα πέραν των νομοθετικών περιορισμών. Με την άνοδο όμως στην προεδρία των Η.Π.Α. του Theodore Roosevelt (1901-1909) η εφαρμογή των αντιμονοπωλιακών κανόνων έγινε περισσότερο αυστηρή. Αν και δεν αποτέλεσε ο ίδιος ο πρόεδρος την αιτία για να ανακοπεί το κύμα αυτό των συγχωνεύσεων, παρόλα αυτά ασκήθηκε σημαντική πίεση προς την κατεύθυνση εφαρμογής των αντιμονοπωλιακών κανονισμών (γι' αυτό και έμεινε γνωστός στην ιστορία ως trust buster).

Ο συνδυασμός επομένως της χαλαρής γενικά κρατικής πολιτικής κατά των συγχωνεύσεων καθώς και η ύπαρξη άλλων παραγόντων που αναφέρονται παρακάτω συντέλεσαν στην εμφάνιση του πρώτου κύματος των συγχωνεύσεων. Πράγματι η δυνατότητα εύκολης πρόσβασης σε κεφάλαια έδινε την ευκαιρία για χρηματοδότηση των Ε&Σ και οι χαλαροί περιορισμοί στην κατοχή μετοχών μεγάλων εταιρειών οδηγούσε σταδιακά στην εξαγορά αυτών. Ορισμένες πολιτείες ακολούθησαν περισσότερο φιλελεύθερη θεώρηση των πραγμάτων και έτσι αποτέλεσαν πηγή προσέλκυσης πολλών εξαγορών. Το New Jersey ήταν η πρώτη πολιτεία σε Ε&Σ με την Νέα Υόρκη και το Ντέλαγουερ να ακολουθούν. Επίσης η ανάπτυξη του συστήματος μεταφορών της χώρας έδωσε μια επιπλέον ώθηση στο φαινόμενο αυτό εφ' όσον πολλές επιχειρήσεις, μη αντιμετωπίζοντας πλέον γεωγραφικούς περιορισμούς, επεκτάθηκαν σε νέες αγορές και ταυτόχρονα πολλοί τοπικοί συνεταιρισμοί αναγκάστηκαν να συγχωνευθούν για να αντιμετωπίσουν τις νέες συνθήκες ανταγωνισμού.

Η τάση για Ε&Σ συνεχίστηκε ως την κατάρρευση του χρηματιστηρίου το 1904, το πρώτο κραχ, που σήμανε και το τέλος της περιόδου αυτής.

#### **1.2.1.2. Δεύτερο κύμα Συγχωνεύσεων-Χρονική Περίοδος 1916-1929**

Καθώς η εφαρμογή του Sherman Act, όπως φάνηκε από το πρώτο κύμα συγχωνεύσεων, δεν υπήρξε ιδιαίτερα αποτελεσματική και ανασταλτική, το κογκρέσο προχώρησε στην εφαρμογή του Clayton Act το έτος 1914

προκειμένου να ενισχύσει την αντιμονοπωλιακή νομοθεσία. Συνέπεια της θεσπίσεως της παραπάνω νομοθεσίας υπήρξε πράγματι ο περιορισμός των μονοπωλίων αλλά ταυτόχρονα και η δημιουργία πολλών ολιγοπωλίων και κάθετων συγχωνεύσεων καθώς και η αρχή της δημιουργίας των ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων. Την περίοδο αυτή η μεγαλύτερη απειλή για τον ανταγωνισμό ήταν τα δημιουργούμενα καρτέλ, οι κοινοπραξίες και άλλες παράνομες επιχειρηματικές πρακτικές στις οποίες και επικεντρώθηκε πλέον η εφαρμογή των αντιμονοπωλιακών νόμων των Clayton και Sherman Act.

Συγκρίνοντας την μορφή των επιχειρήσεων που δημιουργήθηκαν κατά το πρώτο και το δεύτερο κύμα συγχωνεύσεων μπορούμε να χαρακτηρίσουμε τις συγχωνεύσεις του πρώτου κύματος (1897-1904) ως συγχωνεύσεις μονοπωλιακού χαρακτήρα και του δεύτερου κύματος ως συγχωνεύσεις ολιγοπωλιακού χαρακτήρα. Πράγματι χαρακτηριστικό του δεύτερου κύματος ήταν η δημιουργία ολιγοπωλιακών επιχειρήσεων. Στη συνέχεια η συμμετοχή των Η.Π.Α. στον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο σηματοδότησε την έναρξη της δεύτερης περιόδου 1916-1929 για Ε&Σ εφ' όσον δημιούργησε ευκαιρίες για ανάπτυξη και επενδύσεις.

Κατά το χρονικό διάστημα 1926-1930 πραγματοποιήθηκαν συνολικά 4600 συγχωνεύσεις ενώ την χρονική περίοδο 1919-1930 “εξαφανίστηκαν” 12000 επιχειρήσεις. Όπως και κατά την διάρκεια του πρώτου κύματος έτσι και τώρα έκαναν τη εμφάνιση τους γιγάντιες επιχειρήσεις πολλές από τις οποίες χαρακτηρίζονται και σήμερα ως κολοσσοί όπως η General Motors, η IBM, η John Deere. Το κύμα αυτό των συγχωνεύσεων έλαβε κυρίως χώρα σε κλάδους όπως τα πρωτογενή μέταλλα, τα προϊόντα διατροφής, τα πετρελαϊκά προϊόντα, τα χημικά και ο κλάδος των μεταφορών.

Σημαντικές ομοιότητες υπάρχουν μεταξύ του δεύτερου κύματος συγχωνεύσεων και του τέταρτου κύματος των Ε&Σ -το οποίο αναφέρεται αναλυτικότερα παρακάτω- κυρίως λόγω του ότι έγινε χρήση δανείων προκειμένου να χρηματοδοτηθούν οι σχετικές συμφωνίες. Κάτι τέτοιο όμως ενώ δημιουργούσε σημαντικές ευκαιρίες στους επενδυτές για την πραγματοποίηση υψηλών κερδών ταυτόχρονα υπήρχε αυξημένος κίνδυνος στην περίπτωση που η πορεία της οικονομίας παρουσίαζε επιβράδυνση, όπως και έγινε τον Οκτώβριο του 1929 με την εμφάνιση του μεγάλου κραχ. Αποτέλεσμα του μεγάλου αυτού κραχ

ήταν η πτωτική πορεία των σημαντικών οικονομικών μεγεθών όπως των επενδύσεων, της κατανάλωσης και φυσικά το τέλος του δεύτερου κύματος συγχωνεύσεων.

Καθοριστικό ρόλο στα δύο πρώτα κύματα εμφάνισης των Ε&Σ διαδραμάτισαν οι επενδυτικές τράπεζες οι οποίες συχνά ασκούσαν βέτο, δυσκολεύοντας έτσι την χρηματοδότηση σε περιπτώσεις εξαγορών οι οποίες ήσαν ενάντια στις πολιτικές τους ή πρόβαλαν παράνομους στόχους. Γενικά όμως από το σύνολο των συγχωνεύσεων που έλαβαν χώρα κατά την διάρκεια των δύο κυμάτων γίνεται φανερό ότι η γενικότερη στάση των τραπεζών απέναντι στις συγχωνεύσεις υπήρξε ευνοϊκή.

Μετά την λήξη του δεύτερου κύματος και πριν την έναρξη του τρίτου παρεμβάλλεται, κυρίως για την δεκαετία 1930-1940, μια χρονική περίοδος όπου μεγάλες επιχειρήσεις αποκτούν μικρότερες προκειμένου να έχουν φορολογικά οφέλη. Η περίοδος όμως αυτή δεν προκάλεσε την δημιουργία υψηλών συγκεντρώσεων. Παρατηρήθηκε δε ότι δεν πραγματοποιήθηκαν ιδιαίτερες τεχνολογικές αλλαγές ή αναπτυξιακή πρόοδος. Το ενδιαφέρον του κράτους όμως για τις συγχωνεύσεις παρέμεινε άσβεστο και για το λόγο αυτό ψηφίστηκε το 1950 ο συμπληρωματικός αντιμονοπωλιακός Νόμος Celler-Kefauver προκειμένου να ενισχυθεί το τμήμα 7 του Νόμου του Clayton.

### **1.2.1.3. Τρίτο κύμα Συγχωνεύσεων-Χρονική Περίοδος 1965-1969**

Η έναρξη της ανοδικής πορείας του χρηματιστηρίου και η εντυπωσιακή συνεχής οικονομική ανάπτυξη που γνώρισαν οι Η.Π.Α. την περίοδο αυτή οδήγησαν στο τρίτο κύμα συγχωνεύσεων που καλύπτει τη χρονική περίοδο 1965-1969. Χαρακτηριστικό της περιόδου αυτής είναι η εμφάνιση των κονσόρτσιουμ ή των ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων (conglomerates), μορφή συγχωνεύσεων που αφορά στην ένωση εταιρειών χωρίς κοινές ανάμεσα τους δραστηριότητες. Πράγματι λόγω της αυστηρής μονοπωλιακής πολιτικής το 80% των συγχωνεύσεων που έλαβαν χώρα την παραπάνω δεκαετία 1965-1975 ήσαν ασυσχέτιστες. Ιδιαίτερο επίσης στοιχείο είναι το γεγονός ότι πολλές πλέον επιχειρήσεις-αγοραστές (bidders) ήταν μικρότερες σε μέγεθος από τις επιχειρήσεις-στόχους, γεγονός αντίθετο με τις προηγούμενες μορφές συγχωνεύσεων στις οποίες οι επιχειρήσεις-στόχοι ήταν σχεδόν πάντα

μικρότερες. Πράγματι, πολλές μικρού σχετικά μεγέθους επιχειρήσεις ακολούθησαν αυτήν την τάση και ανέπτυξαν έτσι σημαντική επεκτατική επιχειρηματική δραστηριότητα.

Η εφαρμογή του Αντιμονοπωλιακού Νόμου Celler-Kefauver είχε ως κύριο σκοπό να καλύψει ένα κενό που άφηνε ο προηγούμενος Αντιμονοπωλιακός Νόμος Clayton. Σύμφωνα με τον Νόμο του Clayton ενώ απαγορεύονταν η εξαγορά μετοχών μιας επιχείρησης η οποία μείωνε τον βαθμό ανταγωνισμού στην αγορά εν τούτοις δεν αποκλείονταν η εξαγορά των περιουσιακών στοιχείων αυτής. Το κενό αυτό ήρθε να καλύψει επομένως ο Νόμος Celler-Kefauver ο οποίος αντιμετώπιζε σκληρά τις οριζόντιες και κάθετες συγχωνεύσεις.

Ένα καινούργιο φαινόμενο της εποχής ήταν η ανάπτυξη της επιστήμης της Διοίκησης Επιχειρήσεων η οποία επιτάχυνε την εμφάνιση ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων. Οι σχολές Διοίκησης Επιχειρήσεων άρχισαν να έχουν μεγάλη αποδοχή και οι αρχές που διδάσκονταν σε αυτές είχαν εφαρμογή στις επιχειρήσεις, στην κυβέρνηση ακόμα και στο στρατό. Επομένως απόφοιτοι τέτοιων σχολών αισθάνονταν επαρκείς και ικανοί να αναλάβουν την διοίκηση μιας επιχείρησης η οποία θα επεκτείνονταν πλέον σε διάφορους τομείς. Έτσι άρχισε να γίνεται πραγματικότητα η πεποίθηση ότι οι ασυσχέτιστες δραστηριότητες μπορούν πλέον να αποτελέσουν μια επιτυχημένη επιχειρηματική οντότητα.

Ακριβώς λόγω της εμφάνισης των ασυσχέτιστων και όχι των κάθετων ή των οριζόντιων συγχωνεύσεων δεν παρουσιάστηκε το φαινόμενο της αύξησης συγκέντρωσης δύναμης σε επιχειρήσεις. Πράγματι η ένταση του ανταγωνισμού στους περισσότερους κλάδους έμεινε ανεπηρέαστη παρά τον μεγάλο αριθμό των εξαγορών. Παρατηρούμε λοιπόν ότι το γεγονός των ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων έρχεται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα που προκάλεσε στον ανταγωνισμό το πρώτο κύμα λόγω της ενίσχυσης των μονοπωλιακών καταστάσεων και στην συνέχεια το δεύτερο κύμα με την εμφάνιση έντονων ολιγοπωλιακών καταστάσεων.

Τέλος η αρχή της πτώσης για τις ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις (conglomerates) άρχισε να διαφαίνεται με την ανακοίνωση της Litton Industries το 1968 για την πτώση των κερδών της για πρώτη φορά μετά από 14 χρόνια.

#### **1.2.1.4. Τέταρτο κύμα Συγχωνεύσεων -Χρονική Περίοδος 1981-1989**

Την χρονική περίοδο 1981-1989 έκαναν την εμφάνιση τους οι εχθρικές εξαγορές οι οποίες μέχρι τώρα ήσαν ελάχιστες. Η χρονική περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται ως τέταρτο κύμα συγχωνεύσεων. Αυτό που διαχωρίζει τις φιλικές εξαγορές από τις εχθρικές εξαγορές είναι η διάθεση της διοίκησης της επιχείρησης-στόχου. Σε περίπτωση που υπάρχει αποδοχή της πρότασης και δεν εμφανίζεται αντίσταση έχουμε φιλική εξαγορά. Την περίοδο αυτή εμφανίζονται επίσης και οι αποσχίσεις των ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων της προηγούμενης περιόδου (divestitures) καθώς και το φαινόμενο των εξαγορών από ξένες επιχειρήσεις.

Παρόλο που ο απόλυτος συνολικός αριθμός των επιθετικών εξαγορών σε σχέση με το σύνολο των εξαγορών δεν είναι υψηλός, το ποσοστό τους στην συνολική αξία είναι μεγάλο. Το φαινόμενο εξαγοράς επιχείρησης-στόχου μεγέθους και σπουδαιότητας μεγαλύτερης από την επιχείρηση-αγοραστή γίνεται ιδιαίτερα αισθητό την περίοδο αυτή. Έτσι ορισμένες από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις της χώρας γίνονται στόχοι εξαγορών την δεκαετία του '80 και η δεκαετία αυτή αποτελεί την περίοδο εξαγορών αξίας πολλών δισεκατομμυρίων δολαρίων. Ορισμένα παραδείγματα αναφέρονται: η RJR Nabisco αποτελεί στόχο για την Kohlberg Kravis, συναλλαγή αξίας \$25,1 δις, η Kraft αποτελεί στόχο για την Philip Morris, αξίας \$13,1 δις, η Getty Oil αποτελεί στόχο για την Texaco, αξίας \$10,1 δις.

Ένας λόγος που οδήγησε στην εμφάνιση υψηλών μεγεθών εξαγορών σε συγκεκριμένους κλάδους, όπως π.χ. στον κλάδο φαρμακευτικού εξοπλισμού, στο κλάδο του πετρελαίου και στον κλάδο αερομεταφορών, υπήρξε η κατάργηση των κανονισμών που διέπουν τους κλάδους αυτούς. Συγκεκριμένα ο κλάδος των αερομεταφορών βρέθηκε ξαφνικά εκτεθειμένος στον ανταγωνισμό με αποτέλεσμα πολλές εταιρείες να μην μπορούν να αντεπεξέλθουν και να οδηγηθούν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις.



Ταυτόχρονα οι επενδυτικές τράπεζες βρήκαν πρόσφορο έδαφος να προσφέρουν τις υπηρεσίες τους προκειμένου άλλες φορές να διευκολύνουν και άλλες φορές να εμποδίσουν μια εξαγορά. Η Drexel Burnham Lambert για να διευκολύνει την χρηματοδότηση εξαγορών πρωτοπόρησε στην ανάπτυξη των δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου (junk bond market). Επίσης το τέταρτο αυτό κύμα χαρακτηρίζεται και από εφαρμογή ιδιαίτερων τακτικών άμυνας και επίθεσης των επιχειρήσεων-στόχων. Δυνητικοί στόχοι εφαρμόζουν προληπτικά μέτρα για να αποφύγουν μια ανεπιθύμητη προσφορά εξαγοράς ενώ παράλληλα οι επιχειρήσεις-αγοραστές πιέζονται να ανταποκριθούν με μια εξίσου δημιουργική και αποτελεσματική στρατηγική στο νέο πλέον επιχειρηματικό περιβάλλον.

Ενώ μέχρι τώρα εταιρείες των Η.Π.Α. εξαγόραζαν άλλες τοπικές εταιρείες, την περίοδο αυτή έχουμε το φαινόμενο των διεθνών εξαγορών (international takeovers). Μια από τις μεγαλύτερες συμφωνίες αφορά την εξαγορά της Standard Oil από την British Petroleum αντί 7,8 δις δολαρίων. Επίσης, πολλές επιχειρήσεις που στόχευαν στην επέκταση της επιχειρηματικής δραστηριότητας τους στις Η.Π.Α. βρήκαν τον τρόπο αυτό για να διεισδύσουν στην νέα, μεγάλη και σταθερή αυτή αγορά.

Το τέταρτο κύμα Ε&Σ ολοκληρώθηκε το 1989 όπου μετά από μια μεγάλη περίοδο οικονομικής ανάπτυξης ακολούθησε μια ήπια περίοδος οικονομικής ύφεσης. Στο γεγονός αυτό συνετέλεσε και η τάση συρρίκνωσης των δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου (junk bond market) που χρηματοδότησε πολλές συμφωνίες της χρονικής αυτής περιόδου.

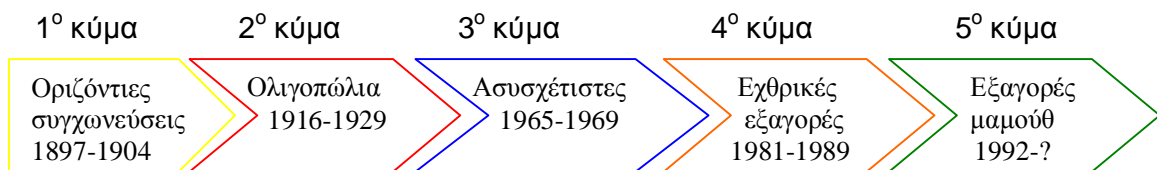
#### **1.2.1.5. Πέμπτο κύμα Συγχωνεύσεων- Η δεκαετία του 1990**

Πρόσφατα στη δεκαετία του 1990 άρχισε και πάλι να αυξάνεται ο αριθμός των επιχειρήσεων που ακολουθούσαν διαδικασία εξαγορών και συγχωνεύσεων οι οποίες πλέον μπορούν να χαρακτηρισθούν λιγότερο εχθρικές και περισσότερο κινήσεις στρατηγικής σημασίας. Ο συνδυασμός της κατάργησης των περιοριστικών αντιμονοπωλιακών κανονισμών, των μειώσεων στα εμπόδια εμπορίου και της παγκοσμιοποίησης, της ανάπτυξης της πληροφορικής (IT information technology) καθώς και της δημιουργίας υπερεθνικών οργανισμών, έγιναν αφορμή για την μεγαλύτερη οικονομική επέκταση που γνώρισαν ποτέ οι

Η.Π.Α., τόσο από πλευράς συναλλαγών όσο και από πλευράς υλικής αξίας. Όσο η οικονομία ανέκαμπτε από την κατάσταση ύφεσης και οι εταιρείες ερευνούσαν για πιθανές διεξόδους επέκτασης οι εξαγορές εμφανίστηκαν τη στιγμή αυτή ως η πιο κατάλληλη, γρήγορη και αποδοτική λύση. Οι εξαγορές ήταν πλέον αποτέλεσμα μιας σχεδιασμένης στρατηγικής και όχι ο τρόπος για απόκτηση γρήγορων κερδών.

Η δεκαετία του 1990 και συγκεκριμένα από το 1992 και μετά, έχει να επιδείξει για την ιστορία των Η.Π.Α. μια πρωτοφανή περίοδο ανάπτυξης των Ε&Σ, ακολουθώντας μια εποχή πτώσης τόσο των συναλλαγών όσο και της δύναμης του δολαρίου. Έτσι, μέχρι το 1995, η δύναμη του νομίσματος είχε ξεπεράσει το προηγούμενο ρεκόρ των μέσων της δεκαετίας του 1980 και ταυτόχρονα υπήρχε ιδιαίτερη άνοδος των συναλλαγών. Σωρευτικά, κατά την δεκαετία του 1990 ο όγκος των συναλλαγών που αφορά τις Ε&Σ στις Η.Π.Α. ανήλθε στα 6,5 τρις δολάρια και ταυτόχρονα παρατηρήθηκε ότι το μεγαλύτερο ποσοστό αυτών λαμβάνουν χώρα τα δύο τελευταία χρόνια της δεκαετίας (1998 :1,35 δις \$ και 1999: 1,42 δις \$)!

Οι περισσότερες συμφωνίες που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο αυτή δεν χρηματοδοτήθηκαν από δάνεια, όπως γινόταν μέχρι τώρα στις περισσότερες περιπτώσεις. Επομένως δεν υπήρχε και η πίεση για γρήγορο ξεπούλημα των περιουσιακών τους στοιχείων προκειμένου να πληρωθεί το χρέος αυτό. Ήταν πλέον μια συνειδητή και προσεχτικά σχεδιασμένη στρατηγική κίνηση των εταιρειών οι οποίες έβλεπαν τις συγχωνεύσεις ως τμήμα της γενικότερης στρατηγικής τους η οποία δεν μπορούσε να επιτευχθεί πλέον μέσω εσωτερικής ανάπτυξης.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1  
ΚΥΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

## 1.2.2 ΕΥΡΩΠΗ

Η πολιτική ενοποίηση και η οικονομική ολοκλήρωση των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης σε συνδυασμό με τις πολιτικές εξελίξεις στην Ανατολική Ευρώπη δημιούργησαν τις προϋποθέσεις για την εμφάνιση κύματος συγχωνεύσεων παρόμοιου, αν όχι μεγαλύτερου, από το αντίστοιχο των Η.Π.Α.<sup>1</sup> Το φαινόμενο των Ε&Σ αποτελεί γεγονός στον ευρωπαϊκό χώρο κυρίως στα τέλη του 1990. Δύο κύματα Ε&Σ έκαναν την εμφάνιση τους στον ευρωπαϊκό χώρο, το πρώτο την περίοδο 1987-1992 και το δεύτερο την περίοδο 1995-2001, το οποίο εμφανίζεται να είναι σημαντικά εντονότερο. Λόγοι παρόμοιοι με αυτούς του πέμπτου κύματος στις Η.Π.Α. όπως η παγκοσμιοποίηση, η αναδιάρθρωση κλάδων, οι τεχνολογικές ανακαλύψεις κ.α έδωσαν την ευκαιρία για την δημιουργία των συγχωνεύσεων αυτών. Παρατηρήθηκε ότι τα μεγέθη που αναφέρονται στις Ε&Σ (\$δισ) ανά κράτος κατά το χρονικό διάστημα 1990-1999 παρουσιάζουν αυξημένο ρυθμό ενώ μέχρι το 1999 η αξία των συναλλαγών στον ευρωπαϊκό χώρο πλησίαζε σχεδόν τα μεγέθη των συναλλαγών των Η.Π.Α. Η πορεία αυτή των Ε&Σ στον ευρωπαϊκό χώρο παρουσιάζεται στον πίνακα 1.1.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1  
ΕΞΑΓΟΡΕΣ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ (\$ ΔΙΣ) ΑΝΑ ΚΡΑΤΟΣ

ΕΤΟΣ	Η.Π.Α.	Ην.Βασίλειο	Γερμανία	Γαλλία	Καναδάς	Ιαπωνία
1990	301,3	99,3	17,1	19,6	25,3	14,2
1991	205,7	67,5	18,6	26,4	13,7	6,6
1992	216,9	51,5	19,0	28,1	13,1	4,2
1993	347,7	42,6	15,6	23,3	18,1	6,5
1994	483,3	52,6	10,4	29,6	26,0	5,3
1995	734,6	157,7	17,3	23,6	36,1	40,4
1996	930,8	133,9	14,9	59,3	49,9	12,0
1997	1248,1	178,0	62,8	87,1	63,4	20,1
1998	2009,2	214,2	68,5	103,8	94,6	25,7
1999	2149,9	434,0	339,2	313,4	97,5	202,1
2000	2073,2	473,7	174,8	88,7	230,2	108,8

Πηγή : Thomson Financial Securities Data

Ειδικότερα το Ηνωμένο Βασίλειο εμφανίζεται να υπερτερεί σε όγκο Ε&Σ σε σύγκριση με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες κατά την διάρκεια των πρώτων

<sup>1</sup> Travlos N, Mergers and Acquisitions, Economic Bulletin 1991, Commercial Bank of Greece

συγχωνεύσεων που εκάναν την εμφάνιση τους στα μέσα της δεκαετίας του 1960. Μεγάλη δραστηριότητα συγχωνεύσεων από άποψη αξίας και μεγέθους παρατηρείται επίσης κατά τα έτη 1968, 1972 και 1989<sup>2</sup>. Στο δεύτερο μισό της δεκαετίας 1980 η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων υπήρξε ιδιαίτερα έντονη γεγονός που οφείλεται σε αιτίες σχετικές με την αγορά του χρηματιστηρίου σε συνδυασμό με τα χρηματιστήρια άλλων χωρών καθώς επίσης και στην πολιτική χαλαρής κρατικής αντιμετώπισης των συγχωνεύσεων οφειλόμενη στην τότε πρωθυπουργό της χώρας Μάργκαρετ Θάτσερ. Πράγματι όπως φαίνεται από τον πίνακα 1.2. την περίοδο 1991-1999 το Ηνωμένο Βασίλειο συγκεντρώνει το 30,45% της διεθνούς δραστηριότητας, με την Γερμανία να έρχεται δεύτερη με 16,54% και την Γαλλία τρίτη με ποσοστό 14,38%. Η Ελλάδα βρίσκεται στο δεύτερο χαμηλότερο σκαλί από πλευράς δραστηριότητας Ε&Σ με ποσοστό ίσο με 0,67% της διεθνούς δραστηριότητας ενώ το Λουξεμβούργο παρουσιάζει το χαμηλότερο ποσοστό και λαμβάνει την τελευταία θέση με ποσοστό 0,47%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.2  
ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ Ε&Σ ΜΕΛΩΝ-ΚΡΑΤΩΝ, 1991-1999

ΜΕΛΟΣ ΧΩΡΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ Ε&Σ(%)
Βέλγιο	2,8
Δανία	2,54
Γερμανία	16,54
Ελλάδα	0,67
Ισπανία	4,84
Γαλλία	14,38
Ιρλανδία	1,58
Ιταλία	6,39
Λουξεμβούργο	0,47
Ολλανδία	6,9
Αυστρία	1,91
Πορτογαλία	1,06
Φιλανδία	4,15
Σουηδία	5,34
Ηνωμ.Βασίλειο	30,45
<b>Ε.Ε</b>	<b>100</b>

Πηγή: Thomson Financial SDC database

<sup>2</sup> Dr P.S.Sudarsanam, The Essence of Mergers and Acquisitions, 1995, σελ 2

### 1.3 ΟΡΙΣΜΟΙ

Μια από τις πιο σημαντικές στρατηγικές αποφάσεις που καλείται μια επιχείρηση να λάβει κατά την διάρκεια της ζωής της είναι αυτές που αφορούν την μεγέθυνση του μεριδίου αγοράς της καθώς και του κεφαλαίου της. Μία παρόμοια απόφαση μπορεί να υλοποιηθεί μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων. Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις αποτελούν μια μορφή συγκέντρωσης ή συνδυασμένης δράσης των επιχειρήσεων με σκοπό την επίτευξη συγκεκριμένων στρατηγικών στόχων. Επίσης αποτελούν ενέργειες προκειμένου μια επιχείρηση να επεκταθεί ή γενικά να αλλάξει την δομή της και τα περιουσιακά της στοιχεία. Όλα αυτά αναφέρονται γενικά σαν *ενέργειες εταιρικής αναδιάρθρωσης ( corporate restructuring)*.

Οι Ε&Σ μπορούν να κατηγοριοποιηθούν με βάση διάφορα κριτήρια:

- Με βάση το νομικό πλαίσιο που καθορίζεται από τον Νόμο 2190/20 σε:

**Συγχώνευση ( merger) Εταιρειών με Απορρόφηση** προκύπτει όταν δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις ενοποιούνται σε μία και η απορροφώσα εταιρεία αποκτά όλα τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις της απορροφώμενης, δηλαδή το ενεργητικό και παθητικό της. Σε αυτήν την περίπτωση η μία επιχείρηση, η απορροφώσα, επιβιώνει ενώ η απορροφώμενη παύει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου και λύεται χωρίς να εκκαθαρίζεται. Στους μετόχους της απορροφώμενης αποδίδονται μετοχές εκδιδόμενες από την απορροφώσα και ενδεχομένως καταβάλλεται και ένα ποσό χρηματικό το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών. Στην περίπτωση αυτή απαραίτητη προϋπόθεση για να πραγματοποιηθεί η συμφωνία αποτελεί η έγκριση των μετόχων και των δύο εταιρειών. Τα υψηλόβαθμα στελέχη (μάνατζερ) της εταιρείας - στόχου έχουν την ευχέρεια να αρνηθούν μια πρόταση εξαγοράς πριν αυτή ακόμα φτάσει στους μετόχους. Σε μια συγχώνευση ισχύει ο κανόνας  $A+B=A$ , όπου με A συμβολίζεται η εξαγοράστρια εταιρεία και με B η εξαγοραζόμενη.

**Εξαγορά ή ενοποίηση εταιρειών με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας (consolidation ή acquisition)** προκύπτει όταν δύο ή περισσότερες εταιρείες

ενώνονται και σχηματίζουν μια εξ ολοκλήρου νέα εταιρεία η οποία αναλαμβάνει το ενεργητικό και τις περισσότερες φορές και τις υποχρεώσεις των απορροφούμενων οι οποίες παύουν να υπάρχουν. Τα υψηλόβαθμα στελέχη της επιχείρησης – στόχου διατηρούν το δικαίωμα να αρνηθούν την πρόταση εξαγοράς και η αποδοχή της πρότασης από τους μετόχους είναι απαραίτητη. Στην περίπτωση της εξαγοράς έχουμε  $A+B=G$ , όπου με A συμβολίζεται η εξαγοράστρια εταιρεία, με B η εξαγοράζουσα και με Γ η νέα ενοποιημένη εταιρεία.

Συνήθως εταιρείες ίδιου μεγέθους ενοποιούνται ενώ σε εταιρείες διαφορετικού μεγέθους έχουμε συγχώνευση όπου η μικρότερη απορροφάται από την μεγαλύτερη η οποία και επιβιώνει.

Παρότι οι δύο όροι έχουν τις συγκεκριμένες διαφορές συχνά χρησιμοποιούνται, όπως και σε αυτήν την εργασία, εναλλακτικά.

- Με βάση τη συσχέτιση των δραστηριοτήτων των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων σε:

**Οριζόντιες συγχωνεύσεις (horizontal mergers)** πραγματοποιούνται όταν οι επιχειρήσεις ανήκουν στον ίδιο κλάδο και παράγουν ομοειδή προϊόντα. Στόχος των οριζόντιων συγχωνεύσεων είναι η αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης στον κλάδο όπου δραστηριοποιούνται, η μείωση του κόστους, η περαιτέρω διαφοροποίηση του προϊόντος, η εκμετάλλευση των προνομίων και των οικονομιών κλίμακας καθώς και η δημιουργία εμποδίων εισόδου.

Μέσω μιας οριζόντιας συγχώνευσης μειώνεται ο αριθμός των ανταγωνιστικών υποκατάστατων προϊόντων που κυκλοφορούν στην αγορά και έτσι αυξάνεται η μονοπωλιακή δύναμη της νέας ενοποιημένης εταιρείας. Ένα δεύτερο πλεονέκτημα μιας οριζόντιας συγχώνευσης σχετίζεται με το επίπεδο αποδοτικότητας των νέων συγχωνευμένων μονάδων. Ο καινούργιος συνδυασμός μπορεί να συγκεντρώσει την παραγωγή σε ορισμένα εργοστασιακά συγκροτήματα, να μειώσει το μεταφορικό κόστος συντονίζοντας τις αποστολές φορτίων και γενικότερα να επωφεληθεί από τον βελτιωμένο σχεδιασμό και συντονισμό. Όπου τέτοιες βελτιώσεις είναι εφικτές το λειτουργικό κόστος μειώνεται και η επιχείρηση γίνεται περισσότερο επικερδής ως σύνολο

παρά ως το άθροισμα των επιμέρους επιχειρήσεων. Μια μεγαλύτερη σε μέγεθος επιχείρηση έχει την δυνατότητα να εφαρμόσει πιο αποδοτικές μεθόδους μάρκετινγκ οι οποίες δεν υπόκεινται στον περιορισμό του μεγέθους της αγοράς, όπως διαφημιστικά σποτ και πωλητές διεθνούς εμβέλειας, επιτυγχάνοντας έτσι σημαντικές οικονομίες κλίμακας.

Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις έχουν παίξει σημαντικό ρόλο στην δημιουργία πολλών μεγάλων εταιρειών-κολοσσών οι οποίες ακόμα και σήμερα απολαμβάνουν μονοπωλιακή και οικονομική δύναμη. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει ότι όλες οι συγχωνεύσεις εγγυώνται την επιτυχία. Η εξαγοράζουσα ενδέχεται να υπερτιμήσει την αξία της εξαγοραζόμενης και να πληρώσει έτσι υψηλή τιμή, η ζήτηση για το προϊόν μπορεί να μην αυξηθεί λόγω εμφάνισης υποκατάστατων ή αλλαγής στις προτιμήσεις των καταναλωτών ή ακόμα τέλος ενδέχεται να μην υπάρχει σωστή προνοητικότητα ή καλή κοινωνικοοικονομική συγκυρία.

Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις ενδεχομένως να επηρεάζουν την ευημερία των καταναλωτών. Πράγματι οι καταναλωτές ενδέχεται να επωφεληθούν από οριζόντιες συγχωνεύσεις σε περίπτωση που μειωθεί το κόστος λόγω οικονομιών κλίμακας αλλά και να ζημιωθούν λόγω αυξημένης μονοπωλιακής δύναμης. Παραδείγματα τέτοιων συγχωνεύσεων είναι η Exxon και η Mobil (1999).

**Κάθετες συγχωνεύσεις (vertical mergers)** πραγματοποιούνται όταν οι εταιρείες παράγουν σε διαφορετικά στάδια της αλυσίδας αξίας και έτσι η προκύπτουσα εταιρεία συμμετέχει πλέον σε όλο το φάσμα παραγωγής του προϊόντος. Λόγοι τέτοιων συγχωνεύσεων μπορεί να είναι η εξασφάλιση πρώτων υλών ή δικτύου διανομής και η αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης. Επίσης αποτέλεσμα αυτής της μορφής των συγχωνεύσεων μπορεί να είναι και πάλι η προσδοκώμενη αυξημένη απόδοση λόγω των οικονομιών κλίμακας στην παραγωγή και το μάρκετινγκ καθώς και σε επίπεδο κεντρικής διοίκησης. Επίσης μέσω των κάθετων συγχωνεύσεων μπορεί να επιτυγχάνεται άμεση σύνδεση των αναγκών σε πρώτες ύλες με τον προγραμματισμό παραγωγής, εξαλείφεται ο χαμένος χρόνος σε διαπραγματεύσεις με προμηθευτές καθώς και σε διαδικασίες ελέγχου και εφαρμογής συμβολαίων. Αποτέλεσμα επομένως αυτής της πλέον αποδοτικής λειτουργίας είναι η επίτευξη μειωμένου επιπέδου κόστους.

Επίσης, σε ορισμένες περιπτώσεις, ενδέχεται να υπάρξουν πρόσθετα οφέλη λόγω της κάθετης ενοποίησης. Συνήθως η παραγωγική δραστηριότητα της νέας ενοποιημένης επιχείρησης είναι στενά συνδεδεμένη με το αρχικό προϋπάρχον αντικείμενο της εξαγοράζουσας και αυτό συνεπάγεται ότι υπάρχει η απαραίτητη γνώση και εμπειρία. Επιπλέον οικονομικά οφέλη από φόρους προκύπτουν όταν μια επιχείρηση διατίθεται προς πώληση. Μειώνοντας ή αυξάνοντας τις τιμές σε εσωτερικές συναλλαγές η επιχείρηση μπορεί χωρίς κόπο να επιτύχει μεταφορά κερδών ανάμεσα στα επιμέρους τμήματα της έτσι ώστε να επωφεληθεί από τυχόν διαφορετική φορολογία μεταξύ διαφόρων κρατών και κλάδων.

Οι κάθετες συγχωνεύσεις μπορεί να γίνονται προς τα εμπρός, αγοράζοντας π.χ. έναν διανομέα (forward vertical integration) ή προς τα πίσω, αγοράζοντας π.χ. έναν προμηθευτή (backward vertical integration).

**Ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις (conglomerates)** προκύπτουν όταν οι δραστηριότητες των εταιρειών δε σχετίζονται μεταξύ τους και δεν υπάρχει σχέση προμηθευτή-πελάτη. Αυτό δεν σημαίνει ότι τα προϊόντα θα είναι τελείως ασυσχέιστα μεταξύ τους. Μπορεί μια επιχείρηση να επιθυμεί να αυξήσει την ποικιλία των προϊόντων που προσφέρει στον καταναλωτή και έτσι η συγχώνευση έχει στόχο την επέκταση σε προϊόντα (product extension). Παρόμοιου είδους εξαγορά έχουμε όταν η επιχείρηση-στόχος παράγει παρόμοιο προϊόν αλλά το διαθέτει σε διαφορετική αγορά. Όσο οι αγορές παραμένουν διαφορετικές δεν έχουμε οριζόντια συγχώνευση αλλά επέκταση σε αγορά (market extension).

Οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις διακρίνονται επίσης σε συμπληρωματικές και διαγώνιες. Στις συμπληρωματικές συγχωνεύσεις οι επιχειρήσεις δεν παρουσιάζουν ομοιότητες αλλά μετά την συγχώνευση αλληλοσυμπληρώνονται. Τέτοιο παράδειγμα αποτελεί η ένωση μίας ξενοδοχειακής μονάδας με μία μεταφορική εταιρεία για την μεταφορά των πελατών της πρώτης. Στις διαγώνιες δεν εμφανίζεται καμία ομοιότητα ανάμεσα στις επιχειρήσεις, ούτε πριν ούτε μετά την συνένωση. Λόγος δημιουργίας τους είναι η μείωση του κινδύνου λόγω της διαφοροποίησης των δραστηριοτήτων, η εκμετάλλευση ανεκμετάλλευτων πόρων όπως το εμπορικό όνομα, η διοίκηση, το προσωπικό.



Σε περιπτώσεις καθαρά ασυσχέιστων συγχωνεύσεων (pure conglomerate) μπορεί να μην εμφανιστούν τα πλεονεκτήματα που εμφανίζονται σε άλλου τύπου συγχωνεύσεις και η συγχώνευση να αντιμετωπίζεται ως μια απλή επένδυση. Ο στόχος μιας τέτοιας διαφοροποίησης δραστηριοτήτων ενδέχεται να αποβλέπει στη μείωση του κινδύνου καθώς και στην αλλαγή της εταιρικής στρατηγικής.

- Με βάση την προδιάθεση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρείας σε:

**Εχθρικές εξαγορές (hostile takeover).** Πρόκειται για την περίπτωση όπου η διοίκηση της υπό αγορά επιχείρησης δεν υποστηρίζει την ένωση με έναν ενδεχόμενο “κατακτητή”, συνήθως λόγω ασυμφωνίας σε θέματα τιμής εξαγοράς. Κάτι τέτοιο επιτυγχάνεται μέσω της διοίκησης η οποία δε διαθέτει το πλήρες πακέτο των μετοχών στους εξαγοραστής. Η εξαγοράζουσα εταιρεία μπορεί όμως να αγοράσει τμηματικά, είτε μέσω του χρηματιστηρίου είτε μέσω απ’ ευθείας επαφής με τους μετόχους, το σύνολο των μετοχών και να αποκτήσει στο τέλος την εξαγοραζόμενη. Το ενδεχόμενο αυτό σπανίζει στον ευρωπαϊκό χώρο καθώς υπάρχουν αυστηροί περιορισμοί ως προς την δημοσίευση των ποσοστών που έχει στην διάθεση του κάθε μέτοχος ενώ αντίθετα αποτελεί σύνηθες φαινόμενο στην Αμερική.

Στην αντίθετη περίπτωση έχουμε τις **φιλικές εξαγορές (friendly takeovers)** όπου η διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης είναι δεκτική ως προς την εξαγορά και οι μέτοχοι δίνουν την έγκρισή τους. Η εξαγοράζουσα, προκειμένου να δελεάσει την εξαγοραζόμενη, προσφέρει υπερτιμημένη τιμή σε σχέση με την τρέχουσα. Το “καπέλο” αυτό ονομάζεται **premium** (premium = τιμή εξαγοράς – αγοραία τιμή).

Συνήθως προτιμώνται οι φιλικές εξαγορές έναντι των εχθρικών καθώς έτσι επιτυγχάνεται και χαμηλότερη τιμή κτήσης. Στις εχθρικές εξαγορές, λόγω των διαφωνιών που προκύπτουν σχετικά με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση, ενδέχεται να προσελκυσθούν και άλλοι εξαγοραστής και κατά συνέπεια η τελική τιμή να διαμορφωθεί σε αρκετά υψηλά επίπεδα. Επίσης είναι σαφές ότι μια εξαγορά πραγματοποιείται πιο γρήγορα και περισσότερο αποτελεσματικά όταν πραγματοποιείται σε φιλικό και συνεργατικό περιβάλλον.

#### 1.4 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

Η απόφαση για την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης πρέπει να εξυπηρετεί πάντα συγκεκριμένους αντικειμενικούς επιχειρηματικούς σκοπούς του εξαγοραστή. Αυτοί οι σκοποί μπορεί να ποικίλουν ανά επιχείρηση και να αφορούν την απόκτηση συγκριτικού πλεονεκτήματος ή την επέκταση της επιχείρησης σε νέες αγορές ή προϊόντα. Επίσης η συγχώνευση αποτελεί σε ορισμένες περιπτώσεις την εναλλακτική λύση ανάμεσα σε διάφορες άλλες λύσεις όπως η εσωτερική ανάπτυξη ή στρατηγικές συμφωνίες και στρατηγικές συμμαχίες (joint ventures). Η τελική επιλογή θα πρέπει να γίνεται μετά από αξιολόγηση των ωφελειών και του κόστους όλων των εναλλακτικών λύσεων. Όπως όλες οι εταιρικές αποφάσεις έτσι και οι συγχωνεύσεις θα πρέπει να επιτυγχάνουν στη δημιουργία προστιθέμενης αξίας για την επιχείρηση. Όταν τέτοιες αποφάσεις λαμβάνονται από τα υψηλόβαθμα στελέχη προς ίδιον όφελος τότε η δημιουργούμενη προστιθέμενη αξία ενδέχεται να είναι εις βάρος των μετόχων. Όταν πάλι τα στελέχη ενεργούν προς όφελος των μετόχων αυτό μεταφράζεται σε δημιουργία πλούτου για τους τελευταίους.

Οι συγχωνεύσεις θα πρέπει να εντάσσονται στην γενικότερη εταιρική και επιχειρηματική στρατηγική εφ' όσον διαφορετικές εταιρικές ανάγκες και επιλογές επιτάσσουν διαφορετικά είδη συγχωνεύσεων. Η διαφορά έγκειται στα κριτήρια αξιολόγησης της επιχείρησης-στόχου, στην πηγή δημιουργίας αξίας, στο προφίλ της επιχείρησης-στόχου κ.α. Είναι χρήσιμο εδώ να αναφερθεί η διαφορά ανάμεσα σε εταιρική και επιχειρηματική στρατηγική. Η εταιρική στρατηγική (corporate strategy) έχει πιο ευρεία έννοια και αναφέρεται στο σύνολο των επιχειρηματικών μονάδων (business units) που απαρτίζουν την εταιρεία και σκοπός της είναι να καλύπτει ανάγκες σε εταιρικό επίπεδο, όπως π.χ. μείωση του κινδύνου. Η επιχειρηματική στρατηγική (business strategy) στοχεύει στην επίτευξη συγκεκριμένων επιχειρηματικών στόχων σε πιο περιορισμένο επίπεδο, στο επίπεδο δηλαδή της συγκεκριμένης επιχειρηματικής μονάδας. Οι συγκεκριμένοι αυτοί στόχοι συμβάλλουν αρχικά στην καλή λειτουργία της συγκεκριμένης μονάδας και ταυτόχρονα εξυπηρετούν και είναι σύμφωνοι με την γενικότερη εταιρική στρατηγική. Συνεπώς η διαφορά τους έγκειται στο επίπεδο στο οποίο εστιάζεται και εφαρμόζεται η στρατηγική ενώ βασικό στοιχείο επιτυχίας είναι ο καλός συντονισμός μεταξύ εταιρικής και

επιχειρηματικής στρατηγικής με απώτερο σκοπό τη δημιουργία και διαμόρφωση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

Τρία γνωστά μοντέλα εταιρικής στρατηγικής<sup>3</sup>:

Σύμφωνα με τη *Boston Consulting Group* η εταιρική στρατηγική που θα ακολουθήσει μια εταιρεία εξαρτάται από το σημείο που βρίσκεται σε σχέση με την ανάπτυξη ενός συγκεκριμένου κλάδου και το μερίδιο αυτής σε αυτόν τον κλάδο.

Μία επιχείρηση αποκαλείται αστέρι (*star*) όταν λειτουργεί σε έναν γρήγορα αναπτυσσόμενο κλάδο και απολαμβάνει και υψηλά μερίδια αγοράς. Τα κέρδη που πραγματοποιεί επενδύονται διαρκώς έτσι ώστε να διατηρηθούν τα υψηλά μερίδια αγοράς. Μια επιχείρηση η οποία λειτουργεί στον ίδιο κλάδο αλλά δεν εμφανίζει υψηλά μερίδια ανήκει στην κατηγορία ερωτηματικό (*question mark*). Μία τέτοια επιχείρηση είναι σχετικά νέα και χρειάζεται μεγάλες επενδύσεις ώστε να εκμεταλλευτεί τις ευκαιρίες τις οποίες προσφέρει ο διαρκώς αναπτυσσόμενος κλάδος. Μία ώριμη επιχείρηση σε ένα βραδέως αναπτυσσόμενο κλάδο αλλά με υψηλά μερίδια αγοράς είναι κερδοφόρο απόκτημα (*cash cow*). Μία *cash cow* είναι συνήθως μια επικερδής επιχείρηση που πραγματοποιεί λίγες επενδύσεις. Μία εταιρεία σκυλί (*dog*) δραστηριοποιείται σε χαμηλά αναπτυσσόμενο κλάδο και εμφανίζει χαμηλά μερίδια αγοράς. Ως συνέπεια δεν εμφανίζει κέρδη, δεν πραγματοποιεί επενδύσεις και γενικά βρίσκεται σε φάση παρακμής.

Σύμφωνα με την *θεωρία του κύκλου ζωής του προϊόντος (product life cycle)* μία επιχείρηση ακολουθεί τις φάσεις της έναρξης, της ανάπτυξης, της ωριμότητας και τέλος της παρακμής. Οι φάσεις αυτές διακρίνονται από την χρονική διάρκεια τους και τις πωλήσεις στο διάστημα αυτό. Τα περιθώρια κέρδους, η ένταση του ανταγωνισμού, η ανάγκη για επενδύσεις διαφοροποιούνται σε κάθε φάση. Η ανάλυση του κύκλου ζωής φανερώνει τις ευκαιρίες που έχει το προϊόν μιας εταιρείας σε μια συγκεκριμένη αγορά και στην συνέχεια την θέση που έχει η εταιρεία σε αυτήν την αγορά. Ένας συσχετισμός της παραπάνω θεωρίας του κύκλου ζωής του προϊόντος με την θεωρία που ανέπτυξε η *Boston Consulting Group* δείχνει ότι μια *dog* επιχείρηση βρίσκεται στην φάση παρακμής, μια *cash cow* επιχείρηση στην φάση ωριμότητας, μια επιχείρηση αστέρι (*star*) στην φάση

---

<sup>3</sup> Dr P.S.Sudarsanam, *The essence of mergers and acquisitions*, σελ 27

ανάπτυξης και τέλος μια επιχείρηση ερωτηματικό (question mark) στην φάση αρχής.

Στη συνέχεια το υπόδειγμα του *Ansoff* αναφέρεται στις διαφορετικές εναλλακτικές κινήσεις στις οποίες μπορεί να προσφύγει μια επιχείρηση και οι οποίες αφορούν την επέκταση ή όχι σε νέα προϊόντα ή νέες αγορές. Έτσι μια επιχείρηση έχει την δυνατότητα να παραμείνει στην αγορά που ήδη δραστηριοποιείται και α) να συνεχίσει να πουλάει τα ίδια προϊόντα ή β) να επεκτείνει το φάσμα των προϊόντων της. Στην πρώτη περίπτωση έχουμε διείσδυση στη αγορά (market penetration) ενώ στην δεύτερη επέκταση προϊόντων (product extension). Σε περίπτωση που επιλέξει να επεκταθεί σε νέα αγορά έχει τις δυνατότητες να πουλάει α) τα υπάρχοντα προϊόντα ή β) νέα προϊόντα. Η πρώτη είναι η περίπτωση της επέκτασης σε νέες αγορές (market extension) και η δεύτερη της διαποίκισης ή διεύρυνσης των επιχειρηματικών διαδικασιών (diversification). Η τελική επιλογή εξαρτάται από το πόσο ελκυστική βρίσκει η επιχείρηση την αγορά στην οποία επιθυμεί να εισέλθει ή να παραμείνει, αξιολογώντας τα συγκριτικά της πλεονεκτήματα στις αγορές αυτές και τα πιθανά οφέλη που ενδεχομένως θα αποκομίσει από τις αγορές αυτές.

Στην ουσία η εταιρική στρατηγική που επιλέγεται κάθε φορά να ακολουθηθεί είναι αυτή η οποία καθορίζει το είδος της συγχώνευσης που θα πραγματοποιηθεί καθώς και το προφίλ της επιχείρησης-στόχου. Οριζόντια συγχώνευση θα πραγματοποιηθεί στην περίπτωση παραμονής στην υπάρχουσα αγορά και θα επιλεγεί μια εταιρεία-στόχος η οποία παράγει το ίδιο προϊόν με την εξαγοράζουσα. Στην περίπτωση επέκτασης προϊόντων η επιχείρηση-στόχος παράγει συμπληρωματικά προϊόντα και έτσι αυξάνεται η ποικιλία των προϊόντων που πουλάει η νέα πλέον συγχωνευμένη μονάδα. Η επέκταση σε νέες αγορές υπαγορεύει την εξαγορά μιας επιχείρησης-στόχου η οποία θα διαθέτει τα απαραίτητα κανάλια διανομής για την επέκταση αυτή. Κατά συνέπεια στόχος σε αυτήν την περίπτωση ενδέχεται να είναι επιχείρηση ξένης χώρας. Τέλος ασυσχέτιστη εξαγορά έχουμε στην περίπτωση που επιλέγεται στρατηγική διαποίκισης του προϊόντος.

## 1.5 ΤΡΟΠΟΙ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Ο καθορισμός του τρόπου επιλογής με τον οποίο θα γίνει η πληρωμή του τιμήματος μπορεί να αποβεί ιδιαίτερα πολύπλοκος. Κάθε μορφή πληρωμής συνεπάγεται διαφορετικές συνέπειες και για τις δύο πλευρές. Η τελική επιλογή εξαρτάται από την ρευστότητα της εξαγοράστριας επιχείρησης, την διάρθρωση των κεφαλαίων του εξαγοραστή και εξαγοραζόμενου, την πορεία του χρηματιστηρίου, την σχέση ανάμεσα στις μετοχές των δύο επιχειρήσεων, την ανάπτυξη του τραπεζικού συστήματος και την ύπαρξη επενδυτικών τραπεζών, τα διάφορα νομικά και φορολογικά θέματα και γενικότερα από τις ιδιαιτερότητες της κάθε επιχείρησης.

Ο πιο συνήθης και απλός τρόπος απόκτησης των μετοχών και άλλων περιουσιακών στοιχείων είναι τα μετρητά (cash). Σε αυτήν την περίπτωση πρόκειται για μια αγοραπωλησία ανάμεσα στην επιχείρηση-αγοραστή και την επιχείρηση-στόχο (bidder και target αντίστοιχα) όπου ο πρώτος καταβάλλει το τίμημα εξαγοράς και ο δεύτερος το εισπράττει. Το 50% των συγχωνεύσεων στο Ην.Βασίλειο κατά την περίοδο 1972-1992 πραγματοποιήθηκε με μετρητά<sup>4</sup>.

Ο δεύτερος και περισσότερο πολύπλοκος τρόπος που ενδέχεται να ακολουθηθεί είναι η πληρωμή με χρεόγραφα. Σε αυτήν την περίπτωση ο εξαγοραστής δίνει στους μετόχους της εξαγοράζουσας μετοχές, ομολογίες έναντι της αξίας της εταιρείας.

Μία τρίτη περίπτωση, η οποία ακολουθείται ιδιαίτερα στο Ην.Βασίλειο, είναι αυτή κατά την οποία οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εισπράττουν μετρητά αλλά και ο εξαγοραστής προσφέρει μετοχές (*vendor placing*). Οι μέτοχοι της επιχείρησης-στόχου εισπράττουν μετοχές που τους προσφέρει ως αντάλλαγμα η επιχείρηση-επενδυτής τις οποίες και μπορούν στην συνέχεια να διαθέσουν σε επενδυτικές τράπεζες αντί μετρητών. Οι τράπεζες στην συνέχεια ανταλλάσσουν τις μετοχές της επιχείρησης-στόχου με μετοχές της επιχείρησης-επενδυτή και αποκτούν βέβαια με αυτόν τον τρόπο έλεγχο στις μετοχές του δεύτερου. Μία περίπτωση για να αποφευχθεί ο έλεγχος αυτός είναι οι μέτοχοι

---

<sup>4</sup> Dr P.S.Sudarsanam, The essence of mergers and acquisitions, σελ 177

της εξαγοράστριας να επαναγοράσουν τις μετοχές τους που βρίσκονται στα χέρια των επενδυτικών τραπεζών (*vendor rights offer*).

Η αναβολή πληρωμής (*deferred payment*) είναι ένας άλλος τρόπος πληρωμής όπου η πληρωμή γίνεται τμηματικά σε κάποια χρονική στιγμή στο μέλλον, ανάλογα με κριτήρια επίδοσης της συγχωνευόμενης μονάδας.

## **1.6 ΑΜΥΝΤΙΚΕΣ ΤΑΚΤΙΚΕΣ**

Η διοίκηση της επιχείρησης-στόχου ενδέχεται να έχει σοβαρούς λόγους προκειμένου να εμποδίσει μια διαδικασία εξαγοράς, δηλαδή κίνητρα τα οποία μπορεί και να διαφέρουν από αυτά των ιδιοκτητών. Έτσι οι διοικούντες μπορεί να εμποδίσουν ή να καθυστερήσουν την πραγματοποίηση μίας εξαγοράς καθώς πιστεύουν ότι με την διατήρηση της ανεξαρτησίας της επιχείρησης εξυπηρετούνται καλύτερα τα συμφέροντα των μετόχων, των υπαλλήλων και της κοινωνίας γενικότερα. Από την άλλη πλευρά ο φόβος ότι μπορεί να χάσουν την θέση τους, την δύναμη τους, το κύρος τους επιδρά ανασταλτικά στην αποδοχή μιας πρότασης εξαγοράς. Η επιδίωξη επομένως να αυξήσουν την αξία των μετόχων διατηρώντας την ανεξαρτησία τους, ή η επιδίωξη να εξυπηρετήσουν τα προσωπικά τους συμφέροντα αποτελούν σοβαρά κίνητρα αντίστασης των στελεχών. Τα αποτελέσματα βέβαια μιας αντίστασης σε μια πρόταση εξαγοράς ενδέχεται να αποβούν και ωφέλιμα προς τους μέτοχους της επιχείρησης-στόχου καθώς αποτελεί μέσο αύξησης της τελικής τιμής (του *premium*) που θα υποβάλλει η επιχείρηση-αγοραστής. Γι αυτό το λόγο η διοίκηση ενθαρρύνεται σε ορισμένες περιπτώσεις από τους μετόχους να προβάλλει μία αρχική αντίσταση μέχρι να μεγιστοποιηθεί η τιμή χωρίς να κλονίζεται παράλληλα η επιτυχής έκβαση της πρότασης.

Οι τακτικές που ακολουθούνται πριν ξεκινήσει η περίοδος προσφοράς για μια πρόταση εξαγοράς (*pre-bid defenses*) είναι οι εξής :

Εσωτερικές άμυνες, οι οποίες έχουν να κάνουν με ενέργειες που αλλάζουν την εσωτερική λειτουργία της επιχείρησης :

- Βελτίωση της λειτουργίας της επιχείρησης σε συνδυασμό με διαδικασίες μείωσης κόστους.

- Βελτίωση του στρατηγικού προσανατολισμού (focus) μέσω αναδιάρθρωσης δραστηριοτήτων (divestments)
- Αλλαγή της ιδιοκτησιακής δομής (poison pills). Με τα δηλητηριώδη χάπια η υπό εξαγορά επιχείρηση εκδίδει αξιόγραφα και στην συνέχεια οι κάτοχοι αυτών έχουν δικαιώματα τα οποία ενεργοποιούνται σε περίπτωση αλλαγής ιδιοκτησίας. Σκοπός τους είναι να κάνουν την επιχείρηση να εμφανίζεται λιγότερο πολύτιμη στα μάτια των bidders. Η τακτική αυτή ακολουθήθηκε κυρίως σε Αμερικάνικες επιχειρήσεις.
- Αλλαγή της διοικητικής δομής (golden parachutes, staggered boards). Στην πρώτη περίπτωση η διοίκηση αξιώνει για τον εαυτό της υπερβολικές αποζημιώσεις σε περίπτωση που αντικατασταθεί από την νέα ιδιοκτησία.
- Συμμαχίες και δημόσιες σχέσεις με ενώσεις, εργαζομένους κ.α.

Εξωτερικές άμυνες, οι οποίες αφορούν τις σχέσεις με το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης :

- Διατήρηση καλών σχέσεων με μετόχους και επενδυτές έτσι ώστε να εξασφαλίζεται η υποστήριξη τους.
- Καλή ενημέρωση των χρηματοοικονομικών αναλυτών έτσι ώστε να αποφεύγεται ο κίνδυνος υποτίμησης των μετοχών και να αυξάνεται το κόστος εξαγοράς.
- Βελτίωση της δημόσιας εικόνας.
- Επένδυση σε στρατηγικές συμμαχίες (joint ventures).
- Έλεγχος για ασυνήθιστη αγοραπωλησία μετοχών.

Οι εσωτερικές άμυνες έχουν σκοπό να τροποποιήσουν την εσωτερική δομή και τις λειτουργίες της επιχείρησης ενώ οι εξωτερικές μορφές άμυνας σκοπεύουν να αλλάξουν την αντίληψη του εξωτερικού περιβάλλοντος για την επιχείρηση και να δώσουν προειδοποιητικά σήματα για ενδεχόμενες επιθέσεις. Ορισμένες από τις

πιο πάνω τακτικές (poison pills) δεν εφαρμόζονται στον Ευρωπαϊκό χώρο παρά μόνο στις Η.Π.Α. ενώ όλες σκοπεύουν να κάνουν το κόστος εξαγοράς απαγορευτικό για την επιχείρηση-αγοραστή.

Οι τακτικές που ακολουθούνται μετά την περίοδο προσφοράς (post-bid defenses) είναι οι εξής<sup>5</sup>:

- Απαντητικό έγγραφο στο οποίο γίνεται επίθεση για την λογική και την τιμή εξαγοράς.
- Αμυντικό έγγραφο στο οποίο γίνεται επίθεση στην απόδοση της επιχείρησης-αγοραστή.
- Υπόσχεση για μελλοντικά υψηλά μερίσματα υπό την παρούσα διοίκηση και σύγκριση με τις υποσχέσεις της επιχείρησης-αγοραστή .
- Επανεκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων ώστε να φανεί ότι υποεκτιμάται η επιχείρηση-στόχος.
- Αναζήτηση συμμάχων (white kings) με σκοπό την προσέλκυση και άλλων πρόσθετων επενδυτών με τους οποίους διατηρούνται καλές σχέσεις.
- Προσφυγή σε ρυθμιστικές αρχές ως προσπάθεια εμπλοκής της διαδικασίας εξαγοράς.
- Προσφυγή στα δικαστήρια (litigation).
- Εξαγορές άλλων εταιρειών από πλευράς της επιχείρησης-στόχου έτσι ώστε να αυξηθεί το κόστος εξαγοράς για τον επενδυτή και αποσχίσεις θυγατρικών.
- Συνεργασία με συνδικαλιστικές ενώσεις και υπαλλήλους.
- Συνεργασία με πελάτες και προμηθευτές.

---

<sup>5</sup> The essence of mergers and acquisitions, Dr P.S.Sudarsanam, σελ 201



- Επίθεση στην επιχείρηση-επενδυτή σε άλλα άσχετα περιφερειακά ζητήματα (red herring).
- Δυσφήμιση κατά της επιχείρησης-επενδυτή.

Όλες οι παραπάνω τακτικές δεν εμφανίζουν το ίδιο ποσοστό επιτυχίας.

Ως πιο επιτυχημένες αναφέρονται η αναζήτηση συμμάχων (white king), η προσφυγή στα δικαστήρια, η συνεργασία με συνδικαλιστικές ενώσεις και υπαλλήλους και τέλος η διατήρηση καλών σχέσεων με τους μετόχους.

## 1.7 ΤΑΚΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ-ΑΓΟΡΑΣΤΗ

Στην περίπτωση των φιλικών συγχωνεύσεων υπάρχει ένα είδος διαπραγματεύσεων ανάμεσα στις δύο πλευρές και συνήθως η δημόσια ανακοίνωση της συμφωνίας γίνεται μόνο εφ' όσον αυτή έχει οριστικά ολοκληρωθεί. Στις εχθρικές συγχωνεύσεις υπάρχει η αντίσταση από την επιχείρηση-στόχο και οι όποιες συναλλαγές γίνονται αντικείμενο συζήτησης στον τύπο, πολύ πριν την πιθανή τελική ολοκλήρωση της συμφωνίας. Η επιχείρηση-αγοραστής έχει τρεις εναλλακτικές λύσεις σε αυτήν την περίπτωση : αγκάλιασμα αρκούδας (bear hug), δημόσια προσφορά (tender offer) και ψήφος μέσω αντιπροσώπων (proxy fights)<sup>6</sup>. Στο διάγραμμα 1.2 αποτυπώνονται οι παραπάνω εκδοχές των εναλλακτικών τακτικών των επιχειρήσεων-αγοραστών.

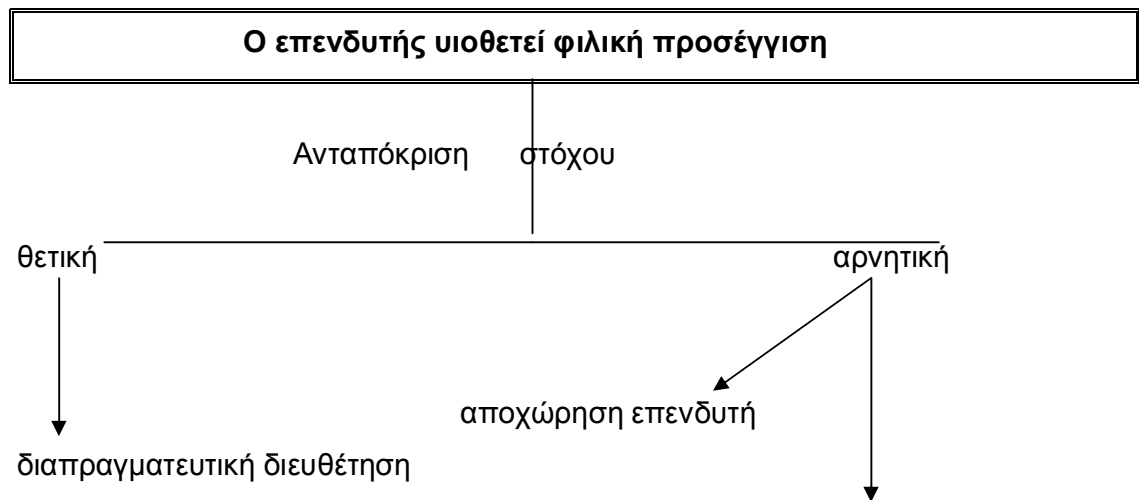
Η περίπτωση αγκαλιάσματος αρκούδας (*bear hug*) είναι η πιο φιλική από τις υπόλοιπες και συνήθως είναι αυτή που επιλέγεται στα πρώτα στάδια. Όσο δεν υπάρχει έντονη αντίσταση από τον στόχο η τακτική αυτή μπορεί να είναι αρκετή. Με τον τρόπο αυτό ο bidder κάνει μια επίσημη, ενδεχομένως δημόσια, πρόταση εξαγοράς στο διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης-στόχος. Το συμβούλιο οφείλει να διαπραγματευθεί καθώς η προσφορά αυτή ενδέχεται να είναι συμφέρουσα για τους μετόχους και συνήθως καταφεύγει στην βοήθεια επενδυτικών τραπεζών ή άλλων ειδικών προκειμένου να βοηθήσουν στην εκτίμηση της πρότασης. Η τακτική αυτή αφήνει το υπονοούμενο ότι σε περίπτωση που δεν γίνει δεκτή η πρόταση εξαγοράς από την διοίκηση της

<sup>6</sup> Patrick A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Third Edition, 2002, σελ 238

επιχείρησης-στόχου η επιχείρηση-αγοραστής θα καταφύγει απευθείας στους μετόχους της επιχείρησης-στόχου μέσω tender offer.

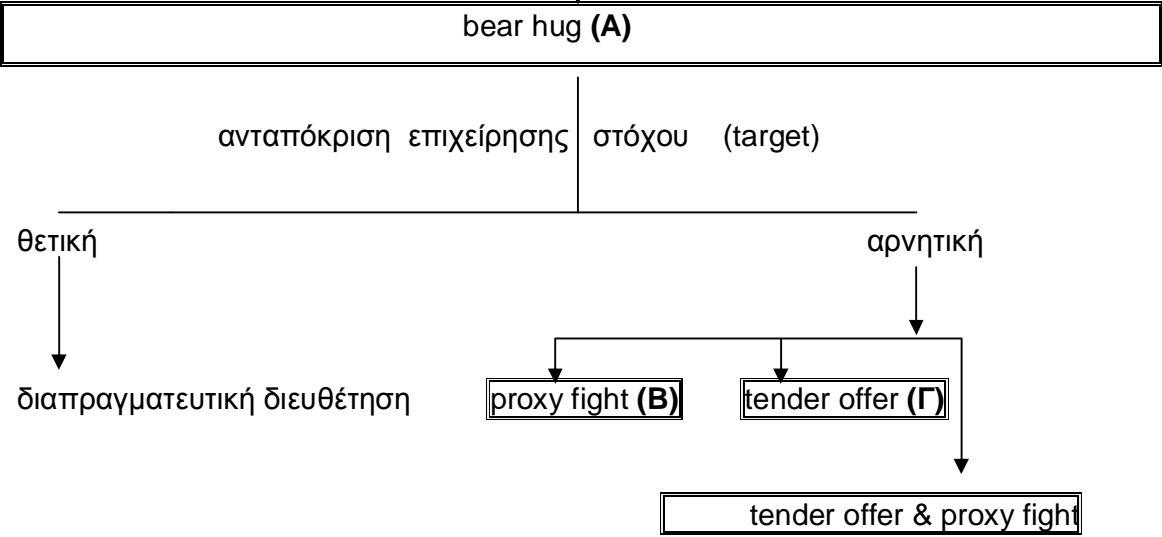
Με την τακτική δημόσιας προσφοράς (*tender offer*) το παιχνίδι μεταφέρεται στους μετόχους καθώς γίνεται απευθείας επαφή μαζί τους και επιλέγεται ως λύση όταν δεν υπάρχει ενδεχόμενο φιλικής διαπραγμάτευσης. Η περίοδος προσφοράς εκτείνεται για συγκεκριμένη χρονική περίοδο η οποία ενδέχεται να παραταθεί σε περίπτωση που γίνει και δεύτερη προσφορά μέσα στο διάστημα αυτό. Από την στιγμή που θα ξεκινήσει μια tender offer ο στόχος στο τέλος θα εξαγοραστεί, όχι απαραίτητα όμως από την αρχική επιχείρηση-επενδυτή. Η επιτυχία που είχε αρχικά η μέθοδος αυτή οδήγησε την πλευρά των επιχειρήσεων-στόχων στην επινόηση και πιο έξυπνων αμυντικών τακτικών όπως τα δηλητηριώδη χάπια (*poison pills*).

Η ψήφος μέσω αντιπροσώπων (*proxy fight*) είναι η προσπάθεια της επιχείρησης-επενδυτή να αποκτήσει τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης ή να προκαλέσει αλλαγές στην εταιρεία ψηφίζοντας μέσω αντιπροσώπων οι οποίοι είναι θετικά προσκείμενοι προς την πρόταση εξαγοράς. Σε περίπτωση που η προσπάθεια αυτή στεφθεί με επιτυχία η επιχείρηση-επενδυτής αποκτά τον έλεγχο της επιχείρησης-στόχου χωρίς να πληρώσει παραπάνω τίμημα (*premium*). Εφ' όσον ο επενδυτής είναι μέτοχος σε μια άλλη εταιρεία μπορεί να αντικαταστήσει ορισμένα μέλη της διοίκησης τα οποία εναντιώνονται στην συμφωνία με άλλα πιο φιλικά προς αυτήν.



**ο επενδυτής υιοθετεί εχθρική προσέγγιση**

Η επιχείρηση-αγοραστής επιλέγει ανάμεσα στις τακτικές Α,Β,Γ ή συνδυασμό αυτών



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2**  
**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΩΝ ΤΑΚΤΙΚΩΝ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ-ΑΓΟΡΑΣΤΩΝ<sup>7</sup>**

<sup>7</sup> Πηγή: Donald DePamphilis, Mergers, Acquisitions and other Restricting Activities, 2001, σελ 103

## 1.8 ΟΦΕΛΗ – ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Υπάρχουν διάφοροι λόγοι οι οποίοι ενισχύουν μια απόφαση για την πραγματοποίηση μιας εξαγοράς. Τα κίνητρα εξαγορών ερμηνεύονται με βάση την ακολουθούμενη εταιρική στρατηγική. Η στρατηγική αυτή διαμορφώνεται από τα υψηλόβαθμα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή και στοχεύει να εξυπηρετήσει τα συμφέροντα των ιδιοκτητών όπως π.χ. των μετόχων. Αυτή είναι η νεοκλασική προσέγγιση κατά την οποία το συμφέρον των μετόχων είναι κυρίαρχο ενώ αυτό των υψηλόβαθμων στελεχών (μάνατζερ) είναι δευτερεύον. Όταν όμως τα συμφέροντα των δύο ομάδων συγκρούονται είναι πιθανόν η εξαγορά να γίνει προς όφελος των στελεχών. Συνήθως σε αυτές τις περιπτώσεις οι εξαγορές αποτυγχάνουν με συνέπεια την απώλεια κερδών για τους μετόχους. Όπως θα γίνει αναφορά και στο τρίτο κεφάλαιο, στην διεθνή βιβλιογραφία αναφέρεται συχνά ότι οι εξαγορές δεν αποδίδουν ιδιαίτερο όφελος στους μετόχους της εξαγοράζουσας και αυτό προκύπτει λόγω της ιδιοτελούς συμπεριφοράς των στελεχών καθώς και πλήθους άλλων παραγόντων.

Θεωρίες σχετικά με τα κίνητρα των συγχωνεύσεων για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις:

### 1.8.1 Ανάπτυξη

Ένα από τα βασικά κίνητρα για την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων είναι η επίτευξη υψηλότερου βαθμού ανάπτυξης<sup>8</sup>. Εταιρείες οι οποίες επιθυμούν να επεκτείνουν τις δραστηριότητες τους έχουν να επιλέξουν είτε μέσω εσωτερικής ανάπτυξης είτε μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων. Ο πρώτος τρόπος περικλείει μια αβεβαιότητα και έχει μακρύ χρονικό ορίζοντα. Ο δεύτερος τρόπος, παρόλη την αβεβαιότητα σχετικά με την επίτευξη του στόχου, αποτελεί μια πολύ πιο ταχεία διαδικασία. Η ανάπτυξη μπορεί να επιτευχθεί μέσα στα πλαίσια του ίδιου κλάδου ή συμμετέχοντας σε διαφορετικές νέες επιχειρηματικές δραστηριότητες. Στην δεύτερη περίπτωση αυτή έχουμε το φαινόμενο της

---

<sup>8</sup> Patrick A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Third Edition, 2002, σελ 111

διαποίκισης ή διεύρυνσης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων (diversification).

Σε ορισμένες περιπτώσεις όπου η επιχείρηση επιλέγει να επεκταθεί στις υπάρχουσες δραστηριότητες της η εσωτερική ανάπτυξη δεν είναι η κατάλληλη λύση. Όσο η επιχείρηση αναπτύσσεται με αργούς ρυθμούς αφήνει περιθώρια δράσης στους ανταγωνιστές της οι οποίοι ενδέχεται να ξεπεράσουν ορισμένα από τα συγκριτικά πλεονεκτήματα που μέχρι τώρα απολάμβανε αποκλειστικά η επιχείρηση αυτή. Έτσι με την πάροδο του χρόνου το μερίδιο αγοράς μπορεί να μειωθεί, οι νέες ευκαιρίες να χαθούν και να βρεθεί η επιχείρηση σε συγκριτικά μειονεκτική θέση. Μια προτεινόμενη αποδοτική λύση στην περίπτωση αυτή είναι η εξαγορά μιας άλλης επιχείρησης η οποία διαθέτει τις απαιτούμενες πηγές όπως, γραφεία, προσωπικό, διοίκηση κ.α.

Άλλος λόγος για τον οποίο ίσως θα πρέπει να προτιμηθεί ο εξωτερικός τρόπος επέκτασης μέσω Ε&Σ είναι η ανάγκη γεωγραφικής επέκτασης των δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Η επέκταση των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης σε μακρινές αγορές, μέσα στη ίδια ή ακόμα και διαφορετικές χώρες, όπως από τις Η.Π.Α. στην Γερμανία, είναι πιο εύκολη και λιγότερο ριψοκίνδυνη μέσω Ε&Σ απ' ό,τι μέσω της διαδικασίας εσωτερικής ανάπτυξης. Μια επένδυση σε ξένη αγορά απαιτεί και ειδικές γνώσεις σχετικά με τα χαρακτηριστικά της νέας αγοράς, το προσωπικό, το νόμισμα, τη γλώσσα κ.α. προβλήματα τα οποία ενδεχομένως να αντιμετωπίζονται πιο ανώδυνα μέσω της διαδικασίας εξαγοράς μίας τοπικά δραστηριοποιούμενης επιχείρησης.

### **1.8.2 Συνέργιες**

Οι συγχωνεύσεις δημιουργούν συνέργιες<sup>9</sup>, λειτουργικές και χρηματοοικονομικές που οφείλονται κατά βάση στην αύξηση του μεγέθους της νέας επιχειρηματικής μονάδας. Με την λογική των συνεργιών ο συνδυασμός δύο επιχειρήσεων δημιουργεί μεγαλύτερη αξία στους μετόχους απ' ό,τι θα δημιουργούσαν οι δύο επιχειρήσεις σε περίπτωση που λειτουργούσαν ξεχωριστά, ισχύει δηλαδή η σχέση  $2+2=5$ .

---

<sup>9</sup> Travlos N, Mergers and Acquisitions, Economic Bulletin 1991, Commercial Bank of Greece, σελ 7

### 1.8.2.1 Λειτουργικές συνέργειες

Λειτουργικές συνέργειες<sup>10</sup> είναι δυνατόν να προκύπτουν από οικονομίες κλίμακας καθώς και από οικονομίες φάσματος. Και στις δύο περιπτώσεις απαιτείται ένα βαθμός διοικητικής ικανότητας προκειμένου να γίνουν αντιληπτά τα οφέλη των λειτουργικών συνεργιών.

#### *Οικονομίες κλίμακας*

Οικονομίες κλίμακας προκύπτουν από την μείωση του κατά μονάδα κόστους παραγωγής ως αποτέλεσμα της αύξησης της παραγωγής. Πολλές βιομηχανικές μονάδες λειτουργούν με υψηλά σταθερά κόστη, τα οποία παραμένουν αμετάβλητα σε βραχυχρόνιο ορίζοντα, για μικρό όγκο παραγωγής. Όσο ο όγκος παραγωγής όμως αυξάνεται το κόστος επιμερίζεται σε περισσότερες παραγόμενες μονάδες και έτσι μειώνεται το μέσο κόστος.

Σε τεχνολογικό επίπεδο οικονομίες κλίμακας προκύπτουν διότι καθώς αυξάνει το μέγεθος μιας επιχείρησης υπάρχει η δυνατότητα απασχόλησης περισσότερο εξειδικευμένου προσωπικού και χρησιμοποίησης περισσότερο παραγωγικού εξοπλισμού. Έτσι περιορίζονται οι νεκροί χρόνοι των υπαλλήλων για μετακινήσεις σε διαφορετικά μηχανήματα ή εργασίες, και ταυτόχρονα χρησιμοποιούνται πιο σύγχρονα και περισσότερο παραγωγικά μηχανήματα.

Επίσης εμφανίζονται και χρηματοοικονομικοί λόγοι που μειώνουν το μέσο κόστος παραγωγής των αγαθών. Έτσι π.χ. η αγορά προμηθειών σε μεγάλες ποσότητες εξασφαλίζει εκπτώσεις και καλύτερους όρους πληρωμής. Επίσης η δανειοληπτική ικανότητα συνήθως βελτιώνεται όσο αυξάνεται το μέγεθος της μονάδας. Η διαφήμιση ή άλλοι τρόποι προώθησης του προϊόντος αποτελούν επίσης πηγές δημιουργίας αυξανόμενων οικονομιών κλίμακας.

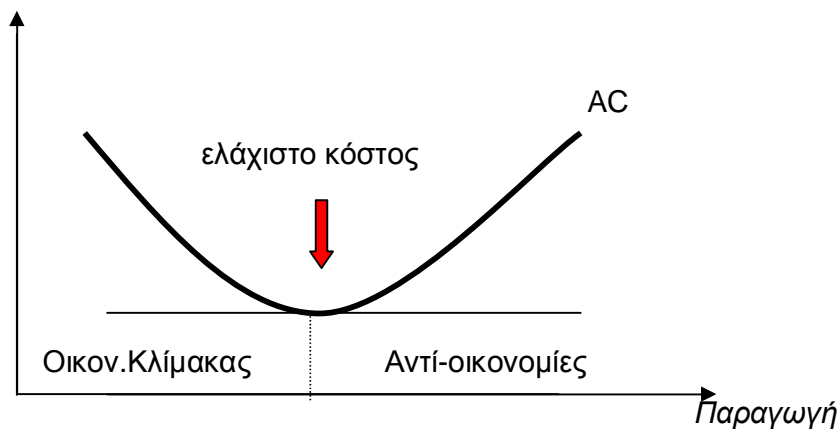
Τα οφέλη τα οποία προκύπτουν συνεχίζονται μέχρι ένα συγκεκριμένο επίπεδο παραγωγής. Από το σημείο αυτό και μετά εμφανίζονται αντί-οικονομίες κλίμακας και το μέσο κόστος αρχίζει να αυξάνει. Αντί-οικονομίες προκύπτουν

---

<sup>10</sup> Patrick A. Gaughan, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, Third Edition, 2002,σελ

λόγω υψηλού κόστους λειτουργίας μεγάλων μονάδων και άλλων προβλημάτων συνδεδεμένων με τον συντονισμό μεγάλης παραγωγής. Στο παρακάτω σχήμα 1.1. παρουσιάζεται το ιδανικό επίπεδο παραγωγής το οποίο αντιστοιχεί στο χαμηλότερο σημείο της καμπύλης μέσου κόστους AC. Αριστερά του σημείου υπάρχουν οικονομίες κλίμακας παραγωγής ενώ δεξιά αντί-οικονομίες παραγωγής.

Μέσο Κόστος



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.3

### ΙΔΑΝΙΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ

Οικονομίες κλίμακας συναντώνται συνήθως σε βιομηχανικούς κλάδους που λειτουργούν με σημαντικά σταθερά κόστη. Η πτώση του κατά μονάδα κόστους είναι αποτέλεσμα της διαρκώς αυξανόμενης εμπειρίας των στελεχών και του υπόλοιπου προσωπικού και θα συνεχίζεται μέχρι να εμφανιστούν ανικανότητες και ανεπάρκειες στην διοίκηση μεγάλων επιχειρηματικών μονάδων. Οι οικονομίες κλίμακας παραγωγής εμφανίζονται συνήθως σε περιπτώσεις οριζόντιων συγχωνεύσεων.

*Οικονομίες φάσματος*

Οι οικονομίες φάσματος συνεπάγονται και αυτές χαμηλότερο επίπεδο κόστους παραγωγής. Αυτό επιτυγχάνεται χρησιμοποιώντας τους υπάρχοντες συντελεστές παραγωγής για την παραγωγή δύο ή παραπάνω προϊόντων ταυτόχρονα αντί για την παραγωγή ενός μόνο προϊόντος. Τέτοιες συνέργιες προκύπτουν συνήθως από την εξαγορά μιας μικρής επιχείρησης από μια

μεγαλύτερη όπου η μικρή διαθέτει ένα πλεονέκτημα που λείπει από την μεγάλη όπως π.χ. μια πατέντα ή μια τεχνολογία. Επίσης μια μεγάλη εταιρεία διαθέτει συγκριτικό πλεονέκτημα στο μάρκετινγκ και στην διοίκηση, στοιχεία που λείπουν συνήθως από μικρές μονάδες. Κατά συνέπεια η συνένωση των δύο αυτών μονάδων θα επιφέρει πλεονεκτήματα που διαφορετικά δεν θα υπήρχαν. Οι οικονομίες φάσματος εμφανίζονται συνήθως σε συσχετισμένες ή μη μορφές συγχωνεύσεων.

### 1.8.2.2 Χρηματοοικονομικές συνέργιες

Οι χρηματοοικονομικές συνέργιες<sup>11</sup> περιλαμβάνουν το αντίκτυπο των εξαγορών στο κόστος κεφαλαίου της εξαγοράστριας ή της νέα μονάδας. Μια εξαγορά δημιουργεί φορολογικά οφέλη που κάτω από διαφορετικές συνθήκες δεν θα εμφανίζονταν. Τα φορολογικά κίνητρα για συγχωνεύσεις στην Ελλάδα προβλέπονται από τον νόμο 1297/1972 “περί παροχής φορολογικών κινήτρων δια την συγχώνευσιν ή μετατροπήν επιχειρήσεων προς δημιουργίαν μεγάλων οικονομικών μονάδων”. Οι φορολογικές αυτές απαλλαγές και διευκολύνσεις έχουν κάποιες προϋποθέσεις όπως αναφέρεται στο άρθρο 4 του σχετικού νόμου.

Χρηματοοικονομικές συνέργιες δημιουργούνται από:

*Αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα.* Αυτή είναι αποτέλεσμα της μειωμένης συσχέτισης των ταμειακών ροών των συγχωνευομένων εταιρειών ή της διαφοράς στον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Όταν οι εταιρείες έχουν ταμειακές ροές ασύνδετες ο συνδυασμός των ροών τους είναι λιγότερο ευάλωτος. Έτσι μειώνεται ο κίνδυνος καθώς η ροή της μίας συμπληρώνει την ροή της άλλης. Κάτι τέτοιο επιτυγχάνεται σε ασυσχέτιστες εξαγορές όπου έχουμε το φαινόμενο της συνασφάλισης (co-insurance effect)<sup>12</sup>, το οποίο και μειώνει την πιθανότητα χρεοκοπίας της ενοποιημένης εταιρείας.

---

<sup>11</sup> Patrick A. Gaughan, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, Third Edition, 2002, σελ.

121

<sup>12</sup> Wilbur g. Lewellen, “A pure rationale for the conglomerate merger”, Journal of Finance 26, no2, May 1971



Φορολογικές απαλλαγές (*unutilized tax credits*)<sup>13</sup>. Μία επιχείρηση η οποία εμφανίζει συσσωρευμένες ζημιές έχει την δυνατότητα, μέσω εξαγοράς, να τις μεταφέρει σε μια άλλη επικερδή επιχείρηση και να μειώσει έτσι το φορολογητέο εισόδημα της δεύτερης. Με αυτόν τον τρόπο επωφελείται η δεύτερη επιχείρηση καθώς καρπώνεται την φορολογική απαλλαγή την οποία αδυνατεί να εκμεταλλευτεί η πρώτη. Οι περισσότερες χώρες βέβαια θέτουν περιορισμούς στην εκμετάλλευση αυτού του πλεονεκτήματος έκτος από τις Η.Π.Α. οι οποίες επιτρέπουν την μεταφορά ζημιών χρονικά προς τα πίσω και προς τα εμπρός (τρία και δεκαπέντε χρόνια αντίστοιχα). Τα κράτη παρέχουν επίσης φορολογικά κίνητρα για συγχωνεύσεις όπως π.χ. μειωμένοι φορολογικοί συντελεστές για την νέα προκύπτουσα από συγχώνευση εταιρεία. Τα φορολογικά κίνητρα που παρέχονται προβλέπονται από το ν.δ 1297/1972.

Εμπειρικές έρευνες που ασχολήθηκαν με το παραπάνω θέμα καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι χρηματοοικονομικές συνέργιες αναμένονται κυρίως σε ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις.

### **1.8.3 Διαποίκιση ή Διεύρυνση Επιχειρηματικών Δραστηριοτήτων**

Διαποίκιση δραστηριοτήτων σημαίνει ανάπτυξη μιας επιχείρησης σε τομείς εκτός του βασικού πεδίου δράσης<sup>14</sup>. Το κίνητρο της διαποίκισης επηρέασε σημαντικά τις εξαγορές που έλαβαν χώρα κατά το τρίτο κύμα στις Η.Π.Α. όπου οι επιχειρήσεις έψαχναν εναλλακτικούς τρόπους επέκτασης εκτός αυτού της εσωτερικής ανάπτυξης (*internal expansion*). Πολλές ωστόσο είναι οι περιπτώσεις όπου η τακτική της διαποίκισης δεν επέφερε τα προβλεπόμενα οφέλη ενώ αντίθετα σε αρκετές άλλες περιπτώσεις, όπως της General Electric, τα κέρδη υπήρξαν σημαντικά. Παρ' ότι το όνομα παραπέμπει σε μια καθαρά εταιρεία ηλεκτρικών ειδών, στην πραγματικότητα, μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων, η General Electric δραστηριοποιείται πλέον και σε διαφορετικούς τομείς όπως ασφάλειες, ιατρικό εξοπλισμό, πλαστικά κ.α.

---

<sup>13</sup> Travlos N, Mergers and Acquisitions, Economic Bulletin 1991, Commercial Bank of Greece, σελ 7

<sup>14</sup> Patrick A. Gaughan, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, Third Edition, 2002, σελ 123, Donald DePamphilis, Mergers, Acquisitions and other Restricting Activities, 2001, σελ 20

Η επέκταση μιας επιχείρησης μέσω εξαγοράς άλλης επιχείρησης επιτυγχάνει οφέλη όμοια με αυτά που επιτυγχάνουν οι επενδυτές διατηρώντας ένα διαποικιλμένο χαρτοφυλάκιο. Σύμφωνα με αυτήν την άποψη, δεν είναι ορθή η τοποθέτηση όλων των στοιχείων του χαρτοφυλακίου σε μία μόνο επένδυση και στην περίπτωση μας η επέκταση σε νέες αγορές γίνεται όταν η διοίκηση είναι δυσαρεστημένη με την αστάθεια των κερδών από τις υπάρχουσες δραστηριότητες. Μία άστατη πηγή εσόδων καθιστά πιο δύσκολη την αποπληρωμή των όποιων υποχρεώσεων και ταυτόχρονα δυσχεραίνει τον μακροχρόνιο προγραμματισμό της εν λόγω επιχείρησης. Τα προβλήματα αυτά αντιμετωπίζονται πιο αποτελεσματικά και εξαλείφονται όταν τα έσοδα πηγάζουν από διαφορετικές πηγές.

Επίσης ο βαθμός κερδοφορίας της επιχείρησης ενδέχεται να μην ικανοποιεί τους στόχους της διοίκησης και να ενθαρρύνει επομένως την περαιτέρω επέκταση μέσω διαποίκισης ή διεύρυνσης δραστηριοτήτων σε πιο κερδοφόρες αγορές. Αυτό είναι σύνηθες σε περιπτώσεις όπου ο κλάδος έχει φτάσει στην φάση της ωριμότητας και δεν διαφαίνονται πλέον ευκαιρίες για περισσότερα κέρδη. Επίσης κλάδοι που εμφανίζουν κερδοφορία σήμερα μπορεί να μην είναι τόσο κερδοφόροι και στο άμεσο μέλλον. Ταυτόχρονα η είσοδος νέων επιχειρήσεων στους κλάδους αυτούς είναι συνήθως δύσκολη καθώς υπάρχουν υψηλά εμπόδια εισόδου. Υπάρχει επομένως το ενδεχόμενο η επέκταση να γίνει σε κλάδους με χαμηλότερα εμπόδια εισόδου στους οποίους θα έχουν εισέλθει όμως και άλλοι νέοι ανταγωνιστές. Ο υψηλός αυτός αριθμός ανταγωνιστών θα οδηγήσει τα κέρδη σε χαμηλότερα επίπεδα με αποτέλεσμα η στρατηγική επέκτασης μέσω διαποίκισης ίσως να μην επιτύχει τα αναμενόμενα αποτελέσματα.

Τέλος η διαποίκιση δεν πρέπει να ταυτιστεί με την ασυσχέτιστη συγχώνευση καθώς υπάρχει η περίπτωση το αντικείμενο δράσης του εξαγοραστή να είναι παρόμοιο με του εξαγοραζόμενου. Μία τέτοια περίπτωση είναι η εξαγορά της Medco από την Merck. Η Medco είναι ο μεγαλύτερος διανομέας φαρμακευτικών ειδών στις Η.Π.Α. ενώ η Merck η μεγαλύτερη φαρμακοβιομηχανία. Και οι δύο είναι άριστοι γνώστες της αγοράς φαρμάκων και κατά συνέπεια η παραπάνω εξαγορά επαλήθευσε τις προσδοκίες των εμπλεκόμενων μερών.

#### 1.8.4 Πρόβλημα Αντιπροσώπευσης (Agency Problem)

Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης εμφανίζεται διότι στις σύγχρονες επιχειρήσεις υπάρχει διάκριση ανάμεσα στους ιδιοκτήτες και στα υψηλόβαθμα στελέχη. Τα συμφέροντα των δυο ομάδων συχνά έρχονται σε σύγκρουση με αποτέλεσμα τα στελέχη να μην επιδιώκουν πάντα την μεγιστοποίηση των κερδών για τους μετόχους αλλά να εξασφαλίζουν για τον εαυτό τους οφέλη όπως υψηλές αμοιβές και μπόνους, διατήρηση του τρόπου ζωής τους κ.α. Από την πλευρά των ιδιοκτητών-μετόχων μπορεί να υπάρξει έλεγχος των πράξεων των στελεχών μέσω εσωτερικού ελέγχου, διαδικασία βέβαια ιδιαίτερα δαπανηρή.

Η παραπάνω συμπεριφορά των στελεχών πραγματοποιείται όταν οι ίδιοι κατέχουν ένα μικρό τμήμα ή καθόλου από τις μετοχές της επιχείρησης. Όπως υποστηρίζουν οι Jensen και Meckling (1976), όσο αυξάνει η ιδιοκτησία των μετοχών που κατέχουν τα ίδια τα στελέχη τόσο μεγαλύτερο κόστος θα επωμίζονται οι ίδιοι σε περίπτωση που αποκλίνουν από επικερδείς επιλογές εξαγορών. Όταν υπάρχει μεγάλη διασπορά των μετοχών σε πολλούς ιδιοκτήτες, το κόστος της ενδεχομένης κακοδιαχείρισης από τους μάντζερ "διαμοιράζεται" σε μεγάλο αριθμό μετόχων, καθένας από τους οποίους επωμίζεται μικρό κομμάτι αυτού. Με αυτόν τον τρόπο η κακομεταχείριση αυτή ενδέχεται να διαρκέσει μεγάλο χρονικό διάστημα.

#### 1.8.5 Αλαζονεία των στελεχών (hubris hypothesis)<sup>15</sup>

Το ζήτημα που αφορά στην αλαζονεία των υψηλόβαθμων στελεχών προκύπτει ως αποτέλεσμα του υπερβολικού ζήλου και της εμπιστοσύνης που επιδεικνύουν στις ικανότητες τους οι μάντζερ κατά την εκτίμηση μιας περίπτωσης εξαγοράς.<sup>16</sup> Έτσι πολλές φορές καταλήγουν να καταβάλουν υψηλά ποσά για μια εξαγορά καθώς κάνουν λάθη αποτιμήσεων των εταιρειών.

Ο Roll (1986) ισχυρίζεται ότι όλες οι εξαγορές δεν περιέχουν την αλαζονεία των υψηλόβαθμων στελεχών. Όταν όμως γίνεται μια διαπραγμάτευση για εξαγορά

<sup>15</sup> Donald DePamphilis, *Mergers, Acquisitions and other Restricting Activities*, 2001, σελ 25  
Patrick A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Third Edition, 2002, σελ 147

<sup>16</sup> Richard Roll, "The hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *Journal of Business* 59, April 1986

υπεισέρχεται ο ανθρώπινος παράγοντας και κατά συνέπεια μπορεί μια εξαγορά να πραγματοποιηθεί με αποκλειστικό στόχο την αύξηση του πλούτου των μετόχων. Δεν αποκλείεται όμως να υπάρχουν και άλλα κίνητρα όπως να “γίνουμε οι μεγαλύτεροι στην αγορά” ή “να εισέλθουμε σε νέες αγορές”. Στο βαθμό που μπορεί να γίνει διάκριση αυτών των κινήτρων υπάρχει και η ανάλογη συμμετοχή της αλαζονείας. Επιπλέον τα τεράστια ποσά που έχουν δαπανηθεί σε ορισμένες περιπτώσεις ουσιαστικά επιβεβαιώνουν την ύπαρξη της!

Η απέχθεια της ήττας κατά την διαδικασία προσφοράς, ιδιαίτερα όταν υπάρχουν αρκετοί πλειοδότες, οδηγεί την τιμή εξαγοράς σε αρκετά υψηλότερα επίπεδα από την τρέχουσα οικονομική αξία της εξαγοραζόμενης. Η αλαζονεία αυτή των υψηλόβαθμων στελεχών οδηγεί σε αυτό που λέμε “η κατάρα του νικητή” (winner’s curse) με την έννοια ότι ο νικητής πλήρωσε περισσότερο απ’ ότι αξίζει πραγματικά μια εταιρεία-στόχος.

#### **1.8.6 Δύναμη Αγοράς**

Σύμφωνα με αυτήν την προσέγγιση ένα επιπλέον κίνητρο για την πραγματοποίηση μιας εξαγοράς αποτελεί η προκύπτουσα μείωση του ανταγωνισμού και κατ’ επέκταση η απόκτηση ή αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης αγοράς (Eckbo,1983). Με αυτόν τον τρόπο μπορούν να επιβάλλονται τιμές υψηλότερες από αυτές που θα επιβάλλονταν σε μια ανταγωνιστική αγορά. Παλαιότερες εμπειρικές μελέτες δεν υποστήριζαν την θεωρία αυτή. Σε μια έρευνα που περιλάμβανε την μελέτη 11 συγχωνεύσεων μόλις οι 2 από αυτές έδειξαν στατιστικά σημαντικές θετικές αποδόσεις (Stillman,1983). Πιο σύγχρονες μελέτες όμως έδειξαν ότι όντως η επιδίωξη για δύναμη αγοράς μπορεί να είναι ισχυρό κίνητρο. Σύμφωνα με έρευνα των Kim και Singal (1993) συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν στα τέλη του ‘80 στον τομέα των αερομεταφορών οδήγησαν σε απόκτηση δύναμης αγοράς και κατά συνέπεια και σε αυξημένες τιμές εισιτηρίων.

### 1.8.7 Άλλα Κίνητρα

Ορισμένες εξαγορές παρακινούνται από την πεποίθηση που έχει η επιχείρηση-εξαγοραστής ότι μπορεί να διοικήσει καλύτερα μία άλλη μικρότερη επιχείρηση. Υπό την καθοδήγηση της μεγάλης επιχείρησης μπορεί να γίνει πιο αποδοτική η λειτουργία της επιχείρησης-στόχου και να αξιοποιηθούν τα περιουσιακά της στοιχεία καλύτερα. Το επιχείρημα αυτό της βελτιωμένης διοίκησης έχει μεγαλύτερη εφαρμογή σε εξαγορές μικρών εταιρειών, οι οποίες προσφέρουν ένα μοναδικό προϊόν ή υπηρεσία, από μεγαλύτερες εταιρείες οι οποίες έχουν πιο αναπτυγμένες διοικητικές ικανότητες. Μέσω των ικανοτήτων αυτών αίρεται επίσης ο περιορισμός που ενδέχεται να αντιμετωπίζει η επιχείρηση-στόχος σχετικά με την περαιτέρω ανάπτυξη του.

Ένας σημαντικός παράγοντας για την εξέλιξη αρκετών κλάδων, όπως του φαρμακευτικού, είναι οι δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη (R&D). Υπάρχουν επομένως περιπτώσεις όπου η εξαγορά έχει ως στόχο την βέλτιστη λειτουργία του τμήματος αυτού, που αποτελεί ίσως και το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα των εν λόγω εταιρειών, όπως έγινε το 1999 με την Glaxo Wellcome και SmithKline Beecham και το 2000 με την Pfizer και Warner-Lambert οι οποίες ένωσαν τα τμήματα R&D προκειμένου να παραμείνουν ανταγωνιστικές στο σύγχρονο διεθνές ανταγωνιστικό περιβάλλον.

Σε άλλες περιπτώσεις όπου οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν δυσκολίες πρόσβασης στον καταναλωτή επιλέγουν τη συγχώνευση με τους διανομείς τους έτσι ώστε να εξασφαλίσουν τα απαραίτητα κανάλια διανομής. Σε τέτοιες περιπτώσεις έχουμε τις κάθετες συγχωνεύσεις.

*Συμπερασματικά* θα μπορούσαμε να πούμε ότι υπάρχουν οι οικονομικές θεωρίες κινήτρων για εξαγορές και συγχωνεύσεις, οι οποίες περιλαμβάνουν την ανάπτυξη και τις συνέργιες, οι διοικητικές θεωρίες κινήτρων, οι οποίες περιλαμβάνουν το πρόβλημα αντιπροσώπευσης και την αλαζονεία των στελεχών και τέλος οι στρατηγικές θεωρίες κινήτρων για Ε&Σ οι οποίες περιλαμβάνουν την διαποίκιση ή διεύρυνση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

1. DePamphilis, Donald., Mergers, Acquisitions and other Restricting Activities, Academic Press, 2001
2. Gaughan, A Patrick., Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, Third Edition, Wiley, 2002
3. Richard Roll, "The hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", Journal of Business, Vol 59, No 2, April 1986, pages 197-216
4. Sudarsanam, P.S., The essence of mergers and acquisitions, Prentice Hall, 1995
5. Travlos, N., Mergers and Acquisitions, Economic Bulletin 1991, Commercial Bank of Greece
6. Wilbur g. Lewellen, "A pure rationale for the conglomerate merger", Journal of Finance, Vol 26, No2, May 1971, pages 521-537
7. Auerbach, J Alan., Mergers and Acquisitions, Chicago: University of Chicago Press, 1988
8. World Investment Report 2000, Cross-border mergers and acquisitions and development, United Nations
9. Μαρούσος Χρήστος, Διατριβή, Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση , Ιανουάριος 2003
- 11.Μελάς Κ., Παγκοσμιοποίηση, Νέα Φάση Διεθνοποίησης της Οικονομίας, Μύθοι και Πραγματικότητα, ΕΞΑΝΤΑΣ, 1999
10. [www.all-science-fair-projects.com](http://www.all-science-fair-projects.com)
11. [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

## **2.1 ΜΟΝΟΠΩΛΙΟ**

Το μονοπώλιο προκύπτει από την λέξη *monos* και *polein* = πουλάω, δηλαδή πουλάω μόνος. Όπως αναφέρθηκε και στους ορισμούς, μια βασική αιτία για την δημιουργία μιας συγχώνευσης είναι η απόκτηση ή αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης. Η μονοπωλιακή δύναμη αναφέρεται στον βαθμό που μια επιχείρηση μπορεί να ελέγχει τις τιμές της. Για ορισμένες επιχειρήσεις, όπου μια μικρή αύξηση στην τιμή πώλησης θα προκαλέσει μεγάλη αλλαγή στην ποσότητα που θα αγοράσει ο καταναλωτής, η μονοπωλιακή δύναμη είναι περιορισμένη. Στην αντίθετη περίπτωση, όπου μια μικρή αλλαγή στην τιμή δεν επηρεάζει την ποσότητα που αγοράζουν οι καταναλωτές, η μονοπωλιακή δύναμη είναι αυξημένη και υπάρχει η δυνατότητα επιλογής και επιβολής αυξημένης τιμής από την μονοπωλιακή επιχείρηση.

Παρόλο που η μονοπωλιακή δύναμη ενδέχεται να επηρεάσει θετικά την κερδοφορία της επιχείρησης δεν εγγυάται πάντα κάτι τέτοιο. Η σχέση ανάμεσα στα δύο αυτά μεγέθη επηρεάζεται από την οικονομική δύναμη. Η οικονομική δύναμη αναφέρεται στις προοπτικές της επιχείρησης να πραγματοποιεί τα μέγιστα δυνατά κέρδη. Το πραγματικό κέρδος και η οικονομική δύναμη είναι αντίστοιχες έννοιες όταν η επιχείρηση έχει την δυνατότητα να επιβάλλει τιμή η οποία της αποφέρει τα μέγιστα κέρδη βραχυχρόνια. Παρόλο που οι δύο όροι συχνά ταυτίζονται δεν είναι συνώνυμοι.

Όπως είναι λογικό η συγκέντρωση παρόμοιων επιχειρήσεων ή, σε περίπτωση ασύνδετων, όχι και τόσο παρόμοιων επιχειρήσεων κάτω από μια ενοποιημένη επιχείρηση με την μορφή των συγχωνεύσεων συνεπάγεται και συγκέντρωση της δύναμης σε αυτή. Στην περίπτωση αυτή ο ανταγωνιστικός χαρακτήρας της αγοράς περιορίζεται ή στην ακραία περίπτωση παύει ακόμα και να υφίσταται και επομένως διαμορφώνεται μια διάρθρωση αγοράς με μονοπωλιακά χαρακτηριστικά.

Το μονοπώλιο αποτελεί τον αντίποδα της τέλεια ανταγωνιστικής αγοράς. Χαρακτηριστικό του είναι ότι το προϊόν παράγεται από μια μοναδική εταιρεία και δεν υπάρχουν άλλα στενά υποκατάστατα αυτού. Ένας μονοπωλητής απολαμβάνει κέρδη μακροχρόνια λόγω της δυσκολίας που συναντούν οι ανταγωνιστές να εισέλθουν στην αγορά. Η καμπύλη ζήτησης για το προϊόν έχει αρνητική κλίση σε αντίθεση με την τέλεια ανταγωνιστική επιχείρηση η οποία αντιμετωπίζει άπειρα ελαστική ζήτηση στο επίπεδο της δεδομένης τιμής που διαμορφώνεται από τον αντίστοιχο κλάδο.

Υπάρχουν τέσσερις βασικές αιτίες που οδηγούν στην δημιουργία μονοπωλιακής δύναμης:

- Η κατοχή των απαραίτητων για τη παραγωγή πρώτων υλών από έναν μοναδικό παραγωγό. Τέτοιο παράδειγμα αποτελεί η Alcoa η οποία μέχρι τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο είχε τον αποκλειστικό έλεγχο όλων των κοιτασμάτων βωξίτη στις Η.Π.Α και επομένως κατείχε και το μονοπώλιο στην παραγωγή αλουμινίου.

- Η επιχείρηση χρησιμοποιεί μια πατέντα ή τεχνολογία η οποία αποτελεί εμπόδιο για την είσοδο νέων επιχειρήσεων. Η Polaroid είχε το μονοπώλιο στη αγορά των φωτοτυπικών μηχανημάτων. Το κράτος προστατεύει τις πατέντες για διάστημα 17 χρόνων, με δυνατότητα παράτασης.

- Τα φυσικά μονοπώλια (de facto monopoly), όπως η ύδρευση (π.χ. ΕΥΔΑΠ), η ηλεκτροδότηση κ.α., δημιουργούνται καθώς οι συνθήκες παραγωγής κάνουν ορισμένες παροχές περισσότερο συμφέρουσες όταν προσφέρονται από μια μοναδική επιχείρηση, δημιουργούν δηλαδή οικονομίες κλίμακας παραγωγής. Η ύπαρξη περισσότερων προμηθευτών θα οδηγούσε σε αυξημένα κατά μονάδα κόστη, σε πληθώρα εγκαταστάσεων, αυξημένες τιμές κ.α. Επειδή όμως τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες που προσφέρονται από φυσικά μονοπώλια είναι δημόσια αγαθά το κράτος, προκειμένου να αποτρέψει την αισχροκέρδεια, παρεμβαίνει καθορίζοντας το ίδιο την τιμή πώλησης των προϊόντων. Αναγκαία συνθήκη για την ύπαρξη φυσικού μονοπωλίου είναι η ιδιότητα της υποπροσθετικότητας που σημαίνει ότι η συνάρτηση κόστους δίνεται από την σχέση

$$C(Y) < \sum C(y_i), \text{ όπου } \sum y_i = Y \text{ και } i = 1, 2, \dots, k \quad k \geq 2$$



Αυτό σημαίνει ότι περισσότερες από μία επιχειρήσεις δεν δύνανται να παράγουν το προϊόν με κόστος μικρότερο απ ότι όταν παράγεται το ίδιο προϊόν από μια επιχείρηση μόνο.

- Το κράτος δημιουργεί κρατικά μονοπώλια (government franchises) (de jure monopoly) και με αυτόν τον τρόπο υπάρχει ένας μοναδικός παραγωγός και διανομέας για ένα προϊόν ή υπηρεσία. Ο μοναδικός παραγωγός ή διανομέας υπόκειται σε νομικούς περιορισμούς και ρυθμίσεις από το κράτος, με σκοπό τον έλεγχο της προσβασιμότητας και της ποιότητας του αγαθού. Το κράτος, μέσα από κανονισμούς, ασκεί επιρροή στις αποφάσεις του μονοπωλητή ο οποίος δραστηριοποιείται κυρίως σε κλάδους που έχουν να κάνουν με τον καπνό, το αλκοόλ, τα τυχερά παιχνίδια (π.χ. ΟΠΑΠ), τα πολεμικά εφόδια κ.α.

Κατά την λειτουργία ενός μονοπωλίου δεν συνεπάγεται ότι ο μονοπωλητής θα απολαμβάνει απεριόριστη δύναμη αγοράς. Ακόμα και όταν δεν υπάρχουν στενά υποκατάστατα το προϊόν του μονοπωλίου δέχεται τον ανταγωνισμό από άλλα προϊόντα παρεμφερούς χρήσης, π.χ. χρήση πλαστικού ή ατσάλιου αντί για αλουμίνιο. Επίσης, ο φόβος για ποινικές κυρώσεις ή ο ενδεχόμενος μελλοντικός ανταγωνισμός θέτουν όρια στον μονοπωλητή. Τέλος, η μονοπωλιακή δύναμη ενδέχεται να φθίνει με τον χρόνο, εκτός από τα κρατικά μονοπώλια, καθώς σταδιακά αίρονται οι μοναδικές αιτίες δημιουργίας της.

## **2.2 ΕΙΔΗ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΩΝ ΠΟΥ ΔΗΜΙΟΥΡΓΕΙ ΤΟ ΜΟΝΟΠΩΛΙΟ**

Η πιο κοινή αντίληψη για τις επιπτώσεις του μονοπωλίου είναι ότι αυτό προκαλεί αύξηση των τιμών, μείωση της ποσότητας παραγωγής και ότι ως τελική συνέπεια έχει την δημιουργία κόστους στο κοινωνικό σύνολο (welfare loss)<sup>17</sup>. Η μονοπωλιακή τιμολόγηση όμως, αν και το πιο σοβαρό, δεν είναι το μοναδικό πρόβλημα που προκύπτει από την μονοπωλιακή λειτουργία της αγοράς. Η συμπαιγνία (collusion), η επιθετική τιμολόγηση εκμετάλλευσης (predatory pricing), η διάκριση τιμών (price discrimination) και τέλος οι κάθετοι περιορισμοί-εμπόδια (vertical restraints) είναι ορισμένες ακόμα αρνητικές συνέπειες της λειτουργίας του μονοπωλίου.

---

<sup>17</sup> Roger Clarke, Stephen Davies, Nigel Driffield, *Monopoly Policy in the U.K.*, 1998, σελ 5.

### 2.2.1 ΜΟΝΟΠΩΛΙΑΚΗ ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ

Μια μονοπωλιακή επιχείρηση έχει την δυνατότητα να ελέγχει την προσφορά ενός συγκεκριμένου προϊόντος ή υπηρεσίας και δεν αντιμετωπίζει κίνδυνο από στενά υποκατάστατα ή από απειλές εισόδου νεοεισερχόμενων επιχειρήσεων στον κλάδο. Κάτω από αυτές τις συνθήκες μπορεί η επιχείρηση αυτή να μειώσει την παραγωγή, να αυξήσει την τιμή και τέλος να πραγματοποιήσει υψηλά, μονοπωλιακά κέρδη. Κάτι τέτοιο όμως δεν είναι επιθυμητό για τη κοινωνία για τους παρακάτω λόγους.

Λόγω της αυξημένης τιμής που επιβάλλει η μονοπωλιακή επιχείρηση ο καταναλωτής βρίσκεται σε δυσμενέστερη θέση απ' ότι θα βρίσκονταν υπό συνθήκες ανταγωνισμού. Η τιμή αυτή που επιβάλλεται είναι υψηλότερη από το οριακό κόστος, γεγονός που προκαλεί αναποτελεσματική κατανομή των περιορισμένων παραγωγικών πόρων. Καθώς ο μονοπωλητής δεν έχει να αντιμετωπίσει τον ανταγωνισμό, δεν έχει και κίνητρα να υιοθετήσει βελτιωμένες δραστηριότητες οι οποίες θα του μείωναν το κόστος και επομένως οδηγείται σε λιγότερο αποδοτική παραγωγή. Στην περίπτωση επίσης που περιλαμβάνονται και επιπλέον δραστηριότητες για την απόκτηση ή διατήρηση της μονοπωλιακής θέσης, όπως δαπάνες για διαφήμιση, η απώλεια για τη κοινωνική ευημερία αυξάνεται (Cowling και Mueller, 1978).

Φυσικά όπως είναι λογικό υπάρχει και ο αντίλογος σε αυτές τις απόψεις. Η κυριαρχία στην αγορά, η απόκτηση δηλαδή μονοπωλιακής δύναμης, μπορεί να επιδιώκεται προκειμένου να επιτευχθούν οικονομίες κλίμακας ή οικονομίες φάσματος. Ενδέχεται επίσης η λειτουργία της μονοπωλιακής επιχείρησης να είναι ιδιαίτερα αποτελεσματική και αποδοτική και να είναι ικανή επομένως να προωθεί νέα προϊόντα στην αγορά, προϊόντα που ενδέχεται να είναι πιο ποιοτικά ή να έχουν χαμηλότερο κόστος και επομένως χαμηλότερες τιμές. Έτσι εν τέλει η δημιουργία μονοπωλίου ενδεχομένως να είναι αποτέλεσμα υψηλής αποδοτικότητας και όχι απαραίτητα συνέπεια της δύναμης αγοράς (Clarke, Davies Waterson, 1984).

## 2.2.2 ΣΥΜΠΑΙΓΝΙΑ

Η συμπαιγνία αναφέρεται στο σιωπηρό συντονισμό της συμπεριφοράς επιχειρήσεων προκειμένου να επιβάλλουν μονοπωλιακές τιμές. Αυτή η πρακτική υιοθετείται πιο εύκολα όταν υπάρχουν κάποιες προϋποθέσεις όπως :ο μικρός αριθμός των πωλητών στην αγορά, οι παρόμοιες συνθήκες κόστους και ζήτησης, ο εύκολος έλεγχος της τιμολογιακής πολιτικής των αντιπάλων και τέλος οι σταθερές συνθήκες προσφοράς και ζήτησης (Scherer και Ross 1990). Έτσι οι επιχειρήσεις, προκειμένου να ανταγωνιστούν μεταξύ τους, προτιμούνε την λύση της σιωπηρής συνεννόησης και την επίτευξη επιβολής μονοπωλιακής τιμής. Όπως παρατηρούν οι ερευνητές Stigler (1964), Friedman (1971), Davidson & Deneckere (1984) και Oliner (1982)<sup>18</sup> όσο πιο συγκεντρωμένη είναι μια αγορά τόσο πιο πιθανή η υιοθέτηση της τακτικής της συμπαιγνίας.

## 2.2.3 ΕΠΙΘΕΤΙΚΗ ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ

Η πρακτική επιθετικής τιμολόγησης αποτελεί έναν σημαντικό τρόπο με τον οποίο οι μονοπωλητές ασκούν την τιμολογιακή τους πολιτική. Με την μέθοδο αυτή ο μονοπωλητής επιβάλλει για ένα διάστημα μια χαμηλή τιμή προϊόντος έτσι ώστε να πειθαρχήσει ή να απομακρύνει τους ενδεχόμενους αντιπάλους του. Μία τέτοια πρακτική είναι αξιόπιστη κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες, παρόλο που έχει δεχτεί κριτική. Στο βαθμό που μια κυρίαρχη επιχείρηση καταφέρει να δημιουργήσει την φήμη για επιθετική τιμολόγηση εμποδίζει τις νέες εισόδους από άλλες επιχειρήσεις. Στην περίπτωση επίσης όπου η κυρίαρχη αυτή επιχείρηση απολαμβάνει ταυτόχρονα πρόσβαση σε μεγάλα κεφάλαια τότε μπορεί επίσης εύκολα να απομακρύνει άλλες μικρότερες επιχειρήσεις οι οποίες αδυνατούν να επιβιώσουν όταν πραγματοποιούν ζημιές για μεγάλα χρονικά διαστήματα.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο μια τέτοια πρακτική τιμολόγησης δεν θεωρείται παράνομη και επομένως δεν έχει την δυνατότητα η θιγόμενη επιχείρηση να καταφύγει στο δικαστήριο.

---

<sup>18</sup> Lars\_hendrik Roller, Johan Stennek, Frank Verboven, Efficiency Gains from Mergers, August 2000 Report for EC Contract II/98/003, σελ 53

#### 2.2.4. ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗΣ

Ο μονοπωλητής, εκτός από την επιβολή μιας ενιαίας τιμής, έχει και την δυνατότητα να ακολουθήσει διαφορετική τιμολόγηση προϊόντος. Διαφοροποιήσεις στην τιμή μπορούν να έχουν τις εξής μορφές: i) ενιαία τιμολόγηση συν κάποιο σταθερό πάγιο όπως σε υπηρεσίες τηλεφωνικές και ηλεκτροδότησης ii) υψηλή και χαμηλή τιμολόγηση ανάλογα με την ποσότητα κατανάλωσης του αγαθού και iii) διαφορετική τιμολόγηση ανάλογα με το τμήμα της αγοράς στην οποία απευθύνεται.

Παρόλο που αυτή η μέθοδος δεν είναι πάντα ζημιογόνα για τον καταναλωτή, σε ορισμένες περιπτώσεις, κυρίως όταν έχει και στοιχεία επιθετικής τιμολόγησης (predatory pricing), ενδέχεται να δημιουργήσει ανεπιθύμητα κοινωνικά αποτελέσματα.

Οι δύο πιο συνηθισμένες πρακτικές της διάκρισης αυτής είναι η πραγματοποίηση εκπτώσεων σε μεγάλους πελάτες και η γεωγραφική διάκριση τιμών.

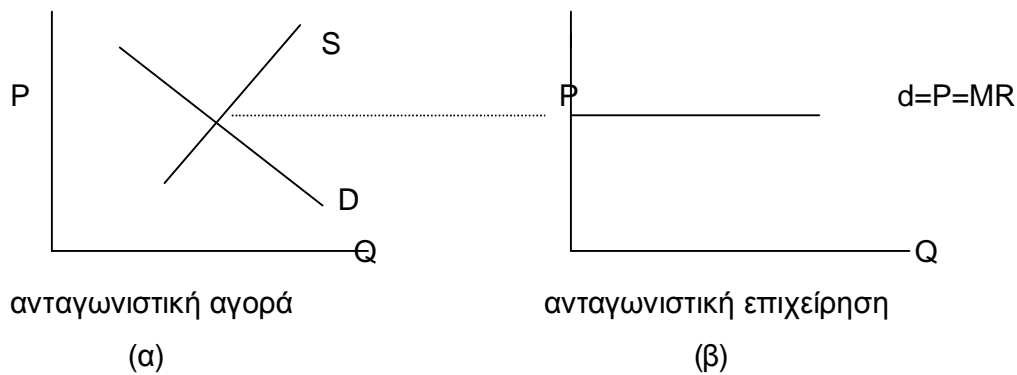
Στην πρώτη περίπτωση οι μεγάλοι πελάτες, προκειμένου να επιτύχουν τις εκπτώσεις αυτές, έχουν έναν μοναδικό προμηθευτή (monopsony power). Κάτι τέτοιο είναι προς όφελος του τελικού καταναλωτή, στο βαθμό που η έκπτωση μετακυλύεται τελικά σε αυτόν μέσω χαμηλότερων τελικών τιμών. Δεν εξυπηρετεί όμως άλλες επιχειρήσεις οι οποίες εξαναγκάζονται να αποχωρίσουν ενώ υπό άλλες συνθήκες μπορεί να επιβίωναν.

Η δεύτερη περίπτωση αφορά περιπτώσεις όπου, λόγω της γεωγραφικής τμηματοποίησης της αγοράς, ο μονοπωλητής έχει την δυνατότητα να επιβάλλει χαμηλή τιμή σε αγορές όπου υπάρχει έντονος ανταγωνισμός, έτσι ώστε να είναι ανταγωνιστικός σε αυτές, και υψηλότερη τιμή σε υπόλοιπα τμήματα της αγοράς. Βασική υπόθεση στην περίπτωση της γεωγραφικής διάκρισης της τιμής είναι ο σαφής διαχωρισμός των αγορών μεταξύ τους καθώς και η διαφορετική ελαστικότητα ζήτησης στα διάφορα αγορές.

### 2.3 ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΙΣΟΡΡΟΠΙΑΣ ΣΤΗΝ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

Για να θεωρηθεί μια αγορά ανταγωνιστική πρέπει να συντρέχουν οι εξής συνθήκες: να υπάρχει μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων μικρού όμως μεγέθους, να παράγουν το ίδιο ομοιογενές προϊόν, να επιτρέπεται ελεύθερα η είσοδος και έξοδος των επιχειρήσεων από τον κλάδο και τέλος να υπάρχει τέλεια πληροφόρηση.

Σε συνθήκες αγοράς τέλει ανταγωνισμού η τιμή του προϊόντος καθορίζεται από το σημείο τομής της καμπύλης συνολικής προσφοράς και της καμπύλης συνολικής ζήτησης του προϊόντος στην συγκεκριμένη αγορά. Η καμπύλη συνολικής προσφοράς αποτελείται από το οριζόντιο άθροισμα των ατομικών καμπυλών προσφοράς όλων των παραγωγών ενώ η καμπύλη ζήτησης προκύπτει από το οριζόντιο άθροισμα των ατομικών καμπυλών ζήτησης όλων των καταναλωτών. Επομένως η μεμονωμένη πλήρως ανταγωνιστική επιχείρηση παίρνει την τιμή ως δεδομένη, όπως αυτή διαμορφώνεται από τις δυνάμεις της συνολικής προσφοράς και συνολικής ζήτησης και δεν μπορεί να την επηρεάσει καθώς έχει ελάχιστη δύναμη (*price taker*). Επίσης δεν έχει συμφέρον να διαθέσει το προϊόν της σε τιμή χαμηλότερη από αυτή της αγοράς καθώς έτσι θα χάσει βέβαια κέρδη αλλά ούτε και σε τιμή υψηλότερη γιατί θα αντιμετωπίσει μειωμένη ζητούμενη ποσότητα. Αποτέλεσμα των παραπάνω συνθηκών είναι η καμπύλη ζήτησης της μεμονωμένης επιχείρησης να είναι άπειρα ελαστική ή αλλιώς οριζόντια στο σημείο εκείνο όπου καθορίζεται η τιμή του προϊόντος στη ανταγωνιστική αγορά. Η ανταγωνιστική αγορά και η ανταγωνιστική επιχείρηση παρουσιάζονται στο σχήμα 2.1.

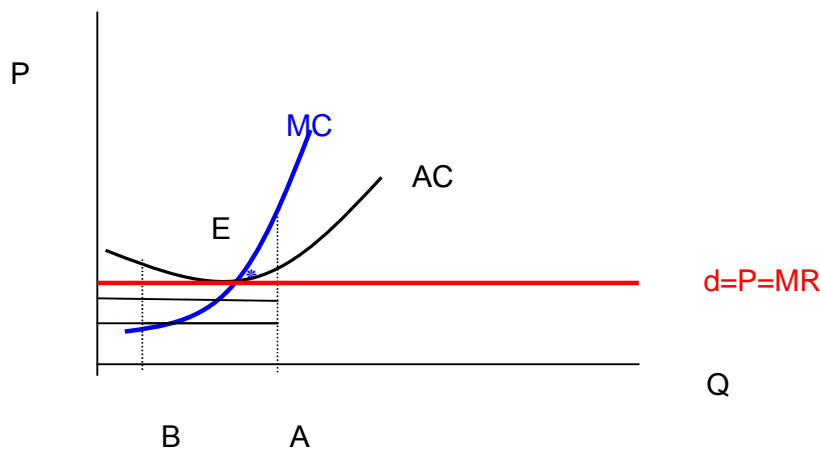


ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1

(Α) ΙΣΟΡΡΟΠΙΑ ΣΤΗΝ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

(Β) ΚΑΜΠΥΛΗ ΖΗΤΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η ανταγωνιστική επιχείρηση καθορίζει μόνο την ποσότητα που θα παράγει στην τιμή αγοράς έτσι ώστε να μεγιστοποιήσει τα κέρδη της. Όταν η τιμή παραμένει σταθερή τα οριακά έσοδα παραμένουν και αυτά σταθερά και ίσα με την τιμή, δηλαδή  $P=MR$ . Το σημείο ισορροπίας  $E$  της ανταγωνιστικής επιχείρησης προκύπτει από την τομή της του οριακού εσόδου  $MR$  με το οριακό κόστος  $MC$ . Το σημείο αυτό αντιστοιχεί στο ελάχιστο σημείο της καμπύλης μέσου κόστους  $AC$ , όπως φαίνεται από το παρακάτω σχήμα 2.2.



ΙΣΟΡΡΟΠΙΑ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Κατά συνέπεια όταν μια ανταγωνιστική αγορά βρίσκεται σε ισορροπία οι επιχειρήσεις της καλύπτουν ακριβώς τα κόστη τους και δεν πραγματοποιούν οικονομικά κέρδη. Αυτό σημαίνει ότι ο επιχειρηματίας εισπράττει ποσό ίσο με αυτό που θα εισέπραττε άμα είχε προβεί σε άλλη επένδυση ίδιου κινδύνου ή

άμα απασχολούνται κάπου αλλού. Αντίθετα κέρδη ανά μονάδα προκύπτουν όταν υπάρχει διαφορά ανάμεσα σε τιμή και μέσο κόστος, δηλαδή  $(P-AC)$  και ισούνται με  $(P-AC)Q$ .

Όταν το οριακό κόστος MC είναι ίσο με το μέσο κόστος AC υπάρχουν σταθερές αποδόσεις κλίμακας. Σε επίπεδο παραγωγής που αντιστοιχεί στο σημείο A το οριακό κόστος μιας πρόσθετης μονάδας ξεπερνάει το μέσο που σημαίνει ότι έχουμε αντί-οικονομίες κλίμακας στην παραγωγή. Αντίθετα στο σημείο παραγωγής B υπάρχουν οικονομίες κλίμακας γιατί το οριακό κόστος μιας πρόσθετης μονάδας είναι μικρότερο από το μέσο κόστος.

## 2.4 ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΙΣΟΡΡΟΠΙΑΣ ΣΤΗΝ ΜΟΝΟΠΩΛΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ

Στην δεκαετία του 1930 αναπτυχθήκανε νεότερες θεωρίες σχετικά με το μονοπώλιο. Οι Joan Robinson και Edward Chamberlin έδειξαν ότι οι μονοπωλητές μεγιστοποιούν τα κέρδη τους αυξάνοντας τις τιμές και μειώνοντας την παραγωγή τους. Η βασική καινοτομία τους ήταν η αρνητική κλίση των καμπυλών ζήτησης και οριακών εσόδων.

Σε μια μονοπωλιακή αγορά η τιμή καθορίζεται από την επιχείρηση τη ίδια (price maker), και όχι από τις δυνάμεις της αγοράς, όπως γίνεται σε μια πλήρως ανταγωνιστική αγορά και επίσης η καμπύλη ζήτησης στη μονοπωλιακή αγορά έχει αρνητική κλίση. Ακριβώς λόγω αυτής της κλίσης η μονοπωλιακή επιχείρηση, προκειμένου να πωλήσει μια επιπλέον μονάδα προϊόντος θα πρέπει να μειώσει την τιμή για όλες τις μονάδες και όχι μόνο για την τελευταία. Έτσι, τα οριακά έσοδα από την πώληση μιας ακόμα μονάδας είναι η νέα τιμή μείον την απώλεια από την πώληση και των προηγούμενων μονάδων στην νέα χαμηλή τιμή.

$$MR = dTR/dQ = d(PQ) / dQ \rightarrow$$

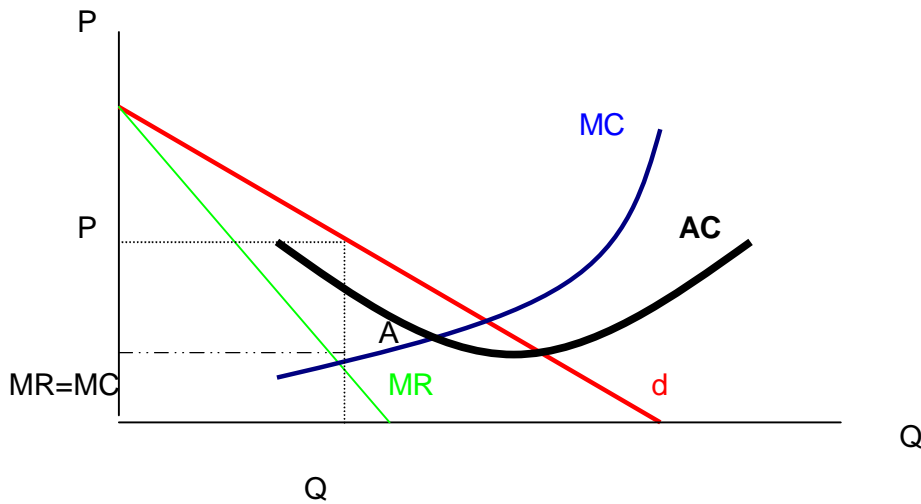
$$MR = P + Q (\Delta P / \Delta Q) < P,$$

Όπου MR = οριακό έσοδο,

TR = συνολικό έσοδο,

Q = ποσότητα και P = τιμή

Είναι φανερό επομένως ότι στην περίπτωση του μονοπωλίου το οριακό έσοδο (MR) είναι πάντοτε μικρότερο από την διαμορφούμενη τιμή του προϊόντος δηλ.  $MR < P$ .



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.3

#### ΑΡΙΣΤΟ ΣΗΜΕΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΜΟΝΩΠ/ΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Το άριστο σημείο παραγωγής για τον μονοπωλητή στο οποίο μεγιστοποιεί τα κέρδη του είναι εκείνο όπου το οριακό έσοδο ισούται με το οριακό κόστος  $MR = MC$  (σημείο A, σχήμα 2.3). Η τιμή P σε αυτό το σημείο δίνεται από το σημείο προβολής πάνω στην καμπύλη ζήτησης και είναι η τιμή την οποία είναι διατεθειμένη να πληρώσει η αγορά για αυτήν την ποσότητα. Η τιμή αυτή είναι σαφώς υψηλότερη από το οριακό κόστος. Πέραν του επιπέδου παραγωγής Q τα συνολικά έσοδα μειώνονται καθώς το κόστος για την παραγωγή μιας πρόσθετης μονάδας (οριακό κόστος) υπερβαίνει τα έσοδα από την πώληση της μονάδας αυτής (οριακό έσοδο).

Ο μονοπωλητής δεν παράγει απαραίτητα στο χαμηλότερο σημείο της καμπύλης μέσου κόστους AC, όπως γίνεται στην πλήρως ανταγωνιστική αγορά, καθώς δεν έχει να αντιμετωπίσει κάποιο βαθμό ανταγωνισμού. Αυτό γίνεται μόνο στην σπάνια περίπτωση όπου η καμπύλη οριακών εσόδων διέρχεται από το ελάχιστο της καμπύλης του μέσου κόστους.

Οι Robinson και Chamberlin έδειξαν ότι σε συνθήκες μονοπωλίου υπάρχει ουσιαστικά απόσταση μεταξύ της τιμής διάθεσης του προϊόντος και του οριακού κόστους. Η απόσταση αυτή αντικατοπτρίζει τον βαθμό μονοπωλιακής δύναμης,



η δύναμη δηλαδή να επιβάλει ο μονοπωλητής τον συνδυασμό τιμής και ποσότητας που μεγιστοποιεί τα κέρδη του. Ο Lerner στην συνέχεια διατύπωσε την άποψη ότι η παραπάνω σχέση εκφράζει και το δείκτη μέτρησης της μονοπωλιακής δύναμης.

Αντικαθιστώντας στη σχέση που εξασφαλίζει τις άριστες συνθήκες στην μονοπωλιακή αγορά  $MR=MC$  προκύπτει

$MC = P + Q(\Delta P/\Delta Q) = P [1 + (Q/P * \Delta P/\Delta Q)] = P [1 - (1/e)]$ , όπου  $e$  η ελαστικότητα ζήτησης η οποία δείχνει πόσο ευαίσθητη είναι η ζητούμενη ποσότητα στις μεταβολές της τιμής.

**Δείκτης Lerner =  $[(P-MC)/P] = 1/e = L$**

Έτσι σε συνθήκες τέλει ανταγωνισμού όταν  $e \rightarrow \infty$  ο δείκτης Lerner τείνει στο μηδέν και η τιμή ισούται με το οριακό κόστος ενώ σε συνθήκες μονοπωλίου το υπερβαίνει.

Ο μονοπωλητής δεν έχει απεριόριστη δύναμη στην επιβολή τιμής με την έννοια ότι κάποια στιγμή οι καταναλωτές, βρίσκοντας ακριβό πλέον το προϊόν, θα πάψουν να το αγοράζουν. Όσο πιο μεγάλη είναι η ελαστικότητα ζήτησης  $e$  τόσο πιο ευαίσθητη είναι η ζητούμενη ποσότητα στις μεταβολές της τιμής και τόσο πιο μικρός ο λόγος  $1/e$ . Κατά συνέπεια στην περίπτωση αυτή η τιμή θα είναι πιο κοντά στο οριακό κόστος και το ποσοστό κέρδους θα είναι επίσης μικρό.

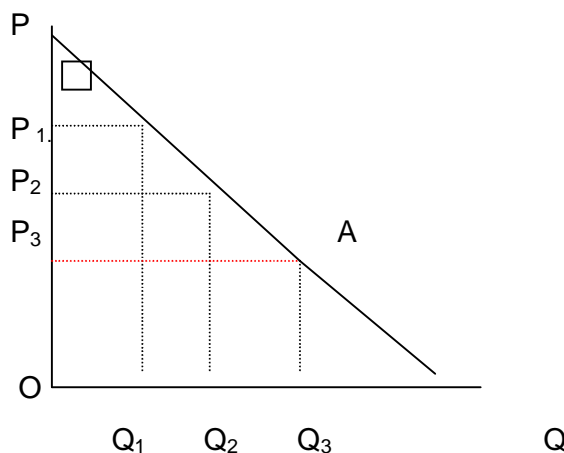
## **2.5 ΤΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΜΟΝΟΠΩΛΙΟΥ**

### **2.5.1 ΤΟ ΠΛΕΟΝΑΣΜΑ ΤΟΥ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗ**

Ο κάθε καταναλωτής δαπανά για την κατανάλωση ενός προϊόντος τόσο ίσο με το γινόμενο τιμής επί την ποσότητα. Ενδέχεται όμως ορισμένοι καταναλωτές να είναι διατεθειμένοι να διαθέσουν περισσότερα χρήματα από αυτά που πραγματικά πληρώνουν, όπως αποδεικνύεται και από την ατομική καμπύλη ζήτησης του κάθε καταναλωτή. Αυτό εξαρτάται από τις προτιμήσεις τους και φυσικά η αξία που αντιπροσωπεύει κάθε μονάδα του αγαθού διαφέρει μεταξύ των καταναλωτών. Επομένως ο μονοπωλητής, ακολουθώντας τα ζεύγη  $P, Q$

που προκύπτουν από την αντίστοιχη καμπύλη ζήτησης, θα μπορούσε να χρεώσει διαφορετικές τιμές σε ξεχωριστούς καταναλωτές αλλά κάτι τέτοιο είναι πρακτικά αδύνατο.

Από το παρακάτω σχήμα 2.4. μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι ξεκινώντας από την κορυφή της καμπύλης ζήτησης ορισμένοι καταναλωτές είναι πρόθυμοι να πληρώσουν τιμή  $P_1$  για ποσότητα  $Q_1$ . Για περισσότερες μονάδες του αγαθού η τιμή μειώνεται κλιμακωτά ακολουθώντας την καμπύλη ζήτησης. Έτσι οι καταναλωτές που θα αγοράσουν ποσότητα  $Q_1$  θα πληρώσουν τιμή ίση με  $P_1$ , αυτοί που θα αγοράσουν ποσότητα ίση με  $Q_2$  πληρώνουν τιμή ίση με  $P_2$  κ.κ. Εάν ο μονοπωλητής έχει την δυνατότητα να χρεώσει διαφορετικές τιμές στους καταναλωτές (first degree price discrimination) θα εισέπραττε συνολικά  $P_1+P_2+P_3$  για την ποσότητα του αγαθού που αντιστοιχεί σε  $Q_3$ . Φαίνεται επομένως ότι οι καταναλωτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν συνολικά  $OP_1AQ_3$  για να αποκτήσουν ποσότητα  $OQ_3$  και η επιφάνεια αυτή αντιπροσωπεύει και τη κοινωνική αξία των μονάδων του αγαθού αυτού. Επειδή όμως τελικά όλοι οι καταναλωτές πληρώνουν την ίδια τιμή  $P_3$  το πόσο που δαπανούν συνολικά είναι  $OP_3AQ_3$ .



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.4  
ΠΛΕΟΝΑΣΜΑ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗ

Η διάφορα ανάμεσα στην κοινωνική αξία των  $Q_3$  μονάδων του αγαθού, του ποσού δηλαδή που θα ήσαν διατεθειμένοι να πληρώσουν οι καταναλωτές με βάση τις προτιμήσεις τους ( $OP_1AQ_3$ ), και του ποσού που τελικά πληρώνουν ( $OP_3AQ_3$ ) αντιστοιχεί σε ένα εμβαδόν που εκφράζει το *πλεόνασμα του καταναλωτή* και αντιστοιχεί στο σκιασμένο τρίγωνο  $P_3PA$ . Η έννοια του

πλεονάσματος του καταναλωτή φανερώνει την κοινωνική αξία που αντιπροσωπεύει μια συγκεκριμένη ποσότητα προϊόντος για τους καταναλωτές και βοηθάει να μετρήσουμε την αναποτελεσματικότητα του μονοπωλίου.

Το πλεόνασμα δεν είναι εύκολο πάντα να υπολογισθεί επακριβώς και αυτό γιατί δημιουργείται από χιλιάδες καταναλωτές με διαφορετικά εισοδήματα και διαφορετικές ατομικές προτιμήσεις.

### **2.5.2 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΟΝΟΠΩΛΙΟΥ - ΤΕΛΕΙΟΥ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ**

Όπως αναφέρθηκε και νωρίτερα, όταν μια αγορά λειτουργεί κάτω από συνθήκες τέλειου ανταγωνισμού, κάθε επιχείρηση παράγει στο χαμηλότερο σημείο του μέσου κόστους και χρεώνει τιμή ίση με το οριακό κόστος MC. Τα κέρδη στο επίπεδο αυτό είναι κανονικά δηλαδή μηδενικά. Σε συνθήκες μονοπωλίου όμως η συνθήκη ισορροπίας δεν πραγματοποιείται στο χαμηλότερο σημείο του μέσου κόστους και ο μονοπωλητής ενδέχεται στο σημείο ισορροπίας να πραγματοποιεί θετικά κέρδη.

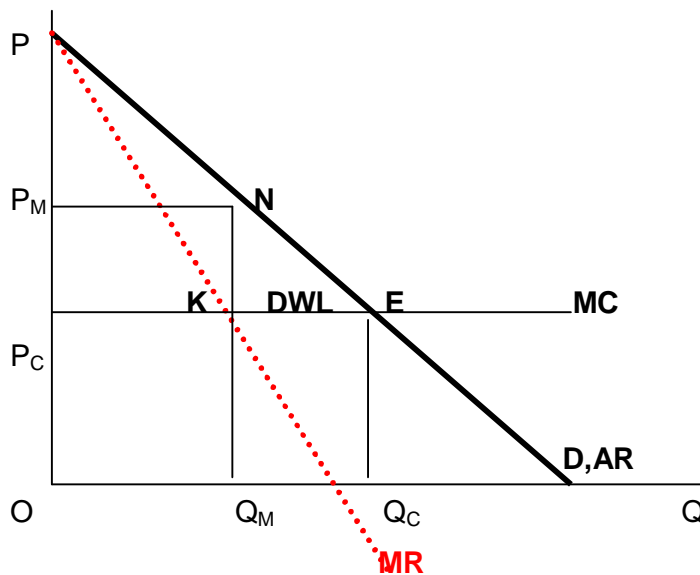
Ο τέλειος ανταγωνισμός είναι πιο αποτελεσματικός όταν το επίπεδο παραγωγής του προϊόντος αντιστοιχεί στο ελάχιστο της καμπύλης AC, ενώ η τιμή που ορίζεται είναι μεγαλύτερη από το AC. Αυτό δίνει την ευκαιρία να λειτουργήσουν πληθώρα επιχειρήσεων στην αγορά έτσι ώστε όλες να παράγουν ένα τμήμα της συνολικά παραγόμενης ποσότητας - με την προϋπόθεση ότι το παραγόμενο προϊόν είναι ομοιογενές. Πολλές φορές όμως για να παραχθεί ένα προϊόν αποτελεσματικά απαιτείται μεγάλο μέγεθος μονάδων έτσι ώστε να επιτυγχάνονται οι αναγκαίες οικονομίες κλίμακας όπως π.χ. η κατασκευή αυτοκινήτων, αεροσκαφών. Κάτω από παρόμοιες συνθήκες η λειτουργία μιας ανταγωνιστικής αγοράς με πολλές επιχειρήσεις να δραστηριοποιούνται στον κλάδο θα ήταν αδύνατη ή θα οδηγούσε σε υπερβολικά υψηλά επίπεδα κόστους λειτουργίας των παραγωγικών μονάδων.

Οι υποστηρικτές του μονοπωλίου ισχυρίζονται ότι τα κέρδη που πραγματοποιούν οι μονοπωλητές μακροχρόνια λόγω ανυπαρξίας ανταγωνισμού αποτελούν ένα κίνητρο για επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη. Τεχνολογικές εξελίξεις που θα προέκυπταν από παρόμοιες έρευνες αναμένεται να επηρεάζουν θετικά ολόκληρη την κοινωνία. Ωστόσο πολλοί ερευνητές

διαφωνούν με την παραπάνω άποψη για υπεροχή του μονοπωλίου έναντι του ανταγωνισμού. Συχνά εκφράζεται δε και η αντίθετη άποψη, επειδή ακριβώς ο μονοπωλητής δεν έχει να αντιμετωπίσει αυξημένες συνθήκες ανταγωνισμού δεν έχει και τα κίνητρα για καινοτομίες και υιοθέτηση νέων τεχνολογιών. Αυτές συνήθως πραγματοποιούνται από μικρότερες επιχειρήσεις που αποβλέπουν στην εδραίωση τους στην αγορά ακολουθώντας στρατηγική χαμηλού κόστους ή διαφοροποίησης μέσω της υιοθέτησης νέων τεχνολογιών.

### 2.5.3 ΑΠΩΛΕΙΑ ΝΕΚΡΟΥ ΦΟΡΤΙΟΥ

Η απώλεια του νεκρού φορτίου (deadweight loss ή welfare loss) είναι η απώλεια που επωμίζεται το κοινωνικό σύνολο ως συνέπεια της λειτουργίας της μονοπωλιακής αγοράς. Η συνολική απώλεια της κοινωνίας από την λειτουργία των μονοπωλίων προκύπτει από το άθροισμα των νεκρών φορτίων όλων των μονοπωλιακών κλάδων της οικονομίας .



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.5  
ΑΠΩΛΕΙΑ ΝΕΚΡΟΥ ΦΟΡΤΙΟΥ (DWL)

Η τιμή που διαμορφώνεται στην ανταγωνιστική αγορά είναι η  $P_C$  ενώ αυτή του μονοπωλίου είναι η  $P_M$  και οι αντίστοιχες ποσότητες είναι  $Q_C$  και  $Q_M$ . Η καμπύλη ζήτησης του κλάδου είναι αυτή της μονοπωλιακής επιχείρησης και είναι η  $D$ . Το σημείο ισορροπίας της ανταγωνιστικής αγοράς είναι το  $E$ , σημείο τομής της καμπύλης  $D$  με την γραμμή  $MC$ . Στο σημείο αυτό οι καταναλωτές

δαπανούν ποσό που αντιστοιχεί στο εμβαδόν του παραλληλόγραμμου  $EQ_COP_C$  ενώ ήταν πρόθυμοι να δαπανήσουν χρηματικό ποσό που αντιστοιχεί στο εμβαδόν του παραλληλόγραμμου  $EQ_COP$  όπως αναφέρθηκε και παραπάνω (πλεόνασμα καταναλωτή).

Έστω ότι ξαφνικά η αγορά μονοπωλείται και ο μονοπωλητής έχει να αντιμετωπίσει την ίδια καμπύλη ζήτησης και το ίδιο κόστος. Το νέο σημείο ισορροπίας είναι πλέον το  $K$ , σημείο τομής των καμπυλών  $MC$  και  $MR$ . Ο μονοπωλητής έχει την δυνατότητα τώρα να χρεώνει μεγαλύτερη τιμή  $P_M$  ανα μονάδα αγαθού και να προσφέρει μικρότερη ποσότητα  $Q_M$ . Το κέρδος για τον μονοπωλητή από την μονοπώληση της αγοράς είναι  $NK P_C P_M$ . Από το αρχικό συνολικό πλεόνασμα του καταναλωτή  $PEP_C$  του απομένει μόνον το  $PNP_M$ . Το υπόλοιπο κομμάτι του πλεονάσματος του καταναλωτή παίρνει την μορφή κέρδους για τον μονοπωλητή ( $NK P_C P_M$ ) και αντιπροσωπεύει επίσης και το μέγεθος της απώλειας για την κοινωνία ( $NKE$ ). Η μείωση επομένως του πλεονάσματος του καταναλωτή οφείλεται στην πραγματοποίηση επιπλέον κέρδους για τον μονοπωλητή. Το τμήμα που αντιπροσωπεύει το επιπλέον κέρδος του μονοπωλητή δεν αποτελεί απαραίτητα κόστος για την κοινωνία καθώς μπορεί να χρησιμοποιηθεί για επενδυτικούς σκοπούς από τον μονοπωλητή π.χ. για έρευνα και ανάπτυξη. Αυτό που αναμφισβήτητα αποτελεί κοινωνικό κόστος είναι το εμβαδόν του  $DWL$  το οποίο χάνεται εντελώς από το οικονομικό σύστημα. Το εμβαδόν  $KEQ_M Q_C$  αντιπροσωπεύει τους πόρους που δεν χρησιμοποιούνται πλέον στην συγκεκριμένη παραγωγή αλλά ενδεχομένως να μεταφέρονται σε άλλους παραγωγικούς κλάδους της οικονομίας.

Στη συνέχεια θα προσπαθήσουμε να εκτιμήσουμε το εμβαδόν που αντιστοιχεί στην κοινωνική απώλεια λόγω λειτουργίας του μονοπωλίου. Το εμβαδόν του τριγώνου που αντιπροσωπεύει το κοινωνικό κόστος  $DWL$  είναι ίσο με  $\frac{1}{2} (\Delta P^* \Delta Q)$  και επομένως για να μετρηθεί πρέπει να είναι γνωστές οι μονοπωλιακές και ανταγωνιστικές τιμές και ποσότητες. Οι πρώτες είναι εύκολο να βρεθούν, σε αντίθεση με τις δεύτερες.

Η ελαστικότητα ζήτησης βρίσκεται από τον τύπο

$$e = - (\Delta Q / \Delta P) * (P_M / Q_M) \rightarrow$$

$$\Delta Q = e \Delta P (Q_M / P_M) = e M Q_M$$

ενώ το περιθώριο τιμής κόστους είναι

$$M = (P_M - M_C) / P_M = \Delta P / P_M \rightarrow \Delta P = M * P_M$$

Υποκαθιστώντας έχουμε  $DWL = \frac{1}{2} [e M^2 (P_M Q_M)]$

**Επομένως προκειμένου να υπολογίσουμε το κοινωνικό κόστος του μονοπωλίου πρέπει να γνωρίζουμε την ελαστικότητα ζήτησης, το περιθώριο τιμής κόστους  $M$  και τα συνολικά έσοδα  $TR = P_M Q_M$**

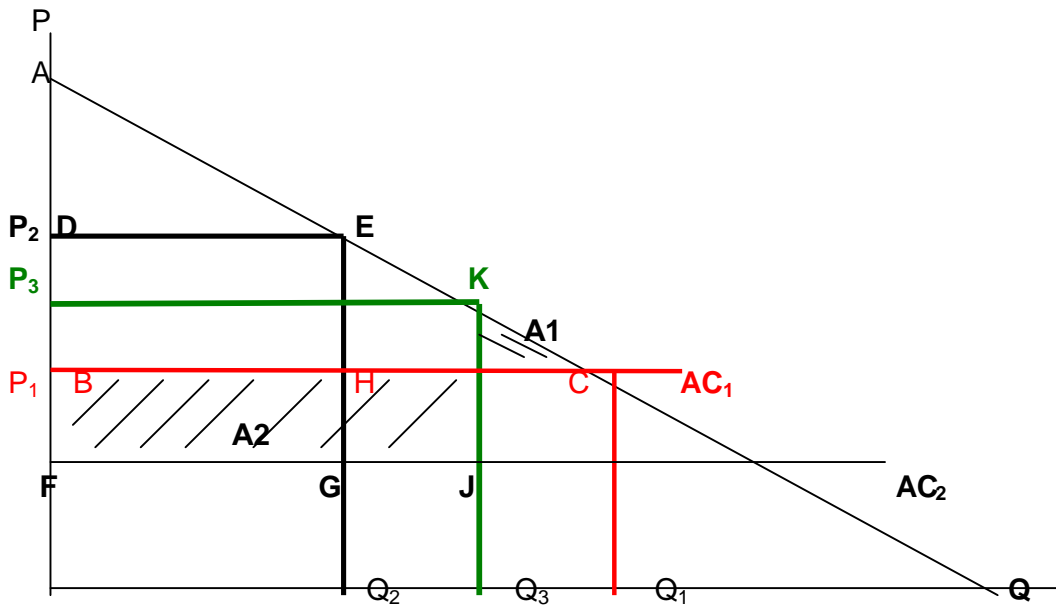
#### 2.5.4 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ Ο. WILLIAMSON

Η πιο σημαντική ίσως μελέτη η οποία πραγματεύεται την κοινωνική απώλεια του μονοπωλίου και τις συγχωνεύσεις είναι αυτή του Oliver Williamson (1968).<sup>19</sup> Ο Williamson σύγκρινε την κοινωνική απώλεια που δημιουργείται λόγω αυξημένων μονοπωλιακών τιμών που δημιουργούνται μετά από μια συγχώνευση με τις εσωτερικές αποδόσεις που γεννιούνται από αυτήν. Η σύγκριση αυτή απέδειξε ότι η μείωση του κόστους δεν χρειάζεται να είναι αρκετά μεγάλη ώστε να αντισταθμίσει την απώλεια που συνεπάγονται οι υψηλές τιμές.

Όπως παρουσιάζεται στο σχήμα 2.6. έστω ότι έχουμε έναν κλάδο στον οποίο παράγονται ομοιογενή προϊόντα και όπου το κόστος ανά μονάδα αγαθού είναι σταθερό και ίσο με  $AC_1$  πριν την συγχώνευση και μειώνεται σε  $AC_2$  μετά από αυτήν. Το γεγονός μιας συγχώνευσης θα δημιουργήσει δύο εναλλακτικά σενάρια συμπεριφοράς.<sup>20</sup>

<sup>19</sup> Oliver E. Williamson "Economies as an Antitrust Defense : The welfare Tradeoffs", The American Economic Review, Vol 58, No 1, Mar 1968

<sup>20</sup> Lars-Hendrik Roller, Johan Stennek, Frank Verboven, Efficiency Gains from Mergers, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper FS IV 00-09, Aug 2000, σελ 55



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.6  
ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ WILLIAMSON

#### 2.5.4.1 Από τον τέλει ανταγωνισμό στο μονοπώλιο

Η συνολική ευημερία πριν την συγχώνευση είναι ίση με το πλεόνασμα του καταναλωτή που διαμορφώνεται στην ανταγωνιστική τιμή  $P_1$ , όπως φαίνεται από το τρίγωνο ABC. Στην ανταγωνιστική αυτή τιμή αυτή δεν υπάρχει πλεόνασμα παραγωγού. Μετά από την πραγματοποίηση της συγχώνευσης το κόστος ανά μονάδα μειώνεται και η νέα τιμή που επιβάλλεται είναι  $P_2$ . Η συνολική ευημερία τώρα δίνεται από το τρίγωνο ADE που απεικονίζει το πλεόνασμα του καταναλωτή και το DEFG, που αντιπροσωπεύει το πλεόνασμα του παραγωγού. Η διαφορά επομένως που προκαλείται στην κοινωνική ευημερία και η οποία οφείλεται στην εξαγορά ή την συγχώνευση είναι η διαφορά των δύο αυτών περιοχών και το αποτέλεσμα δίνεται από την διαφορά των εμβαδών του ορθογώνιου BHFG και του τριγώνου EHC. Η μείωση του κόστους κατά BHFG πρέπει να αντισταθμιστεί από τις απώλειες λόγω μειωμένης ποσότητα κατανάλωσης EHC.

#### 2.5.4.2 Από τον τέλει ανταγωνισμό στο μερικό μονοπώλιο (partial monopoly)

Η υπόθεση αυτή είναι η αρχική η οποία αναφέρεται στο σχετικό άρθρο του Williamson (1968). Σύμφωνα με την υπόθεση του Williamson μια συγχώνευση δεν οδηγεί απαραίτητα σε μονοπώλιο αλλά σε επέκταση της δύναμης αγοράς (market power extension).

Έστω μια αύξηση της τιμής σε  $P_3$  αντί για  $P_2$ . Το αποτέλεσμα θα είναι μεγαλύτερη αύξηση της παραγωγής μετά την συγχώνευση σε  $Q_3$  και μεγαλύτερη μείωση του ανά μονάδα κόστους σε  $BIJF$  (περιοχή  $A_2$ ). Οι απώλειες λόγω μειωμένης ποσότητας κατανάλωσης είναι τώρα μικρότερες απ' ό,τι στο προηγούμενο υπόδειγμα και ίσες με το τρίγωνο  $KIC$  (περιοχή  $A_1$ ). Στην περίπτωση αυτή η εξοικονόμηση κόστους  $BIJF$  υπερβαίνει κατά πολύ την απώλεια από την μειωμένη παραγωγή.

Πιο συγκεκριμένα οι καθαρές συνέπειες μίας συγχώνευσης δίνονται από τις περιοχές  $A_1$  και  $A_2$ . Η περιοχή  $A_1$  αντιπροσωπεύει το κοινωνικό κόστος που συνεπάγεται η συγχώνευση ως αποτέλεσμα της αύξησης της τιμής από  $P_1$  σε  $P_3$ , υποθέτοντας ότι το κόστος παραμένει σταθερό. Από την στιγμή όμως που το μέσο κόστος μειώνεται από την συγχώνευση θα πρέπει να λάβουμε υπ όψιν μας και την περιοχή  $A_2$ , την μείωση δηλαδή του κόστους. Κατά συνέπεια τα καθαρά αποτελέσματα μιας συγχώνευσης δίνονται από την διαφορά των εμβαδών των περιοχών ( $A_2-A_1$ ).

Το εμβαδόν της περιοχής  $A_2$  δίνεται από την σχέση  $(AC_1-AC_2)Q_3$  ή  $[\Delta(AC)]Q_3$  ενώ το εμβαδόν της περιοχής  $A_1$  δίνεται από την σχέση  $\frac{1}{2} (P_3-P_1) (Q_1-Q_3)$  ή  $\frac{1}{2} (\Delta P)(\Delta Q)$ . Θα προκύπτουν καθαρές θετικές κοινωνικές συνέπειες εάν ισχύει η παρακάτω ανισότητα:

$$A_2-A_1 > 0$$

$$[\Delta(AC)] Q_3 - \frac{1}{2} (\Delta P)(\Delta Q) > 0.$$

Διαιρώντας με  $Q_3$  και υποκαθιστώντας στην συνέχεια το  $\Delta Q/Q$  με  $e(\Delta P/P)$ , βάσει του τύπου της ελαστικότητας ζήτησης, προκύπτει η παρακάτω σχέση:

$$\Delta(AC) - \frac{1}{2} (\Delta P) e \Delta P/P > 0$$

Στη συνέχεια διαιρούμε με  $P_1$  και προκύπτει :



$$\Delta(AC) / P_1 - \frac{1}{2} \epsilon (\Delta P / P_1) (\Delta P / P) > 0$$

και θέτουμε  $P_1 = kAC_1$ , όπου  $k$  είναι ένας δείκτης που αντιπροσωπεύει την δύναμη αγοράς προ της ενέργειας συγχώνευσης. Εάν  $k_1 \geq 1$  έχουμε

$$\Delta(AC) / kAC - \frac{1}{2} \epsilon (\Delta P / P)^2 > 0 \text{ ή}$$

$$\Delta(AC) / AC - k/2 \epsilon (\Delta P / P)^2 > 0$$

Αυτό είναι και το κριτήριο του Williamson σύμφωνα με το οποίο μπορούμε να εγκρίνουμε ή να απορρίψουμε μια ενέργεια συγχώνευσης. Εάν ισχύει η παραπάνω ανισότητα τότε προκύπτουν θετικές επιπτώσεις και η δραστηριότητα συγχώνευσης θεωρείται επιθυμητή. Αντίθετα, εάν ισχύει η ανισότητα  $A_2 - A_1 < 0$  τότε το κοινωνικό κόστος υπερσχύει του κοινωνικού οφέλους και η συγχώνευση θεωρείται απορριπτή. Εάν  $A_2 - A_1 = 0$  τότε η συνέπεια της δραστηριότητας της συγχώνευσης θεωρείται ουδέτερη για το κοινωνικό σύνολο και άλλα κριτήρια θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν για την αξιολόγηση της υποτιθέμενης συγχώνευσης.

Σε περίπτωση που η διαφορά αυτή ( $A_2 - A_1$ ) είναι ίση με το μηδέν η συγχώνευση θεωρείται ουδέτερη και σε περίπτωση που η διαφορά είναι αρνητική και η συγχώνευση θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι επιφέρει αρνητικές επιπτώσεις στο κοινωνικό σύνολο.

Θέτοντας  $k=1$ , δηλαδή αμελητέα δύναμη αγοράς, ο Williamson παρουσιάζει τον παρακάτω πίνακα. Στον παρακάτω πίνακα φαίνεται κατά ποίο ποσοστό πρέπει να μειωθεί το μέσο κόστος προκειμένου να αντισταθμιστεί μια αύξηση της τιμής, υιοθετώντας παράλληλα διάφορες τιμές της ελαστικότητας ζήτησης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1  
ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΕΣ ΜΕΙΩΣΕΙΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ (%) ΩΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΟ ΤΩΝ  
ΤΙΜΩΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ.

$[(\Delta P/P)100$	$e=2$	$e=1$	$e=1/2$
5	0,25	0,12	0,06
10	1	0,50	0,25
20	4	2	1
30	9	4,50	2,25

Πηγή: Oliver E. Williamson "Economies as an Antitrust Defense : The welfare Tradeoffs", The American Economic Review, Vol 58, No 1, Mar 1968, page 23

Έτσι σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα του Williamson παρατηρούμε ότι για αύξηση των τιμών κατά 20%, με ελαστικότητα ζήτησης 2, αρκεί μια μείωση του κόστους 4% προκειμένου να αντισταθμιστεί η αύξηση των τιμών που προέκυψε ως συνέπεια της συγχώνευσης. Μικρότερη μείωση του κόστους χρειάζεται σε περίπτωση που ελαστικότητα είναι 1 ή  $1/2$ . Γενικά, όπως φαίνεται από τον παραπάνω πίνακα, μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι μια σχετικά μικρή μείωση του κόστους συνήθως αρκεί για να αντισταθμιστεί μια σχετικά μεγάλη αύξηση των τιμών, ακόμα και με υψηλές ελαστικότητες της τάξεως των 2.

Η ανάλυση που ακολουθεί ο Williamson για το μέγεθος των κοινωνικών ωφελειών από την μείωση του κόστους αφορά την παραγωγή ολόκληρου του κλάδου. Κάτι τέτοιο προϋποθέτει ότι όλες οι επιχειρήσεις του κλάδου λαμβάνουν μέρος στην συγχώνευση, γεγονός φυσικά που δεν συμβαίνει στην πραγματικότητα. Επομένως θα ήταν πιο αντιπροσωπευτική η εκτίμηση των κοινωνικών ωφελειών από την μείωση του κόστους η οποία αφορά στην παραγωγή μόνο των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων.

Η διαφορά ανάμεσα στις δύο παραπάνω περιπτώσεις δείχνει ότι είναι σημαντικό να γνωρίζουμε το μέγεθος της αύξησης της τιμής που προκαλεί μια συγχώνευση ( $P_2$  ή  $P_3$ ). Το πρώτο σενάριο αναπτύχθηκε ως μια κριτική στο σενάριο του Williamson από τους DePrano και Nugent (1969)<sup>21</sup>. Σε απάντηση τους ο Williamson<sup>22</sup> ισχυρίστηκε ότι η αύξηση της τιμής που υποθέτουν οι

<sup>21</sup> M.E DePrano, J.B.Nugent, "Economies as an Antitrust Defence :Comment, American Economic Review Vol 59, Dec 1969

<sup>22</sup> Oliver E. Williamson, "Economies as an Antitrust Defense :Reply, The American Economic Review, Vol 59, No 5, Dec 1969

DePrano και Nugent είναι υπερβολική. Και αυτό γιατί, όταν επιβάλλονται υψηλές τιμές λόγω μιας συγχώνευσης, πρέπει να λαμβάνεται υπ όψη ο κίνδυνος για πρόκληση εισόδου νέων επιχειρήσεων. Έτσι η τιμολογιακή πολιτική που ακολουθείται πρέπει να λαμβάνει πάντα υπ όψιν της τόσο τους δυνητικούς όσο και τους υπάρχοντες ανταγωνιστές.

Η παραπάνω διαφωνία ανάμεσα στους Williamson αφ' ενός και DePrano και Nugent αφ' ετέρου φανερώνει την σπουδαιότητα της σωστής πρόβλεψης της αύξησης της τιμής που λαμβάνει χώρα λόγω μιας συγχώνευσης.

## **2.6 ΘΕΩΡΙΕΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΝΕΚΡΟΥ ΦΟΡΤΙΟΥ**

Ο υπολογισμός του νεκρού φορτίου έχει γίνει κατά καιρούς αντικείμενο μελέτης από πολλούς οικονομολόγους. Ο πρώτος που ασχολήθηκε συστηματικά με το παραπάνω ζήτημα ήταν ο Harberger (1954). Η αδυναμίες της μελέτης του όμως οδήγησαν και άλλους ερευνητές στην προσπάθεια εκτίμησης του κοινωνικού κόστους του μονοπωλίου όπως οι Schwartzman (1960), Scherer (1970), Worcester (1973). Όλες οι παραπάνω μελέτες κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το κοινωνικό κόστος ως συνέπεια της δραστηριότητας συγχωνεύσεων των επιχειρήσεων δεν είναι ιδιαίτερα αξιόλογο.

Σχεδόν από την αρχή της δημοσίευσης της η μέθοδος του Harberger δέχτηκε κριτική. Στη συνέχεια όμως ορισμένοι ερευνητές ακολούθησαν την ίδια μεθοδολογία κάνοντας όμως διαφορετικές υποθέσεις για την ελαστικότητα και κατέληξαν σε κοινωνικές απώλειες ύψους 6% του ΑΕΠ. Η πιο έντονη από αυτές τις κριτικές ήταν αυτή του Abram Bergson (1973). Ο Bergson αμφισβητεί την μερική ισορροπία του μοντέλου του Harberger (partial equilibrium model) και χρησιμοποιεί εναλλακτικά ένα υπόδειγμα γενικής ισορροπίας. Επιπλέον πραγματοποιεί μια σειρά από υποθετικές εκτιμήσεις για το κοινωνικό κόστος, μερικές από αυτές αρκετά υψηλές, βασιζόμενος σε διαφορετικούς συνδυασμούς ελαστικότητας και μονοπωλιακής και ανταγωνιστικής τιμής. Και αυτή η μεθοδολογία όμως έγινε αντικείμενο κριτικής από τους ερευνητές Carson (1975) και Worcester (1975)

Αργότερα οι Cowling και Mueller (1978), προσπαθώντας να ξεπεράσουν όλες τις παραπάνω αδυναμίες, συμπεριέλαβαν στις εκτιμήσεις τους και το κέρδος

που μεταφέρεται από τους καταναλωτές στον μονοπωλητή. Στη συνέχεια όλες αυτές τις θεωρίες τις σχετικές με την κοινωνική απώλεια που συνεπάγεται η αυξημένη μονοπωλιακή δύναμη αμφισβήτησε ο Littlechild στο σχετικό του άρθρο με τίτλο "Misleading calculations of the social costs of monopoly power"(1981). Τα σπουδαιότερα υποδείγματα που αφορούν στην εκτίμηση του μονοπωλιακού κόστους ως συνέπεια της μονοπωλιακής δύναμης παρουσιάζονται με σχετική συντομία στη συνέχεια.

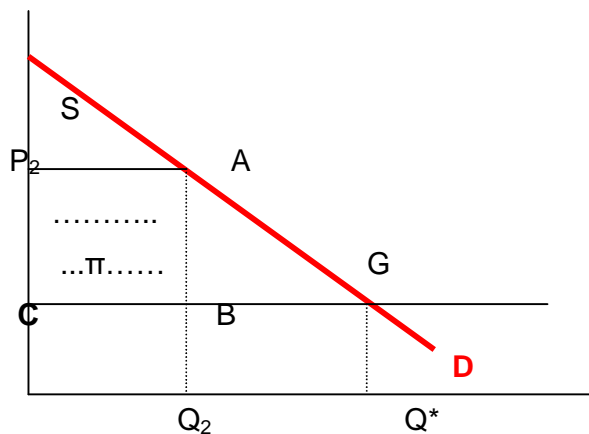
### 2.6.1 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ HARBERGER

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία οι βασικές συνέπειες του μονοπωλίου είναι η ανακατανομή των πόρων, η μείωση της συνολικής κοινωνικής ευημερίας και τέλος η αναδιανομή του εισοδήματος σε βάρος του καταναλωτή και προς όφελος του μονοπωλητή<sup>23</sup>. Ο Harberger χρησιμοποιεί στο υπόδειγμα του δεδομένα που αφορούν την Αμερικανική οικονομία και συγκεκριμένα το βιομηχανικό κλάδο. Επιχείρησε δε να καταλήξει σε ορισμένα συμπεράσματα σχετικά με τα αναδιανεμητικά αποτελέσματα και την κοινωνική ευημερία που συνεπάγεται το μονοπώλιο.

Έστω ότι η τιμή ορίζεται στο επίπεδο  $C$ , δηλαδή στο ύψος του ανά μονάδα κόστους και ότι το επίπεδο παραγωγής διαμορφώνεται σε  $Q^*$ . Ένας μονοπωλητής όμως έχει την δυνατότητα να αυξήσει την τιμή σε  $P_2$  και έτσι να μειώσει την παραγόμενη ποσότητα σε  $Q_2$ . Το κέρδος του τότε δίνεται από το ορθογώνιο  $P_2ABC$ . Το κέρδος αυτό δεν αποτελεί απώλεια για την κοινωνία. Πράγματι εάν υποθέσουμε ότι μας ενδιαφέρει μόνο το καθαρό προϊόν, ανεξάρτητα με το ποίος το απολαμβάνει τελικά, μονοπωλητής ή καταναλωτής, η καθαρή αξία της απώλειας προϊόντος για τον καταναλωτή από  $Q^*$  σε  $Q_2$  δίνεται από το τρίγωνο  $ABG$ .

---

<sup>23</sup> Arnold C .Harberger, Monopoly and Resource Allocation, American Economic Review, Vol.44, May 1954



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.7  
ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ HARBERGER

Στο υπόδειγμα του ο Harberger υποθέτει ότι οι πόροι που χρησιμοποιούνται στην παραγωγή επιμερίζονται σε όλους τους κλάδους με τρόπο που αποδίδουν σταθερές αποδόσεις. Υποθέτει δηλαδή ότι το μέσο κόστος μακροχρόνια παραμένει σχεδόν σταθερό, τόσο για την επιχείρηση όσο και για τον κλάδο. Η άνιση κατανομή που προκαλεί το μονοπώλιο απορρέει από την διαφορά ανάμεσα σε οριακό κόστος και τιμή. Ο υπολογισμός όμως του οριακού κόστους εμπειρικά είναι δύσκολος για μεγάλο πλήθος επιχειρήσεων και κλάδων. Κάτω από αυτές τις συνθήκες μπορούμε να υποθέσουμε ότι το μέσο κόστος είναι ίσο με το οριακό, καθώς ο υπολογισμός του μέσου κόστους είναι και πιο εύκολος. Μία άλλη σημαντική υπόθεση του υποδείγματος Harberger είναι αυτή της μοναδιαίας ελαστικότητας.

Ο Harberger επέλεξε μια χρονική περίοδο που είχε τις εξής δύο προϋποθέσεις: να πλησιάζει την περίοδο μακροχρόνιας ισορροπίας, δηλαδή να μην υπάρχει ο κίνδυνος απότομων μεταβολών στην οικονομική δομή ή στην ζήτηση και τέλος να είναι περίοδος όπου οι λογιστικές αξίες του κεφαλαίου να είναι κοντά με τις πραγματικές. Θα έπρεπε να είναι μια χρονική περίοδος με αρκετά σταθερές τιμές από την οποία να προηγείτο περίοδος με σταθερές τιμές επίσης. Αυτές οι προϋποθέσεις εκπληρώνονταν στα τέλη της δεκαετίας του 1920.

Έτσι ο Harberger επέλεξε σαν ιδανική εποχή για να πραγματοποιήσει την έρευνα του τη δεκαετία του 1920. Την περίοδο αυτή είχε δημοσιευτεί και μια

έρευνα του Ralph C. Epstein<sup>24</sup> τα στοιχεία της οποίας έκανε χρήση. Με βάση αυτά τα στοιχεία υπολόγισε για τα έτη 1924-1928 για κάθε μια από 73 βιομηχανίες το ποσοστό των κερδών, με βάση το κεφάλαιο που αυτές επένδυσαν. Τα στοιχεία όμως του Epstein είχαν κάποιο βαθμό εποχικότητας και ο Harberger προκειμένου να το αποφύγει πήρε τον μέσο όρο των ποσοστών για τα πέντε αυτά χρόνια. Στην συνέχεια υπολόγισε την απόκλιση των κερδών που πραγματοποιούσε κάθε βιομηχανία από τα κέρδη που θα πραγματοποιούσε άμα λειτουργούσε με τον μέσο όρο του κλάδου (10,4). Στη συνέχεια η απόκλιση αυτή στα κέρδη υπολογίζεται ως ποσοστό των πωλήσεων του κλάδου.

Προκειμένου να αντισταθμιστούν οι αποκλίσεις αυτές, να εξουδετερωθούν δηλαδή τα συν και τα μείον στις αποκλίσεις, και να έρθουμε δηλαδή σε ισορροπία με τον μέσο όρο του κλάδου, προκύπτει ότι πρέπει να γίνει μεταφορά 550 εκατομμυρίων δολαρίων σε πόρους από τις υψηλά στις χαμηλά αμειβόμενες βιομηχανίες. Δεδομένου ότι το δείγμα αποτελείται από 2046 επιχειρήσεις που αντιπροσωπεύουν το 45% της βιομηχανίας, άμα θέλουμε να αναγάγουμε το ποσό αυτό στο σύνολο της βιομηχανίας θα ανέλθει τελικά σε 1,2 δις δολάρια!

Προκειμένου να υπολογίσουμε το συνολικό κόστος του μονοπωλίου πρέπει να υπολογίσουμε το κόστος που προκαλεί κάθε βιομηχανία με μονοπωλιακή διάρθρωση. Κάτι τέτοιο συνεπάγεται υποθέσεις για το ύψος του κέρδους  $P_2C$  καθώς και για τον περιορισμό στην παραγωγή BG, δηλαδή για την ελαστικότητα ζήτησης. Όπως αναφέραμε ο Harberger έκανε την υπόθεση ότι  $e=1$  και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι την περίοδο 1924-1928 η μονοπωλιακή απώλεια στον μεταποιητικό τομέα ήταν αντίστοιχη με το 0,08% του εθνικού προϊόντος δηλαδή ίση με 59 εκατ. δολάρια ή αλλιώς με 1,5 δολάρια για κάθε άντρα, γυναίκα και παιδί (σε τιμές 1953). Ο τομέας της μεταποίησης τότε αντιπροσώπευε το 25% της οικονομίας και επομένως, με την υπόθεση ότι όλοι οι τομείς εμφάνιζαν το ίδιο ποσοστό μονοπωλιακών αγορών, το ποσοστό 0,08% έπρεπε να πολλαπλασιαστεί με τέσσερα.

Στις μετρήσεις του ο Harberger μετράει την άνιση κατανομή που προκύπτει όχι μόνο από το μονοπώλιο αλλά και από δυνάμεις οικονομικής ανάπτυξης και

---

<sup>24</sup> Ralph C. Epstein, Industrial Profits in the United States, National Bureau of Economic Research, 1934

άλλους παράγοντες οι οποίοι προκαλούν αποκλίνοντα κέρδη σε μια χρονική περίοδο, ακόμα και όταν η οικονομία λειτουργεί ανταγωνιστικά. Αναγνωρίζει ότι δύσκολα μπορεί να γίνει ο διαχωρισμός αυτός. Επίσης δε μετράει τα μονοπωλιακά κέρδη που έχουν μεταφερθεί από τους καταναλωτές στους παραγωγούς.

Ο Harberger σε κάθε στάδιο των υπολογισμών του υπερβάλλει με τις υποθέσεις του (π.χ. σταθερά αντί για αύξοντα κόστη, μοναδιαία ελαστικότητα) και επομένως τείνει να υπερεκτιμά το κοινωνικό κόστος του μονοπωλίου. Παρόλα αυτά το τελικό αποτέλεσμα δεν φαίνεται να είναι σημαντικό, γεγονός που εξέπληξε και τον ίδιο.

## 2.6.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ COWLING ΚΑΙ MUELLER

Οι Cowling και Mueller αποδέχονται το υπόδειγμα μερικής ισορροπίας του Harberger αλλά κάνουν ορισμένες τροποποιήσεις<sup>25</sup>:

- Ο μονοπωλητής στην απόφαση του για τον καθορισμό της τιμής θα λάβει υπ όψιν του την ελαστικότητα ζήτησης και επομένως αλλαγές στην τιμή και οι συνεπακόλουθες αλλαγές στην παραγωγή δεν είναι ανεξάρτητες όπως υποθέτει ο Harberger. Ο Harberger υπέθεσε ότι η ελαστικότητα ζήτησης ως προς την τιμή ήταν ίση με την μονάδα και αυτό αναπόφευκτα οδηγεί σε χαμηλή εκτίμηση του κοινωνικού κόστους. Τόσο ο ίδιος όσο και οι Schwartzman, Worcester και Bergson παρατήρησαν χαμηλές τιμές στη μεταβολή της τιμής  $dp$  και υπέθεσαν χαμηλές επίσης τιμές στη μεταβολή της ποσότητας  $dq$ . Σύμφωνα με τους Cowling και Mueller η απώλεια του νεκρού φορτίου (welfare loss) θεωρείται σημαντική για το κοινωνικό σύνολο και θα πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπόψη.

$$dW = 1/2 dp dq$$

Υποθέτουμε σταθερό κόστος και μονοπωλιακά κέρδη  $\Pi$

$\Pi = q_m dp$ , όπου  $q_m$  = η μονοπωλιακή ποσότητα,  $dq = q_m$  και τελικά

$$DW = 1/2 \Pi$$

---

<sup>25</sup> Keith Cowling, Dennis C. Mueller, The social Costs of Monopoly Power, The Economic Journal, Vol 88, 1978

όπου  $DW$  = νεκρό φορτίο

$q_m$  = μονοπωλιακή ποσότητα

$\Pi$  = κέρδος

- Ο Harberger ταύτισε το ανταγωνιστικό κέρδος με το κέρδος που προκύπτει από τον μέσο όρο και επομένως ενσωματώνει αυτομάτως στο υπόδειγμα του στοιχείο μονοπωλίου. Η μελέτη τόσο αυτού όσο και των μεταγενέστερων βάσισαν τις εκτιμήσεις για το μονοπωλιακό κέρδος στην απόκλιση ανάμεσα στα πραγματικά ποσοστά κέρδους και αυτά του μέσου όρου. Έτσι οι όποιες αλλαγές στην παραγωγή οφείλονταν στην απόκλιση του κέρδους από τον μέσο όρο κερδών του κλάδου και όχι από το ανταγωνιστικό κέρδος.

Σύμφωνα με τους Cowling και Mueller, όταν η οικονομία βρίσκεται σε ισορροπία το ανταγωνιστικό κέρδος είναι το ελάχιστο κέρδος που εξασφαλίζει την επιβίωση μιας επιχείρησης και το μονοπωλιακό κέρδος είναι η διαφορά των κερδών που πραγματοποιούνται από το ελάχιστο αυτό ανταγωνιστικό κέρδος.

Οι μελέτες του Harberger και άλλων αντιμετώπισαν τις αποκλίσεις των κερδών πάνω και κάτω από τον μέσο όρο συμμετρικά. Δηλαδή μια βιομηχανία με κέρδος 5% πάνω από τον μέσο όρο θεωρούνταν ότι δημιουργούσε το ίδιο κοινωνικό κόστος με μια βιομηχανία με κέρδος 5% κάτω από τον μέσο όρο. Έτσι δεν χρησιμοποιήσαν τον τέλειο ανταγωνισμό σαν μέτρο σύγκρισης αλλά σύγκριναν το κοινωνικό κόστος με αυτό που θα προέκυπτε άμα ο βαθμός μονοπωλιακής δύναμης ήταν ίδιος – ίσος σε όλες τις βιομηχανίες και επιχειρήσεις. Με αυτόν τον τρόπο, ένας σταθερός βαθμός μονοπωλιακής δύναμης, όσο ψηλός και να είναι, δε θα δημιουργεί κόστος.

- Ο Harberger κάνει χρήση του ρυθμού κερδών του κλάδου ολόκληρου. Αυτό εισάγει μια μεροληψία στους υπολογισμούς καθώς επιτρέπει τα κέρδη που πραγματοποιούν ορισμένες ισχυρές επιχειρήσεις να αντισταθμίζονται από τις ζημιές άλλων όχι τόσο ισχυρών επιχειρήσεων. Αντίθετα οι Cowling και Mueller χρησιμοποιούν ως βάση υπολογισμού τους την επιχείρηση εξατομικευμένη και δεν παίρνουν υπόψη τους επιχειρήσεις οι οποίες πραγματοποιούν κέρδη κάτω από το ανταγωνιστικό επίπεδο.



- Οι Tullock (1967) και Posner (1975) υποστήριξαν ότι προηγούμενες μελέτες υποεκτιμούν το κοινωνικό κόστος μη αναγνωρίζοντας το κόστος που δημιουργείται από προσπάθειες απόκτησης και διατήρησης μονοπωλιακής δύναμης. Τέτοιες δραστηριότητες αναφέρονται π.χ. σε επενδύσεις για διαφοροποίηση μέσω έρευνας και ανάπτυξης (R&D). Έξοδα επίσης για προστασία πατέντων και γενικά για ευνοϊκότερη αντιμετώπιση από τις κυβερνήσεις μέσω συνεισφορών σε καμπάνιες και δωροδοκιών ανήκουν σε αυτήν την κατηγορία.

Σύμφωνα με τον Harberger το κόστος του μονοπωλίου οφείλεται αποκλειστικά στην μείωση της παραγωγής σε χαμηλότερα από τα ανταγωνιστικά επίπεδα. Οι C&M όμως προσθέτουν στο κόστος αυτό και την ανάλωση πόρων λόγω των προσπαθειών για απόκτηση μονοπωλιακής θέσης.

Όταν διαφαίνονται προοπτικές για κέρδη σε μια παραγωγική δραστηριότητα πολλές επιχειρήσεις επανατοποθετούν τους πόρους τους έτσι ώστε να επιδιώξουν τα κέρδη αυτά. Η μεταφορά αυτή των πόρων για δραστηριότητες οι οποίες κάτω από ανταγωνιστικές συνθήκες δεν θα πραγματοποιούνταν έχει ως συνέπεια την δημιουργία κοινωνικής απώλειας λόγω μονοπωλίου. Τέτοιες δραστηριότητες θεωρούνται οι διαφημίσεις και όλες οι ενέργειες εκείνες οι οποίες είναι απαραίτητες προκειμένου να αποκτήσει μια επιχείρηση μονοπωλιακή δύναμη. Όταν το κόστος των δραστηριοτήτων αυτών δεν αναφέρεται στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων η μονοπωλιακή απώλεια θα υπό-εκτιμάται. Σύμφωνα με υπολογισμούς των Cowling και Mueller το 1978 τα διαφημιστικά έξοδα ευθύνονται περίπου για τα 2/3 (63%) της μονοπωλιακής απώλειας στις Η.Π.Α. Το ποσοστό αυτό είναι μικρότερο στο Ηνωμένο Βασίλειο και ανέρχεται σε 21%.

Σύμφωνα με όλα τα παραπάνω το κοινωνικό κόστος από το μονοπώλιο δίνεται από τον τύπο:

$$\text{Κοινωνικό κόστος Μονοπωλίου} = \pi/2 + A/2 + A + \pi - T \quad \text{ή}$$

$$\text{Κοινωνικό κόστος Μονοπωλίου} = 3/2 (\pi + A) - T_a ,$$

όπου  $\pi$  το κέρδος,  $A$  τα έξοδα διαφήμισης και  $T_a$  οι πληρωμές σε φόρους.

Δηλαδή οι κοινωνική απώλεια είναι ίση με μιάμιση φορά το κέρδος συν μιάμιση φορά τα έξοδα διαφήμισης μείον τις πληρωμές σε φόρους.

### 2.6.2.1. Εμπειρικά αποτελέσματα Η.Π.Α.

Οι Cowling και Mueller προχώρησαν σε μετρήσεις του κοινωνικού κόστους και στις Η.Π.Α. για την χρονική περίοδο 1963-1966 βασιζόμενοι σε δεδομένα που αφορούσαν 734 επιχειρήσεις. Επιχείρησαν διάφορες εκτιμήσεις υπολογίζοντας μια σειρά από κόστη.

κ	$DW_{CM}$
1	$\Pi/2$
2	$(\Pi + A) / 2$
3	$A + (\Pi + A) / 2$
4	$\Pi' + A + (\Pi + A) / 2$

όπου  $\Pi$  κέρδος προ φόρων

$\Pi'$  κέρδος μετά φόρων

A διαφημιστικό κόστος

Στον παρακάτω πίνακα 2.2 παρουσιάζονται μερικά από τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής εκφρασμένα σε εκατομμύρια δολάρια, για την χρονική περίοδο 1963-1966<sup>26</sup>. Τα  $DW_{1-4}$  περιλαμβάνουν και διαφορετικά στοιχεία κόστους για  $\kappa=1,2,3,4$  σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα 2.2.

<sup>26</sup> Keith Cowling, Dennis C. Mueller, The social Costs of Monopoly Power, The Economic Journal, Vol 88,1978, σελ 740.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2**  
**ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ C&M ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟΥ**  
**ΚΟΣΤΟΥΣ ΣΤΙΣ Η.Π.Α.**

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	DW <sub>1</sub>	DW <sub>2</sub>	DW <sub>3</sub>	DW <sub>4</sub>
1.General Motors	1060,5	1156,3	1347,8	1780,3
2.AT & T	0	257,3	1025	1025
3.Unilever	0	160	490,5	490,5
4.Procter & Gamble	56,7	180,1	427	427
15.Chrysler Corp	39,8	78,4	155,5	155,5
<b>Σύνολο</b>	<b>4527,1</b>	<b>7454,9</b>	<b>14005,4</b>	<b>14997,6</b>
<b>% ως προς το GCP</b>	<b>0,0396</b>	<b>0,0652</b>	<b>0,1227</b>	<b>0,13137</b>

Πηγή: Keith Cowling, Dennis C. Mueller, The social Costs of Monopoly Power, The Economic Journal, Vol 88,1978,page 740

Καθώς μεταφερόμαστε από στήλη σε στήλη και καθώς προστίθενται επιπλέον στοιχεία κόστους στο υπόδειγμα παρατηρούμε ότι το μέγεθος της κοινωνικής απώλειας αυξάνεται. Η αύξηση αυτή οφείλεται στις "περιττές" δραστηριότητες για την επιδίωξη και διατήρηση μονοπωλιακής δύναμης. Οι εκτιμήσεις που παίρνουμε κυμαίνονται από 4% ως 13% του GCP (Gross Corporate Product), ανάλογα με τα στοιχεία κόστους που συμπεριλαμβάνονται. Εκτελώντας την ίδια έρευνα ακολουθώντας όμως την μεθοδολογία του Harberger οι εκτιμήσεις θα κυμαίνονταν από 0,4% ως 7%, δηλαδή σημαντικά χαμηλότερες.

Το ποσοστό απώλειας που προκαλείται αποκλειστικά από την General Motors είναι μεγαλύτερο από το ποσοστό συνολικής απώλειας με βάση το μοντέλο Harberger. Όλες οι επιχειρήσεις του πίνακα ξοδεύουν μεγάλα χρηματικά ποσά σε διαφημιστικές καμπάνιες. Κάτι τέτοιο φαίνεται περίεργο, ιδιαίτερα για επιχειρήσεις τηλεπικοινωνιών όπως η AT&T και η Pacific Tel οι οποίες υπόκεινται σε νομοθετικούς περιορισμούς. Όπως όμως υποστηρίζει και ο Posner (1975) αυτές ειδικά οι επιχειρήσεις καταφεύγουν σε παρόμοιες σπατάλες χρηματικών πόρων κατά πολύ μεγαλύτερες από επιχειρήσεις που δεν υπόκεινται σε περιορισμούς. Χαρακτηριστικό είναι ότι από τις 40 μεγαλύτερες κοινωνικές απώλειες οι 6 οφείλονται στις μεγάλες διαφημιστικές

δαπάνες εταιρειών που υπόκεινται σε περιορισμούς, 3 σε εταιρείες τηλεπικοινωνιών και 3 σε αεροπορικές εταιρείες.

#### **2.6.2.2 Εμπειρικά αποτελέσματα Ηνωμένο Βασίλειο**

Παρόμοια έρευνα έλαβε χώρα και για το Ηνωμένο Βασίλειο για τις χρονικές περιόδους 1968-69 και 1970-74. Λόγω μη διαθεσιμότητας στοιχείων η ανάλυση περιορίστηκε σε 103 επιχειρήσεις, οι οποίες όμως ευθύνονταν περίπου για το 1/3 του Α.Ε.Π, δηλαδή αναλογικά περισσότερο απ' ότι οι 734 επιχειρήσεις που επιλέχτηκαν στο δείγμα των Η.Π.Α. Στην κορυφή της λίστας για την περίοδο 1968-69 βρίσκονται οι δύο παραγωγοί πετρελαίου, η BP και η Shell. Το κοινωνικό κόστος προερχόμενο από την πρώτη είναι περίπου ένα τέταρτο του 1% του Α.Ε.Π. Παρόμοια αποτελέσματα προέκυψαν και από την έρευνα της δεύτερης περιόδου, με χαρακτηριστικό όμως την ενίσχυση της θέσης των πετριολοπαραγωγών επιχειρήσεων η οποία και φανερώνει το όφελος αυτών από την πρόσφατη πετρελαϊκή κρίση.

Ορισμένα από τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την έρευνα των Cowling και Mueller φαίνονται συνοπτικά στον παρακάτω πίνακα, εκφρασμένα σε εκατομμύρια U.K. λίρες<sup>27</sup>.

---

<sup>27</sup> Keith Cowling, Dennis C. Mueller, The social Costs of Monopoly Power, The Economic Journal, Vol 88, 1978, σελ 742

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3.**  
**ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ C&M ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟΥ**  
**ΚΟΣΤΟΥΣ ΣΤΟ ΗΝ.ΒΑΣΙΛΕΙΟ**

ΕΤΑΙΡΙΑ	DW <sub>1</sub>	DW <sub>2</sub>	DW <sub>3</sub>	DW <sub>4</sub>
1.British Petroleum	74,1	74,4	75,1	82,7
2.Shell Transport & Trading	49,4	50,8	53,6	53,6
3.British American Tobacco	26,8	27	27,5	49,1
12. Ford	7,2	7,8	8,8	16,6
20.Reckitt& Coleman	2,9	4,7	8,3	10,4
<b>Σύνολο</b>	<b>385,8</b>	<b>435</b>	<b>537,4</b>	<b>719,3</b>
<b>% ως προς το GCP</b>	<b>0,0386</b>	<b>0,0436</b>	<b>0,0539</b>	<b>0,0720</b>

Πηγή: Keith Cowling, Dennis C. Mueller, The social Costs of Monopoly Power, The Economic Journal, Vol 88,1978,page 742

Η εκτίμηση του συνολικού κοινωνικού κόστους κυμαίνεται από 3,9 μέχρι 7,2 για το χρονικό διάστημα 1968-69, με η διαφορά οφείλεται και πάλι όπως στις Η.Π.Α στα διαφορετικά στοιχεία κόστους που περιλαμβάνονται στην έρευνα. Βασική διαφορά ανάμεσα σε δεδομένα που αφορούν το Ηνωμένο Βασίλειο και τις Η.Π.Α είναι οι σαφώς υψηλότερες δαπάνες για διαφήμιση στην δεύτερη.

Με βάση τα παραπάνω αποτελέσματα θα μπορούσαμε να συμπεράνουμε ότι οι κοινωνικές απώλειες λόγω μονοπωλίου είναι αρκετά σημαντικές. Το κυρίαρχο στοιχείο στην περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου είναι η διεθνής κατανομή της απώλειας αυτής. Ενώ η κατοχή μονοπωλιακής δύναμης από Βρετανικές επιχειρήσεις σε ξένες αγορές μπορεί να είναι ωφέλιμες για την Βρετανία, για την διεθνή κοινότητα όμως είναι επιζήμια. Επομένως προστίθεται τώρα μια διεθνής διάσταση της διανομής του κοινωνικού κόστους.

### 2.6.3 ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ S.LITTLECHILD

Ο Littlechild (1981) αμφισβητεί ορισμένες από τις παραδοχές των Cowling και Mueller<sup>28</sup>. Τα σημεία στα οποία ο Littlechild ασκεί κριτική στο υπόδειγμα των Cowling και Mueller αναφέρονται παρακάτω. Οι Cowling και Mueller αποδέχονται ότι το τρίγωνο της κοινωνικής απώλειας DWL είναι ίσο με το μισό του κέρδους που προκύπτει από τη επιβολή μονοπωλιακής τιμής. Παρ όλα αυτά οι επιχειρήσεις εμφανίζονται σε αρκετές περιπτώσεις να κάνουν εκπτώσεις ή καλύτερες τιμές. Η διάκριση αυτή των τιμών αυξάνει το μέγεθος της παραγωγής, μειώνει το κοινωνικό κόστος και σχηματίζει ένα τρίγωνο απώλειας μικρότερο από το μισό του κέρδους. Επιπρόσθετα ορισμένες επιχειρήσεις ενδέχεται να λειτουργούν σε ανταγωνιστικούς κλάδους και να απολαμβάνουν αποδόσεις λόγω αποκλειστικής κατοχής ορισμένων πόρων ή περιουσιακών στοιχείων. Σε τέτοιες περιπτώσεις τα κέρδη εμφανίζονται αυξημένα αλλά δεν παρατηρείται ταυτόχρονος περιορισμός στην παραγωγή ούτε τρίγωνο κοινωνικής απώλειας. Παρόμοια θα είναι τα αποτελέσματα όταν η επιχείρηση έχει έντονη εξαγωγική δραστηριότητα όπου το όποιο ενδεχόμενο κοινωνικό κόστος μεταφέρεται εκτός συνόρων.

Σε ότι αφορά τις διαφημιστικές δαπάνες των επιχειρήσεων, εάν αυτές εκληφθούν αποκλειστικά ως μορφή κοινωνικού κόστους, όπως ισχυρίζονται οι Cowling και Mueller, τότε θεωρείται ότι λειτουργούν αποκλειστικά και μόνο ως μέσο για την απόκτηση δύναμης στην αγορά. Θα ήταν όμως αφελές και υποτιμητικό να υποθέσουμε ότι ένας απλός καταναλωτής δεν μπορεί να διαχωρίσει τα μηνύματα που του περνάνε οι διαφημίσεις και ότι δέχεται αβίαστα τις επιρροές από αυτά. Ας μην αγνοούμε ότι η διαφήμιση παρέχει και χρήσιμες πληροφορίες στους καταναλωτές και έτσι η απόλυτα αρνητική αντιμετώπιση τους τείνει να αυξάνει το μέγεθος της κοινωνικής απώλειας.

Σύμφωνα με τους Cowling και Mueller, όχι μόνο η άσκηση μονοπωλιακής δύναμης αλλά και η προσπάθεια για απόκτηση αυτής συνεπάγεται κοινωνική απώλεια. Τα ποσά που δαπανώνται για τον σκοπό αυτό είναι μικρότερα από τα μελλοντικά κέρδη, λόγω μονοπωλιακής συμπεριφοράς. Εφ' όσον διαφαίνονται ευκαιρίες για μονοπωλιακό κέρδος είναι λογικό οι ενδιαφερόμενοι δυνητικοί

---

<sup>28</sup> S.Littlechild, Misleading calculations of the social costs of monopoly power, "The Economic Journal" June 1981

νεοεισερχόμενοι παραγωγοί να αναλώσουν πόρους προκειμένου να διεκδικήσουν το κέρδος αυτό. Ακόμα όμως και σε περίπτωση που το μονοπώλιο δημιουργηθεί με τρόπο που δε συνεπάγεται κοινωνικό κόστος, όπως π.χ. με δωροδοκία ή άλλη μεταφορά εισοδήματος, οι πόροι αυτοί θα αναλωθούν ούτως ή άλλως μακροχρόνια και θα αποτελέσουν κόστος για την κοινωνία.

Τέλος, κατά τον Littlechild τα ποσά που εμφανίζουν οι Cowling και Mueller στις λογιστικές εγγραφές τους φαίνονται εμφανίζονται υπερτιμημένα. Δαπάνες για διαφημίσεις, έρευνα και ανάπτυξη είναι έξοδα τα οποία διαγράφονται στο τέλος του έτους. Από τη στιγμή όμως που δημιουργούν προϋποθέσεις για εισόδημα στο μέλλον πρέπει να εκλαμβάνονται ως άυλα περιουσιακά στοιχεία και να αποσβεστούν με βάση τα μεταγενέστερα εισοδήματα. Έτσι ουσιαστικά οι αποδόσεις που δημοσιεύονται εμφανίζονται αυξημένες και δημιουργούν και μια υπερτιμημένη εικόνα για τις συνέπειες του μονοπωλίου.

Εκτός από τις παραπάνω πιο λεπτομερείς παρατηρήσεις, ο Littlechild διαφωνεί και ως προς το γενικότερο πλαίσιο μέσα στο οποίο πολλοί ερευνητές διεξάγουν την έρευνα τους. Οι ερευνητές μετά τον Harberger κάνουν όλοι την υπόθεση της μακροχρόνιας ισορροπίας στην αγορά και υπολογίζουν ένα μέσο κέρδος για την περίοδο αυτή, μειώνοντας έτσι την αντικειμενικότητα των στοιχείων που χαρακτηρίζουν την περίοδο αυτή.

Οι Cowling και Mueller παρατήρησαν περιπτώσεις όπου επιχειρήσεις εμφάνισαν κέρδη πιο χαμηλά από αυτά που προβλέπει το πρότυπο του πλήρους ανταγωνισμού. Προφανώς οι επιχειρήσεις αυτές δεν σκόπευαν να πραγματοποιήσουν ζημιές αλλά ατυχώς ήρθαν αντιμέτωπες με άσχημες οικονομικές συγκυρίες ή χαμηλή προνοητικότητα. Για τον αντίθετο ακριβώς λόγο, δηλαδή χάριν των ευνοϊκών συνθηκών ή των καλών προβλέψεων ορισμένες επιχειρήσεις πραγματοποίησαν κέρδη πάνω από αυτά που επιτρέπει ο ανταγωνισμός. Επομένως ο μονοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς δεν είναι απαραίτητα η μοναδική αιτία για την πραγματοποίηση κερδών.

Τέλος ο Littlechild παρατηρεί ότι το υπόδειγμα της μακροχρόνιας ισορροπίας προδιαγράφει ότι τα κέρδη θα είναι μόνιμα, γεγονός ουτοπικό. Υπαινίσσεται επίσης ότι η πραγματοποίηση κέρδους θα συνεπάγεται αναμφισβήτητα και

απώλειες. Δεν αφήνει επομένως περιθώριο για το ενδεχόμενο μιας ουδέτερης ή ακόμα και θετικής συνέπειας της ελεύθερης λειτουργίας του οικονομικού συστήματος.

## **2.7 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ**

Συνοψίζοντας και βασιζόμενοι στις παραπάνω παρατηρήσεις, ο Littlechild υποστηρίζει ότι η μελέτες των Cowling και Mueller και άλλων ερευνητών εμφανίζουν σημαντικές ελλείψεις και έτσι οι εκτιμήσεις τους δίνουν αναξιόπιστα αποτελέσματα, σημαντικά υπερτιμημένα. Παρατηρεί επίσης ότι παρερμηνεύουν την πηγή των κερδών και υπερεκτιμούν το μέγεθος της μονοπωλιακής δύναμης και το κόστος που συνεπάγεται το μονοπώλιο για το κοινωνικό σύνολο.

Ο Littlechild προτείνει ότι προκειμένου να αξιολογήσουμε σωστά την μονοπωλιακή δύναμη πρέπει να υπάρχει η δυνατότητα πραγματοποίησης κερδών από πηγές άλλες πέρα από το μονοπώλιο. Το υπόδειγμα που προτείνει έχει τα δύο βασικά χαρακτηριστικά :

1. Απρόβλεπτα γεγονότα τα οποία προκύπτουν από την φυσική ροή της οικονομίας, όπως π.χ. αλλαγή της ζήτησης μπορεί να αποτελέσουν την αιτία για κέρδη ή ακόμα και ζημιές.
2. Διαφορά στα πραγματοποιούμενα κέρδη ανάμεσα στις επιχειρήσεις μπορεί να οφείλονται στις διαφορετικές ικανότητες των ατόμων που τις στελεχώνουν, τα οποία έχουν διαφορετική αντίληψη των κερδοφόρων ευκαιριών.

Επομένως, όταν μια επιχείρηση πραγματοποιεί κέρδη πάνω από τον μέσο όρο αυτά δεν αντιπροσωπεύουν αποκλειστικά μονοπωλιακό κέρδος με υποχρεωτικά αρνητικές για τη κοινωνία συνέπειες.

Σύμφωνα με την άποψη των Αυστριακών οικονομολόγων, τα κέρδη που πραγματοποιεί μια επιχείρηση είναι συνέπεια των ενεργειών, των ικανοτήτων και της διορατικότητας των ίδιων των επιχειρηματιών. Μια επικερδής επιχείρηση είναι πάντα στο στόχαστρο των αντιπάλων οι οποίοι προσπαθούν να τη φτάσουν και να την ξεπεράσουν .



Καθώς επομένως υπάρχει πάντα ο φόβος των αντιπάλων, ένας έξυπνος επιχειρηματίας βρίσκεται σε εγρήγορση για την ανακάλυψη νέων καινοτόμων ιδεών και προϊόντων. Από τη στιγμή που θα φέρει λοιπόν ένα νέο προϊόν στη αγορά, πριν αυτό γίνει κτήμα και των αντιπάλων του, η τιμή που θα επιβάλει ο επιχειρηματίας θα είναι η  $P_2$ , όπως φαίνεται και από το διάγραμμα 2.7. Η ποσότητα που προσφέρεται σαφώς και είναι μικρότερη από αυτή που θα μπορούσε να παραχθεί ή που θα παράγονταν άμα υπήρχαν και άλλοι διορατικοί επιχειρηματίες. Από την στιγμή όμως που δεν υπάρχουν τέτοιοι και ο επιχειρηματίας είναι μοναδικός, η εναλλακτική λύση στην μειωμένη προσφερόμενη ποσότητα θα ήταν μηδενική ποσότητα. Επομένως θα ήταν και άστοχο να πούμε ότι η πράξη αυτή δημιουργεί κοινωνικό κόστος. Αντίθετα, πιθανότατα να δημιουργείται όφελος ίσο με το κέρδος του μονοπωλητή και με το πλεόνασμα του καταναλωτή, δηλαδή πλεόνασμα που αντιστοιχεί στο εμβαδόν της περιοχής S.

Η κατάσταση αυτή θα διατηρηθεί έως ότου και άλλοι επιχειρηματίες επιχειρήσουν να εισέλθουν στην αγορά και να πιέσουν την τιμή σε χαμηλότερα επίπεδα. Τότε το κέρδος  $\pi$  του μονοπωλητή θα μετατραπεί σταδιακά σε πλεόνασμα για τον καταναλωτή και έτσι θα έχουμε απλά μόνο μεταφορά εισοδήματος στο κοινωνικό σύνολο από τον μονοπωλητή στον καταναλωτή.

Υπάρχει βέβαια και ο αντίλογος στην άποψη αυτή των Αυστριακών. Ο Posner υποστηρίζει ότι η διαρκής αναζήτηση των επιχειρηματιών για νέες ευκαιρίες που αποδίδουν υψηλά κέρδη αποτελεί από μόνη της σπατάλη πόρων και αντισταθμίζει έτσι το όποιο όφελος που η ευκαιρία αυτή ενδέχεται να προσφέρει στο μέλλον.

Ο Littlechild όμως αναφέρει τρεις λόγους για τους οποίους κάτι τέτοιο δεν ευσταθεί :

1. Όλες οι επιχειρήσεις δεν έχουν τις ίδιες ικανότητες και επομένως οι ιδιαίτερα αποδοτικές δεν χρειάζεται να επενδύσουν σοβαρά ποσά για νέες ευκαιρίες.
2. Η πρόωρη ανακάλυψη μιας νέας ιδέας θα επισπεύδει και τον χρόνο μέσα στον οποίο θα γεννηθούν και οι αντιγραφές οι οποίες θα συμπιέσουν την τιμή και θα αυξήσουν το πλεόνασμα του καταναλωτή.

3. Ακόμα και άμα αναλώνονται πόροι για την ανακάλυψη νέων ιδεών δημιουργείται παράλληλα και κοινωνικό όφελος μέσω του πλεονάσματος του καταναλωτή το οποίο πλεόνασμα θα αυξάνεται διαρκώς με την πάροδο του χρόνου.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

1. Clarke Roger, Stephen Davies, Nigel Driffield, *Monopoly Policy in the U.K.*, 1998
2. Cowling Keith, Dennis C. Mueller, The social Costs of Monopoly Power, *The Economic Journal*, Vol 88, No 352, Dec 1978, pages 727-748
3. DePrano, Michael E., ad Nugent, Jeffrey, B.: Economies as an Antitrust Defense: Comment, *American Economic Review*, 1969, pages 947-953.
4. Epstein C Ralph., Industrial Profits in the United States, National Bureau of Economic Research, 1934
5. Harberger Arnold C, Monopoly and Resource Allocation, *American Economic Review*, Vol.44, No 2, May 1954, pages 77-87
6. Lars-Hendrik Roller, Johan Stennek, Frank Verboven, Efficiency Gains from Mergers, August 2000, Report for EC Contract II/98/003
7. Littlechild S., Misleading calculations of the social costs of monopoly power, " *The Economic Journal*" ,June 1981, pages 348-363
8. Brown Donald J. and G.A. Wood, The social cost of monopoly power, Cowles Foundation Discussion Paper No 1466, Yale University, July 2004
9. Littlechild S., *Austrian Economics* Vol 3, Edward Edgard, England, 1990
10. Posner Richard A, The social costs of monopoly and regulation, *The journal of political economy*, Vol 83, No 3, pages 807-828, 1975
11. Salvatore Dominick, *Managerial Economics in a Global Economy*, Fourth Edition, McGraw-Hill, 2001
12. Sudarsanam P.S., *The essence of mergers and acquisitions*, Prentice Hall, 1995
13. Williamson, Oliver E.: Economics as an Antitrust Defense: The Welfare Trade-offs, *American Economic Review*, Vol 58, 1968, pages 18-36
14. Williamson, Oliver: Economies as an Antitrust Defense: Reply, *American Economic Review*, Vol 59, 1969, pages 954-959
15. Λουρή Ελένη, *Εφαρμοσμένη Βιομηχανική Οργάνωση*, Κριτική, 2001
16. [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)
17. [www.all-science-fair-projects.com](http://www.all-science-fair-projects.com)

### **3.1 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ**

Υπάρχει μια γενικότερη αντίληψη ότι οι συγχωνεύσεις συνήθως δεν είναι επιτυχημένες, ότι αποτυγχάνουν να δημιουργήσουν τα αναμενόμενα οφέλη και ότι καθοδηγούνται κυρίως από τα παρορμητικά συναισθήματα των ατόμων που λαμβάνουν τις σχετικές αποφάσεις. Το βασικό ενδιαφέρον για την επιτυχία ή όχι μιας συγχώνευσης έγκειται στο γεγονός ότι αυτή αφορά και εμπλέκει πολλά ενδιαφερόμενα μέρη όπως μετόχους, εργαζομένους και υψηλόβαθμα στελέχη και οι επιπτώσεις επομένως μιας συγχώνευσης μεταφέρεται σε όλα αυτά τα εμπλεκόμενα μέρη. Επιπλέον το γεγονός ότι απαιτούνται μεγάλες κεφαλαιακές επενδύσεις, ότι υπάρχει υψηλός βαθμός δέσμευσης και κινδύνου των κεφαλαίων προσελκύει το ενδιαφέρον πολλών ερευνητών για το αν τελικά οι συγχωνεύσεις δημιουργούν ή όχι αξία για τους μετόχους.

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι να μετρήσουμε την απόδοση μιας συγχώνευσης αλλά προτού γίνει αυτό πρέπει να λάβουμε υπ όψη μας τα παρακάτω: Πρώτον, οι περισσότερες σχετικές με το θέμα έρευνες επικεντρώνονται σε τοπικές κυρίως συγχωνεύσεις και βασίζονται σε στοιχεία που αφορούν τις Η.Π.Α και το Ηνωμένο Βασίλειο, όπου το φαινόμενο των συγχωνεύσεων έχει μακρά ιστορία. Δεύτερον, με εξαίρεση έναν περιορισμένο αριθμό ερευνών, η εμπειρία από την δεκαετία του '90 δεν έχει επαρκώς διερευνηθεί στην βιβλιογραφία. Τρίτον, είναι δύσκολο να εξαγάγουμε συμπεράσματα σχετικά με το τί θα συνέβαινε σε μια επιχείρηση αν αυτή δε συμμετείχε σε μια εξαγορά. Τέλος, σε περιπτώσεις υπέρ-εθνικών συγχωνεύσεων θα πρέπει να γίνει διαχωρισμός του αντίκτυπου στις ίδιες τις επιχειρήσεις από τον αντίκτυπο των συγχωνεύσεων στις οικονομίες των εμπλεκόμενων χωρών.

Μια συγχώνευση θα πρέπει να λαμβάνει χώρα στην περίπτωση που η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών της ενοποιημένης επιχείρησης είναι μεγαλύτερη ή τουλάχιστον ίση της παρούσας αξίας των μελλοντικών

ταμειακών ροών των δύο επιχειρήσεων ξεχωριστά συν την παρούσα αξία των μελλοντικών συνεργειών της συγχώνευσης, δηλαδή

$$PV (A+B) \geq PV (A) + PV (B) + PV (\text{synergies})$$

Στην βιβλιογραφία υπάρχουν δύο θεωρίες για της μέτρηση της επίδοσης μιας συγχώνευσης. Η πρώτη και πιο παλιά θεωρία βασίζεται στη χρήση λογιστικών μεγεθών όπως ταμειακές ροές, κέρδη και σύγκρινε τα μεγέθη αυτά πριν και μετά την συγχώνευση. Η πιο εξαντλητική έρευνα μέτρησης της επίδοσης μιας επιχείρησης μετά από μια συγχώνευση, καλύπτοντας σχεδόν 6000 Ε&Σ από 471 εταιρείες στις Η.Π.Α. οδηγεί σε αρνητικά ως προς την επίδοση συμπεράσματα (Ravenscraft & Scherer, 1987). Τα ίδια αρνητικά αποτελέσματα προκύπτουν και από έρευνα που πραγματοποιήθηκε με βάση στοιχεία που αναφέρονται σε δραστηριότητα Ε&Σ στον Ευρωπαϊκό χώρο (Mueller 1980a).

Η δεύτερη μέθοδος είναι η ανάλυση επιχειρηματικών συμβάντων ή μη κανονικών αποδόσεων (event study analysis ή abnormal returns methodology). Η μέθοδος αυτή μελετά τις προσδοκίες της αγοράς για την μελλοντική επίπτωση μιας συγχώνευσης στην αξία των μετοχών του αγοραστή και του αγοραζόμενου. Οι όποιες αλλαγές στις τιμές των μετοχών αντιπροσωπεύουν και την αξία μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης. Η εταιρική επίδοση μετριέται συγκρίνοντας την τιμή των μετοχών πριν και μετά το συμβάν. Έρευνες οι οποίες αναλύουν τις αντιδράσεις έπειτα από την ανακοίνωση για την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης μαρτυρούν ότι οι μέτοχοι της εταιρείας-στόχου επωφελούνται από το γεγονός ενώ το αντίθετο συμβαίνει με τους μετόχους της εξαγοράστριας, οι οποίοι στην καλύτερη περίπτωση παραμένουν στην κατάσταση που ήσαν και πριν.<sup>29</sup> Μόνο το 1/3 των δημοσιευμένων ερευνών εντόπισε θετικές αποδόσεις για την εξαγοράστρια επιχείρηση.<sup>30</sup>

### **3.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ**

Η μέθοδος των μη κανονικών αποδόσεων μετράει την πραγματική απόδοση των μετοχών της επιχείρησης-αγοραστή και της επιχείρησης-στόχου κατά την περίοδο ανακοίνωσης του συμβάντος μέχρι και την λήξη του και στην συνέχεια

<sup>29</sup> Jensen-Ruback (1983), Mueller (1996), Sirower (1997), Bild (1998) .

<sup>30</sup> Franks and Harris (1989), Schenk 2000).

την συγκρίνει με τις αναμενόμενες αποδόσεις της ίδιας περιόδου σε περίπτωση που το συμβάν δεν λάμβανε χώρα. Η διαφορά αυτή ανάμεσα στις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις μετά την συγχώνευση και τις αναμενόμενες αποδόσεις χωρίς την πραγματοποίηση συγχώνευσης ονομάζεται έκτακτη απόδοση (abnormal return) και αντιπροσωπεύει στην ουσία την οικονομική αξία που δημιουργεί η πραγματοποίηση της συγχώνευσης. Εάν η διαφορά είναι θετική τότε δημιουργείται αξία από το γεγονός της συγχώνευσης ενώ στην αντίθετη περίπτωση που η διαφορά είναι αρνητική αφαιρείται αξία. Η επίπτωση είναι ουδέτερη όταν η διαφορά είναι μηδενική. Η μη κανονική απόδοση AR (abnormal return) δίνεται από τον τύπο:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}), \text{ όπου}$$

$i=1,2..N$  μετοχές του δείγματος

$t=1,2..T$  μέρες ή μήνες

$R_{it}$  = πραγματικές αποδόσεις μετοχών  $i$  σε  $t$  χρονικά διαστήματα

$E(R_{it})$  =προβλεπόμενες αποδόσεις

Η ημερομηνία της δημόσιας ανακοίνωσης του γεγονότος ονομάζεται ημέρα /μήνας του γεγονότος (event day/month) και συμπίπτει με την χρονική στιγμή 0. Η περίοδος υπολογισμού (estimation period) αρχίζει συνήθως 3-4 μήνες πριν το σημείο 0 μέχρι λίγες ημέρες πριν την ημέρα συμβάντος. Η περίοδος παρατήρησης (observation period) χωρίζεται σε ξεχωριστές υποπεριόδους (event windows). Ο υπολογισμός των προβλεπόμενων αποδόσεων γίνεται με την ανάλυση παλινδρόμησης με βάση διάφορα υποδείγματα όπως το υπόδειγμα αγοράς.

### 3.2.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ

Το υπόδειγμα αγοράς (market model) σχετίζει την απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων του δείγματος με την απόδοση του γενικού δείκτη αγοράς του χρηματιστηρίου.

Η πραγματοποιηθείσα απόδοση  $R$  της μετοχής  $i$  την ημέρα  $t$  δίνεται από τον τύπο:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}, \text{ όπου}$$

$\alpha$ = σταθερός όρος

$\beta$ = ο συντελεστής παλινδρόμησης beta ή και systematic risk και δείχνει την μεταβλητότητα της μετοχής σε σχέση με την αγορά

$\varepsilon$ = σφάλμα παλινδρόμησης

$R_{mt}$  = η πραγματική απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς

Η αναμενόμενη απόδοση  $E(R_{it})$  δίνεται από τον τύπο :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt},$$

όπου  $\alpha_i$  και  $\beta_i$  οι παράμετροι που υπολογίζονται με την παλινδρόμηση του  $R_{it}$  στο  $R_{mt}$  κατά την περίοδο υπολογισμού.

Επομένως η μη κανονική απόδοση  $AR_{it}$  υπολογίζεται

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

Παλαιότερα χρησιμοποιούνταν αποδόσεις σε μηνιαία βάση, τώρα όμως που υπάρχει διαθεσιμότητα στοιχείων χρησιμοποιούνται δεδομένα ημερήσιας βάσης. Παρόλο που η ημερήσια καταγραφή είναι πιο ακριβής, η μηνιαία βάση δεν εμπεριέχει στοιχεία μεταβλητότητας όπως η ημερήσια και επομένως οδηγεί σε περισσότερο σταθερά και αξιόπιστα αποτελέσματα.

Η ανακοίνωση του συμβάντος λαμβάνει χώρα σε διαφορετικές στιγμές για κάθε επιχείρηση και έτσι υπολογίζεται η μέση έκτακτη απόδοση,  $AAR_t$  (average abnormal return) η οποία μετράει τον μέσο όρο των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών σε διαφορετικές χρονικές στιγμές.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (AR_{it}) / N,$$

όπου  $N$  ο αριθμός των επιχειρήσεων του δείγματος.

Το άθροισμα των μέσων όρων σε όλη την διάρκεια του χρόνου  $T$  δίνεται από το άθροισμα των μέσων μη κανονικών αποδόσεων  $CAAR_t$ :

$$CAAR_t = \sum^T (AAR_t), t=-n.$$

Το άθροισμα των μέσων μη κανονικών αποδόσεων δίνει τον μέσο όρο της οικονομικής επίδρασης της συγχώνευσης όλου του δείγματος επιχειρήσεων  $N$ .

### 3.2.2 ΚΡΙΤΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΥ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Η μέθοδος των μη κανονικών αποδόσεων που αφορά την εκτίμηση της αξίας της συγχώνευσης αυτή έχει γίνει ιδιαίτερα αποδεκτή καθώς παρουσιάζει τα παρακάτω πλεονεκτήματα:

§ Δίνει την δυνατότητα χρήσης μεγάλου δείγματος και εξαγωγής συμπερασμάτων από την επιρροή πολλών μεταβλητών.

§ Απομονώνει τις επιπτώσεις στην κερδοφορία της επιχείρησης από τις διαφορετικές λογιστικές μεθόδους και από χώρα σε χώρα.

§ Δίνει την δυνατότητα απομόνωσης της επιρροής άλλων γεγονότων ιδιαίτερα εάν ο χρόνος παρατήρησης είναι σύντομος.

Παρουσιάζει όμως παράλληλα και διάφορα μειονεκτήματα :

§ Τα αποτελέσματα της εξαρτώνται από την αποτελεσματικότητα της αγοράς ως αναφορά τις σωστές προβλέψεις των τιμών των μετοχών με βάση τα στοιχεία του παρελθόντος.

§ Είναι ευαίσθητη στην επιλογή του κατάλληλου δείκτη με τον οποίο γίνεται συσχετισμός των μετοχών στο παρελθόν. Ο δείκτης αυτός συνήθως απαρτίζεται από μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης και επομένως δεν αντιπροσωπεύει όλη την αγορά. Κάτι τέτοιο δε λύνει το πρόβλημα των μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης (size effect anomaly).

§ Είναι ευαίσθητη στην μεταβλητότητα των παραμέτρων  $\alpha$  και  $\beta$  που παρουσιάζεται διαχρονικά.

§ Εμφανίζει ευαισθησία στο πρόβλημα χαμηλής εμπορευσιμότητας των μετοχών (thin trading).

§ Δεν εμβαθύνει στα μεγέθη των επιχειρήσεων μετά την συγχώνευση.

### 3.2.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Με βάση τα εμπειρικά αποτελέσματα των ερευνών από το Ηνωμένο Βασίλειο καταλήγουμε στα εξής συμπεράσματα:

§ Οι εξαγορές είναι στην καλύτερη περίπτωση ουδέτερες σε δημιουργία συνολικής αξίας σε όλους τους μετόχους, χωρίς να αποκλείεται και η περίπτωση απαξίωσης της συνολικής αξίας.



§ Οι μέτοχοι της επιχείρησης - στόχος είναι σχεδόν οι αποκλειστικοί κερδισμένοι των εξαγορών.

§ Υπάρχουν ενδείξεις για μεταφορά πλούτου από τους μετόχους της εξαγοράστριας επιχείρησης στους μετόχους της εξαγοραζόμενης. Αυτό το συμπέρασμα προκύπτει από την συνολικά ουδέτερη επίδραση των εξαγορών σε συνδυασμό με τις αρνητικές αποδόσεις που δημιουργούν στους μετόχους της εξαγοράστριας. Επίσης πολύ πιθανό τα όποια κέρδη προκύπτουν από μια συγχώνευση να εξανεμίζονται με την πληρωμή υψηλών premium στους μετόχους της επιχείρησης-στόχου, αποτέλεσμα της αλαζονείας των υψηλόβαθμων στελεχών ή του προβλήματος αντιπροσώπευσης.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα τεσσάρων εμπειρικών μελετών που έλαβαν χώρα στο Ην. Βασίλειο και αφορούν τις μη κανονικές αποδόσεις. Η περίοδος στην οποία αναφέρονται τα αποτελέσματα αναφέρονται στην βραχεία επίδοση την επιχειρήσεων.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1**  
**ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΛΕΤΩΝ ΒΡΑΧΕΙΩΝ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΓΙΑ**  
**ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ-ΣΤΟΧΟΥΣ (TARGET) ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ-ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ**  
**(BIDDER) (ΗΝ.ΒΑΣΙΛΕΙΟ)**

Μελέτη, περίοδος, μέγεθος δείγματος	Περίοδος Ανακοίνωσης	Χρονική βάση στοιχείων	Μη κανονική απόδοση Target (%)	Μη κανονική απόδοση Bidder (%)
<b>Firth (1980)</b> 486	1 μήνας	μηνιαία	28	-6,3
<b>Frank&amp;Harris</b> <b>(1989) 1445</b>	1 μήνας	μηνιαία	22	0
<b>Limmack</b> <b>(1991) 462</b>	Διάρκεια του bid	μηνιαία	31	-0,2
<b>Sudarsanam</b> <b>(1993) 171</b>	+/- 5 ημέρες από την ημέρα ανακοίνωσης	ημερήσια	21	-2

Πηγή : *The essence of mergers and acquisitions*, P.S. Sudarsanam , σελ 217

Οι αποδόσεις των target σε όλες τις μελέτες και οι αποδόσεις των bidder στους Firth και Sudarsanam έχουν επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Για τον Limmack η περίοδος της προσφοράς (bid period) διαρκεί από την αρχή του μήνα ανακοίνωσης μέχρι το τέλος του μήνα ολοκλήρωσης. Όπως φαίνεται από τον παραπάνω πίνακα 3.1., για την περίοδο κοντά στην πραγματοποίηση της εξαγοράς, τα αποτελέσματα είναι πιο ευνοϊκά για τους μετόχους των εταιρειών-στόχων. Αντίθετα οι εξαγοράστριες επιχειρήσεις παρουσιάζουν μηδενικές ή ακόμα και αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις για τη χρονική περίοδο της πραγματοποιημένης εξαγοράς.

Τα αποτελέσματα για πιο μακροχρόνια απόδοση, σε μελέτες που έγιναν μόνο για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις λόγω έλλειψης στοιχείων για τις εξαγοραζόμενες, παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2  
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΛΕΤΩΝ ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΩΝ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ  
ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΓΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ-ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ (BIDDER, ΗΝ.ΒΑΣΙΛΕΙΟ)

Μελέτη, περίοδος, μέγεθος δείγματος	Περίοδος μετά την εξαγορά (μήνες)	Μη κανονική απόδοση (%)
Firth (1980) 1969-1975, 434	+1 μέχρι +36 μήνες	0
Frank&Harris (1989) 1955-1985, 1048	+1 μέχρι +24 μήνες	-12,6
Limmack (1991) 1977-1986, 4648	+1 μέχρι +24 μήνες	-4,5

Πηγή : *The essence of mergers and acquisitions*, P.S. Sudarsanam , σελ 218

Μια εξαγορά ενδέχεται να αυξήσει τις ταμειακές ροές της ενοποιημένης επιχείρησης σε σχέση με το άθροισμα των ταμειακών ροών των δύο επιχειρήσεων πριν την συγχώνευση. Αυτό όμως δεν σημαίνει απαραίτητα ότι θα αυξηθεί και το κέρδος των μετόχων της εξαγοράζουσας. Λόγω της αλαζονείας των στελεχών της εξαγοράσουσας επιχείρησης (hubris hypothesis) και της γενναιοδωρίας που αυτή συνεπάγεται ενδέχεται να προσφερθεί υπερβολικό ποσό στην επιχείρηση-στόχο με αποτέλεσμα να πληρωθεί υπερτιμημένα η εξαγορά που σχεδιάζεται.

Οι παρακάτω δύο πίνακες συνοψίζουν εμπειρικά αποτελέσματα των ερευνών που βασίζονται σε στοιχεία από τις Η.Π.Α, την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης καθώς και μετά την εξαγορά αντίστοιχα:

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.3**  
**ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ**  
**ΜΕΛΕΤΩΝ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ**  
**(Η.Π.Α.)**

Μελέτη, περίοδος, μέγεθος δείγματος	Περίοδος ανακοίνωσης	Μη κανονική απόδοση target %	Μη κανονική απόδοση bidder %
<b>Δημόσιες Προσφορές (tender offer)</b>			
Jensen % Ruback (1983), 1958-81, 17-161	20-60 ημέρες	29	4
Jarrell & Poulsen (1989), 1963-86, 526	31 ημέρες	29	1
Jarrell, Brickley & Netter (1988), 1960-85, 405	31 ημέρες		2
Magenheim & Mueller (1988), 1976-81, 78	1 μήνας		1
Bradley, Desai & Kim (1988), 1963-84, 236	11 ημέρες	32	1
Loderrerr & Martin (1990), 1966-84, 274	6 ημέρες		1
Schwert (1996), 1975-91, 564	42 ημέρες πριν 0-126 ημέρες μετά	16 20	
<b>Συγχωνεύσεις (mergers)</b>			
Jensen % Ruback (1983), 1962-79, 60-256	1 μήνας	16	1
Loderrerr & Martin (1990), 1966-84, 1135	6 ημέρες	Δεν αναφέρεται	1

Schwert (1996)1975-91, 959	42 ημέρες πριν 0-126 ημέρες μετά	12 5	
----------------------------------	---	---------	--

Πηγή : Δημήτριος Κυριαζής Σημειώσεις για το μάθημα : Εξαγορές και Συγχωνεύσεις, Παν Πειραιώς  
Οι αποδόσεις των target είναι στατιστικά σημαντικές στο 1% ενώ των bidders γενικά όχι.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.4**  
**ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ**  
**ΜΕΛΕΤΩΝ ΤΗ ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΕΞΑΓΟΡΑΣ**  
**(Η.Π.Α.)**

Μελέτη, περίοδος, μέγεθος δείγματος	Χρονική διάρκεια μετά την εξαγορά (μήνες)	Μη κανονική απόδοση bidder %
<b>Δημόσιες Προσφορές</b>		
Dodd & Ruback (1977),1958-76, 124	60	-6
Magenheim & Mueller (1988), 1976-81, 26	36	6
Franks, Harris & Mayer (1988), 1955-84, 127	24	-4 έως 9
Agrawal, Jaffe & Mandelker (1992), 1955-87, 227	60	0
Loderrer & Martin (1992), 1965-86, 155	60	1-
Loughran & Vijh (1997), 1970-89, 135	60	43
Rau & Vermaelen (1998), 1980-91, 316	36	9
<b>Συγχωνεύσεις</b>		
Mandelker(1974), 1941-62, 241	40	
Langetieg (1974), 1929-69, 149	70	-22 έως 26
Franks, Harris & Mayer (1988), 1955-84, 392,	24	-2 έως 18
Franks, Harris & Titman (1991), 1975-84, 399	36	-4

Agrawal, Jaffe & Mandelker(1992), 1955-87, 937	60	-10
Loderer & Martin (1992), 1965-86, 304	60	-1
Loughran & Vijh (1997), 1970-89, 788	60	-16
Rau & Vermaelen (1998), 1980-91, 2823	36	-4

Πηγή: Δημήτριος Κυριαζής Σημειώσεις για το μάθημα: Εξαγορές και Συγχωνεύσεις, Παν Πειραιώς

Γενικότερα τα συμπεράσματα στα οποία μπορούμε να καταλήξουμε βασιζόμενοι στα στοιχεία των Η.Π.Α. και του Ηνωμένου Βασιλείου έχουν ως εξής:

§ Οι μέτοχοι των επιχειρήσεων-στόχοι (targets) επιτυγχάνουν αποδόσεις 20%-30% οι οποίες είναι σημαντικά μεγαλύτερες σε περιπτώσεις εχθρικών δημόσιων προσφορών (hostile tender offers) παρά σε φιλικές συγχωνεύσεις.

§ Οι δημόσιες προσφορές (tender offers) αποφέρουν περισσότερα, τόσο στους μετόχους των επιχειρήσεων-στόχοι όσο και στις επιχειρήσεις-επενδυτές.

§ Οι αποδόσεις των μετόχων των αγοραστριών επιχειρήσεων (bidders) είναι αρνητικές ή στην καλύτερη περίπτωση ουδέτερες και είναι περισσότερο αρνητικές σε εχθρικές δημόσιες προσφορές παρά σε φιλικές.

### **3.3 ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ**

Η μέθοδος αυτή είναι η πρώτη που εφαρμόστηκε χρονικά και χρησιμοποιεί διάφορα μέτρα σύγκρισης βάσει λογιστικών στοιχείων όπως πωλήσεις, ταμειακές ροές, απόδοση ενεργητικού (ROE ή return on equity), απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROA ή return on assets) κ.α. Πρώτος ο Meeks (1977) μελέτησε την επιρροή των συγχωνεύσεων στην κερδοφορία των επιχειρήσεων.

Η βασική ιδέα της μεθόδου αυτής είναι η σύγκριση των κερδών μετά την συγχώνευση με τον σταθμισμένο μέσο των κερδών πριν την συγχώνευση για κάθε μία από τις επιχειρήσεις. Τα αποτελέσματα της μεθόδου αυτής δεν είναι

πολύ αποθαρρυντικά για το αν οι συγχωνεύσεις είναι τελικά επικερδείς. Ένας αριθμός από σχετικές εμπειρικές μελέτες έδειξε ότι σε ορισμένες περιπτώσεις βελτιώνεται η κερδοφορία, παρόλο που ο μέσος όρος μπορεί να είναι αρνητικός. Αυτό υποδηλώνει ότι συγκεκριμένα είδη συγχωνεύσεων από έμπειρες και ικανές επιχειρήσεις ενδέχεται τελικά να είναι επικερδή.

Με την μέθοδο αυτή αποφεύγονται τα προβλήματα που συναντώνται στην προηγούμενη μέθοδο, γίνεται μια βαθύτερη ανάλυση των πραγματικών επιπτώσεων με βάση τις λογιστικές καταστάσεις και τέλος δεν υπάρχει το πρόβλημα ανυπαρξίας στοιχείων για μη εισηγμένες εταιρείες.

Η μέθοδος όμως εμφανίζει και ορισμένα μειονεκτήματα τα οποία και θα πρέπει να παραθέσουμε:

§ Τα μέτρα λογιστικής απόδοσης είναι ευάλωτα σε προβλήματα μέτρησης και ευαίσθητα στην λογιστική αρχή των δεδουλευμένων και στην κατανομή των εσόδων και των στοιχείων κόστους σε διαφορετικές χρονικές περιόδους από την στιγμή πραγματοποίησης των ταμειακών ροών. Είναι επίσης ευαίσθητα σε μεθόδους δημιουργικής λογιστικής όπως π.χ. εκτίμηση του goodwill, αποτίμηση στοιχείων ενεργητικού.

§ Είναι δύσκολος ο διαχωρισμός των επιπτώσεων μιας εξαγοράς από άλλα γεγονότα.

§ Υπάρχει υποκειμενικότητα στην επιλογή του μέτρου ελέγχου της απόδοσης

§ Δεν είναι σαφής και εύκολη η επιλογή του χρονικού ορίζοντα μέτρησης. Ενδέχεται να χρειάζεται ευρύτερος χρονικός ορίζοντας προκειμένου να φανούν οι επιπτώσεις από μια συγχώνευση ενώ αντίθετα οι τιμές των μετοχών εκφράζουν άμεσα τις προσδοκίες της αγοράς για το μέλλον.

§ Οι τιμές των μετοχών επίσης εμπεριέχουν στοιχεία του παρελθόντος αλλά και του μέλλοντος ενώ τα λογιστικά στοιχεία καταγράφουν μόνο το παρελθόν.

Παρόλα τα αρνητικά στοιχεία της η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται ακόμα αρκετά συχνά για την ανάλυση των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων στην λειτουργική απόδοση των εμπλεκόμενων επιχειρηματικών μονάδων.

### 3.4 ΑΝΑΛΥΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΡΕΥΝΩΝ

Στις προηγούμενες παραγράφους παρουσιάστηκαν συνοπτικά ορισμένα εμπειρικά αποτελέσματα ερευνών που αφορούν διαφορετικούς μελετητές, διάφορες χρονικές περιόδους και περιοχές καθώς και διαφορετικές μεθόδους εκτίμησης των αποτελεσμάτων των συγχωνεύσεων. Στην συνέχεια θα παρουσιάσουμε πιο αναλυτικά ορισμένες από τις μελέτες αυτές προκειμένου να εντοπίσουμε τα κοινά σημεία και συμπεράσματα αυτών καθώς και τυχόν διαφορές.

Υπάρχουν δύο θεωρίες οι οποίες ερμηνεύουν την επιλογή μιας επιχείρησης να λάβει την απόφαση για μια εξαγορά. Σύμφωνα με την νεοκλασική θεωρία μεγιστοποίησης του κέρδους (profit maximization theory) οι εξαγορές είναι αποτέλεσμα της προσπάθειας για μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της εξαγοράστριας επιχείρησης (Manne, 1965). Αυξημένος πλούτος θα προέλθει από αύξηση της κερδοφορίας της επιχείρησης μετά την συγχώνευση η οποία με την σειρά της θα προκύψει από την απόκτηση μονοπωλιακής δύναμης, από συνέργιες κ.α. Στην περίπτωση βέβαια μιας πλήρως ανταγωνιστικής αγοράς συγχωνεύσεων όπου υπάρχουν πολλοί υποψήφιοι εξαγοραστές, η αυξημένη αυτή κερδοφορία θα εξανεμιστεί από την έντονη μεταξύ τους μάχη για την απόκτηση της εταιρείας – στόχου, η οποία θα ανεβάσει την τιμή σε υψηλά επίπεδα (Mandelker, 1974).

Η δεύτερη θεωρία είναι αυτή της αύξησης της χρησιμότητας των υψηλόβαθμων στελεχών (maximizing management utility), σύμφωνα με την οποία η απόφαση για μια συγχώνευση είναι προϊόν απόφασης των υψηλόβαθμων στελεχών οι οποίοι επιθυμούν αν μεγιστοποιήσουν κυρίως τα προσωπικά τους συμφέροντα όπως μείωση του κινδύνου απόλυσης, αύξησης των αποδοχών, και αύξηση της δύναμης και ικανοποίησης τους.

Ενώ η πρώτη θεωρία απαιτεί μια συγχώνευση να οδηγεί σε αυξημένη κερδοφορία, κάτι τέτοιο δεν απαιτείται στην δεύτερη περίπτωση όπου αρκεί απλά η αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης ή των ωφελειών των στελεχών. Στα συμπεράσματα που προκύπτουν από εμπειρικές έρευνες που θα αναλυθούν παρακάτω φαίνεται ότι ενώ κανείς θα πίστευε ότι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων θα ήταν ο κύριος οδηγός στην απόφαση για την

πραγματοποίηση μιας εξαγοράς τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι μάλλον αυτές δρομολογούνται σύμφωνα με τα συμφέροντα των υψηλόβαθμων στελεχών.

### 3.4.1 Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΟΥ MICHAEL FIRTH

Από τους πρώτους ερευνητές που ασχολήθηκαν με την μέτρηση της κερδοφορίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο ήταν ο Michael Firth (1976, 1979, 1980).

Ο Michael Firth<sup>31</sup> (1979) μελέτησε την κερδοφορία Ε&Σ της εποχής του χρησιμοποιώντας την θεωρία της αποδοτικής αγοράς (efficient market theory). Σύμφωνα με την θεωρία αυτή, μια αγορά είναι αποδοτική όταν η τιμή μιας μετοχής ενσωματώνει ολοκληρωτικά όλες της πληροφορίες που αφορούν την μετοχή αυτή και ταυτόχρονα η τιμή αυτή αντιστοιχεί στην άριστη διανομή των παραγωγικών πόρων (optimal resource allocation) (Fama, 1970). Υποθέτοντας επομένως μια τέτοια αγορά μπορούμε, μελετώντας την πορεία της τιμής μιας μετοχής την χρονική περίοδο πριν και μετά τη συγχώνευση, να αντιληφθούμε την οικονομική επίπτωση των Ε&Σ.

Η μεθοδολογία του Firth βασίζεται στην σύγκριση της αξίας των μετοχών της επιχείρησης πριν και μετά την εξαγορά, ακολουθώντας το μοντέλο της μη κανονικής απόδοσης. Προχωρά στην εκτίμηση του κέρδους και της απώλειας των Ε&Σ και στην συνέχεια διαχωρίζει την επιρροή τους στους μετόχους της εξαγοραζόμενης και εξαγοράστριας επιχείρησης. Στους παρακάτω πίνακες φαίνονται τα τελικά συνολικά αποτελέσματα κέρδους – απώλειας που προκύπτουν από το άθροισμα κερδών και απωλειών των εξαγοραζόμενων και εξαγοραστριών επιχειρήσεων καθώς και ο επιμέρους διαχωρισμός τους. Ο πρώτος πίνακας 3.5 αφορά αποτελέσματα για την χρονική περίοδο 1972-1974 που αφορούν 224 περιπτώσεις εξαγορών ενώ ο δεύτερος πίνακας 3.6 περιλαμβάνει αποτελέσματα για την χρονική περίοδο 1969-1975 στην οποία ελήφθησαν υπό όψη στοιχεία από 486 επιχειρήσεις-στόχους και 563 επιχειρήσεις-εξαγοραστές. Οι πίνακες είναι εκφρασμένοι σε εκατομμύρια δολάρια.

---

<sup>31</sup> Firth, M. A., “The Profitability of Takeovers and Margers”, unpublished paper , 1979  
Firth, M. A., “Takeovers, Shareholder Returns and the Theory of the Firm”, Quarterly Journal Of Economics 94, June 1980, 235-260



ΠΙΝΑΚΑΣ 3.5  
ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ Μ. FIRTH ΓΙΑ ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1972-1974

	ΣΥΝΟΛΟ	ΕΞΑΓ/ΟΜΕΝΗ	ΕΞΑΓ/ΡΙΑ
ΜΕΣΟΣ	-9,1	655,6	-664,7
ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΠΩΛΕΙΩΝ	119	2	179

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.6  
ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ Μ. FIRTH ΓΙΑ ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1969-1975

	ΣΥΝΟΛΟ	ΕΞΑΓ/ΟΜΕΝΗ	ΕΞΑΓ/ΡΙΑ
ΜΕΣΟΣ	-36,6	1103,6	-1140,2
ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΠΩΛΕΙΩΝ	224	3	350

Η πρώτη στήλη δίνει τον συνδυασμό των αποτελεσμάτων των δύο επιχειρήσεων και δείχνει ότι η μέση απώλεια - κέρδος από όλες τις συγχωνεύσεις που έλαβαν χώρα στις έρευνες ήταν - 9,1 στην πρώτη και - 36,6 στην δεύτερη περίπτωση. Όπως φαίνεται από τους πίνακες και στις δύο περιπτώσεις οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης επιχείρησης επιτυγχάνουν θετικές αποδόσεις ενώ το αντίθετο συμβαίνει με τους μετόχους της εξαγοράστριας και επομένως δεν εμφανίζονται κέρδη ή απώλειες για τις περιόδους αυτές αφού τα κέρδη των εξαγοραζόμενων αντισταθμίζονται από τις απώλειες των εξαγοραστριών. Πιο συγκεκριμένα και όπως καταλήγει ο Firth (1980), τη στιγμή ανακοίνωσης του συμβάντος (μήνας 0), οι μετοχές των εξαγοραζουσών εταιρειών πραγματοποιούν έκτακτες αρνητικές αποδόσεις - 6,3%, στατιστικά σημαντικές, ενώ οι μετοχές των εξαγοραζόμενων εμφανίζουν θετικές αποδόσεις κατά 28,10%, στατιστικά σημαντικές.

Τα αποτελέσματα αυτά έρχονται να ενισχύσουν την άποψη που τονίσθηκε και στα προηγούμενα ότι οι Ε&Σ δεν υποκινούνται από τα υψηλόβαθμα στελέχη των εξαγοραστριών επιχειρήσεων με αντικειμενικό σκοπό να αυξήσουν τον πλούτο των μετόχων αλλά έχουν ως σκοπό απλά την αύξηση του εταιρικού μεγέθους και κυρίως την επίτευξη ιδίων στόχων. Άλλωστε, έπειτα από εμπειρικές έρευνες που βασίζονται σε δεδομένα που αφορούν στην Βρετανία και τις Η.Π.Α., προκύπτει ότι το ύψος των αποδοχών των υψηλόβαθμων στελεχών είναι στενά συνδεδεμένο με το μέγεθος της επιχείρησης και τα

περιουσιακά στοιχεία που αυτή κατέχει και όχι τόσο με την κερδοφορία της επιχείρησης. Είναι επομένως λογικό να υποθέσει κανείς ότι βασικό κίνητρο για τις Ε&Σ ενδέχεται να είναι η αύξηση του μεγέθους μιας επιχείρησης.

### **3.4.2 Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΩΝ PETER DODD ΚΑΙ RICHARD RUBACK**

Οι μελετητές Peter Dodd και Richard Ruback<sup>32</sup> (1977) ασχολήθηκαν με περιπτώσεις εξαγορών δια δημόσιας προσφοράς (tender offer) στις Η.Π.Α. Το δείγμα τους αποτελείται από 172 επιχειρήσεις-εξαγοραστές, από τις οποίες 124 μόνο κάνουν επιτυχημένες εξαγορές. Περιλαμβάνει επίσης και 172 περιπτώσεις επιχειρήσεων-στόχων, από τις οποίες μόνο 136 γίνονται δέκτες πετυχημένων προσφορών.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα τους οι μέτοχοι των αγοραζουσών εταιρειών εμφανίζουν θετικές έκτακτες αποδόσεις πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς, δηλαδή από 60 μέχρι 1 μήνα πριν το συμβάν. Αντίθετα οι μέτοχοι της εταιρείας-στόχου εμφανίζουν κανονικές αποδόσεις κατά την ίδια περίοδο.

Τον πρώτο μήνα της επίσημης ανακοίνωσης του συμβάντος (μήνας 0) όμως το σκηνικό αλλάζει και οι μέτοχοι της εταιρείας-στόχος εμφανίζουν μεγαλύτερες αποδόσεις. Συγκεκριμένα οι μετοχές της εταιρείας-στόχου εμφανίζουν θετικές αποδόσεις που φθάνουν το 20,58% στις περιπτώσεις όπου η εξαγορά κρίνεται τελικά επιτυχημένη και 18,96% στις περιπτώσεις μη επιτυχημένης εξαγοράς. Αντίθετα οι μετοχές της αγοράζουσας εμφανίζουν έκτακτες αποδόσεις 2,83 % σε περιπτώσεις επιτυχημένων εξαγορών και ακόμα λιγότερο, 0,58%, σε περιπτώσεις αποτυχημένων εξαγορών αντίστοιχα. Τα αποτελέσματα αυτά εμφανίζονται συγκεντρωτικά στον παρακάτω πίνακα 3.7.

---

<sup>32</sup> Dodd P. R., R. Ruback, "Tender Offers And Stockholders Returns, An Empirical Analysis", Journal Of Financial Economics 5, December 1977, 351-373

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.7  
ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ P. DODD ΚΑΙ R.RUBACK

ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ	ΑΓΟΡΑΖΟΥΣΑ		ΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΗ	
	ΠΕΤΥΧΗΜΕΝΗ	ΜΗ ΠΕΤΥΧΗΜΕΝΗ	ΠΕΤΥΧΗΜΕΝΗ	ΜΗ ΠΕΤΥΧΗΜΕΝΗ
0 ΜΗΝΑΣ	2,83	0,58	20,58	18,96
	(2,16)	(1,19)	(25,81)	(12,41)

Στην έρευνα τους οι Dodd και Ruback υπολογίζουν ως μήνα 0 τον μήνα κατά στον οποίο γίνεται η επίσημη ανακοίνωση για την πρόταση εξαγοράς. Αντίθετα, διάφορες μελέτες όπως αυτές του Mandelker (1974), Ellert (1976), Langtieg (1978) χρησιμοποιούν ως ημερομηνία ανακοίνωσης την ημέρα της επίσημης αποδοχής της προσφοράς εξαγοράς από τους μετόχους της εταιρείας-στόχου. Με αυτόν τον τρόπο όμως οι μελέτες αυτές δεν ενσωματώνουν στο υπόδειγμα τους την ακριβή επιρροή του συμβάντος μετά την ανακοίνωση του.

### 3.4.3 Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΟΥ PETER DODD

Στην μελέτη του αυτή ο Peter Dodd<sup>33</sup> (1980) κάνει αναφορά στο δικαίωμα άσκησης βέτο που έχουν τα υψηλόβαθμα στελέχη κατά την προώθηση μιας πρότασης εξαγοράς προς τους μετόχους της επιχείρησης. Μια πρόταση εξαγοράς πρέπει πρώτα να πάρει την έγκριση από τα υψηλόβαθμα στελέχη της επιχείρησης-στόχου και έπειτα αυτοί προωθούν την πρόταση και στους μετόχους. Επομένως οι μέτοχοι δεν έχουν την ευκαιρία να ψηφίσουν για εξαγορές οι οποίες δεν προωθούνται σε αυτούς από τα στελέχη της επιχείρησης τους.

Σύμφωνα με την μελέτη αυτή, η τιμή προσφοράς σε μια εξαγορά είναι συνήθως πιο υψηλή από αυτή που επικρατεί στην αγορά. Η άρνηση επομένως των στελεχών μιας πρότασης στην ουσία σημαίνει άρνηση πώλησης των μετοχών των ιδιοκτητών σε υψηλότερη τιμή από αυτή της αγοράς. Ωστόσο σε ορισμένες

<sup>33</sup> Dodd P. R., “ Merger Proposals, Management Discretion And Stockholder Wealth ”, Journal Of Financial Economics 8, 1980, 105-137

περιπτώσεις βέβαια η αρχική άρνηση αποδοχής μια πρότασης εξαγοράς από τα στελέχη έχει ως σκοπό να αυξήσει παραπάνω την τιμή προσφοράς και να επωφεληθούν έτσι εν τέλει οι μέτοχοι. Είναι φανερό ότι η παραπάνω διαδικασία δε λαμβάνει χώρα στην περίπτωση μιας εξαγοράς μέσω δημόσιας προσφοράς καθώς στη περίπτωση αυτή η πρόταση εξαγοράς γίνεται κατευθείαν στους μετόχους.

Ορισμένες από τις έρευνες μελετητών, όπως προαναφέρθηκε στην προηγούμενη ενότητα, χρησιμοποιούν ως ημέρα ανακοίνωσης του γεγονότος αυτήν ακριβώς την ημερομηνία τελικής αποδοχής μιας πρότασης από τους μετόχους. Η ημερομηνία αυτή είναι βέβαια μεταγενέστερη της ημερομηνίας έναρξης των διαπραγματεύσεων, η οποία ημερομηνία έναρξης των διαπραγματεύσεων είναι κριτικής σημασίας για την αντίδραση της αγοράς στο γεγονός.

Η έρευνα του Dodd περιλαμβάνει 151 περιπτώσεις προσφορών στις Η.Π.Α και καλύπτει χρονική περίοδο 7 χρόνων με λήξη τον Δεκέμβριο του 1977, από τις οποίες 71 τελικά πραγματοποιήθηκαν ενώ 80 ακυρώθηκαν στην τελική ανακοίνωση.

Όπως φαίνεται από τα αποτελέσματα της έρευνας η τελική αποδοχή από τους μετόχους επηρεάζει ελάχιστα την αξία των μετοχών τόσο της υποψήφιας εξαγοράστριας όσο και της εξαγοραζόμενης. Οι μέτοχοι της εταιρείας – στόχου πραγματοποιούν μεγάλες θετικές αποδόσεις κατά την ανακοίνωση μιας πρότασης εξαγοράς, ανεξάρτητα από την τελική έκβαση της πρότασης. Είτε ολοκληρωθεί δηλαδή μια πρόταση εξαγοράς είτε όχι οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου θα κερδίσουν περίπου 13% έκτακτες αποδόσεις κατά την πρώτη δημόσια ανακοίνωση της προσφοράς (-1,0). Το ακριβές ποσοστό είναι 13,41 σε περίπτωση ολοκλήρωσης της προσφοράς και 12,73 στην αντίθετη περίπτωση. Οι μέτοχοι επομένως της εξαγοραζόμενης εμφανίζουν θετικές αποδόσεις πάντα. Τα αντίστοιχα ποσοστά για τους μετόχους της αγοράστριας είναι -1,09 και -1,23 % και εμφανίζονται στον πίνακα 3.8.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.8**  
**ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ P.DODD**

	ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΗ ΠΡΟΣΦΟΡΑ	ΜΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΗ ΠΡΟΣΦΟΡΑ
ΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	13,41%	12,73%
ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ	-1,09%	-1,23%

#### **3.4.4 Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΟΥ PAUL H. MALATESTA**

Μια ακόμη έρευνα σχετικά με την αποδοτικότητα των Ε&Σ είναι αυτή του Malatesta (1983)<sup>34</sup>. Σύμφωνα με το συγκεκριμένο ερευνητή η καταλληλότερη μέθοδος για τον υπολογισμό του οφέλους που αποκομίζουν οι μέτοχοι των επιχειρήσεων είναι η έκτακτη απόδοση εκφρασμένη σε δολάρια (abnormal dollar return). Η μέθοδος αυτή αποτελεί έναν δείκτη της αποδοτικότητας μιας επένδυσης και μετράει τις έκτακτες αποδόσεις της συγκεκριμένης επενδυτικής στρατηγικής: της αγοράς και συντήρησης μιας επιχείρησης.

Ο Malatesta για την έρευνα του χρησιμοποιεί συγχωνεύσεις που έλαβαν χώρα την χρονική περίοδο 1969-1974 και περιλαμβάνει περιπτώσεις 256 επιχειρήσεων–επενδυτών και 85 επιχειρήσεων–στόχων. Ακολουθώντας τη μέθοδο αυτή η μακροχρόνια απόδοση των γεγονότων που οδηγούν τελικά σε μια συγχώνευση είναι σημαντικά αρνητική για την επιχείρηση – επενδυτή και αρνητική επίσης, αλλά όχι σημαντική, για την επιχείρηση – στόχο.

Ο Malatesta κάνει τρεις υποθέσεις που αφορούν τις συγχωνεύσεις: την υπόθεση της μεγιστοποίησης της αξίας (value-maximizing hypothesis), την υπόθεση της μεγιστοποίησης του μεγέθους (size-maximizing hypothesis) και τέλος την υπόθεση της βελτιωμένης διοίκησης (improved-management hypothesis). Στην συνέχεια κάνει εμπειρική έρευνα προκειμένου να εκτιμήσει εάν η απόφαση για την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης συμπίπτει με την υπόθεση μεγιστοποίησης της αξίας και αν όχι σε ποία υπόθεση από τις υπόλοιπες δύο υποθέσεις εμπίπτει. Για να το επιτύχει αυτό υπολογίζει τις αλλαγές με την πάροδο του χρόνου στην τιμή των μετοχών χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα αγοράς. Εκτός από την έκτακτη απόδοση εκφρασμένη σε δολάρια

<sup>34</sup> Maltesta P. H., “ The Wealth Effect of Merger Activity and The Objective Functions of Merging Firms”, Journal of Financial Economics 11, 1983, 155-181

υπολογίζει και αυτό που οι περισσότεροι μελετητές υπολογίζουν, τον ρυθμό έκτακτης απόδοσης (abnormal rate of return). Το μέγεθος δε αυτής της απόδοσης εξαρτάται και από το μέγεθος της επιχείρησης, με τις μικρότερες να πραγματοποιούν και μεγαλύτερες απώλειες. Αντίθετα, για τις μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις οι απώλειες είναι αμελητέες.

Η ανάλυση της τελευταίας αυτής μεθόδου φανερώνει ότι οι μετοχές της αγοράζουσας επιχείρησης πραγματοποιούν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις μετά την συγχώνευση, με τις έκτακτες αποδόσεις να είναι τον μήνα 0 στο 0,9% και για τους 6 μήνες που ακολουθούν να μειώνονται συνολικά στο -5,4%. Τα αντίστοιχα ποσοστά για τις αγοραζόμενες τον μήνα 0 ανέρχονται σε 16,8% και 6 μήνες αργότερα ανέρχονται στο 7%.

Για το δείγμα των αγοραζουσών επιχειρήσεων οι συνολικές μέσες δολαριακές έκτακτες αποδόσεις (cumulative per-firm abnormal dollar return) για τον 60<sup>ο</sup> μήνα πριν (-60) την συγχώνευση μέχρι τον μήνα 0 είναι -111,17 εκατ. δολάρια. Το αντίστοιχο ποσό για τις αγοραζόμενες είναι -9,42 εκατ. δολάρια. Τους 4 τελευταίους μήνες πριν τον μήνα 0, (-4 - 0), το ποσό αυτό μειώνεται στα -27,65 εκατ.δολάρια για τις αγοραζουσες και ανέρχεται στα 19,67εκατ.δολάρια για τις αγοραζόμενες.

### 3.4.5 Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΟΥ PAUL ASQUITH

Ο Asquith<sup>35</sup> (1983) σε σχετική μελέτη του περιλαμβάνει περιπτώσεις πετυχημένων και μη συγχωνεύσεων, με εταιρείες-στόχους εισηγμένες στο χρηματιστήριο Νέας Υόρκης. Η πετυχημένες συγχωνεύσεις αφορούν την χρονική περίοδο 1962-1976 ενώ οι αποτυχημένες τις χρονικές περιόδους 1962-63, 1967-68, 1974-75.

Η μελέτη του Asquith επίσης ερευνά δυο ημερομηνίες του συμβάντος: την ημέρα ανακοίνωσης (press date), κατά την οποία ανακοινώνεται δημόσια για πρώτη φορά η προσφορά και η ημέρα αποτελέσματος (outcome date), κατά την οποία ο τύπος ανακοινώνει την τελική έκβαση της πρότασης. Επίσης μετριούνται οι αποδόσεις για τις περιόδους πριν και μετά τις ημερομηνίες αυτές.

---

<sup>35</sup> Asquith P., "Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns", Journal of Financial Economics 11, 1983, 51-83

Συνολικά καλύπτονται 480 ημέρες πριν και 240 ημέρες μετά την ημερομηνία προσφοράς.

Με τον τρόπο αυτό ο Asquith έρχεται να καλύψει κενά προηγούμενων μελετών ( Mandelker 1974, Ellert 1976, Dodd 1980) οι οποίες δεν λαμβάνουν υπ όψιν τους την συνολική διαδικασία μιας συγχώνευσης και την αντίδραση της αγοράς σε αυτήν, από την αρχή δηλαδή της διαδικασίας προσφοράς μέχρι την τελική έκβαση της.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας οι έκτακτες αποδόσεις που πραγματοποιούνται για την εξαγοραζόμενη επιχείρηση τη χρονική στιγμή  $t=-1$ , μια ημέρα δηλαδή πριν την ανακοίνωση της προσφοράς είναι 3,5% ενώ την ημέρα  $t=0$  είναι 2,7 %. Η μεγαλύτερη απόδοση την ημέρα  $t=-1$  οφείλεται στην χρονική στιγμή που θα γίνει η ανακοίνωση, πριν δηλαδή ή μετά το κλείσιμο του χρηματιστηρίου. Γι' αυτό και οι αποδόσεις μετριοούνται για δύο ημέρες και επομένως η συνολική απόδοση θα είναι  $3,5+2,7=6,2\%$ . Για την αγοράζουσα οι αντίστοιχες αποδόσεις είναι 0,7% και  $-0,5\%$ , σύνολο 0,2%. Αυτά τα ποσοστά ισχύουν σε περιπτώσεις επιτυχημένων συγχωνεύσεων. Συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα για όλες τις περιόδους εμφανίζονται στον παρακάτω πίνακα 3.9.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.9  
ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ ΤΟΥ Ρ. ASQUITH

		ΠΡΟ- ΑΝΑΚ/ΣΗΣ	ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚ/ΣΗΣ	ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕ ΣΜΑΤΟΣ	ΜΕΤΑ- ΑΠΟΤΕΛΕΣ ΜΑΤΟΣ
ΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΗ	ΕΠΙΤΥΧΗ ΜΕΝΗ	-14,1	<b>6,2</b>	8	1,3	
	ΑΠΟΤΥΧ ΗΜΕΝΗ	-10,5	7	-8,1	-6,4	-8,7
ΑΓΟΡΑΖΟΥΣΑ	ΕΠΙΤΥΧΗ ΜΕΝΗ	14,3	<b>0,2</b>	-0,5	0,2	-7,2
	ΑΠΟΤΥΧ ΗΜΕΝΗ	2,2	0,5	-6,2	-0,2	-9,6

### 3.4.6 Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΩΝ JULIAN R. FRANKS, ROBERT S. HARRIS

Οι ερευνητές Franks και Harris<sup>36</sup> (1989) χρησιμοποιούν για την έρευνα τους δείγμα που αποτελείται από 1898 επιχειρήσεις-στόχους και 1058 επιχειρήσεις-επενδυτές για πάνω από 1800 εξαγορές που έλαβαν χώρα την περίοδο 1955-1985 στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Τα συμπεράσματα παρόμοιας έρευνας των Jensen, Ruback (1983) για τις Η.Π.Α φανερώνουν ότι οι μέτοχοι των επιχειρήσεων-στόχων κερδίζουν καθώς και οι μέτοχοι των επιχειρήσεων-επενδυτών κερδίζουν επίσης ή τουλάχιστον δεν χάνουν. Αποτελέσματα όμως σχετικών μελετών που αφορούν το Ηνωμένο Βασίλειο δείχνουν ότι τα όποια κέρδη των αγοραζόμενων αντισταθμίζονται από τις απώλειες των αγοράζουσων (Firth 1979,1980). Η συγκεκριμένη έρευνα προσπαθεί να κάνει και μια σύγκριση των αποτελεσμάτων των δύο χωρών, πέρα από την έρευνα των αποδόσεων των εξαγορών στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Για την ανάλυση τους χρησιμοποιούν την μέθοδο της ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων (event study analysis) ή αλλιώς των έκτακτων αποδόσεων. Τα αποτελέσματα φαίνονται στον παρακάτω πίνακα 3.10.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.10  
ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ J. FRANK ΚΑΙ R. HARRIS

	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΣΤΟΧΟΣ	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ
<b>ΜΗΝΑΣ 0</b>	23,3 (60,60)	1 (2,30)
<b>ΜΗΝΑΣ -4 μέχρι +1(6 μήνες)</b>	29,7 (31,50)	7,9 (7,50)

Όπως φαίνεται από τον παραπάνω πίνακα οι μέτοχοι της επιχείρησης- στόχος κερδίζουν θετικές έκτακτες αποδόσεις τον μήνα 0 που ανέρχονται σε 23,3%. Επειδή υπάρχει η πιθανότητα διαρροής πληροφοριών πριν τον μήνα 0 οι Franks&Harris υπολογίζουν και τις αποδόσεις για ένα δάμηνο πριν. Οι αποδόσεις για την περίοδο αυτή είναι πιο υψηλές φτάνοντας 29,7%.

<sup>36</sup> Franks J. R., R. S. Harris, "Shareholder Wealth Effects Of Corporate Takeovers : The U.K. Experience 1955-1985, Journal of Financial Economics 23, 1989, 225-249



Τα αποτελέσματα για την επιχείρηση–επενδυτή δεν είναι το ίδιο ευχάριστα καθώς οι έκτακτες αποδόσεις τον μήνα 0 είναι μεν θετικές αλλά ασήμαντες που φθάνουν μόλις το 1%. Πιο υψηλές είναι για την περίοδο πριν το συμβάν και αγγίζουν το 7,9%. Από την στιγμή που τα αποτελέσματα δεν φανερώνουν αρνητικές αποδόσεις ούτε για τον στόχο αλλά ούτε για τον επενδυτή μπορούμε να πούμε ότι οι συγχωνεύσεις προκαλούν κέρδος στους μετόχους.

Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα αυτά με τα αποτελέσματα προηγούμενων μελετών παρατηρείται ότι είναι όμοια με αυτά των Franks, Broyles, Hecht (1977). Δεν είναι όμως όμοια με αυτά του Franks (1979,1980) ο οποίος βρήκε υψηλότερες αποδόσεις για τις επιχειρήσεις – στόχους (28,10% αντί 23,3%). Περισσότερο αξιοσημείωτα είναι όμως τα αποτελέσματα για τις επιχειρήσεις-επενδυτές για τις οποίες ο Firth καταλήγει ότι αντιμετωπίζουν αρνητικές αποδόσεις στατιστικά σημαντικές που φθάνουν το -6,3%.

Χρησιμοποιώντας μη δημοσιευμένα στοιχεία από έρευνα των Franks και Harris (1987) ο παρακάτω πίνακας 3.11 παρουσιάζει συγκεντρωτικά μια άμεση σύγκριση ανάμεσα σε Η.Π.Α. και Ηνωμ. Βασίλειο

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.11  
ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ Η.Π.Α. – ΗΝ.ΒΑΣΙΛΕΙΟ

	ΜΗΝΑΣ 0		ΜΗΝΑΣ –4	
	Ην.Βασίλειο	Η.Π.Α.	Ην.Βασίλειο	Η.Π.Α.
	<b>ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ - ΣΤΟΧΟΣ</b>			
Ε&Σ δια Δημόσιας Προσφοράς	24	23,3	30,1	34,9
Άλλες	14,8	14,7	20	20,7
	<b>ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ - ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ</b>			
Ε&Σ δια Δημόσιας Προσφοράς	1,2	1	8	0,7
Άλλες	-3,6	0,1	5,2	1,5

Τα αποτελέσματα που αφορούν την επιχείρηση-στόχο δείχνουν ότι οι αποδόσεις είναι σχεδόν παρόμοιες και για τις δύο χώρες. Επίσης τα κέρδη εμφανίζονται υψηλότερα στην περίπτωση των δημόσιων προσφορών.

Σε ότι αφορά τις επιχειρήσεις – επενδυτές τα αποτελέσματα των δημόσιων προσφορών εμφανίζονται και πάλι ευνοϊκότερα απ ότι στις άλλες περιπτώσεις. Οι αποδόσεις τους είναι βέβαια κατά πολύ χαμηλότερες από αυτές των επιχειρήσεων-στόχων.

### **3.4.7 Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΩΝ JULIAN FRANKS, ROBERT HARRIS, SHERIDAN TITMAN**

Οι ερευνητές Franks, Harris & Titman<sup>37</sup> (1991) μελετούν 399 περιπτώσεις εξαγορών για την περίοδο Ιανουαρίου 1975 μέχρι Δεκεμβρίου 1984 στις Η.Π.Α. Εφ όσον σκοπός τους είναι ο προσδιορισμός της απόδοσης μετά το γεγονός μιας εξαγοράς η ημερομηνία κλειδί είναι η ημέρα της τελευταίας προσφοράς από τον μοναδικό εξαγοραστή. Οι αποδόσεις υπολογίζονται μηνιαίως ξεκινώντας από τον μήνα μετά την ημερομηνία τελικής προσφοράς. Για την έρευνα τους χρησιμοποιούν σημεία αναφοράς πολλών παραγόντων (multi-factor benchmarks) προσπαθώντας με αυτόν τον τρόπο να υπερκεράσουν αδυναμίες προηγούμενων ερευνών οι οποίες περιορίζονταν στην επιλογή μεμονωμένων σημείων αναφοράς.

Συμπληρωματικά οι Franks, Harris & Titman μελετούν και υποσύνολα του δείγματος έτσι ώστε να εκτιμήσουν πιθανούς παράγοντες που επηρεάζουν την επίδοση των επιχειρήσεων. Τέτοιοι παράγοντες είναι ο τρόπος πληρωμής της εξαγοράς, το μέγεθος των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, η αντίσταση που ενδέχεται να φέρει η διοίκηση της επιχείρησης - στόχου και τέλος η παρουσία πολλών αγοράστριων εταιρειών. Τα αποτελέσματα των εμπειρικών αυτών μελετών φαίνονται στον παρακάτω πίνακα.

---

<sup>37</sup> Franks J., Harris R., Titman S. “The Postmerger Share – Price Performance of Acquiring Firms”, Journal of Financial Economics 29, 1991, 81-96

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.12  
ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ FRANKS, HARRIS ΚΑΙ TITMAN

	<i>ΕΤΑΙΡΕΙΑ- ΣΤΟΧΟΣ</i>	<i>ΕΤΑΙΡΕΙΑ- ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ</i>
ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ (N=399)	28,04 (22,87)	-1,02 (-1,45)
ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΜΕ ΜΕΤΡΗΤΑ (N=156)	33,78 (16,9)	0,83 (0,68)
ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΜΕ ΜΕΤΟΧΕΣ (N=128)	22,88 (12,04)	-3,15 (-2,79)
ΛΟΙΠΟΙ ΤΡΟΠΟΙ ΠΛΗΡΩΜΗΣ (N=114)	25,81 (10,8)	-1,18 (-0,93)
ΑΝΤΑΓ/ΣΤΙΚΗ ΠΡΟΣΦΟΡΑ (N=93)	39,49 (13,72)	-1,35 (-0,62)
ΜΗ ΑΝΤΙ/ΚΗ ΠΡΟΣΦΟΡΑ (N=306)	24,57 (19,25)	-0,92 (-1,43)
ΜΕ ΑΝΤΙΣΤΑΣΗ (N=101)	35,32 (12,99)	-3,54 (-1,89)
ΧΩΡΙΣ ΑΝΤΙΣΤΑΣΗ (N=298)	25,58 (19,22)	-0,17 (-0,24)

Για το σύνολο του δείγματος οι επιχειρήσεις-στόχοι εμφανίζουν κέρδη 28,04% ύψους κατά την περίοδο ανακοίνωσης. Αντίθετα κατά την ίδια περίοδο οι επιχειρήσεις-επενδυτές δεν εμφανίζουν κέρδη αλλά ούτε και σημαντικές απώλειες. Από τα αποτελέσματα φαίνεται επίσης και ο καθοριστικός ρόλος του τρόπου πληρωμής μιας εξαγοράς. Οι επιχειρήσεις-στόχοι κερδίζουν περισσότερο σε περιπτώσεις πληρωμής με μετρητά ενώ λιγότερα σε περιπτώσεις πληρωμών μέσω μετοχών ή άλλων μεθόδων. Οι απώλειες μάλιστα για τους επενδυτές εμφανίζονται μεγαλύτερες σε περιπτώσεις πληρωμής με μετοχές. Σε περιπτώσεις που υπάρχει ανταγωνισμός ανάμεσα στους δυνητικούς αγοραστές τα κέρδη εμφανίζονται σε σημαντικό βαθμό υψηλότερα για τους αγοραζόμενους ενώ οι απώλειες είναι μεγαλύτερες για τους αγοραστές. Το ίδιο φαινόμενο παρατηρείται και όταν εμφανίζεται αντίσταση από την διοίκηση της επιχείρησης-στόχου καθώς με τον τρόπο αυτό ανεβαίνει το τίμημα εξαγοράς, όπως και στην προηγούμενη περίπτωση. Σε καμία από τις

δύο αυτές τελευταίες περιπτώσεις όμως οι απώλειες των επενδυτών δεν είναι σημαντικές.

#### **3.4.8 Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΩΝ NICKOLAOS G. TRAVLOS, JAMES F. WAEGELEIN**

Η έρευνα των Travlos & Waegelein (1992)<sup>38</sup> έρχεται να δώσει μια πιο συνολική εικόνα για τις έκτακτες αποδόσεις που πραγματοποιούν οι επιχειρήσεις – επενδυτές και τους παράγοντες που τις επηρεάζουν. Διάφορες προηγούμενες μελέτες έχουν ασχοληθεί με την επιρροή στις έκτακτες αποδόσεις διαφόρων παραγόντων όπως της μεθόδου πληρωμής (Asquith 1987, Travlos 1987), της κατοχής μετοχών από την διοίκηση (Lewellen 1985) και τέλος της ύπαρξης μακροχρόνιων σχεδίων επίδοσης (Tehrani 1987). Καμία όμως από αυτές τις μελέτες δεν προχώρησε στην εκτίμηση της συνολικής επιρροής από όλους αυτούς τους παράγοντες μαζί αλλά κάθε μελέτη μελετούσε τον κάθε παράγοντα ξεχωριστά. Η συγκεκριμένη επομένως έρευνα καλύπτει αυτό το κενό, μελετάει δηλαδή την επίδραση στις έκτακτες αποδόσεις των τριών αυτών παραγόντων, χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο πολλαπλής παλινδρόμησης.

Τα στελέχη μιας επιχείρησης-στόχου έχουν συνήθως εσωτερική πληροφόρηση για την πραγματική αξία της επιχείρησης τους και έχοντας πάντα ως γνώμονα το όφελος των μετόχων τους θα επιλέξουν μετρητά σε περίπτωση που πιστεύουν ότι η επιχείρηση τους είναι υποεκτιμημένη και μετοχές στην αντίθετη περίπτωση της υπερεκτίμησης. Έτσι κατά την πρώτη δημόσια ανακοίνωση μιας πρότασης εξαγοράς και σε περιπτώσεις επιλογής μετρητών το αντίκτυπο στις αποδόσεις θα είναι θετικό ενώ σε περιπτώσεις επιλογής μετοχών θα είναι αρνητικό.

Οι Jensen & Meckling (1976) υποστηρίζουν ότι η επίδοση μιας επιχείρησης εξαρτάται από το ποσοστό κατοχής μετοχών από τα υψηλά ιστάμενα στελέχη της επιχείρησης. Σύμφωνα με τον Lewellen (1985), επιχειρήσεις στις οποίες τα στελέχη έχουν ένα μεγάλο ποσοστό των μετοχών, εμφανίζουν μεγαλύτερες

---

<sup>38</sup> Travlos N. G., Waegelein J. F., “Executive Compensation, Method of Payment and Abnormal Returns to Bidding Firms at Takeover Announcements”, *Managerial and Decision Economics* 13, Nov-Dec 1992, 493-501

θετικές αποδόσεις όταν λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις όπως εξαγορές από ότι σε περιπτώσεις μικρού ποσοστού κατοχής των μετοχών της επιχείρησης.

Ο ζήλος που επιδεικνύουν τα υψηλά στελέχη για την πορεία της επιχείρησης τους εξαρτάται και από τον τρόπο με τον οποίο αυτοί αμείβονται. Έτσι στελέχη τα οποία λαμβάνουν έναν τακτικό μηνιαίο μισθό και μπόνους θα ακολουθούν σχέδια με αποδόσεις μικρότερου χρονικού ορίζοντα από ότι στελέχη των οποίων η ανταμοιβή εξαρτάται από πιο μακροχρόνιες αποδόσεις. Έτσι επιχειρήσεις οι οποίες ανταμείβουν τα στελέχη τους με βάση σχέδια μακροχρόνιας επίδοσης θα εμφανίζουν υψηλότερες αποδόσεις κατά την ανακοίνωση μιας πρότασης εξαγοράς απ' ότι άλλες επιχειρήσεις που δεν ακολουθούν παρόμοιο μακροχρόνιο σχεδιασμό δράσης.

Στην παραπάνω έρευνα ελήφθη υπόψη δείγμα αποτελούμενο από 266 επιχειρήσεις από τις οποίες οι 97 ακολουθούσαν μακροχρόνια αλλά και βραχυχρόνια σχέδια επίδοσης ενώ οι υπόλοιπες 169 ακολουθούσαν μόνο βραχυπρόθεσμα. Επίσης οι 83 επιχειρήσεις χρησιμοποίησαν ως μέσο χρηματοδότησης τις μετοχές, οι 163 τα μετρητά ενώ οι υπόλοιπες 20 αποδέχθηκαν έναν συνδυασμό και των δύο. Τέλος η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε είναι αυτή της ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις στις οποίες τα υψηλόβαθμα στελέχη κατέχουν αρκετές μετοχές, αμείβονται με βάση την μακροχρόνια απόδοση, και πληρώνουν τις προτάσεις εξαγοράς με μετοχές εμφανίζουν σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις κατά την ανακοίνωση της πρότασης.

### **3.5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ**

Από τα συμπεράσματα των διαφόρων μελετών που αναφέρθηκαν προηγουμένως είναι εμφανές ότι είναι δύσκολο να καταλήξουμε σε ένα τελικό συμπέρασμα σχετικά με το εάν η απόφαση για την εξαγορά μιας άλλης επιχείρησης βελτιώνει την κερδοφορία της επενδύτριας επιχείρησης. Ο πρωταρχικός σκοπός για την πραγματοποίηση μιας τέτοιας επένδυσης είναι η βελτίωση της συνολικής επίδοσης. Τα εμπειρικά αποτελέσματα διάφορων ερευνών όμως δείχνουν ότι οι εξαγορές δεν επιφέρουν σημαντικά κέρδη στην επενδύτρια εταιρεία μεγαλύτερα από αυτά τα οποία θα πραγματοποιούσε εάν

ακολουθούσε κάποιου άλλου είδους επένδυση. Επιπλέον αυτών, πορίσματα ερευνών που αφορούν την αγοράστρια επιχείρηση αντικρούονται μεταξύ τους καθώς μερικές μελέτες όπως π.χ. Dodd (1980), Firth (1980), Travlos (1984) δείχνουν στατιστικά σημαντικές αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ενώ αντίθετα η έρευνα των Franks & Harris (1989) δείχνει στατιστικά σημαντικές θετικές αποδόσεις και άλλες μελέτες, όπως των Asquith (1983) και Eckbo (1983), δείχνουν μη σημαντικές έκτακτες αποδόσεις.

Προκειμένου επομένως να δικαιολογήσουμε την απόφαση των επιχειρήσεων στο να συνεχίζουν να προβαίνουν σε επενδύσεις μέσω εξαγορών παρουσιάζουμε δύο εναλλακτικά σενάρια: i) οι εξαγορές δε δημιουργούν πρόσθετα κέρδη ii) οι εξαγορές δημιουργούν πρόσθετα κέρδη<sup>39</sup>.

Σε περίπτωση που τα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών είναι ορθά, δεν δημιουργούν δηλαδή οι εξαγορές πρόσθετα οφέλη, γιατί συνεχίζουν να είναι οι εξαγορές δημοφιλής εναλλακτική στρατηγική; Δύο ερμηνείες μπορούν να δοθούν.

*Τα υψηλόβαθμα στελέχη κάνουν λάθη.*

Η επιλογή του κατάλληλου υποψήφιου και της κατάλληλης τιμής είναι περισσότερο τέχνη παρά επιστήμη. Η διοίκηση κάθε επιχείρησης πρέπει να εκτιμήσει σωστά τη συνεισφορά κάθε υποψήφιου στόχου στα μελλοντικά κέρδη της νέας ενοποιημένης επιχειρηματικής μονάδας. Για την σωστή εκτίμηση πρέπει να ληφθούν υπ όψη στοιχεία όπως η ύπαρξη υψηλού κινδύνου, τα κέρδη του παρελθόντος, ο βαθμός συνέπειας των δραστηριοτήτων κ.α. Καθώς υπάρχουν διάφοροι τρόποι για την εκτίμηση των στοιχείων αυτών είναι εύκολο και πιθανό για την διοίκηση να κάνει λάθη.

*Τα υψηλόβαθμα στελέχη ενδέχεται να προωθούν δικά τους συμφέροντα εις βάρος των μετόχων.*

Σε αρκετές περιπτώσεις είναι σύνηθες το φαινόμενο να υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στα υψηλόβαθμα στελέχη που διοικούν μια επιχείρηση και στους μετόχους που κατέχουν την επιχείρηση. Οι μισθοί, τα μπόνους και γενικότερα οι απολαβές των υψηλόβαθμων στελεχών είναι συνήθως

---

<sup>39</sup> Lubatkin M., Mergers and the Performance of the Acquiring Firm, The Academy of Management Review, Vol 8, No 2 ( April 1983

συνδεδεμένα με το μέγεθος της επιχείρησης και όχι με τα κέρδη της. Το ίδιο συμβαίνει και με το γόητρο των στελεχών που πηγάζει περισσότερο από το μέγεθος της επιχείρησης την οποία διοικούν και λιγότερο από την κερδοφορία της. Το μέγεθος βέβαια αποτελεί στοιχείο της επιχείρησης το οποίο μέσω μιας εξαγοράς σίγουρα αυξάνει.

Στην περίπτωση που οι εξαγορές δημιουργούν πρόσθετα οφέλη για την επιχείρηση – επενδυτή υπάρχουν τρεις λόγοι για τους οποίους τα οφέλη αυτά δεν εντοπίστηκαν στις εμπειρικές μελέτες.

*Διοικητικά προβλήματα συνοδεύουν την εξαγορά.*

Πολλά προβλήματα μπορεί να προκύψουν από την συνένωση δύο επιχειρήσεων. Ως πιθανά προβλήματα αναφέρεται η απειλή των απολύσεων λόγω συγχωνεύσεων τμημάτων, τα διαφορετικά στυλ διοίκησης, η αύξηση του μεγέθους και τα προκύπτοντα προβλήματα, η επιβολή εξουσίας στην εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Όλα τα παραπάνω και άλλα ερωτηματικά ενδέχεται να αντιστρέψουν τις ωφέλειες που πηγάζουν από μια συγχώνευση.

*Μεθοδολογικές δυσκολίες εμποδίζουν τον εντοπισμό των ωφελειών.*

Διάφορες εμπειρικές έρευνες που έλαβαν χώρα πριν το 1970 βασίζονταν στην εκτίμηση της επίδοσης μιας επιχείρησης με τη βοήθεια λογιστικών μεγεθών. Η μέθοδος αυτή όμως εμφανίζει μειονεκτήματα και έτσι από 1979 και μετά αναπτύχθηκε το υπόδειγμα CAPM (Capital Asset Pricing Model). Παρ' ότι και το μοντέλο αυτό εμφανίζει ορισμένες αδυναμίες αποτελεί τον καλλίτερο διαθέσιμο δείκτη και την πλέον αποδεκτή λύση για την μελέτη των αποτελεσμάτων των συγχωνεύσεων.

*Συγκεκριμένες στρατηγικές συγχωνεύσεων ωφελούν τους μετόχους των επενδυτών.*

Τα όποια οφέλη προκύπτουν μέσω συνεργιών και τα οποία καρπώνεται η επιχείρηση–επενδυτής εξαρτώνται από τον βαθμό με τον οποίο θα γίνει το “ταίριασμα” συμβατότητας των δύο επιχειρήσεων (corporate fit). Διαφορετικά είδη συγχωνεύσεων δημιουργούν διαφορετικό βαθμό “ταιριάματος”.

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

1. Asquith P., "Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns", *Journal of Financial Economics*, Vol 11, 1983, pages 51-83
2. Dodd P. R., " Merger Proposals, Management Discretion And Stockholder Wealth ", *Journal Of Financial Economics*, Vol 8, 1980, pages 105-137
3. Dodd P. R., R. Ruback, "Tender Offers And Stockholders Returns, An Empirical Analysis", *Journal Of Financial Economics*, Vol 5, December 1977, pages 351-373
4. Firth, M. A., "Takeovers, Shareholder Returns and the Theory of the Firm", *Quarterly Journal Of Economics*, Vol 94, June 1980, pages 235-260
5. Firth, M. A., "The Profitability of Takeovers and Margers", unpublished paper, 1979
6. Franks J. R., R. S. Harris, "Shareholder Wealth Effects Of Corporate Takeovers: The U.K. Experience 1955-1985, *Journal of Financial Economics* Vol 23, 1989, pages 225-249
7. Franks J., Harris R., Titman S. "The Postmerger Share – Price Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol 29, 1991, pages 81-96
8. Lubatkin M., Mergers and the Performance of the Acquiring Firm, *The Academy of Management Review*, Vol 8, No 2 (April 1983), pages 218-225
9. Maltesta P. H., " The Wealth Effect of Merger Activity and The Objective Functions of Merging Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol 11, 1983, pages 155-181
10. Sudarsanam P.S., *The essence of mergers and acquisitions*, Prentice Hall, 1995
11. Travlos N. G., Waegelein J. F., "Executive Compensation, Method of Payment and Abnormal Returns to Bidding Firms at Takeover Announcements", *Managerial and Decision Economics*, Vol 13, Nov-Dec 1992, pages 493-501



**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4**  
**Η ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΠΕΡΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ**

**4.1 ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ**

Ένα από τις βασικά κίνητρα για την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης είναι η επιδίωξη μιας επιχείρησης για απόκτηση μονοπωλιακής δύναμης και τα οφέλη που απορρέουν από αυτήν. Πολλές φορές όμως η απόκτηση μονοπωλιακής δύναμης είναι και το αναπόφευκτο αποτέλεσμα της συγκέντρωσης της παραγωγής σε μια μόνο επιχείρηση που προκύπτει από μια Ε&Σ.

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο οι συνέπειες της μονοπωλιακής διάρθρωσης της αγοράς και ο περιορισμός του ανταγωνισμού δεν είναι προς όφελος των καταναλωτών και της κοινωνίας γενικότερα. Οι συνέπειες αυτές εντοπίζονται στην άνοδο των τιμών λόγω της δύναμης από τη συγκεντρωμένη παραγωγή σε μια μόνο επιχείρηση και ταυτόχρονα η μείωση της παραγωγής σε επίπεδα που δεν ικανοποιούν τις ανάγκες των καταναλωτών. Πολλοί οικονομολόγοι εναντιώνονται σε καταστάσεις μονοπωλίου διότι αυτές αναμένεται παράλληλα να δημιουργούν σπατάλη των πόρων και μη ορθολογική χρήση των σπάνιων πολλές φορές παραγωγικών πόρων. Τα γεγονότα αυτά καθιστούν τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, οι οποίες οδηγούν στην απόκτηση μονοπωλιακής δύναμης και σε νόθευση του ανταγωνισμού, ανεπιθύμητες ενέργειες οι οποίες υποβιβάζουν την κοινωνική ευημερία. Η εφαρμογή κρατικών κανονισμών και συγκεκριμένων νόμων οι οποίοι περιορίζουν ή ακόμα και απαγορεύουν σε ορισμένες περιπτώσεις την πραγματοποίηση εξαγορών κρίνεται αναγκαία προκειμένου να εξαλειφθούν οι παραπάνω αναφερθείσες αρνητικές κοινωνικές συνέπειες.

Οι αρχές ανταγωνισμού έχουν ως βασική τους αρμοδιότητα τον έλεγχο των Ε&Σ. Οι αρχές αυτές δεν ασχολούνται μόνο με τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων αλλά και με τις ενδεχόμενες συνέπειες της συμπεριφοράς αυτής στη δομή της αγοράς και συγκεκριμένα στο βαθμό συγκέντρωσης της δύναμης ως αποτέλεσμα εξαγορών και συγχωνεύσεων, στις αγορές ορισμένων

προϊόντων σε συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές. Επομένως πρέπει να γίνει διάκριση ανάμεσα σε πρακτικές που στοχεύουν στη δομή των κλάδων και σε πρακτικές που αποσκοπούν στην συμπεριφορά αυτών<sup>40</sup>. Έτσι κανονισμοί οι οποίοι στοχεύουν στη διάλυση ενώσεων επιχειρήσεων οι οποίες κατέχουν πολύ υψηλό μερίδιο της αγοράς τους έχουν ως στόχο να μεταβάλλουν τη δομή της αγοράς σε δομή με χαρακτηριστικά που ενισχύουν τον ανταγωνισμό. Στην περίπτωση αυτή ο ρόλος των κανονισμών έχει "θεραπευτικό" χαρακτήρα ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις ενδέχεται να είναι και προληπτικός, όπως γίνεται π.χ. σε απαγορεύσεις Ε&Σ οι οποίες ενέχεται να οδηγήσουν σε υψηλή συγκέντρωση αγοράς. Οι κανονισμοί ενδέχεται να επηρεάσουν και την συμπεριφορά των επιχειρήσεων, συμπεριφορά η οποία μπορεί να προκαλέσει ανεπιθύμητες αλλαγές στην δομή της αγοράς. Η εφαρμογή π.χ. νόμων απαγορευτικών ως προς συμφωνίες επιχειρήσεων για καθορισμό των τιμών επηρεάζει την συμπεριφορά αυτών. Οι οικονομικές πολιτικές που ακολουθούνται μπορούν να αφορούν συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας ή να είναι περισσότερο γενικές<sup>41</sup>. Στην πρώτη περίπτωση οι κανονισμοί επηρεάζουν τις αλλαγές που συμβαίνουν σε ορισμένους κλάδους ενώ στην δεύτερη αναφέρονται στο σύνολο της οικονομίας.

Σκοπός επομένως των παραπάνω κανονισμών ή πολιτικών ενίσχυσης του ανταγωνισμού είναι η προστασία του ανταγωνισμού. Ο ανταγωνισμός αναφέρεται στη σχέση μεταξύ επιχειρήσεων οι οποίες πουλάνε παρόμοια αγαθά ή υπηρεσίες την ίδια χρονική περίοδο και σε αναγνωρίσιμο καταναλωτικό κοινό<sup>42</sup>. Η κάθε επιχείρηση έχει αποφασίσει να προσφέρει τα προϊόντα της στην αγορά, χρησιμοποιώντας τις εγκαταστάσεις παραγωγής και διάθεσης της και έτσι σε κάποια στιγμή θα βρεθεί σε θέση ανταγωνισμού και αντιπαράθεσης με επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην ίδια γεωγραφική αγορά. Οι κανόνες ανταγωνισμού δεν εφαρμόζονται μόνον σε αγορές που διακινούνται υλικά αγαθά αλλά και στην διαρκώς αυξανόμενη αγορά εμπορικών και προσωπικών υπηρεσιών απαραίτητων για την ομαλή λειτουργία μιας σύγχρονης συνεχώς εξελισσόμενης οικονομίας.

Η λειτουργία του ανταγωνισμού στην οικονομική θεωρία έχει μεγάλη διαφορά από αυτήν στην πρακτική εφαρμογή της πραγματικής αγοράς. Όποια και να

---

<sup>40</sup> Caves Richard, *American Industry: Structure, Conduct, Performance*, σελ 88, 1992

<sup>41</sup> DePamphilis Donald, *Mergers Acquisitions and other Restructuring Activities*, σελ 54, 2001

<sup>42</sup> Goyder D. G., *EC Competition Law*, Third Edition, Oxford EC law library, σελ 9

είναι όμως αυτή η διαφορά η παρουσία του ανταγωνισμού επιφέρει σημαντικά πλεονεκτήματα που αφορούν στον τελικό καταναλωτή και στο κοινωνικό γίγνεσθαι.

Τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από την παρουσία ενισχυμένου ανταγωνισμού μπορούν να συνοψισθούν ως εξής: i) εξασφαλίζεται η άριστη κατανομή των πόρων στην παραγωγή προϊόντων που είναι πιο επιθυμητά από τους καταναλωτές. Έτσι μειώνεται και ο κίνδυνος τα αγαθά ή οι υπηρεσίες που παράγονται να μην είναι τα επιθυμητά ή ακόμα να μην είναι επιθυμητά αγαθά στην επιθυμητή για τους καταναλωτές τιμή.

ii) η διαρκής προσπάθεια των επιχειρήσεων σ'ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον για προσαρμογή στις συνεχώς μεταβαλλόμενες ανάγκες και προτιμήσεις των καταναλωτών αποτελεί ένα κίνητρο για τους παραγωγούς να επενδύουν σε έρευνα και ανάπτυξη και να καινοτομούν. Με αυτόν τον τρόπο επιβιώνουν και αναπτύσσονται μακροχρόνια οι επιχειρήσεις οι οποίες υιοθετούν τις απαραίτητες αλλαγές στην κατάλληλη στιγμή.

iii) η προσπάθεια των παραγωγών και πωλητών να κρατήσουν τα κόστη σε χαμηλά επίπεδα και επομένως και τις τιμές λειτουργεί προς όφελος τελικά τον καταναλωτή.

iv) ένα σωστά οργανωμένο σύστημα ενισχυμένου ανταγωνισμού δίνει κατάλληλες ευκαιρίες σε μικρού και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις, οι οποίες θα αποτελέσουν σε βάθος χρόνου την πηγή νέων θέσεων εργασίας καθώς και τη δυνατότητα σε νέους επιχειρηματίες να ξεκινήσουν τις δικές τους νέες επιχειρηματικές δραστηριότητες.

Ο νόμος περί προστασίας του ανταγωνισμού μπορεί να αντιμετωπίσει τις συνέπειες που προκύπτουν από μια αγορά η οποία κυριαρχείται από μια μοναδική επιχείρηση η οποία διαθέτει χαρακτηριστικά μονοπωλίου με διάφορους τρόπους οι οποίοι υπαγορεύονται από την αντί-μονοπωλιακή νομοθεσία όπως π.χ. έλεγχος επί των τιμών και επί των κερδών. Στην προσπάθεια των επίσημων αρχών να προστατευθεί ο ανταγωνισμός και να εμποδιστεί η καταχρηστική απόκτηση δύναμης αγοράς από λίγες μόνο επιχειρήσεις θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή.

Η παραδοσιακή σχολή οικονομολόγων προτείνει παρέμβαση με δύο τρόπους: η πρώτη μέθοδος, σύμφωνα με το πρώτο μέρος του Sherman Act των Η.Π.Α., με

το άρθρο 85 της συνθήκης της Ρώμης ( αργότερα άρθρο 81 με την συνθήκη του Άμστερνταμ) και τέλος με τις περιοριστικές πράξεις εμπορίου 1976 και 1977 (Restrictive Trade Practices Acts) του Ηνωμένου Βασιλείου, εμποδίζει τον περιορισμό του ανταγωνισμού που προέρχεται από συμφωνίες ή εναρμονισμένες πρακτικές επιχειρήσεων καθιστώντας αυτές ανεφάρμοστες και επιβάλλοντας ποινές σε όσους συμμετέχουν σε αυτές. Η δεύτερη μέθοδος, σύμφωνα με το δεύτερο μέρος του Sherman Act και το έβδομο του Clayton Act των Η.Π.Α., με το άρθρο 86 της συνθήκης της Ρώμης (αργότερα άρθρο 82) και το Fair Trading Act του Ηνωμένου Βασιλείου, στοχεύει στο να εμποδιστεί η απόκτηση υπέρμετρης δύναμης από τις επιχειρήσεις μέσω εξαγορών ή μονοπώλησης της αγοράς ή μέσω κατάχρησης της δεσπόζουσας θέσης.

Στην συνέχεια παρουσιάζονται συνοπτικά οι σχετικές πρακτικές και η αντί-μονοπωλιακή νομοθεσία που ακολουθείται από την Ευρωπαϊκή Ένωση και την Ελλάδα.

## **4.2 ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΈΝΩΣΗ**

### **4.2.1 Η ΣΥΝΘΗΚΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΟΙΝΟΤΗΤΑΣ (ΣΥΝΘΕΚ)**

Για την εγκαθίδρυση της κοινής αγοράς ή της ενιαίας αγοράς αναγκαία είναι η κατοχύρωση ανόθευτου και ελεύθερου ανταγωνισμού. Οι δύο βασικοί στύλοι του δικαίου του ανταγωνισμού στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα είναι τα άρθρα 85 και 86 της συνθήκης της Ρώμης η οποία υπογράφηκε στις 25 Μαρτίου 1957 και είναι γνωστή και ως Συνθήκη της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας. Η συνθήκη αυτή μετονομάστηκε, από τη συνθήκη του Μάστριχτ το 1992, σε συνθήκη της Ευρωπαϊκής Κοινότητας (ΣυνθΕΚ). Η συνθήκη αυτή περιέχει τους κανόνες ανταγωνισμού οι οποίοι από το 1962 και μετά, με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο το οποίο εντάχθηκε στην Κοινότητα το 1973, ασκούν σημαντική επίδραση στην δραστηριότητα των επιχειρήσεων. Επίσης η παραπάνω συνθήκη προβλέπει την εγκαθίδρυση ενός καθεστώτος που εξασφαλίζει συνθήκες ανόθευτου ανταγωνισμού μέσα στην εσωτερική αγορά. Τα δύο αυτά άρθρα αργότερα με την συνθήκη του Άμστερνταμ μετονομάστηκαν σε άρθρα 81 και 82 αντίστοιχα αλλά εξακολουθούν σε αρκετές περιπτώσεις ακόμα να αναφέρονται με την παλιά τους αρίθμηση.

Η νομοθεσία ανταγωνισμού της Ευρωπαϊκής Κοινότητας έχει δύο στόχους: την προώθηση της ολοκλήρωσης-ενοποίησης ανάμεσα στις χώρες-μέλη και την προώθηση του αποτελεσματικού και ανόθευτου ανταγωνισμού ή εναλλακτικά το στόχο της ολοκλήρωσης και τον οικονομικό στόχο αντίστοιχα<sup>43</sup>.

Στο άρθρο 2 της Συνθήκης αναφέρεται ρητά ότι η ολοκλήρωση της αγοράς αποτελεί σημαντικό στόχο της σχετικής νομοθεσίας. Η επιδίωξη του στόχου αυτού άλλωστε επηρεάζει και τις αποφάσεις της Κοινότητας και επεξηγεί και την εχθρική πολλές φορές στάση της σε συμφωνίες και πρακτικές που εμποδίζουν το εμπόριο.

Ο ανόθευτος και ελεύθερος ανταγωνισμός αποτελεί ακρογωνιαίο λίθο της Ευρωπαϊκής Κοινότητας και βρίσκεται στο επίκεντρο του δίκαιου του ανταγωνισμού όπως φαίνεται και από τα δύο άρθρα 85 και 86. Αποτελεσματικός ανταγωνισμός μπορεί να θεωρηθεί η απουσία δύναμης αγοράς, η οποία δύναμη αγοράς είναι η ικανότητα αύξησης της τιμής πάνω από τα ανταγωνιστικά επίπεδα τιμής .

Όπως αναφέρει το άρθρο 85 (81) της Συνθήκης της Ευρωπαϊκής Κοινότητας :

*Άρθρο 85*

*1. Είναι ασυμβίβαστες με την κοινή αγορά και απαγορεύονται όλες οι συμφωνίες μεταξύ επιχειρήσεων, όλες οι αποφάσεις ενώσεων επιχειρήσεων και κάθε εναρμονισμένη πρακτική που δύνανται να επηρεάσουν το εμπόριο μεταξύ κρατών μελών και που να έχουν ως αντικείμενο ή ως αποτέλεσμα την παρεμπόδιση, τον περιορισμό ή τη νόθευση του ανταγωνισμού εντός της κοινής αγοράς και ιδίως εκείνες οι οποίες συνίστανται :*

*α ) στον άμεσο ή έμμεσο καθορισμό των τιμών αγοράς ή πωλήσεως ή άλλων όρων συναλλαγής.*

*β ) στον περιορισμό ή στον έλεγχο της παραγωγής, της διαθέσεως, της τεχνολογικής αναπτύξεως ή των επενδύσεων.*

*γ ) στην κατανομή των αγορών ή των πηγών εφοδιασμού*

---

<sup>43</sup> Bishop S., Walker M., The Economics of E.C Competition Law: Concepts, Application and Measurement, 1999, σελ 3

δ ) στην εφαρμογή άνισων όρων επί ισοδυνάμων παροχών, έναντι των εμπορικώς συναλλασσομένων, με αποτέλεσμα να περιέρχονται αυτοί σε μειονεκτική θέση στον ανταγωνισμό.

ε ) στην εξάρτηση της συνάψεως συμβάσεων από την αποδοχή, εκ μέρους των συναλλασσομένων, πρόσθετων παροχών που εκ φύσεως ή σύμφωνα με τις εμπορικές συνήθειες δεν έχουν σχέση με το αντικείμενο των συμβάσεων αυτών.

2. Οι απαγορευόμενες δυνάμει του παρόντος άρθρου συμφωνίες ή αποφάσεις είναι αυτοδικαίως άκυρες.

1. Οι διατάξεις της παραγράφου 1 δύνανται να κηρυχθούν ανεφάρμοστες:

- σε κάθε συμφωνία ή κατηγορία συμφωνιών μεταξύ επιχειρήσεων,
- σε κάθε απόφαση ή κατηγορία αποφάσεων ενώσεων επιχειρήσεων, και
- σε κάθε εναρμονισμένη πρακτική ή κατηγορία εναρμονισμένων πρακτικών ,

η οποία συμβάλλει στην βελτίωση της παραγωγής ή της διανομής των προϊόντων ή στην προώθηση της τεχνικής ή οικονομικής προόδου, εξασφαλίζοντας συγχρόνως στους καταναλωτές δίκαιο τμήμα από το όφελος που προκύπτει , και η οποία :

α ) δεν επιβάλλει στις ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις περιορισμούς μη απαραίτητους για την επίτευξη των στόχων αυτών και

β ) δεν παρέχει στις επιχειρήσεις αυτές την δυνατότητα καταργήσεως του ανταγωνισμού επί σημαντικού τμήματος των σχετικών προϊόντων.

Άρθρο 86

Είναι ασυμβίβαστη με τη κοινή αγορά και απαγορεύεται, κατά το μέτρο που δύνανται να επηρεάσει το εμπόριο μεταξύ κρατών μελών, η καταχρηστική εκμετάλλευση από μια ή περισσότερες επιχειρήσεις της δεσπόζουσας θέσης τους εντός της κοινής αγοράς ή σημαντικού τμήματος της.

*Η κατάχρηση αυτή δύναται να συνίσταται ιδίως :*

*α ) στην άμεση ή έμμεση επιβολή μη δίκαιων τιμών αγοράς ή πωλήσεως ή άλλων όρων συναλλαγής*

*β ) στον περιορισμό της παραγωγής, της διαθέσεως ή της τεχνολογικής αναπτύξεως επί ζημία των καταναλωτών*

*γ ) στην εφαρμογή ανίσων όρων επί ισοδυνάμων παροχών έναντι των εμπορικώς συναλλασσομένων, με αποτέλεσμα να περιέρχονται αυτοί σε μειονεκτική θέση στον ανταγωνισμό*

*δ ) στην εξάρτηση της συνάψεως συμβάσεων από την αποδοχή, εκ μέρους των συναλλασσομένων, προσθέτων παροχών που εκ φύσεως ή σύμφωνα με τις εμπορικές συνήθειες δεν έχουν σχέση με το αντικείμενο των συμβάσεων αυτών.*

Το άρθρο 85 παρ.1 απαγορεύει πρακτικές επιχειρήσεων που ενδέχεται να περιορίσουν, να παρεμποδίσουν ή να νοθεύσουν τον ανταγωνισμό εντός της κοινής αγοράς. Οι απαγορευμένες αυτές συμφωνίες είναι αυτοδικαίως άκυρες αλλά επιτρέπονται και εξαιρέσεις (παρ 2 και 3 αντίστοιχα). Η Συνθήκη με το άρθρο 86 επίσης δεν απαγορεύει στις επιχειρήσεις να έχουν ή να αποκτήσουν δεσπόζουσα θέση, ούτε απαγορεύει τα μονοπώλια ή ολιγοπώλια καθ' αυτά, απαγορεύει όμως την καταχρηστική εκμετάλλευση της θέσης αυτής, την εκμετάλλευση δηλαδή σε βαθμό που να αποκλείει τον ανταγωνισμό. Παραθέτει ενδεικτικά παραδείγματα τέτοιας κατάχρησης. Μια επιχείρηση έχει δεσπόζουσα θέση με την έννοια του άρθρου 86 όταν κατέχει θέση οικονομικής ισχύος που καθιστά δυνατό να εμποδίσει τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό στην οικεία αγορά και της επιτρέπει να συμπεριφέρεται ανεξάρτητα από τους ανταγωνιστές της, τους πελάτες της και τους καταναλωτές. Το άρθρο 86 δεν επιδέχεται εξαιρέσεις.

Τα κράτη μέλη δεν μπορούν με τις εθνικές τους νομοθεσίες να παραβιάζουν την απεριόριστη και ενιαία εφαρμογή του κοινοτικού δικαίου<sup>44</sup>. Έτσι τα δύο άρθρα δεν αναφέρονται μόνο στις σχέσεις μεταξύ επιχειρήσεων αλλά σε συνδυασμό με το άρθρο 5 ΣυνθΕΚ θεμελιώνουν την υποχρέωση αποχής των κρατών μελών από την λήψη ή διατήρηση οποιωνδήποτε μέτρων που θα μπορούσαν να άρουν την αποτελεσματικότητα των κανόνων ανταγωνισμού.

---

<sup>44</sup> Άρθρο 5 παρ.2 ΣυνθΕΚ.

Γενικά η προστασία του ανταγωνισμού δεν είναι αυτοσκοπός αλλά υπηρετεί το συμφέρον της κοινωνίας και του καταναλωτή. Όπου το συμφέρον αυτών υπηρετείται καλύτερα με τον περιορισμό του ανταγωνισμού ο περιορισμός αυτός δεν απαγορεύεται. Ερμηνεύοντας κανείς τελεολογικά το άρθρο 85 παρ.1 αποκλείει την εφαρμογή του σε περιπτώσεις που η μη εφαρμογή του έχει καλύτερα αποτελέσματα. Αυτός είναι ο κανόνας της λογικής (rule of reason) ο οποίος παίζει βασικό ρόλο στην αντιμονοπωλιακή πολιτική των Η.Π.Α. Αντίθετα, η συνθήκη προβλέπει εξαιρέσεις με την παράγραφο 3.

Το κοινοτικό δίκαιο αφορά τον περιορισμό του ανταγωνισμού εντός της κοινής αγοράς ή ενός σημαντικού τμήματος της, ανεξάρτητα από τον τόπο που εδρεύει η επιχείρηση η οποία νοθεύει τον ανταγωνισμό. Κάτι τέτοιο σημαίνει ότι αποδέκτες των απαγορεύσεων των άρθρων 85 και 86 ενδέχεται να είναι και επιχειρήσεις εγκατεστημένες σε τρίτες χώρες, εφ' όσον αυτές προβαίνουν σε συμπεριφορά που παράγει αντί-ανταγωνιστικά αποτελέσματα εντός της κοινής αγοράς.

#### **4.2.2 ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ 4064/89**

Η ΣυνθΕΚ δεν περιέχει διατάξεις οι οποίες αναφέρονται σε συγκεντρώσεις επιχειρήσεων, η συγχώνευση ή η εξαγορά όμως μιας επιχείρησης από μια άλλη οδηγεί σε αποκλεισμό του ανταγωνισμού. Ο αποκλεισμός αυτός ενδέχεται σε συγκεκριμένες περιπτώσεις να είναι ωφέλιμος για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις και απαραίτητος για την επιβίωση τους. Ενδέχεται επίσης να μην επηρεάζει αρνητικά την παραγωγή και διανομή προϊόντων ή την προώθηση της τεχνικής και οικονομικής προόδου καθώς και να εξασφαλίζει στους καταναλωτές σημαντικό όφελος. Από την άλλη πλευρά όμως υπάρχουν και μεγάλες πιθανότητες ο περιορισμός του ανταγωνισμού να θέτει σε κίνδυνο την αγορά ενός συγκεκριμένου προϊόντος δημιουργώντας μονοπώλιο. Είναι προφανές επομένως ότι άμα δεν υπάρχει προστασία του ανταγωνισμού από την δημιουργία συγχωνεύσεων και εξαγορών η σχετική νομοθεσία δεν είναι πλήρης.

Την ανάγκη για ρύθμιση του προληπτικού ελέγχου Ε&Σ τόνισε η επιτροπή το 1973 όπου και το Δικαστήριο Ευρωπαϊκών κοινοτήτων με την υπόθεση Continental Can υιοθέτησε την θέση ότι το άρθρο 86 ΣυνθΕΟΚ μπορεί να εφαρμοσθεί σε συγκεντρώσεις επιχειρήσεων, όταν μια επιχείρηση αποκτά μια



άλλη που έχει δεσπόζουσα θέση στην αγορά και συνέπεια αυτής της συγκεντρώσεως είναι η ενίσχυση της θέσης της αποκτώμενης επιχείρησης ώστε να εξαλείφεται κάθε ίχνος ανταγωνισμού στη σχετική αγορά.<sup>45</sup>

Χρειάστηκε να περάσουν σχεδόν δύο δεκαετίες πριν βρεθεί συμβιβαστική λύση ανάμεσα στην Κοινότητα και στα κράτη μέλη. Τις αδυναμίες των άρθρων 85 και 86 ΣυνθΕΟΚ ήρε τελικά ο Κανονισμός Συγχωνεύσεων 4064/1989, ο οποίος εισήγαγε ένα συστηματικό έλεγχο των συγκεντρώσεων κοινοτικών διαστάσεων και ο οποίος τροποποιήθηκε με τον Κανονισμό 1310/1997.

Ο ορισμός της συγκέντρωσης δίνεται στο άρθρο 3 παρ.1:

*Συγκέντρωση πραγματοποιείται :*

*α) εφόσον συγχωνεύονται δύο ή περισσότερες προηγουμένως ανεξάρτητες επιχειρήσεις ή*

*β) εφόσον :*

*- ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ελέγχουν ήδη μία τουλάχιστον επιχείρηση, ή*  
*- μία ή περισσότερες επιχειρήσεις αποκτούν, άμεσα ή έμμεσα, με αγορά συμμετοχών στο κεφάλαιο ή στοιχείων του ενεργητικού, με σύμβαση ή με άλλο τρόπο, τον έλεγχο του συνόλου ή τμημάτων μιας ή περισσότερων άλλων επιχειρήσεων.*

Στον κανονισμό αυτό υπάγονται Ε&Σ με κοινοτική σημασία και στις οποίες δεν εφαρμόζονται τα εθνικά δίκαια. Μια συγκέντρωση είναι κοινοτικής σημασίας όταν :

*α ) ο συνολικός κύκλος εργασιών που πραγματοποιούν σε διεθνή κλίμακα όλες οι ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις υπερβαίνει τα πέντε δισεκατομμύρια ECU και*  
*β ) δύο τουλάχιστον από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις πραγματοποιούν, καθεμία χωριστά, εντός της Κοινότητας συνολικό κύκλο εργασιών άνω των 250 εκατομμυρίων ECU, εκτός αν κάθε επιχείρηση πραγματοποιεί άνω των δύο τρίτων του ολικού κοινοτικού κύκλου εργασιών της σε ένα μόνο κράτος μέλος.<sup>46</sup>*

<sup>45</sup> Κουτσούκη Δ. Β. , Δ.Ν. Δικηγόρου, Οι συγκεντρώσεις επιχειρήσεων και η πολιτική ανταγωνισμού"

<sup>46</sup> Άρθρο 1 παρ.2 Κανονισμού 4064/89

Το άρθρο 2 παρ.2 και 3 ορίζουν πότε μια συγκέντρωση είναι συμβατή με την αγορά :

*2 . Οι συγκεντρώσεις που δεν δημιουργούν ούτε ενισχύουν δεσπόζουσα θέση, με αποτέλεσμα να παρακωλύεται σε μεγάλο βαθμό ο ουσιαστικός ανταγωνισμός στην κοινή αγορά ή σε σημαντικό τμήμα της, πρέπει να κηρύσσονται συμβατές με την κοινή αγορά .*

*3 . Οι συγκεντρώσεις που δημιουργούν ή ενισχύουν δεσπόζουσα θέση, με αποτέλεσμα να παρακωλύεται σε σημαντικό βαθμό ο ουσιαστικός ανταγωνισμός στην κοινή αγορά ή σε σημαντικό τμήμα της, πρέπει να κηρύσσονται ασυμβίβαστες με την κοινή αγορά .*

Βασικό χαρακτηριστικό του νέου κανονισμού που αποτελεί και υπεροχή σε σχέση με τα άρθρα 85 και 86 είναι και το σταθερό χρονοδιάγραμμα διαδικασιών που ακολουθείται. Αναφέρεται π.χ. στο άρθρο 4 παρ.1 :

*1. Οι κατά τον παρόντα κανονισμό πράξεις συγκέντρωσης κοινοτικών διαστάσεων πρέπει να κοινοποιούνται στην Επιτροπή το αργότερο μέσα σε μια εβδομάδα από τη σύναψη της συμφωνίας, ή τη δημοσίευση της προσφοράς αγοράς ή ανταλλαγής, ή την απόκτηση συμμετοχής που εξασφαλίζει τον έλεγχο της επιχείρησης . Η προθεσμία αρχίζει να τρέχει από την επέλευση του πρώτου εκ των συμβάντων αυτών.*

### 4.3 ΕΛΛΑΔΑ

Στην Ελλάδα ο έλεγχος συγκεντρώσεων επιχειρήσεων προβλέπεται στις διατάξεις των άρθρων 4 -4 στ του Ν. 703/1977. Ο νόμος θεσπίστηκε από το Ελληνικό Κοινοβούλιο στις 19 Σεπτεμβρίου 1977 και τέθηκε σε εφαρμογή στις 26 Μαρτίου 1978. Η σημερινή μορφή των διατάξεων του ελέγχου συγκεντρώσεων οφείλεται σε μια σειρά τροποποιητικών νόμων όπως 1934/91, 2000/91, 2296/95, 2741/99, 2837/00. Τα άρθρα 1 και 2 είναι τα βασικά της νομοθεσίας και ανταποκρίνονται στα άρθρα 81 και 82 της Συνθήκης. Σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία συγκέντρωση πραγματοποιείται όταν<sup>47</sup> :

- α) συγχωνεύονται με κάθε τρόπο δύο ή περισσότερες, προηγουμένως ανεξάρτητες, επιχειρήσεις.
- β) ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ελέγχουν ήδη τουλάχιστον μία επιχείρηση, ή μία ή περισσότερες επιχειρήσεις, αποκτούν άμεσα ή έμμεσα τον έλεγχο του συνόλου ή τμημάτων μίας ή περισσότερων άλλων επιχειρήσεων.

Ο συγκεκριμένος νόμος δεν αναφέρεται στην έννοια της συγχώνευσης. Ως συγχώνευση εννοείται η πλήρης νομική συγχώνευση που πραγματοποιείται μέσω απορρόφησης άλλης επιχείρησης, η οποία λύεται χωρίς εκκαθάριση και παύει να υπάρχει ή μέσω δημιουργίας νέας επιχείρησης. Η χρήση του όρου συγχώνευση αναφέρεται πλέον σε *ενιαία νομική οντότητα*. Παρ όλα αυτά η Ευρωπαϊκή Επιτροπή νοεί σε ορισμένες περιπτώσεις συγχώνευση ως την συνένωση επιχειρήσεων η οποίες εξακολουθούν όμως να διατηρούν την νομική τους προσωπικότητα ξεχωριστά, δημιουργούν όμως μια ενιαία οικονομική ενότητα.

Συγκεκριμένα το άρθρο 1 αναφέρεται στις απαγορευμένες συμπράξεις<sup>48</sup> :

Άρθρον 1.  
Απαγορευόμεναι συμπράξεις.

*1. Απαγορεύονται πάσαι αι συμφωνίαι μεταξύ επιχειρήσεων, πάσαι αι αποφάσεις ενώσεων επιχειρήσεων και οιασδήποτε μορφής εναρμονισμένη πρακτική επιχειρήσεων, αι οποίαι έχουν ως αντικείμενον ή αποτέλεσμα την*

<sup>47</sup> Άρθρο 4 παρ.2 ν. 703/77

<sup>48</sup> Άρθρο 1 ν. 703/77, όπως τροποποιήθηκε με τα άρθρα 15 ν.2000/91 και 1 παρ. 1 ν.2296/95.

παρακώλυσιν, τον περιορισμόν ή την νόθευσιν του ανταγωνισμού, ιδία δε αι συνιστάμεναι εις:

α) τον άμεσον ή έμμεσον καθορισμόν των τιμών αγοράς ή πωλήσεως ή άλλων όρων συναλλαγής,

β) τον περιορισμόν ή τον έλεγχον της παραγωγής, της διαθέσεως, της τεχνολογικής αναπτύξεως ή των επενδύσεων,

γ) την κατανομήν των αγορών ή των πηγών εφοδιασμού,

δ) την, κατά τρόπο δυσχεραίνοντα την λειτουργίαν του ανταγωνισμού, εφαρμογήν εν τω εμπορίω ανίσων όρων δι' ισοδυνάμους παροχάς, ιδία δε την αδικοιολόγητον άρνησιν πωλήσεως, αγοράς ή άλλης συναλλαγής,

ε) την εξάρτησιν συνάψεως συμβάσεων εκ της παρά των αντισυμβαλλομένων αποδοχής προσθέτων παροχών, αι οποίαι, κατά την φύσιν των ή συμφώνως προς τας εμπορικές συνηθείας, δεν συνδέονται μετά του αντικειμένου των συμβάσεων τούτων.

2. Οι κατά την προηγουμένη παράγραφο απαγορευμένες συμφωνίες και αποφάσεις είναι απόλυτα άκυρες, εκτός εάν ορίζεται διαφορετικά στον παρόντα νόμο.

3. Εμπίπτουσαι εις την παράγραφον 1 του παρόντος άρθρου, συμφωνίαι, αποφάσεις και περιπτώσεις ενηρμονισμένης πρακτικής ή κατηγορίαι τούτων, δύναται να κριθούν, δι' αποφάσεως της Επιτροπής Προστασίας του Ανταγωνισμού, ως εν όλω ή εν μέρει ισχυραί, εφ' όσον πληρούν αθροιστικώς τας κάτωθι προϋποθέσεις:

α) συμβάλλουν, επί ευλόγω συμμετοχή των καταναλωτών εις την προκύπτουσαν ωφέλειαν, εις βελτίωσιν της παραγωγής ή της διανομής των προϊόντων ή εις προώθησιν της τεχνικής ή οικονομικής προόδου,

β) δεν επιβάλλουν εις τας οικείας επιχειρήσεις περιορισμούς πέραν των απολύτως αναγκαίων δια την πραγματοποίησιν των ανωτέρω σκοπών, και

γ) δεν παρέχουν εις τας επιχειρήσεις ταύτας την δυνατότητα καταργήσεως του ανταγωνισμού εις σημαντικόν τμήμα της οικείας αγοράς.

Οι απαγορεύσεις του άρθρου αυτού αφορούν τόσο οριζόντιες όσο και κάθετες συμφωνίες. Οι εξαιρέσεις που προβλέπει ο νόμος είναι όμοιες με αυτές που προβλέπονται από το άρθρο 85(81) παρ. 3 της ΣυνθΕΚ.

Το άρθρο 2 αναφέρεται στην κατάχρηση της δεσπόζουσας θέσης<sup>49</sup> :

## **Άρθρον 2.**

### **Καταχρηστική εκμετάλλευσις δεσποζούσης θέσεως.**

*Απαγορεύεται η υπό μιας ή περισσοτέρων επιχειρήσεων καταχρηστική εκμετάλλευσις της δεσποζούσης θέσεως αυτών επί του συνόλου ή μέρους της αγοράς της χώρας. Η καταχρηστική αύτη εκμετάλλευσις δύναται να συνίσταται ιδία:*

*α) εις τον άμεσον ή έμμεσον εξαναγκασμόν προς καθορισμόν είτε των τιμών αγοράς ή πωλήσεως είτε άλλων μη ευλόγων όρων συναλλαγής,*

*β) εις τον περιορισμόν της παραγωγής, της καταναλώσεως ή της τεχνολογικής αναπτύξεως, επι ζημία των καταναλωτών,*

*γ) εις την εφαρμογήν ανίσων όρων δι' ισοδυνάμους παροχάς, ιδία εις την αδικαιολόγητον άρνησιν πωλήσεων, αγορών ή άλλων συναλλαγών, κατά τρόπον ώστε επιχειρήσεις τινές να τίθενται εις μειονεκτικήν εν τω ανταγωνισμώ θέσιν,*

*δ) εις την εξάρτησιν της συνάψεως συμβάσεων εκ της παρά των αντισυμβαλλομένων*

*αποδοχής προσθέτων αροχών, ή συνάψεως προσθέτων συμβάσεων αι οποιαι, κατά την φύσιν των ή συμφώνως προς τας εμπορικής συνηθείας, δεν συνδέονται μετά του αντικειμένου των συμβάσεων τούτων.*

Τα αρμόδια όργανα για την εφαρμογή του νόμου στην Ελλάδα είναι η Επιτροπή Ανταγωνισμού και ο Υπουργός Ανάπτυξης. Η Επιτροπή Ανταγωνισμού είναι μια Ανεξάρτητη Αρχή υπό την εποπτεία του Υπουργού Ανάπτυξης. Ο πρόεδρος της Επιτροπής επιβλέπει την εκτέλεση των αποφάσεων της Επιτροπής και συντονίζει της δραστηριότητες της. Κάθε συγκέντρωση πρέπει να γνωστοποιείται στην Επιτροπή Ανταγωνισμού μέσα σε δέκα εργάσιμες ημέρες από την σύναψη της συμφωνίας ή τη δημοσίευση της προσφοράς ή ανταλλαγής ή την απόκτηση συμμετοχής. Οι υπόχρεοι σε γνωστοποίηση, αμέσως μετά την γνωστοποίηση, υποχρεούνται να δημοσιεύσουν τη συγκέντρωση σε μία ημερήσια οικονομική εφημερίδα πανελλαδικής κυκλοφορίας, με έξοδά τους. Σε

<sup>49</sup> Άρθρο 2 ν.703/77. Είχε τροποποιηθεί με το άρθρο 16 ν. 2000/91 και επανήλθε στην αρχική του μορφή με το άρθρο 1 παρ. 2 ν. 2296/95 .

περίπτωση υπαίτιας παράβασης της υποχρέωσης τους αυτής η Επιτροπή Ανταγωνισμού επιβάλλει στον καθένα από τους υπόχρεους προς γνωστοποίηση πρόστιμο ύψους τουλάχιστον πέντε εκατομμυρίων (5.000.000) δρχ. ή 14670 €, το οποίο δεν υπερβαίνει το επτά τοις εκατό (7%) του συνολικού κύκλου εργασιών.

#### **4.4 ΕΠΙΛΟΓΟΣ**

Ως επίλογο μπορούμε να αναφέρουμε ότι η πολιτική ανταγωνισμού στην Ευρωπαϊκή Ένωση δεν αποτελεί αυτοσκοπό αλλά ένα εργαλείο για την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς. Θα πρέπει να επικεντρώνεται στην αντιμετώπιση εκείνων των αδυναμιών της αγοράς που απαιτούν δημόσια παρέμβαση. Με αυτόν τον τρόπο θα γίνουν πραγματικότητα δύο βασικοί στόχοι: i) να γίνει η Ευρώπη η πιο δυναμική και ανταγωνιστική οικονομία δηλαδή να επιτευχθεί ο στόχος της Λισσαβόνας. Αυτό θα επιτευχθεί εφαρμόζοντας την αντιμονοπωλιακή νομοθεσία και τους κανόνες συγκεντρώσεων αλλά και τον έλεγχο των κρατικών ενισχύσεων. ii) να προστατεύεται αποτελεσματικά ο ανταγωνισμός στην διευρυμένη Ευρωπαϊκή Ένωση. Η διαρκής διεύρυνση των μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης καθιστά αναγκαίο οι όποιες υποθέσεις ανταγωνισμού προκύπτουν να εξετάζονται στο κατάλληλο επίπεδο και να γίνεται η σωστή χρήση των πόρων σε εθνικό και κοινοτικό επίπεδο.

Οι πράξεις παραγωγής νομοθεσίας έχουν τροποποιηθεί, τόσο όσον αφορά την αντιμονοπωλιακή νομοθεσία όσο και τις συγκεντρώσεις, ώστε να δύναται η Επιτροπή, η κεντρική αρχή ανταγωνισμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης, να επιδιώκει με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τους στόχους της πολιτικής ανταγωνισμού.

Ο νέος κανονισμός για τις συμπράξεις και την δεσπόζουσα θέση- κανονισμός αριθ.1/2003, ο οποίος τέθηκε σε εφαρμογή 1<sup>η</sup> Μαΐου 2004, έχει επιφέρει διάφορες αλλαγές. Αρχικά η Επιτροπή θα ασχολείται πλέον μόνο με σοβαρές παραβάσεις διασυνοριακής εμβέλειας καθώς οι επιχειρήσεις δεν θα κοινοποιούν τις συμφωνίες τους για έγκριση συστηματικά στην Επιτροπή. Την ευθύνη για την εφαρμογή των κανόνων ανταγωνισμού δεν θα έχει πλέον αποκλειστικά το κέντρο των Βρυξελλών. Η ευθύνη αυτή θα μοιράζεται ανάμεσα

στις Ευρωπαϊκές Αρχές Ανταγωνισμού οι οποίες θα συνεργάζονται στα πλαίσια του Ευρωπαϊκού Δικτύου Ανταγωνισμού ΕΔΑ.

Επίσης σε ότι αφορά τις συγκεντρώσεις, η αναδιατύπωση του κανονισμού συγκεντρώσεων- κανονισμός αριθ.139/2004- ο οποίος τέθηκε και αυτός σε εφαρμογή 1<sup>η</sup> Μαΐου 2004, επέφερε και αυτός αλλαγές. Η Επιτροπή έχει πλέον το δικαίωμα, με την αλλαγή του ουσιαστικού κριτηρίου αξιολόγησης των συγκεντρώσεων, να παρεμβαίνει σε αντί-ανταγωνιστικές συγκεντρώσεις όλων των ειδών. Τέλος αναθεωρήθηκε η διαδικασία ανακατανομής των υποθέσεων μεταξύ κρατών-μελών και Επιτροπής. Κλείνοντας μπορούμε να πούμε ότι στο σύνολο οι διαδικασίες απλοποιήθηκαν και έγιναν πλέον πιο ευέλικτες και διαφανείς<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup> Ομιλία Μάριο Πρόντι, XXXIIIη Έκθεση επί της πολιτικής ανταγωνισμού 2003, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2004

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

1. Bishop S., Walker M., The Economics of EC Competition Law, Concepts, Application and Measurement, Sweet & Maxwell, 1999
2. Caves R., American Industry: Structure, Conduct Performance, Seventh Edition, Prentice Hall, 1997
3. DePamphilis Donald, Mergers Acquisitions and other Restructuring Activities, Academis Press, 2001
4. Goyder D.G., EC Competition Law, Third Edition, Oxford University Press, 1998
5. Clarke R., Davies S., Driffield N., Monopoly Policy in the UK, Assessing the Evidence, 1998
6. Karier T., Beyond Competition, The Economics of Mergers and Monopoly Power, Armonk, N.Y., 1993
7. Korah V., EC Competition Law and Practice, Seventh Edition, Hart, 2000
8. United Nations Conference on Trade and Development, Model law on Competition, UNCTAD Series on Issues in Competition Law and Policy, New York and Geneva, 2004
9. United Nations Conference on Trade and Development, Recent Competition Cases, Geneva, 8-10 November 2004
10. Δαγτόγλου Π. Δ., Ευρωπαϊκό Κοινοτικό Δίκαιο II, Σάκκουλας, 1998
11. Ενοποιημένη Απόδοση της Συνθήκης για την Ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας. ΕΠΙΣΗΜΗ ΕΦΗΜΕΡΙΔΑ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΩΝ C325/33, 24.12.2002
12. ΕΠΙΣΗΜΗ ΕΦΗΜΕΡΙΔΑ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΩΝ L 24/1, 20.01.2004.
13. ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ( ΕΟΚ ) αριθ . 4064/89 ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ της 21ης Δεκεμβρίου 1989 για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων μεταξύ επιχειρήσεων.
14. XXXIIIη Έκθεση επί της πολιτικής ανταγωνισμού 2003, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2004
15. [www.acquisitions-monthly-awards.com](http://www.acquisitions-monthly-awards.com)
16. [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)



1. ΝΙΚΗΤΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ 2004

Winners of  
**Acquisitions** | 2004  
MONTHLY AWARDS

Bank of the year	Goldman Sachs <i>Highly commended: Lazard</i>
Cross-border deal of the year	Pechiney – Alcan
Buyout of the year	BertelsmannSpringer
Corporate broker of the year	Merrill Lynch
Domestic deal of the year	Debenhams – Baroness Retail
Private equity firm of the year	CVC Capital Partners
Mid-market adviser of the year	Collins Stewart
Law firm of the year	Clifford Chance
Senior debt arranger of the year	Barclays Capital <i>Highly commended: HBOS</i>
Mezzanine arranger of the year	ING
Mezzanine arranger of the year	Royal Bank of Scotland
Independent corporate finance house of the year	Drueker & Co <i>Highly commended: Livingstone Guarantee</i>
Transaction support adviser of the year	PricewaterhouseCoopers <i>Highly commended: URS Europe</i>
Restructuring deal of the year	Drax
Media relations adviser of the year	M Communications
Emerging market deal of the year	Punjab Tractors
Central Europe deal of the year	Danubius Radio
Mid-market private equity firm of the year	Barclays Private Equity <i>Highly commended: HgCapital</i>
Mid-market law firm of the year	Macfarlanes <i>Highly commended: Travers Smith Braithwaite</i>
Mid-market deal of the year	Chelsea Village and Football Club
Asia deal of the year	Japan Telecom – Ripplewood Holdings
Newcomer of the year	Altor Equity Partners
Outstanding contribution to corporate finance	Rupert Faure Walker

## 2.ΝΙΚΗΤΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ 2005

# Acquisitions MONTHLY

## 2005 AWARD WINNERS

Award	Winner	Commended
Deal of the year	Sanofi-Synthelabo / Aventis	
M&A bank of the year	Rothschild	
Dealmaker of the year	Jon Moulton	
Buyout of the year	Automobile Association	
UK deal of the year	Saga	
Private equity firm of the year	Kohlberg Kravis Roberts & Co	
Law firm of the year	Linklaters	Herbert Smith Gleiss Lutz Stibbe
Mid-market adviser of the year	PricewaterhouseCoopers Corporate Finance	Hawkpoint
Due diligence adviser of the year	KPMG Transaction Services	
Environmental adviser of the year	ERM	URS; WSP
Emerging market deal of the year	Bulgarian Telecommunications Company	
Independent corporate finance house of the year	Lexicon Partners	Cavendish Corporate Finance
Continental independent corporate finance house of the year	GBS Finanzas	
In-house M&A team of the year	GE	
Mezzanine arranger of the year	Barclays Capital	ING
Mid-market deal of the year	Maplin Electronics	
Mid-market law firm of the year	Travers Smith	DLA Piper Rudnick Gary Cary
Mid-market private equity firm	3i	
Newcomer of the year	Exponent Private Equity	Fenchurch Advisory Partners
Private equity exit of the year	Admiral	
Restructuring adviser of the year	Close Brothers Corporate Finance	Houlihan Lokey Howard & Zukin
Senior debt arranger of the year	JPMorgan	The Royal Bank of Scotland
Restructuring deal of the year	MCI /Worldcom	

ΠΗΓΗ : [www.acquisitions-monthly-awards.com](http://www.acquisitions-monthly-awards.com)

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Asquith P., "Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns", *Journal of Financial Economics*, Vol 11, 1983, pages 51-83
2. Auerbach, J Alan., *Mergers and Acquisitions*, Chicago: **University of Chicago Press, 1988**
3. Bishop S., Walker M., *The Economics of EC Competition Law, Concepts, Application and Measurement*, Sweet & Maxwell, 1999
4. Brown Donald J. and G.A. Wood, *The social cost of monopoly power*, Cowles Foundation Discussion Paper No 1466, Yale University, July 2004
5. Caves R., *American Industry: Structure, Conduct Performance*, Seventh Edition, Prentice Hall, 1997
6. Clarke R., Davies S., Driffield N., *Monopoly Policy in the UK, Assessing the Evidence*, 1998
7. Cowling Keith, Dennis C. Mueller, *The social Costs of Monopoly Power*, *The Economic Journal*, Vol 88, No 352, Dec 1978, pages 727-748
8. DePamphilis, Donald., *Mergers, Acquisitions and other Restricting Activities*, Academic Press, 2001
9. DePrano, Michael E., ad Nugent, Jeffrey, B.: *Economies as an Antitrust Defense: Comment*, *American Economic Review*, 1969, pages 947-953.
10. Dodd P. R., " Merger Proposals, Management Discretion And Stockholder Wealth ", *Journal Of Financial Economics*, Vol 8, 1980, pages 105-137
11. Dodd P. R., R. Ruback, "Tender Offers And Stockholders Returns, An Empirical Analysis", *Journal Of Financial Economics*, Vol 5, December 1977, pages 351-373
12. Epstein C Ralph., *Industrial Profits in the United States*, National Bureau of Economic Research, 1934
13. Firth, M. A., "Takeovers, Shareholder Returns and the Theory of the Firm", *Quarterly Journal Of Economics*, Vol 94, June 1980, pages 235-260

14. Firth, M. A., "The Profitability of Takeovers and Margers", unpublished paper, 1979
15. Franks J. R., R. S. Harris, "Shareholder Wealth Effects Of Corporate Takeovers: The U.K. Experience 1955-1985, *Journal of Financial Economics* Vol 23, 1989, pages 225-249
16. Franks J., Harris R., Titman S. "The Postmerger Share – Price Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol 29, 1991, pages 81-96
17. Gaughan, A Patrick., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Third Edition, Wiley, 2002
18. Goyder D.G., *EC Competition Law*, Third Edition, Oxford University Press, 1998
19. Harberger Arnold C, *Monopoly and Resource Allocation*, *American Economic Review*, Vol.44, No 2, May 1954, pages 77-87
20. Karier T., *Beyond Competition, The Economics of Mergers and Monopoly Power*, Armonk, N.Y., 1993
21. Korah V., *EC Competition Law and Practice*, Seventh Edition, Hart, 2000
22. Lars-Hendrik Roller, Johan Stennek, Frank Verboven, *Efficiency Gains from Mergers*, August 2000, Report for EC Contract II/98/003
23. Littlechild S., *Austrian Economics Vol 3*, Edward Edgard, England, 1990
24. Littlechild S., *Misleading calculations of the social costs of monopoly power*, " *The Economic Journal*" ,June 1981, pages 348-363
25. Lubatkin M., *Mergers and the Performance of the Acquiring Firm*, *The Academy of Management Review*, Vol 8, No 2 (April 1983), pages 218-225
26. Maltesta P. H., " *The Wealth Effect of Merger Activity and The Objective Functions of Merging Firms*", *Journal of Financial Economics*, Vol 11, 1983, pages 155-181
27. Posner Richard A, *The social costs of monopoly and regulation*, *The journal of political economy*, Vol 83, No 3, pages 807-828, 1975
28. Richard Roll, "The hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *Journal of Business*, Vol 59, April 1986 No 2, pages 197-216
29. Salvatore Dominick, *Managerial Economics in a Global Economy*, Fourth Edition, McGraw-Hill, 2001

30. Sudarsanam, P.S., The essence of mergers and acquisitions, Prentice Hall, 1995
31. Travlos N. G., Waegelein J. F., "Executive Compensation, Method of Payment and Abnormal Returns to Bidding Firms at Takeover Announcements", *Managerial and Decision Economics*, Vol 13, Nov-Dec 1992, pages 493-501
32. Travlos, N., Mergers and Acquisitions, Economic Bulletin 1991, Commercial Bank of Greece
33. United Nations Conference on Trade and Development, Model law on Competition, UNCTAD Series on Issues in Competition Law and Policy, New York and Geneva, 2004
34. United Nations Conference on Trade and Development, Recent Competition Cases, Geneva, 8-10 November 2004
35. Wilbur g. Lewellen, "A pure rationale for the conglomerate merger", *Journal of Finance*, Vol 26, No2, May 197, pages 521-537
36. Williamson, Oliver E.: Economics as an Antitrust Defense: The Welfare Trade-offs, *American Economic Review*, Vol 58, 1968, pages 18-36
37. Williamson, Oliver: Economies as an Antitrust Defense: Reply, *American Economic Review*, Vol 59, 1969, pages 954-959
38. World Investment Report 2000, Cross-border mergers and acquisitions and development, United Nations
39. Δαγτόγλου Π. Δ., Ευρωπαϊκό Κοινοτικό Δίκαιο ΙΙ, Σάκκουλας, 1998
40. Ενοποιημένη Απόδοση της Συνθήκης για την Ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας. ΕΠΙΣΗΜΗ ΕΦΗΜΕΡΙΔΑ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΩΝ C325/33, 24.12.2002
41. ΕΠΙΣΗΜΗ ΕΦΗΜΕΡΙΔΑ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΩΝ L 24/1, 20.01.2004.
42. ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ( ΕΟΚ ) αριθ . 4064/89 ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ της 21ης Δεκεμβρίου 1989 για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων μεταξύ επιχειρήσεων.
43. Λουρή Ελένη, *Εφαρμοσμένη Βιομηχανική Οργάνωση*, Κριτική, 2001
44. Μαρούσος Χρήστος, Διατριβή, Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση , Ιανουάριος 2003

45. Μελάς Κ., Παγκοσμιοποίηση, Νέα Φάση Διεθνοποίησης της Οικονομίας, Μύθοι και Πραγματικότητα, ΕΞΑΝΤΑΣ, 1999
46. XXXIIIη Έκθεση επί της πολιτικής ανταγωνισμού 2003, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2004
47. [www.acquisitions-monthly-awards.com](http://www.acquisitions-monthly-awards.com)
48. [www.all-science-fair-projects.com](http://www.all-science-fair-projects.com)
49. [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)
50. [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)