



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΩΝ
ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ
ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ
ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΕΛΠΙΝΙΚΗ Β. ΖΩΝΤΟΥ

Πειραιάς, 2007

**ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΩΝ
ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ
ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ
ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ**

ΕΛΠΙΝΙΚΗ Β. ΖΩΝΤΟΥ

Πτυχίο Οικονομολόγου από το Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης
του Πανεπιστημίου Πειραιώς

Υποβληθείσα Εργασία για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα
στην Οργάνωση και Διοίκηση Επιχειρήσεων

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων
Πανεπιστημίου Πειραιώς

Πειραιάς, 2007

*Αφιερώνεται στους γονείς μου, Βασίλη και Ναυσικά,
που με την αγάπη και την εμπιστοσύνη τους
είναι πάντοτε δίπλα μου*

«Εμπειρική Μελέτη της Επίδρασης των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στις Τιμές των Μετοχών Ελληνικών Εταιρειών Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών»

ΕΛΠΙΝΙΚΗ Β. ΖΩΝΤΟΥ

Σημαντικοί όροι : συγχωνεύσεις (mergers), εξαγορές (acquisitions), επιχειρηματικοί σχηματισμοί (corporate combinations), έκτακτες αποδόσεις (abnormal returns), μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology).

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι συγχωνεύσεις, οι εξαγορές και οι διάφοροι άλλοι επιχειρηματικοί σχηματισμοί που αναλύονται στην παρούσα διπλωματική εργασία συνιστούν θεμελιώδεις μορφές εταιρικής αναδιάρθρωσης. Οι σύγχρονες επιχειρήσεις επιλέγουν κατά κόρον την εξωτερική ανάπτυξη μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών προκειμένου να αυξήσουν την αξία τους και κατ' επέκταση τον πλούτο των μετόχων τους. Οι όροι αυτοί αναφέρονται σε κάθε συνδυασμό επιχειρήσεων, ο οποίος δημιουργεί μια οικονομική μονάδα από δυο ή περισσότερες υφιστάμενες μονάδες. Ειδικότερα, συγχώνευση είναι η πλήρης απορρόφηση από μια επιχείρηση της περιουσίας μιας άλλης, ενώ στην εξαγορά, που συνήθως γίνεται δια δημόσιας προσφοράς, η εξαγοράζουσα εταιρεία απευθύνει δημοσίως πρόσκληση για να αγοράσει μέρος των μετοχών της εταιρείας-στόχου.

Κύριος στόχος της εργασίας αυτής είναι η μέτρηση της επίδρασης που έχει η ανακοίνωση στον ημερήσιο Τύπο μιας πρότασης για συγχώνευση ή εξαγορά στις τιμές των μετοχών των εξαγοραζουσών και εξαγοραζόμενων εταιρειών, όπως αυτή η επίδραση αντικατοπτρίζεται στις έκτακτες αποδόσεις που σημειώνουν οι μετοχές των εμπλεκόμενων εταιρειών. Η μεθοδολογία που θα χρησιμοποιηθεί για τη διεξαγωγή της έρευνας είναι η ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων, ενώ τα δεδομένα που επεξεργάστηκαν αφορούν 106 εξαγοράζουσες και 53 εξαγοραζόμενες ελληνικές επιχειρήσεις κατά την περίοδο 1998 έως 2006.

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την έρευνα παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον. Πιο συγκεκριμένα, προκύπτει ότι οι μετοχές τόσο των εξαγοραζουσών όσο και των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων σημειώνουν αυξημένες έκτακτες αποδόσεις λίγες ημέρες πριν από την ανακοίνωση της επικείμενης συγχώνευσης ή εξαγοράς στον Τύπο. Το αποτέλεσμα αυτό συνηγορεί στο ότι υπάρχει διαρροή πληροφοριών. Μια ακόμη διαπίστωση είναι ότι οι εμπλεκόμενες εταιρείες απολαμβάνουν σημαντικές έκτακτες αποδόσεις. Οι αποδόσεις αυτές όμως, είναι μεγαλύτερες για τις εξαγοράζουσες και μικρότερες για τις εξαγοραζόμενες ελληνικές εταιρείες, σε σχέση με τις αποδόσεις που απολαμβάνουν οι εταιρείες σε αντίστοιχες έρευνες που έλαβαν χώρα σε αγγλοσαξωνικές κεφαλαιαγορές. Το γεγονός αυτό αποδεικνύει ότι η ελληνική αγορά συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι μικρή και μη ανταγωνιστική. Ωστόσο, το τελικό συμπέρασμα είναι ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν δραστηριότητες που αναμφίβολα δημιουργούν πρόσθετη αξία για τις εμπλεκόμενες εταιρείες, αυξάνοντας τον πλούτο των μετόχων τους.

Ευχαριστίες

Με το πέρας της παρούσας διπλωματικής εργασίας, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα Καθηγητή μου, κ. Χρήστο Αγιακλόγλου για τη συνεχή επίβλεψη και την εξαιρετική συνεργασία που είχαμε σε όλη τη διάρκεια εκπόνησής της. Έχοντας την τύχη να είμαι φοιτήτριά του σε προπτυχιακό και μεταπτυχιακό επίπεδο, εύχομαι να συνεχίσει να καθοδηγεί τους φοιτητές με τον ίδιο ενθουσιασμό στην εξερεύνηση ενός πεδίου τόσο πολύπλοκου αλλά και τόσο συναρπαστικού, όπως η Οικονομετρία και οι Ποσοτικές Μέθοδοι.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον κ. Νίκο Τραυλό (Πρύτανης ALBA) για την αμέριστη καθοδήγηση και υποστήριξη που μου έδειξε όλα τα χρόνια των προπτυχιακών και μεταπτυχιακών μου σπουδών. Η παρότρυνση και οι πολύτιμες συμβουλές του υπήρξαν καθοριστικές στο να ασχοληθώ στην παρούσα διπλωματική εργασία με ένα αντικείμενο τόσο σημαντικό, επίκαιρο και ενδιαφέρον όπως οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 2.1: Σύνοψη των βασικών κινήτρων για συγχωνεύσεις και εξαγορές	50
Πίνακας 3.1: Οι δέκα μεγαλύτερες ανακοινωθείσες συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών στις ΗΠΑ για το 2007	60
Πίνακας 3.2: Οι οκτώ μεγαλύτερες ανακοινωθείσες συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ευρώπη για το 2007	63
Πίνακας 3.3: Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών για τη χρηματιστηριακή επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις εξαγοράζουσες εταιρείες	69
Πίνακας 3.4: Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών για τη χρηματιστηριακή επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις εξαγοραζόμενες εταιρείες	73
Πίνακας 3.5: Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών σχετικά με τη χρηματοοικονομική επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών	80
Πίνακας 6.1: Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 1998	138
Πίνακας 6.2: Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 1999	139
Πίνακας 6.3: Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2000	140
Πίνακας 6.4: Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2001	141
Πίνακας 6.5: Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2002	142
Πίνακας 6.6: Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2003	143
Πίνακας 6.7: Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2004	144
Πίνακας 6.8: Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων στο ΧΑΑ για το 2004	144
Πίνακας 6.9: Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2005	146
Πίνακας 6.10: Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2005	147
Πίνακας 6.11: Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2006	149

Πίνακας 6.12: Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2006.....	150
Πίνακας 6.13: Κατανομή εξαγοραζουσών και εξαγοραζόμενων εταιρειών βάσει του ετήσιου αριθμού συγχωνεύσεων και εξαγορών για την περίοδο 1998-2006.....	151
Πίνακας 7.1: Έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2006 βάσει του υποδείγματος της αγοράς	158
Πίνακας 7.2: Αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2006 βάσει του υποδείγματος της αγοράς.....	159
Πίνακας 7.3: Έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2006 βάσει του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης.....	161
Πίνακας 7.4: Αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2006 βάσει του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης.....	162
Πίνακας 7.5: Έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2006 βάσει του υποδείγματος της αγοράς	163
Πίνακας 7.6: Αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2006 βάσει του υποδείγματος της αγοράς.....	164
Πίνακας 7.7: Έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2006 βάσει του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης.....	166
Πίνακας 7.8: Αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2006 βάσει του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης.....	167

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 3.1: Σύνθεση των παγκόσμιων ανακοινωθείσών συμφωνιών συγχωνεύσεων και εξαγορών ανά κλάδο για το 2006.....	57
Διάγραμμα 3.2: Συνοπτική παρουσίαση της πανευρωπαϊκής αγοράς συγχωνεύσεων και εξαγορών (ανακοινώσεις) κατά κλάδο δραστηριότητας.....	62
Διάγραμμα 3.3: Οι δέκα μεγαλύτερες χώρες στην Ευρώπη σε αξία πραγματοποιηθεισών συμφωνιών συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	64
Διάγραμμα 3.4: Παρουσίαση των σημαντικότερων θεμάτων σχετικά με τους ανθρώπινους πόρους στις συγχωνεύσεις και εξαγορές (ποσοστά εταιρειών που έχουν εμπειρία σε M&As	85
Διάγραμμα 4.1: Πραγματικά Δικαιώματα : Αντιστοιχία των παραμέτρων των πραγματικών δικαιωμάτων με τις εισροές του μοντέλου Black-Scholes για τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα	112
Διάγραμμα 7.1: Εξέλιξη των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων για τις εξαγοράζουσες εταιρείες βάσει του υποδείγματος της αγοράς.....	160
Διάγραμμα 7.2: Εξέλιξη των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες βάσει του υποδείγματος της αγοράς	165

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	I
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ	II
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	IV

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	1
1.1 Εισαγωγή	1
1.2 Διάκριση Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	2
1.2.1 Διάκριση βάσει της νομικής υπόστασης της εξαγοραζόμενης εταιρείας μετά τη συγχώνευση και του λογιστικού χειρισμού της συναλλαγής.....	3
1.2.2 Διάκριση βάσει του τρόπου προσφοράς	4
1.2.3 Διάκριση βάσει της στάσης της εξαγοραζόμενης εταιρείας.....	4
1.2.4 Διάκριση βάσει της συσχέτισης του κλάδου δραστηριότητας.....	5
1.3 Απεκδύσεις Εταιρειών	7
1.3.1 Κίνητρα για απεκδύσεις εταιρειών.....	8
1.3.2 Μορφές εταιρικών απεκδύσεων.....	9
1.4 Άλλοι Επιχειρηματικοί Σχηματισμοί.....	11
1.4.1 Εξαγορές δια δανεισμού	12
1.4.2 Εξαγορές από διοικητικά στελέχη.....	13
1.4.3 Αντίστροφες εξαγορές	14
1.5 Τρόποι Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	15
1.6 Στρατηγικές Εξαγοραζουσών και Εξαγοραζόμενων Εταιρειών	16
1.6.1 Στρατηγικές της εξαγοράζουσας εταιρείας	17
1.6.2 Στρατηγικές της εταιρείας-στόχου	19
1.7 Νομικό Πλαίσιο για Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα.....	21
1.7.1 Νόμοι που διέπουν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές.....	21
1.7.2 Είδη συγχωνεύσεων και εξαγορών βάσει του Κ.Ν. 2190/1920.....	22
1.7.3 Διαδικασία της συγχώνευσης βάσει του Κ.Ν. 2190/1920	23
1.7.4 Κοινοτικό Δίκαιο περί συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	25
1.8 Ανακεφαλαίωση.....	26
Επιλεγμένη Βιβλιογραφία	28

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΛΟΓΟΙ ΚΑΙ ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΓΙΑ ΑΛΛΟΥΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥΣ ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΥΣ	30
2.1 Εισαγωγή	30
2.2 Προσδιορισμός της Συνέργιας.....	31
2.3 Οικονομικές Συνέργιες.....	33
2.3.1 Οικονομίες κλίμακας	33
2.3.2 Οικονομίες μάθησης και εμπειρίας.....	34
2.3.3 Οικονομίες φάσματος	35
2.4 Χρηματοοικονομικές Συνέργιες.....	36
2.4.1 Αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα.....	36
2.4.2 Αναδιανομή του πλούτου.....	37
2.4.3 Φορολογικές εξοικονομήσεις	37
2.5 Βελτίωση Αποδοτικότητας της Διοίκησης.....	38

2.6	Στρατηγικοί Λόγοι.....	40
2.6.1	Καθετοποίηση	41
2.6.2	Συμπληρωματικοί πόροι και ικανότητες	41
2.6.3	Μεγέθυνση	42
2.6.4	Διαποίκιση.....	43
2.7	Μονοπωλιακή Δύναμη.....	44
2.8	Άλλα Κίνητρα.....	45
2.8.1	Υπόθεση αλαζονείας και η «κατάρτα του νικητή»	45
2.8.2	Κόστος αντιπροσώπευσης	46
2.9	Συνοπτική Παρουσίαση των Κινήτρων για Συγχωνεύσεις και Εξαγορές	49
2.10	Ανακεφαλαίωση.....	51
	Επιλεγμένη Βιβλιογραφία	53

	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΚΑΙ ΑΝΑΦΟΡΑ ΣΤΙΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	55
3.1	Εισαγωγή	55
3.2	Δραστηριότητες Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	56
3.2.1	Δραστηριότητες στις ΗΠΑ.....	58
3.2.2	Δραστηριότητες στην Ευρώπη.....	60
3.3	Εμπειρικά Πορίσματα Σχετικά με τη Χρηματιστηριακή Επίδραση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	65
3.3.1	Έκτακτες αποδόσεις εξαγοραζουσών εταιρειών	66
3.3.2	Έκτακτες αποδόσεις εξαγοραζόμενων εταιρειών	70
3.4	Εμπειρικά Πορίσματα Σχετικά με τη Χρηματοοικονομική Επίδραση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	74
3.4.1	Μελέτες που αποδεικνύουν ουδέτερες επιδράσεις στη χρηματοοικονομική επίδοση.....	75
3.4.2	Μελέτες που αποδεικνύουν αρνητικές επιδράσεις στη χρηματοοικονομική επίδοση.....	76
3.4.3	Μελέτες που αποδεικνύουν θετικές επιδράσεις στη χρηματοοικονομική επίδοση.....	78
3.5	Άλλες Επιδράσεις των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	81
3.5.1	Επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στα διοικητικά στελέχη	82
3.5.2	Επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στο προσωπικό.....	83
3.5.3	Επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην εταιρική κουλτούρα	86
3.6	Ανακεφαλαίωση.....	88
	Επιλεγμένη Βιβλιογραφία	90

	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΡΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΑ	92
4.1	Εισαγωγή	92
4.2	Τεχνικές Σχετικής Αποτίμησης.....	94
4.2.1	Δείκτης τιμής προς κέρδη	94
4.2.2	Πολλαπλασιαστής εταιρικής αξίας	98
4.3	Αποτίμηση Βάσει Στοιχείων του Ενεργητικού	99
4.4	Αποτίμηση Βάσει των Μη Κανονικών Κερδών.....	102
4.5	Υπόδειγμα της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας.....	103
4.6	Υπόδειγμα Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών.....	104
4.7	Υπόδειγμα Αποτίμησης Πραγματικών Δικαιωμάτων	108
4.8	Λογιστικός Χειρισμός των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	113
4.8.1	Λογιστικές μέθοδοι που χρησιμοποιούνται σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.....	114
4.8.2	Λογιστική αποτίμηση της υπεραξίας	116

4.8.3 Συγχωνεύσεις και εξαγορές σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης	119
4.9 Ανακεφαλαίωση.....	120
Επιλεγμένη Βιβλιογραφία	122

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ.....	124
5.1 Εισαγωγή	124
5.2 Περιγραφή της Μεθοδολογίας Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων.....	125
5.2.1 Θεωρητική Τεκμηρίωση.....	125
5.2.2 Μαθηματική Παρουσίαση.....	129
5.3 Ανακεφαλαίωση.....	133
Επιλεγμένη Βιβλιογραφία	135

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΠΟΥ ΕΠΙΛΕΧΘΗΚΑΝ	136
6.1 Εισαγωγή	136
6.2 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά για την Περίοδο 1998-2006.....	137
6.3 Παρατηρήσεις Σχετικά με τις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά	152
6.4 Ανακεφαλαίωση.....	153
Επιλεγμένη Βιβλιογραφία	155

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	156
7.1 Εισαγωγή	156
7.2 Έκτακτες αποδόσεις εξαγοραζουσών εταιρειών στην Ελλάδα για την περίοδο 1998-2006.....	157
7.3 Έκτακτες αποδόσεις εξαγοραζόμενων εταιρειών στην Ελλάδα για την περίοδο 1998-2006.....	163
7.4 Συμπεράσματα.....	167
7.5 Ανακεφαλαίωση.....	171

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	172
--------------------------	------------

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι από τις βασικότερες μορφές εταιρικής αναδιάρθρωσης και αποτελούν επενδυτικές επιλογές οι οποίες ανέκαθεν έπαιζαν σημαντικό ρόλο στη στρατηγική μιας επιχείρησης. Ως ενέργειες δε, αποτελούν τις σημαντικότερες επιχειρηματικές κινήσεις που μπορούν να αλλάξουν γρήγορα και δραματικά την αξία των επιχειρήσεων. Οι εταιρικοί αυτοί συνδυασμοί είναι ουσιαστικά το αποτέλεσμα της αναδιάρθρωσης στην οποία προβαίνουν οι επιχειρήσεις με σκοπό να αναζωογονούν συνεχώς το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα για να επιβιώσουν εντός του σύγχρονου επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Μάλιστα, τη σημερινή εποχή που η παγκοσμιοποίηση δεν είναι επιλογή αλλά πραγματικότητα, η αναδόμηση των εταιρειών μέσω συγχωνεύσεων, εξαγορών και άλλων επιχειρηματικών σχηματισμών είναι πολλές φορές απαραίτητη προκειμένου να αντιμετωπίσουν την υπάρχουσα αβεβαιότητα και τον επιταχυνόμενο ανταγωνισμό. Δεν είναι άλλωστε τυχαίο ότι ο πρώην γενικός διευθυντής της Intel, Άντι Γκρόουβ, έδωσε στο βιβλίο του για την ανάπτυξη της επιχειρηματικής δραστηριότητας στην εποχή της παγκοσμιοποίησης τον τίτλο «Μόνο οι παρανοϊκοί επιβιώνουν» (“Only the Paranoid Survive”, 1996).¹

Στο παρόν κεφάλαιο αναλύονται αρχικά οι διάφοροι τύποι των συγχωνεύσεων και εξαγορών και εισάγεται ένα γενικό πλαίσιο ώστε να κατανοηθεί η βασική ορολογία και να προσδιοριστούν καλύτερα οι διαφορές που εντοπίζονται σε κάθε τύπο. Κατόπιν, περιγράφονται οι απεκδύσεις επιχειρήσεων, τα βασικά κίνητρα που διέπουν αυτές τις κινήσεις και οι διάφορες μορφές με τις οποίες μπορούν να λάβουν χώρα. Οι απεκδύσεις αποτελούν συνήθεις τακτικές των εταιρειών στην προσπάθειά τους να

¹ Thomas L. Friedman, 1999, “*The Lexus and the Olive Tree*”, Anchor books (originally published by Farrar, Straus and Giroux), USA, σελ. 134.

αναδομήσουν τα εταιρικά περιουσιακά στοιχεία και να εγκαταλείψουν μη κερδοφόρες δραστηριότητες. Στη συνέχεια αναλύονται οι λοιποί εταιρικοί σχηματισμοί, οι οποίοι έχουν να κάνουν με τις μετατροπές των εταιρειών σε κλειστού τύπου. Τέτοιοι σχηματισμοί είναι οι εξαγορές δια δανεισμού, οι εξαγορές από διοικητικά στελέχη και οι αντίστροφες εξαγορές. Επιπρόσθετα, αναφέρονται οι διάφοροι τρόποι με τους οποίους μπορεί να λάβει χώρα μια συγχώνευση ή εξαγορά. Επίσης, παρουσιάζονται οι στρατηγικές που χρησιμοποιούν οι εξαγοράζουσες εταιρείες προκειμένου να αποκτήσουν την κατάλληλη εταιρεία-στόχο, καθώς και οι αμυντικές στρατηγικές που εφαρμόζουν οι εξαγοραζόμενες εταιρείες, ώστε να καθυστερήσουν ή να εμποδίσουν την ανεπιθύμητη εξαγορά. Τέλος, περιγράφεται το νομικό πλαίσιο που ισχύει στην Ελλάδα για τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, με ειδική αναφορά στις κατηγορίες των συγχωνεύσεων και τη διαδικασία που πρέπει να ακολουθείται βάσει του Κώδικα Νόμων 2190/1920, που είναι το θεμελιώδες νομοθέτημα δικαίου για τις ανώνυμες εταιρείες.

1.2 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Οι όροι συγχωνεύσεις και εξαγορές (mergers and acquisitions – M&As) συχνά χρησιμοποιούνται ως συνώνυμοι, μάλλον διότι διέπονται από την κοινή αρχή-λογική, ότι με αυτόν τον τρόπο δημιουργείται αξία για τους μετόχους μεγαλύτερη από το άθροισμα των αξιών που θα δημιουργούσαν οι δυο επιχειρήσεις ξεχωριστά. Πρέπει όμως, να γίνει σαφές ότι οι δύο όροι έχουν σημαντικές διαφορές και συνεπώς δε θα πρέπει να θεωρούνται ταυτόσημοι. Προκειμένου να εντοπιστούν οι διαφορές και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των δυο όρων, γίνεται κατηγοριοποίηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε επιμέρους ομάδες. Για την ομαδοποίηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών χρησιμοποιούνται διάφορα κριτήρια όπως:

- α) η νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μετά τη συγχώνευση σε συνδυασμό με το λογιστικό χειρισμό της συγχώνευσης,
- β) ο τρόπος με τον οποίο πραγματοποιείται η προσφορά εξαγοράς,
- γ) η στάση που θα κρατήσει η διοίκηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας και
- δ) η συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας.

Στη συνέχεια αναλύονται οι προαναφερθείσες κατηγορίες συγχωνεύσεων και εξαγορών.

1.2.1 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΝΟΜΙΚΗΣ ΥΠΟΣΤΑΣΗΣ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΜΕΤΑ ΤΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΚΑΙ ΤΟΥ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟΥ ΧΕΙΡΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗΣ

Το ελληνικό νομικό πλαίσιο και συγκεκριμένα ο Κώδικας Νόμων 2190/1920 αναγνωρίζει δυο είδη επιχειρηματικών σχηματισμών:

1. Εξαγορά (acquisition / takeover) πραγματοποιείται όταν μια επιχείρηση αγοράζει έναντι μετρητών μια άλλη επιχείρηση ή ένα τμήμα αυτής και προσδιορίζεται ξεκάθαρα ως ο νέος ιδιοκτήτης, τότε πρόκειται για εξαγορά. Με άλλα λόγια, πρόκειται για τη διαδικασία κατά την οποία η εξαγοράζουσα επιχείρηση (bidder company) αποκτά τον έλεγχο της εταιρείας-στόχου (target company) και έτσι η εξαγοραζόμενη εταιρεία γίνεται θυγατρική της εξαγοράζουσας. Από νομικής άποψης, η εξαγοραζόμενη εταιρεία δύναται να συνεχίσει την ύπαρξή της ως υποκείμενο δικαίου. Οι μέτοχοι όμως της εξαγοραζόμενης εταιρείας δε γίνονται μέτοχοι της εξαγοράζουσας, αφού ως αντάλλαγμα λαμβάνουν μετρητά και όχι μετοχές της εξαγοράζουσας. Υπάρχουν τέσσερις περιπτώσεις εξαγορών: α) εξαγορά εισηγμένης στο χρηματιστήριο εταιρείας από επίσης εισηγμένη, β) μια εισηγμένη εξαγοράζει μια μη εισηγμένη, γ) μια μη εισηγμένη εξαγοράζει μια εισηγμένη και δ) μια μη εισηγμένη εξαγοράζει μια επίσης μη εισηγμένη.

2. Συγχώνευση (merger) είναι η οικονομική πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις λύονται με σκοπό το σχηματισμό μιας νέας, κατά κανόνα μεγαλύτερης και ισχυρότερης, οικονομικής μονάδας. Οι λυόμενες επιχειρήσεις δεν τίθενται υπό εκκαθάριση διότι τα περιουσιακά τους στοιχεία (Ενεργητικό και Παθητικό) δε διανέμονται στους ιδιοκτήτες αλλά μεταβιβάζονται στην προκύπτουσα από τη συγχώνευση νέα επιχείρηση. Η μεταβίβαση του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων γίνεται έναντι μετοχών, βάσει μιας προκαθορισμένης σχέσης ανταλλαγής, και οι μέτοχοι των εταιρειών συμμετέχουν πλέον στο μετοχικό κεφάλαιο της νέας εταιρείας. Άλλωστε, είναι χαρακτηριστικό ότι η συγχώνευση χαρακτηρίζεται ως «οικονομική ενσωμάτωση δυο ή περισσοτέρων επιχειρήσεων υπό ενιαία βούληση» (Περάκης, 2004).

1.2.2 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΤΡΟΠΟΥ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ

Ανάλογα με τον τρόπο με τον οποίο πραγματοποιείται η προσφορά της εξαγοράς μιας επιχείρησης από μια άλλη, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές διακρίνονται στις εξής κατηγορίες:

1. Δημόσια προσφορά στους μετόχους (public tender offer). Η εξαγοράζουσα εταιρεία απευθύνει δημοσίως πρόσκληση να αγοράσει ένα μέρος (συνήθως περισσότερο από 51%) από τις κοινές μετοχές της εξαγοραζόμενης εταιρείας σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία. Η εξαγοράζουσα εταιρεία πληρώνει υψηλές πρόσθετες τιμές (premium) επί της προ της συγχώνευσης τιμής των αξιογράφων της εταιρείας-στόχου. Έτσι, υποκινεί τους μετόχους της εταιρείας-στόχου, καθώς τους παρέχει ένα αξιόλογο κίνητρο ώστε να δεχτούν την προσφορά.

2. Συγχώνευση (merger). Πρόκειται για τη συνένωση δύο ή περισσότερων εταιρειών ώστε να επιτύχουν κοινούς αντικειμενικούς σκοπούς. Οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης επιχείρησης πληρώνονται είτε με μετρητά είτε με αξιόγραφα της εξαγοράζουσας επιχείρησης.

3. Διαμάχη ανάμεσα σε Διοίκηση και εναντιωμένους μετόχους (proxy fights). Σε αυτήν την περίπτωση, μερίδα μετόχων ή η διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας προσπαθούν να πείσουν τους εναντιωμένους και δυσαρεστημένους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρείας να ψηφίσουν κατά της διοίκησης της εταιρείας τους. Έτσι, η εξαγοράζουσα εταιρεία θα είναι πιο εύκολο να επιτύχει την εξαγορά.

1.2.3 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΣΤΑΣΗΣ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Το αν η απόκτηση μιας εταιρείας από μια άλλη θα θεωρηθεί συγχώνευση ή εξαγορά εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την τοποθέτηση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρείας απέναντι στην πρόταση εξαγοράς, καθώς και από τον τρόπο με τον οποίο αυτή θα ανακοινωθεί. Έτσι, διακρίνονται δυο κατηγορίες:

1. Φιλική (amicable or friendly) συγχώνευση ή εξαγορά. Επιτυγχάνεται όταν η διοίκηση της εταιρείας-στόχου είναι δεκτική απέναντι στην ενδεχόμενη ενοποίηση και προτρέπει τους μετόχους να την αποδεχτούν. Οι εξαγοράζουσες εταιρείες συνήθως

προτιμούν τις φιλικές εξαγορές γιατί καταβάλλουν χαμηλότερη τιμή για την αγορά, έχουν μικρότερο βαθμό ρίσκου και υπάρχει καλύτερη διάχυση των πληροφοριών μεταξύ των εταιρειών. Αντίστοιχα, οι εξαγοραζόμενες εταιρείες προτιμούν τις φιλικές εξαγορές γιατί η ενσωμάτωση (integration) μετά την ενοποίηση των εταιρειών είναι πιο αποτελεσματική όταν τα δυο μέρη συνεργάζονται πλήρως. Συνεπώς, όταν και οι δύο Γενικοί Διευθυντές (Chief Executive Officers – CEOs) των εξεταζόμενων εταιρειών συμφωνούν ότι η συνένωση των δυνάμεων των εταιρειών τους είναι προς όφελος και των δυο εταιρειών, πρόκειται ουσιαστικά για συγχώνευση.

2. Εχθρική ή επιθετική (hostile) εξαγορά. Όταν η συμφωνία δεν είναι φιλική, δηλαδή όταν η εταιρεία-στόχος δεν επιθυμεί να εξαγοραστεί, πρόκειται πάντοτε για εξαγορά. Στις εχθρικές εξαγορές υπάρχει μεγάλη διαφορά απόψεων μεταξύ των εμπλεκόμενων εταιρειών είτε ως προς το επιχειρηματικό σχέδιο που θα εφαρμοστεί μετά την εξαγορά, είτε ως προς την τιμή εξαγοράς του μετοχικού κεφαλαίου μεταξύ των διοικήσεων της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρείας, είτε ως προς την τύχη της τρέχουσας διοίκησης της εταιρείας-στόχου. Με άλλα λόγια, η διαφορά έγκειται στον τρόπο με τον οποίο εκλαμβάνεται η συμφωνία από το Διοικητικό Συμβούλιο, τους μετόχους και τους υπαλλήλους της εταιρείας-στόχου. Μάλιστα, ο όρος «takeover» χρησιμοποιείται ακριβώς όταν πρόκειται για εχθρική εξαγορά.

1.2.4 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

Σε αυτήν την περίπτωση, παράγοντας εξαιρετικής σημασίας για τη διάκριση των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η στρατηγική που εφαρμόζει η εξαγοράζουσα επιχείρηση σε επιχειρησιακό επίπεδο (corporate level strategy). Η επιχειρησιακή στρατηγική ορίζει το πεδίο δράσης της επιχείρησης σε όρους κλάδων και αγορών στις οποίες η επιχείρηση ανταγωνίζεται. Έτσι, έχουμε:

1. Συσχετισμένες συγχωνεύσεις και εξαγορές (related or concentric mergers) που αφορούν στην εφαρμογή συσχετισμένης διαποίκισης (concentric or related diversification). Πρόκειται δηλαδή για εξωτερική μεγέθυνση, μέσω της συγχώνευσης ή εξαγοράς, σε μια σχετική αγορά. Πιο συγκεκριμένα, σε αυτήν την περίπτωση οι επιχειρήσεις που συγχωνεύονται δεν παρουσιάζουν ομοιότητα ή παραγωγική εξάρτηση μεταξύ τους, οι δραστηριότητές τους όμως δύνανται να

αλληλοσυμπληρώνονται με τις συνδυασμένες ενέργειες, έστω και με σχετικά μεγαλύτερο επιχειρηματικό ρίσκο. Αυτός ο τρόπος μεγέθυνσης είναι κατάλληλος όταν η εξαγοράζουσα επιχείρηση κατέχει ισχυρή ανταγωνιστική θέση στην αγορά αλλά η ελκυστικότητα του κλάδου είναι μάλλον χαμηλή. Η συγκεκριμένη κατηγορία συγχωνεύσεων και εξαγορών περιλαμβάνει τις ακόλουθες υποκατηγορίες:

- *Οριζόντιες συγχωνεύσεις (horizontal mergers)* είναι οι συγχωνεύσεις μεταξύ επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο και παράγουν ίδια ή ομοειδή προϊόντα. Στόχος των οριζόντιων συγχωνεύσεων είναι η αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης, η εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας, η αύξηση της διαπραγματευτικής δύναμης και η δημιουργία εμποδίων εισόδου νέων επιχειρήσεων στον κλάδο. Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις εποπτεύονται από κυβερνητικούς μηχανισμούς λόγω της πιθανής αρνητικής τους επίπτωσης στον ανταγωνισμό. Ο κίνδυνος ελλοχεύει λόγω της μείωσης του αριθμού των επιχειρήσεων και της δυνατότητας των εναπομείναντων στον κλάδο «παικτών» να αυξήσουν τη μονοπωλιακή τους δύναμη.
- *Κάθετες συγχωνεύσεις (vertical mergers)* είναι οι συγχωνεύσεις επιχειρήσεων μεταξύ των οποίων υπάρχει σχέση αγοραστή–προμηθευτή, δηλαδή οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις ανήκουν σε διαδοχικά στάδια του κυκλώματος της παραγωγής ή κυκλοφορίας αγαθών. Οι συγχωνεύσεις αυτής της κατηγορίας αποσκοπούν στην καθετοποίηση της παραγωγής, τον πλήρη έλεγχο των τιμών, τον καλύτερο σχεδιασμό της παραγωγής και έλεγχο αποθεμάτων, την απόκτηση τεχνολογίας, τη μείωση του κόστους παραγωγής και γενικά την εξουδετέρωση των μειονεκτημάτων που απορρέουν από τον καταμερισμό των εργασιών, εφόσον η προκύπτουσα επιχείρηση θα διαθέτει όλο το φάσμα παραγωγής του προϊόντος και θα υπάρχει καλύτερη ροή και διάχυση των πληροφοριών. Με βάση τις λειτουργίες της αλυσίδας αξίας που αφορούν, οι κάθετες συγχωνεύσεις συμβάλλουν στην ολοκλήρωση είτε προς τα εμπρός (forward vertical integration) είτε προς τα πίσω (backward vertical integration).

2. Ασυσχέτιστες ή ασύνδετες συγχωνεύσεις και εξαγορές (unrelated mergers or conglomerates) που αφορούν στην εφαρμογή ασυσχέτιστης διαποίκισης (unrelated or conglomerate diversification). Σε αυτήν την περίπτωση η εξαγοράζουσα εταιρεία επιλέγει μεγέθυνση μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών με επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε εντελώς διαφορετικούς κλάδους. Μια τέτοια στρατηγική

ενδείκνυται όταν ο κλάδος στον οποίο ήδη δραστηριοποιείται η εξαγοράζουσα εταιρεία δεν είναι πλέον ελκυστικός και η εταιρεία δε διαθέτει ικανότητες που θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει σε ομοειδή προϊόντα σε άλλες αγορές. Αυτή η κατηγορία συγχωνεύσεων περιλαμβάνει τις ακόλουθες υποκατηγορίες:

- *Συμπληρωματικές συγχωνεύσεις* προκύπτουν όταν οι επιχειρήσεις που συνενώνονται δεν παρουσιάζουν καμία ομοιότητα ή παραγωγική εξάρτηση, όμως οι δραστηριότητές τους είναι αλληλοσυμπληρούμενες.
- *Διαγώνιες συγχωνεύσεις* προκύπτουν όταν οι επιχειρήσεις που συνενώνονται διαφέρουν τελείως σε όρους προϊόντων, τεχνολογίας ή πελατών. Η υποκατηγορία αυτή διακρίνεται περαιτέρω σε : α) επεκτατικές διαγώνιες της αγοράς (conglomerate market extension mergers), όταν οι επιχειρήσεις που συγχωνεύονται στοχεύουν σε επέκταση του μεριδίου και του χώρου δράσης τους στην αγορά και β) επεκτατικές διαγώνιες προϊόντος (conglomerate product extension mergers), όταν οι επιχειρήσεις που συγχωνεύονται στοχεύουν σε επέκταση της διάθεσης του προϊόντος τους.

1.3 ΑΠΕΚΔΥΣΕΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Οι απεκδύσεις εταιρειών (divestitures or reverse takeovers or demergers or corporate break-ups) είναι χαρακτηριστικό παράδειγμα εταιρικής αναδιάρθρωσης, που άρχισαν να εντείνονται από τις αρχές της δεκαετίας του 1990. Στην πραγματικότητα είναι η αντίθετη κατεύθυνση των συγχωνεύσεων και εξαγορών και συνίστανται στο διαχωρισμό μιας επιχειρηματικής μονάδας ή μιας θυγατρικής από τη μητρική εταιρεία. Τόσο οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές όσο και οι απεκδύσεις αποτελούν μέρος της στρατηγικής των επιχειρήσεων για προσαρμογή στις συνεχείς μεταβολές του πολιτικού, οικονομικού, κοινωνικού και τεχνολογικού περιβάλλοντος. Αναμφίβολα αρκετές δραστηριότητες απεκδύσεων έλαβαν χώρα για να διορθώσουν κάποιες λανθασμένες επενδυτικές αποφάσεις που είχαν προηγηθεί. Σε καμία περίπτωση όμως, δε σημαίνει ότι οι απεκδύσεις οφείλονται αποκλειστικά σε λάθη των διοικητικών στελεχών. Στη συνέχεια, αναλύονται τα κίνητρα που ωθούν τις εταιρείες σε διάσπαση, καθώς και οι διάφορες μορφές των εταιρικών απεκδύσεων.

1.3.1 ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ ΑΠΕΚΔΥΣΕΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Οι κινήσεις αυτές συχνά θεωρούνται ελκυστικές από τις εταιρείες και τους μετόχους τους διότι επιτρέπουν στις επιχειρήσεις να ασχοληθούν αποκλειστικά με τις κύριες λειτουργίες τους (corporate focus to core operations), εξοικονομώντας κεφάλαια, εφόσον πλέον δε χρειάζεται να ανταγωνίζονται με τις υπόλοιπες επιχειρηματικές μονάδες της μητρικής για τα περιορισμένα εταιρικά κεφάλαια. Σε αυτό το συμπέρασμα συγκλίνουν μελέτες των Comment και Jarrell (1995), καθώς και των John και Ofek (1995). Η άποψη περί προσανατολισμού των επιχειρήσεων στις κύριες δραστηριότητες ενισχύεται και από τη μελέτη των Kaplan και Weisbach (1992), σύμφωνα με τους οποίους οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις και εξαγορές έχουν τέσσερις φορές περισσότερες πιθανότητες να οδηγήσουν σε εταιρική απέκδυση, χωρίς αυτό βέβαια να σημαίνει ότι είναι λιγότερο επιτυχείς από ό,τι οι συσχετισμένες.

Ένα ακόμη κίνητρο για τις απεκδύσεις εταιρειών είναι η εξάλειψη της χαμηλής επίδοσης μιας εταιρικής μονάδας. Με την απόσχιση της μονάδας, ειδικά αν προήλθε από ασυσχέτιστη συγχώνευση, η μητρική εταιρεία μπορεί να αναδημιουργήσει την αξία που καταστράφηκε κατά τη συγχώνευση. Σε αυτήν την περίπτωση αναφέρεται ο όρος αντίστροφη συνέργια (reverse synergy), που σημαίνει ότι οι επιμέρους εταιρικές μονάδες αξίζουν περισσότερο ξεχωριστά παρά εντός της ενιαίας εταιρικής δομής της μητρικής εταιρείας. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο ότι η επιμέρους μονάδα δεν ταιριάζει με τη στρατηγική και τα σχέδια της μητρικής ή στο ότι δε σημειώνει πλέον ικανοποιητικά κέρδη. Ο Allen (1995) εξετάζοντας δείγμα 94 εταιρειών που αποσκίτησαν, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι τα διοικητικά στελέχη που υλοποίησαν μια ανεπιτυχή εξαγορά μπορούν μερικώς να «λυτρώσουν» τους εαυτούς τους από το βάρος της μη σοφής απόφασής τους, με την απόσχιση της εξαγοράζουσας εταιρείας από την εξαγοραζόμενη που σημείωσε χαμηλή επίδοση. Επιπρόσθετα, μελέτη των Johnson, Klein και Thibodeaux (1996) υποστηρίζει ότι σε ορισμένες περιπτώσεις οι αποσχίσεις αυξάνουν την αποδοτικότητα των διοικητικών στελεχών με αποτέλεσμα να αυξάνονται τα επενδυτικά κίνητρα και να βελτιώνεται η οικονομική επίδοση της εταιρείας.

Τέλος, ένα ακόμη σημαντικό στοιχείο σε αυτές τις κινήσεις είναι ότι οι μέτοχοι έχουν καλύτερη πληροφόρηση, διότι οι αποσχισθείσες εταιρείες εκδίδουν ξεχωριστές οικονομικές καταστάσεις. Έτσι, η αγορά μπορεί να αξιολογήσει καλύτερα τις δυο ξεχωριστές εταιρείες από ό,τι αν ήταν συγχωνευμένες. Σύμφωνα με τους Nanda και Narayanan (1999), όταν οι εταιρείες είναι υποτιμημένες εξ αιτίας του δύσκολου

διαχωρισμού των επιμέρους ταμειακών ροών τους, τότε μπορεί να προχωρήσουν σε απόσχιση για να αυξήσουν κεφάλαια.

Οι απεκδύσεις ωστόσο ενέχουν και αρκετά μειονεκτήματα. Οι αποσχισθείσες εταιρείες είναι αρκετά μικρότερες σε μέγεθος από τις πρώην μητρικές τους και είναι πιθανόν να αντιμετωπίσουν προβλήματα χρηματοδότησης ή δυσκολίες στο να προσελκύσουν θεσμικούς επενδυτές. Επιπρόσθετα, από τη στιγμή που ολοκληρώνεται η απέκδυση εκλείπουν οι συνέργιες που απολάμβαναν οι εταιρείες ως μέλη του ομίλου της μητρικής.

1.3.2 ΜΟΡΦΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΑΠΕΚΔΥΣΕΩΝ

Ακολούθως περιγράφονται συνοπτικά οι βασικότερες κατηγορίες απεκδύσεων. Κάθε μια από τις κατωτέρω μορφές απεκδύσεων διαφέρει σε όρους ροής μετρητών, διοικητικού ελέγχου, εταιρικής διακυβέρνησης, διαφάνειας στη χρηματιστηριακή αγορά και άλλων κινήτρων.

1. Εκποιήσεις (Sell-offs) είναι η πώληση μιας θυγατρικής εταιρείας, επιχειρηματικής μονάδας, τμήματος ή γραμμής παραγωγής από μια εταιρεία σε μια άλλη. Συνήθως γίνεται διότι διαπιστώνεται ότι τελικά η θυγατρική δεν ταιριάζει με την κύρια στρατηγική που επιθυμεί να ακολουθήσει η μητρική. Η αγορά ίσως αξιολογεί αρνητικά το συνδυασμό των δυο εταιρειών, κυρίως λόγω της ύπαρξης αρνητικών συνεργιών, και έτσι τα διοικητικά στελέχη της μητρικής θεωρούν ότι είναι καλύτερο η εν λόγω μονάδα να συνεχίσει υπό διαφορετική ιδιοκτησία και διοίκηση. Επιπλέον, αυτό το είδος απέκδυσης χρησιμοποιείται για την αύξηση των μετρητών της εταιρείας, ώστε να εξυπηρετηθούν τυχόν χρέη.

2. Αποσκιρήσεις (Spin-offs) είναι η απόσχιση μιας θυγατρικής και η δημιουργία ανεξάρτητης επιχειρηματικής και νομικής οντότητας. Η μητρική εταιρεία διανέμει αναλογικά τις μετοχές στους μετόχους, οι οποίοι πλέον διαθέτουν μετοχές και στις δυο εταιρείες, αντί μόνο σε μια. Επειδή από αυτή τη συναλλαγή δεν προκύπτουν μετρητά, οι αποσκιρήσεις συνήθως δε χρησιμοποιούνται όταν η εταιρεία επιθυμεί να χρηματοδοτήσει τη μεγέθυνσή της. Αυτή η μορφή απέκδυσης εφαρμόζεται κυρίως σε θυγατρικές με υγιείς λειτουργίες. Έτσι, η διοίκηση της μητρικής επικεντρώνεται σε θέματα που την αφορούν, ενώ η διοίκηση της αποσχισθείσας θυγατρικής αυτονομείται και δε χρειάζεται πλέον να ανταγωνίζεται με τις υπόλοιπες μονάδες του

ομίλου για τα εταιρικά κεφάλαια της μητρικής. Παράλληλα, αυξάνεται η διαφάνεια τόσο της μητρικής όσο και της αποσχισθείσας εταιρείας στο χρηματιστήριο, λόγω των ξεχωριστών οικονομικών καταστάσεων που δημοσιεύουν οι δυο εταιρείες.

3. Αποσχίσεις (Split-offs) συνίσταται στη μεταβίβαση των μετοχών της θυγατρικής εταιρείας σε μια ομάδα μετόχων της μητρικής μέσω ανταλλαγής των μετοχών τους στη μητρική εταιρεία με μετοχές στη θυγατρική και αποτελούν πιο σπάνιο είδος εταιρικής αναδιάρθρωσης.

4. Καταμήσεις (Split-ups) συμβαίνουν όταν η μητρική εταιρεία διασπάται σε πολλές ξεχωριστές εταιρείες και παύει να υφίσταται. Οι μετοχές της μητρικής ανταλλάσσονται με μετοχές των νέων εταιρειών. Αυτό το είδος απέκδυσης συνήθως συμβαίνει για λόγους στρατηγικής ή επειδή κάτι τέτοιο επιβάλλεται από την κυβέρνηση. Αρκετές επιχειρήσεις διαθέτουν πολλές ετερόκλητες επιχειρηματικές μονάδες, γεγονός που δυσκολεύει τη διοίκηση της μητρικής να αυξήσει την κερδοφορία κάθε μιας. Έτσι, πιθανόν να είναι προς όφελος των μετόχων η διάσπαση σε ανεξάρτητες εταιρείες. Παράλληλα, μια τέτοια διάσπαση μπορεί να επιτάσσεται και από την κυβέρνηση, κυρίως σε περιπτώσεις που υπάρχουν υπόνοιες για νόθευση του ανταγωνισμού και εφαρμογή μονοπωλιακών πρακτικών.

5. Αποκοπές (Equity carve-outs ή partial spin-offs) συμβαίνουν όταν η μητρική εταιρεία μειώνει το ποσοστό ιδιοκτησίας της (συνήθως κατά 20% ή λιγότερο) στη θυγατρική, διανέμοντας μετοχές της σε εξωτερικούς επενδυτές δια δημόσιας εγγραφής (initial public offering). Με αυτόν τον τρόπο, δημιουργείται μια νέα εταιρεία, μια νέα νομική οντότητα με ξεχωριστή διοίκηση, στην οποία όμως η μητρική εξακολουθεί να διατηρεί μέρος του ελέγχου. Αυτό το είδος απέκδυσης εφαρμόζεται όταν μια θυγατρική μεγαθύνεται γρηγορότερα και αξιολογείται υψηλότερα στις χρηματαγορές σε σχέση με τη μητρική και τις υπόλοιπες θυγατρικές. Έτσι, η μητρική και η μερικώς αποσχισθείσα εταιρεία συνεχίζουν να έχουν αμοιβαίες συνέργιες. Μάλιστα, πολλές φορές οι αποκοπές είναι προτιμητέες από τις αποσκιρτήσεις διότι η μητρική μπορεί και να επωφελείται από το γεγονός ότι συμπεριλαμβάνει τη θυγατρική στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις – εφόσον βέβαια η θυγατρική συνεισφέρει στα κέρδη και την ενδυνάμωση του Ισολογισμού.

6. Μετοχές διερεύνησης αγοραίας αξίας (Tracking stock or designer stock) αποτελούν τη μικρότερη δυνατή απόσχιση θυγατρικής από τη μητρική, σε σύγκριση με όλες τις προαναφερθείσες μορφές απεκδύσεων. Σε μια τέτοια εταιρική

αναδιάρθρωση, η μητρική εταιρεία δημιουργεί μια ανεξάρτητη θυγατρική από εκείνες τις επιχειρηματικές μονάδες που θεωρεί ότι θα επωφεληθούν από την αυτονόμηση και τη μεγαλύτερη διαφάνεια στην αγορά. Η μητρική εκδίδει νέες δικές της μετοχές για να διερευνήσει την απόδοση της νεοϊδρυθείσας εταιρείας στο χρηματιστήριο. Σε αυτήν την περίπτωση, δεν υπάρχει αλλαγή της διοίκησης και οι κάτοχοι των μετοχών διερεύνησης δεν κατέχουν μετοχές της θυγατρικής αλλά της μητρικής εταιρείας.

7. Εκκαθάριση (liquidation) είναι η πώληση όλων των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, ώστε τελικά η επιχείρηση παύει να υφίσταται. Αποτελεί τμήμα της προβλεπόμενης από ο νόμο διαδικασίας προκειμένου να επέλθει η λύση, είτε για ιδίους λόγους (voluntary liquidation) είτε ως εκτέλεση δικαστικής απόφασης (compulsory liquidation). Το προϊόν της διαδικασίας εκποίησης χρησιμοποιείται κατά προτεραιότητα για κάλυψη εκκρεμοτήτων της υπό εκκαθάριση εταιρείας και για αποζημίωση των μετόχων της.

1.4 ΑΛΛΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΙ ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΙ

Κατά τη δεκαετία του 1980 άρχισε να εδραιώνεται μια νέα τάξη εξαγοραστών. Επρόκειτο για τις εταιρείες επενδύσεων, οι οποίες χρηματοδοτούσαν τις εξαγορές χρησιμοποιώντας ένα μικρό ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου και ένα πολύ υψηλό ποσοστό χρέους. Οι ίδιες δυνάμεις που διέπουν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές που περιγράφηκαν ανωτέρω, αποτελούν το εφαλτήριο για τους επιχειρηματικούς σχηματισμούς (corporate combinations) που θα αναφερθούν στη συνέχεια. Μερικές φορές μάλιστα, οι σχηματισμοί αυτοί χρησιμοποιούνται ως αμυντική τακτική απέναντι στο φόβο μιας ενδεχόμενης εχθρικής εξαγοράς. Ο όρος “going private transactions” αναφέρεται σε αυτούς τους επιχειρηματικούς σχηματισμούς και χρησιμοποιείται ακριβώς για να δηλώσει ότι μια εταιρεία ανοικτού τύπου, που οι μετοχές της δηλαδή διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο, εξαγοράζεται από μια μικρή ομάδα επενδυτών και μετατρέπεται σε εξωχρηματιστηριακή εταιρεία.

1.4.1 ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΔΙΑ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ

Ο όρος εξαγορές δια δανεισμού (Leveraged BuyOuts – LBOs) αναφέρεται στην εξαγορά όλων των μετοχών ή περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης εισηγμένης στο χρηματιστήριο, χρησιμοποιώντας όμως σημαντικό ύψος δανειακών κεφαλαίων, ώστε να ανταπεξέλθει η εταιρεία στο κόστος της εξαγοράς (συνήθως χρησιμοποιείται ένας δείκτης 90% χρέους προς 10% ίδια κεφάλαια). Μετά την εξαγορά, η επιχείρηση συνήθως λειτουργεί σαν επιχείρηση κλειστού τύπου ή κλειστής ιδιοκτησίας (εξωχρηματοποιητική εταιρεία λίγων μετόχων).

Αν η εξαγορά γίνει με αγορά μετοχών (stock purchase format), οι μέτοχοι της εταιρείας-στόχου απλώς πουλούν τις μετοχές τους και στη συνέχεια οι δύο εταιρείες μπορούν να συγχωνευθούν. Εξ αιτίας του υψηλού δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, τα ομόλογα που χρησιμοποιούνται σε τέτοιες εξαγορές ονομάζονται ομολογίες υψηλού κινδύνου (junk bonds), διότι πρόκειται για αξιόγραφα χαμηλής αξιοπιστίας. Συχνά, τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης εταιρείας χρησιμοποιούνται σε συνδυασμό με την περιουσία της εξαγοράζουσας, ως εγγύηση για το δανεισμό. Μια δεύτερη εναλλακτική πρακτική είναι η αγορά παγίων της εταιρείας-στόχου από την εξαγοράζουσα εταιρεία (asset purchase format). Σε αυτήν την περίπτωση, οι μέτοχοι της εταιρείας-στόχου διατηρούν μεν την ιδιοκτησία, κατέχουν όμως μόνο ένα σύνολο μετρητών και όχι απτών παγίων. Η εταιρεία-στόχος εκδίδει ένα ρευστοποιήσιμο μέρος στους μετόχους ή μετατρέπεται σε εταιρεία επενδύσεων που χρησιμοποιεί τα μετρητά για την ανάληψη επενδύσεων και διανέμει τα έσοδα από αυτές στους μετόχους.

Οι εξαγορές δια δανεισμού συνήθως λαμβάνουν χώρα σε επιχειρήσεις που βρίσκονται στο στάδιο της ωριμότητας του κύκλου ζωής τους, έχουν περιορισμένες δυνατότητες μεγέθυνσης και σταθερές ταμειακές ροές. Σκοπός αυτών των επιχειρηματικών σχηματισμών είναι να επιτρέψουν στις εταιρείες να προβούν σε μεγάλες εξαγορές χωρίς να δεσμεύσουν μεγάλο μέρος ιδίων κεφαλαίων. Ο υψηλός βαθμός δανειακής μόχλευσης συνιστά ισχυρό περιορισμό για τα στελέχη, τα οποία πλέον καλούνται να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις που θα εξασφαλίζουν ικανοποιητική ρευστότητα, ώστε να εξυπηρετηθεί το χρέος. Όλες οι ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρείας χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή των τοκοχρεολυσίων του δανείου και όχι για επεκτατικές δραστηριότητες που αυξάνουν το κύρος και τον εγωισμό των στελεχών εις βάρος της αξία των μετόχων.

1.4.2 ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΑΠΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

Οι εξαγορές από διοικητικά στελέχη (Management BuyOuts – MBOs) αποτελούν ουσιαστικά μια μορφή LBO. Ο επιχειρηματικός αυτός σχηματισμός προκύπτει από την πρωτοβουλία μιας διοικητικής ομάδας ή άλλης ομάδας επενδυτών να αποκτήσουν τον έλεγχο μιας εταιρείας από τους υπάρχοντες μετόχους. Στις περισσότερες περιπτώσεις, η διοικητική ομάδα θα εξαγοράσει τους πλέον εξέχοντες μετόχους και θα μετατρέψει την εταιρεία σε κλειστού τύπου, διότι τα στελέχη αυτά θεωρούν ότι έχουν την εμπειρία και την τεχνογνωσία να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης αν αυτή περιέλθει υπό τον έλεγχό τους. Πολύ συχνά, τα διοικητικά στελέχη ενώνουν τις δυνάμεις τους με άλλες ομάδες επενδυτών (venture capitalists) προκειμένου να αποκτήσουν την εταιρεία, διότι ακριβώς μια τέτοια εξαγορά αποτελεί περίπλοκη διαδικασία που απαιτεί σημαντικά κεφάλαια.

Οι περισσότερες εξαγορές από διοικητικά στελέχη λαμβάνουν χώρα σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης κατά τις οποίες υπάρχει πληθώρα επενδυτικών ευκαιριών. Οι προσπάθειες των διοικητικών στελεχών να αναδομήσουν τις επιχειρηματικές λειτουργίες είναι πιο αποτελεσματικές όταν οι επιχειρηματικές συνθήκες είναι ευνοϊκές. Τα στελέχη επενδύουν μέρος του μετοχικού τους κεφαλαίου. Το ποσοστό αυτό αν και μικρό – πολλές φορές ακόμα και λιγότερο από 1% της συνολικής χρηματοδότησης της εξαγοράς – αντιπροσωπεύει σημαντικό μέρος του πλούτου τους. Έτσι, η ανάγκη να προβούν σε ένα επιτυχημένο MBO είναι επιτακτική. Επιπρόσθετα, σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης υπάρχει μεγαλύτερη δυνατότητα εξυπηρέτησης του χρέους που προκύπτει από την εξαγορά.

Μερικά από τα σημαντικότερα κίνητρα που ωθούν τα διοικητικά στελέχη να εμπλακούν σε MBOs είναι τα ακόλουθα:

- Ευκαιρία για να ελέγχουν δική τους επιχείρηση.
- Μακροχρόνια πίστη στην επιχείρηση.
- Καλύτερες χρηματικές απολαβές.
- Ευκαιρία να αναπτύξουν τις δεξιότητες και τα ταλέντα τους.
- Απουσία περιορισμών από ανωτέρους.
- Φόβος για τον ερχομό κάποιου νέου ιδιοκτήτη μετά την προσδοκώμενη εξαγορά.

1.4.3 ΑΝΤΙΣΤΡΟΦΕΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Προς το τέλος της δεκαετίας του 1980 και μέχρι τα μέσα του 1990 σημειώθηκε ένας μεγάλος αριθμός αντίστροφων εξαγορών δια δανεισμού. Ως αντίστροφη εξαγορά (Reverse Leveraged BuyOuts – RLBOs) θεωρείται η διαδικασία κατά την οποία μια επιχείρηση που είχε μετατραπεί σε εξωχρηματιστηριακή μέσω LBOs γίνεται ξανά εισηγμένη, συνήθως μέσω πώλησης της συμμετοχής των αρχικών επενδυτών με δημόσια εγγραφή στο επενδυτικό κοινό. Σύμφωνα με τον Kaplan (1991) το 38% των εταιρειών που είχαν μετατραπεί σε εταιρείες κλειστού τύπου μέσω εξαγορών δια δανεισμού (LBOs) γίνονται ξανά εισηγμένες μέσα σε περίοδο 7 ετών. Άλλες εμπειρικές μελέτες των Muscarella και Vetsuypens (1990) και των Mian και Rosenfeld (1993) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρείες λειτουργούν εξωχρηματιστηριακά για 2,42 και 1,92 έτη αντίστοιχα. Αυτά τα εμπειρικά πορίσματα συνηγορούν στο ότι η εταιρική αναδιάρθρωση μέσω LBOs είναι απόφαση βραχυπρόθεσμου χρονικού ορίζοντα, εφόσον μέσα σε λίγα χρόνια οι επιχειρήσεις που είχαν μετατραπεί σε κλειστού τύπου οδηγούνται σε Reverse LBOs.

Οι εταιρείες που επιχειρούν reverse LBOs προσπαθούν να αυξήσουν τη ρευστότητά τους αποκτώντας μετρητά ώστε να μειώσουν το χρέος τους σε πιο ελεγχόμενο επίπεδο. Το χρέος αυτό μπορεί να είναι αποτέλεσμα λειτουργικών δραστηριοτήτων ή από το προηγούμενο LBO (Opler, 1993). Τόσο η χρηματοοικονομική θεωρία όσο και οι εμπειρικές έρευνες υποστηρίζουν ότι σε αυτούς τους εταιρικούς σχηματισμούς η νομική υποχρέωση για την εξυπηρέτηση του χρέους από το δανεισμό εξαναγκάζει τα διοικητικά στελέχη να δρουν για το συμφέρον των μετόχων και τα αποτρέπει από τη λήψη υπο-άριστων αποφάσεων.

Το πιο σύνηθες επιχείρημα που χρησιμοποιείται για να εξηγήσει γιατί οι επιχειρήσεις οδηγούνται σε Reverse LBOs είναι ότι τα διοικητικά στελέχη επιθυμούν να μειώσουν το χρηματοοικονομικό κόστος και την υψηλή δανειακή μόχλευση. Σύμφωνα με τους Kester και Luehrman (1995) και τον Rappaport (1990) η επιστροφή στη χρηματιστηριακή αγορά και τη χρηματοδότηση μέσω της έκδοσης μετοχών αυξάνει την ευελιξία των διοικητικών στελεχών και τους επιτρέπει να εκμεταλλευτούν νέες επενδυτικές ευκαιρίες. Τέλος, ο Kaplan (1991) υποστηρίζει ότι τα διοικητικά στελέχη έχουν ένα ακόμη κίνητρο για Reverse LBOs, την επιθυμία τους να μειώσουν τον αδιαφοροποίητο κίνδυνο που προκύπτει όταν δεσμεύουν ένα δυσανάλογα μεγάλο ποσοστό του προσωπικού τους πλούτου σε μια LBO εταιρεία.

1.5 ΤΡΟΠΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Οι συγχωνεύσεις επιχειρήσεων συνιστούν έκφραση της συγκέντρωσης της οικονομίας και στοχεύουν στην ενδυνάμωση της επιχειρηματικής θέσης των επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε αυτές τις αναδιαρθρώσεις. Οι συγκεντρώσεις επιχειρήσεων μπορούν να λάβουν διάφορες μορφές, όπως αναλύονται ακολούθως.

- **Συγχώνευση** είναι η πλήρης απορρόφηση της περιουσίας μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων – οι οποίες και λύνονται χωρίς της να ακολουθήσει εκκαθάριση – από άλλη εταιρεία που συνεχίζει τη λειτουργία της. Οι μέτοχοι της απορροφώμενης εταιρείας πληρώνονται είτε με μετρητά είτε με αξιόγραφα της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Σε αυτήν την περίπτωση απαιτείται συμφωνία των μετόχων και των δυο επιχειρήσεων, ενώ η διοίκηση έχει τη δυνατότητα να αρνηθεί μια πρόταση για συγχώνευση πριν η πρόταση υποβληθεί στους μετόχους προς συζήτηση.
- **Συνένωση** πραγματοποιείται όταν δυο επιχειρήσεις, οι οποίες λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, ενώνονται και δημιουργούν μια νέα εταιρεία της οποίας το κεφάλαιο αποτελείται από το άθροισμα των καθαρών θέσεων των αρχικών επιχειρήσεων. Στην περίπτωση αυτή, η συγκέντρωση των περιουσιακών στοιχείων των αρχικών επιχειρήσεων επέρχεται με τη λύση και εισφορά των περιουσιακών τους στοιχείων στη νέα εταιρεία. Και εδώ, η έγκριση των μετόχων είναι απαραίτητη, ενώ η διοίκηση έχει τη δυνατότητα να αρνηθεί την πρόταση ενοποίησης.
- **Απόκτηση στοιχείων του ενεργητικού** συμβαίνει όταν μια επιχείρηση αγοράζει συγκεκριμένα στοιχεία του ενεργητικού μιας άλλης (εμπράγματα εξαγορά, asset deal). Η αγοράζουσα εταιρεία δεν αποκτά στοιχεία του παθητικού της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Η φορολογική μεταχείριση, ωστόσο, αυτής της εξαγοράς είναι δυσμενέστερη σε σύγκριση με την αγορά μετοχών της εταιρείας-στόχου που αναφέρεται ακολούθως.
- **Απόκτηση μετοχών της εταιρείας-στόχου** είναι η μέθοδος κατά την οποία η αγοράζουσα εταιρεία επενδύει σε μετοχές της αγοραζόμενης επιχείρησης, αποκτώντας μέρος ή το σύνολο των μετοχών της αγοραζόμενης – κυρίως μέσω του χρηματιστηρίου – καταβάλλοντας στους κατόχους αυτών το συμφωνημένο αντίτιμο. Η απόκτηση των μετοχών που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο μπορεί να γίνει

είτε «αθόρυβα», με την απόκτησή τους από μικρομετόχους, είτε με συμφωνία με όσους έχουν στην κατοχή τους μεγάλο αριθμό μετοχών.

▪ **Εξαγορά δια δημόσιας προσφοράς (tender offer)** πραγματοποιείται όταν η διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας απευθύνει δημοσίως πρόσκληση να αγοράσει μέρος από τις κοινές μετοχές της εταιρείας-στόχου. Σε συνεργασία με οικονομικούς αναλυτές και άλλους φορείς (πχ τράπεζες επενδύσεων) η εξαγοράζουσα εταιρεία αποφασίζει την τιμή που προτίθεται να πληρώσει για την εταιρεία-στόχο σε όρους μετρητών, μετοχών ή συνδυασμού και των δύο. Η τιμή αυτή είναι υψηλότερη από την τρέχουσα (αγοραία) τιμή. Παράλληλα, δημοσιεύεται η ημερομηνία μέχρι την οποία οι μέτοχοι της εταιρείας-στόχου πρέπει να αποδεχτούν ή να απορρίψουν την πρόταση. Στόχος της εξαγοράζουσας εταιρείας είναι η συγκέντρωση των μετοχών (συνήθως άνω του 51%) της εταιρείας-στόχου ώστε να αποκτήσει τον έλεγχό της. Σε αυτήν την περίπτωση δε χρειάζεται η έγκριση από τη γενική συνέλευση των μετόχων, οι μέτοχοι που αποδέχονται τους όρους απλά προσφέρουν τις μετοχές τους. Επίσης, δεν απαιτείται συγκατάθεση των διοικητικών στελεχών.

1.6 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Οι εχθρικές εξαγορές μέσω δημόσιας προσφοράς είναι ένας εξαιρετικά συνηθισμένος τρόπος για την έναρξη ενός εταιρικού σχηματισμού. Έτσι, τόσο οι εξαγοράζουσες εταιρείες όσο και οι εταιρείες-στόχοι έχουν αναγκαστεί να εφεύρουν διάφορες τακτικές προκειμένου κάθε πλευρά να εξυπηρετήσει καλύτερα τα συμφέροντά της. Αντικειμενικός σκοπός των στρατηγικών της εξαγοράζουσας εταιρείας είναι η απόκτηση της κατάλληλης εταιρείας-στόχου, ικανοποιώντας τα κριτήρια που υποδεικνύει το πρόγραμμα εξαγοράς που έχει συντάξει. Μεγαλύτερο ενδιαφέρον έχουν οι αμυντικές στρατηγικές που μπορεί να εφαρμόσει η εταιρεία-στόχος, αντικειμενικός σκοπός των οποίων είναι να καθυστερήσουν ή και να παρεμποδίσουν την επικείμενη εξαγορά. Η άμυνα μπορεί να αφορά ενέργειες προκειμένου να γίνει η εταιρεία-στόχος λιγότερο ελκυστική για την εξαγοράζουσα ή ενέργειες ώστε να προβάλλει ανυπέρβλητα εμπόδια που θα αποθαρρύνουν πιθανές προσφορές για εξαγορά. Στη συνέχεια περιγράφονται οι πιο συνηθισμένες στρατηγικές που εφαρμόζουν οι εξαγοράζουσες και οι εξαγοραζόμενες εταιρείες.

1.6.1 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Όταν η εξαγοράζουσα εταιρεία έχει εντοπίσει τον ιδανικό στόχο πρέπει να υιοθετήσει την κατάλληλη στρατηγική, κατά τη διάρκεια της διαδικασίας προσφοράς της εξαγοράς. Οι αντικειμενικοί σκοποί της στρατηγικής που εφαρμόζει μια εξαγοράζουσα εταιρεία (bidder company) συνοψίζονται στα εξής:

- α) στην απόκτηση ελέγχου της υπό εξαγορά εταιρείας,
- β) στην ελαχιστοποίηση της πρόσθετης τιμής (premium) πλέον της ονομαστικής αξίας των μετοχών της εταιρείας-στόχου που θα πληρώσει στους μετόχους της εξαγοραζόμενης,
- γ) στην ελαχιστοποίηση του κόστους συναλλαγής (π.χ. κόστη για ειδικούς συμβούλους, κόστη δημοσίευσης, κλπ),
- δ) στην επίτευξη συμφωνίας με οφέλη και για τα δύο μέρη (win-win deal), εάν αυτό είναι εφικτό και
- ε) να εξομαλύνουν τη διαδικασία ενσωμάτωσης (integration) των δύο εταιρειών μετά την εξαγορά.

Οι εναλλακτικές στρατηγικές της εξαγοράζουσας εταιρείας διακρίνονται σε φιλικές και σε επιθετικές. Οι φιλικές εξαγορές ξεκινούν με την πρωτοβουλία της εξαγοράζουσας εταιρείας να υπάρξει ένας ανεπίσημος διάλογος με τη διοίκηση της εταιρείας-στόχου (τακτική "sweet talking the target"). Σε μια τέτοια περίπτωση, οι διοικήσεις των εταιρειών καταλήγουν εξ αρχής σε συμφωνία σχετικά με τη διαδικασία της εξαγοράς, τη μακροπρόθεσμη στρατηγική της νέας εταιρείας και το ποιοι θα κατέχουν τις ανώτατες θέσεις στη διοίκηση. Στις φιλικές εξαγορές, η συμφωνία μπορεί να επέλθει χωρίς να χρειαστεί η διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας να καταφύγει σε πιο επιθετικές τακτικές.

Σε περιπτώσεις εχθρικών εξαγορών, η εξαγοράζουσα εταιρεία μπορεί να εφαρμόσει επιθετικές τακτικές, όπως η υποβολή δημόσιας προσφοράς, το «αγκάλιασμα της αρκούδας» και η διαμάχη διοίκησης και εναντιωμένων μετόχων, οι οποίες περιγράφονται στη συνέχεια. Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες, η εφαρμογή εχθρικών τακτικών προκαλεί συγκρούσεις εντός του νέου οργανισμού και δημιουργεί προβλήματα κατά τη διαδικασία ενοποίησης της εξαγοραζόμενης εταιρείας, στην περίπτωση που η εξαγορά τελικά επιτευχθεί (Buono και Bowditch, 1989; Hambrick και Cannella, 1993; Hunt, 1990).

▪ **Δημόσια προσφορά (tender offer).** Η πιο συχνά χρησιμοποιούμενη τακτική είναι η υποβολή δημόσιας προσφοράς (tender offer), η οποία περιγράφηκε και ανωτέρω. Εφαρμόζοντας μια τέτοια στρατηγική, η διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας παρακάμπτει εσκεμμένα τη διοίκηση της εταιρείας-στόχου και απευθύνεται κατευθείαν στους μετόχους της υπό εξαγορά επιχείρησης, κάνοντάς τους προσφορά να αγοράσει τις μετοχές τους.

▪ **Αγκάλιασμα της αρκούδας (bear hug).** Μια εναλλακτική τακτική είναι το «αγκάλιασμα της αρκούδας», με την οποία η εξαγοράζουσα εταιρεία επιδιώκει να περιορίσει τις εναλλακτικές επιλογές της διοίκησης της εταιρείας-στόχου. Η εξαγοράζουσα εταιρεία στέλνει στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου επιστολή, με την οποία ανακοινώνει την πρόθεση εξαγοράς και καλεί τα μέλη να λάβουν μια απόφαση σχετικά με την προσφορά. Η προσφορά συνίσταται στη αγορά των μετοχών της εταιρείας-στόχου σε τιμή ανά μετοχή πολύ υψηλότερη από την αγοραία. Η τακτική αυτή ακολουθείται σε περιπτώσεις που υπάρχει αμφιβολία ότι η διοίκηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας θα δεχτεί να πουλήσει τις μετοχές της. Ο χαρακτηρισμός «αγκάλιασμα της αρκούδας» αντικατοπτρίζει την πειθώ που ασκεί η εξαγοράζουσα εταιρεία μέσω της υπερ-γενναιόδωρης προσφοράς που θέτει στην εταιρεία-στόχο, η διοίκηση της οποίας ουσιαστικά εξαναγκάζεται να δεχτεί την προσφορά διότι νομικά είναι υποχρεωμένη να ενεργεί για το συμφέρον των μετόχων της. Με αυτόν τον τρόπο, η εξαγοράζουσα εταιρεία εκμεταλλεύεται τη διαπραγματευτική της ισχύ για να πείσει τη διοίκηση της εταιρείας-στόχου. Αν η εξαγοράζουσα εταιρεία εφαρμόσει την τακτική «αγκάλιασμα της αρκούδας» αλλά η διοίκηση της εταιρείας-στόχου δεν εγκρίνει την προσφορά, τότε μπορεί να απευθυνθεί άμεσα στους μετόχους. Η απευθείας συνεννόηση με τους μετόχους ονομάζεται «Ειδικό Σαββατόβραδο» (Saturday night special). Ο όρος αυτός υπαινίσσεται ότι πολλές προσφορές εξαγοράς ανακοινώνονται το Σαββατοκύριακο για να αποφύγουν την υπερβολική δημοσιότητα.

▪ **Διαμάχη ανάμεσα στη Διοίκηση και τους εναντιωμένους μετόχους (proxy contest or proxy fight).** Η τακτική αυτή συνίσταται στην προσπάθεια εκ μέρους μιας ομάδας διαφωνούντων μετόχων να αποκτήσουν ισχυρή αντιπροσώπευση στο διοικητικό συμβούλιο ή να αλλάξουν τους κανονισμούς της επιχείρησης. Μια τέτοια κατάσταση συνήθως συμβαίνει όταν η διοίκηση της εταιρείας-στόχου αντιτίθεται σε μια προσφορά εξαγοράς. Η στρατηγική αυτή χρησιμοποιείται για την αντικατάσταση συγκεκριμένων μελών του διοικητικού συμβουλίου ή της διοίκησης της εταιρείας-

στόχου με άλλα μέλη που θα είναι πιο πρόθυμα να ψηφίσουν υπέρ της συγχώνευσης ή εξαγοράς και είναι ένας αποτελεσματικός τρόπος για την απόκτηση ελέγχου του 51% των μετοχών με δικαίωμα ψήφου. Επίσης, η διαμάχη διοίκησης και μετόχων μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως προάγγελος μιας υποβολής δημόσιας προσφοράς, προκειμένου η εξαγοράζουσα εταιρεία να αποκρούσει αμυντικές τακτικές της εταιρείας-στόχου, όπως τα «δηλητηριώδη χάπια».

1.6.2 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ-ΣΤΟΧΟΥ

Μόλις η εξαγοράζουσα εταιρεία απευθύνει την πρότασή της, η εταιρεία-στόχος (target company) βρίσκεται μάλλον σε μειονεκτική θέση αναφορικά με το χρόνο που έχει στη διάθεσή της προκειμένου να μελετήσει και να απαντήσει στην πρόταση εξαγοράς. Το μειονέκτημα αυτό προκύπτει από το γεγονός ότι η εξαγοράζουσα εταιρεία έχει όλο το χρόνο που χρειάζεται για να μελετήσει τους πιθανούς στόχους για εξαγορά, να κανονίσει τη χρηματοδότηση και να επιλέξει την κατάλληλη στιγμή που οι συνθήκες στην αγορά θα είναι ιδανικές για να εκδηλώσει την επίθεση. Αντίθετα, τα χρονικά περιθώρια για την εταιρεία-στόχο είναι συγκεκριμένα και προκαθορισμένα. Έτσι, οι επιλογές της εταιρείας-στόχου είναι τρεις:

1. Να αποδεχθεί τους όρους της προσφοράς, εάν αυτοί συνάδουν με τις απαιτήσεις και τις επιθυμίες των διοικητικών στελεχών και των μετόχων.
2. Να επιχειρήσει διαπραγματεύσεις, σε περίπτωση που η τιμή που προσφέρει η εξαγοράζουσα εταιρεία δεν είναι αρκετά υψηλή ή οι όροι της συμφωνίας δεν είναι ελκυστικοί, ώστε να δεχτούν οι μέτοχοι την προσφορά. Σε μια συγχώνευση ή εξαγορά διακυβεύονται πολλά από τα προνόμια και τα κεκτημένα των διοικητικών στελεχών της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Αν τα στελέχη αυτά θεωρούν ότι τα συμφέροντά τους θίγονται έντονα από τους όρους της προσφοράς, θα διαπραγματευτούν για την τροποποίηση των όρων.
3. Να παρεμποδίσει ή να καθυστερήσει την επικείμενη συγχώνευση ή εξαγορά, εάν δεν τη θεωρεί επιθυμητή. Σε αυτήν την περίπτωση οι εταιρείες εφαρμόζουν διάφορες στρατηγικές άμυνας, οι σημαντικότερες εκ των οποίων παρουσιάζονται ακολούθως.

- Η διοίκηση της εταιρείας–στόχου μπορεί να κινηθεί νομικά εναντίον της εξαγοράζουσας εταιρείας, επιδιώκοντας την απαγόρευση της συγχώνευσης ή εξαγοράς από τις δικαστικές αρχές, στηριζόμενη κυρίως στην αντιμονοπωλιακή νομοθεσία.
- Η εταιρεία–στόχος αγοράζει άλλες επιχειρήσεις, συνήθως στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας με την εξαγοράζουσα εταιρεία, προκαλώντας έτσι αφορμή για δικαστικές διαμάχες.
- Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις πωλούν μέρος από τα περιουσιακά τους στοιχεία, συνήθως αυτά που η εξαγοράζουσα εταιρεία θεωρεί ως τα πλέον επιθυμητά βάσει της κερδοφορίας και των μελλοντικών προοπτικών τους («τα Κοσμήματα του Στέμματος», crown jewels). Εάν η επιχείρηση δε διαθέτει αυτά τα στοιχεία θα μειωθεί η τιμή εξαγοράς της και συγχρόνως η επιθυμία της εξαγοράζουσας εταιρείας να την αποκτήσει.
- Η διοίκηση της εταιρείας–στόχου προσκαλεί έναν άλλο αγοραστή («Λευκός Ιππότης», white knight) να υποβάλλει προσφορά εξαγοράς. Ο Λευκός Ιππότης προσφέρει ίση ή υψηλότερη τιμή από την εξαγοράζουσα εταιρεία. Τις περισσότερες φορές, η διοίκηση της εταιρείας–στόχου και του Λευκού Ιππότη έχουν καλές σχέσεις, ενώ αντίθετα οι σχέσεις των διοικήσεων του Λευκού Ιππότη και της εξαγοράζουσας εταιρείας είναι ανταγωνιστικές.
- Η εταιρεία–στόχος προβαίνει σε υψηλότατο δανεισμό χρημάτων, τα οποία είναι πληρωτέα αμέσως μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς.
- Τα διοικητικά στελέχη της εταιρείας–στόχου προσφέρουν στους εαυτούς τους «Χρυσά Αλεξίπτωτα» (golden parachutes), δηλαδή υπέρογκες αποζημιώσεις σε περίπτωση που η αγοράστρια εταιρεία τους αντικαταστήσει. Πρόκειται για συμβόλαια προς τα υψηλόβαθμα στελέχη, τα οποία περιλαμβάνουν προνόμια για ειδικά πλεονεκτήματα ή ρήτρες στην περίπτωση που τα στελέχη αυτά απολυθούν ή λυθούν τα συμβόλαιά τους πριν τη λήξη τους.
- Μια ακόμη στρατηγική για την αποφυγή μιας εχθρικής εξαγοράς είναι τα «Δηλητηριώδη Χάπια» (poison pills), δηλαδή οι αγορές ιδίων μετοχών (flip-in pills) και μετοχών της εξαγοράζουσας εταιρείας (flip-over pills) σε σημαντική

έκπτωση, η οποία συνήθως αγγίζει το 50%. Η διοίκηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας προσπαθεί να κάνει τις μετοχές της λιγότερο ελκυστικές προς την εξαγοράζουσα εταιρεία δημιουργώντας αξιόγραφα που δίνουν στους κατόχους τους ειδικά δικαιώματα (π.χ. δυνατότητα αγοράς μετοχών της εξαγοράζουσας ή της εξαγοραζόμενης εταιρείας), τα οποία όμως ενεργοποιούνται μόνο σε περίπτωση αλλαγής ιδιοκτησίας. Η αμυντική αυτή στρατηγική εφαρμόζεται μόνο στις ΗΠΑ.

1.7 ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Τα τελευταία χρόνια έχει αυξηθεί σημαντικά και στην Ελλάδα η κινητικότητα των επιχειρήσεων σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Όλες αυτές οι εταιρικές αναδιαρθρώσεις αντιμετωπίζονται από τις νομοθεσίες των ανεπτυγμένων χωρών κυρίως υπό το πρίσμα ελέγχου για τη δημιουργία μονοπωλιακών καταστάσεων που νοθεύουν τον ανταγωνισμό. Παράλληλα όμως, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές συνεισφέρουν καταλυτικά για την ευημερία και την οικονομική ανάπτυξη στη σύγχρονη επιχειρηματική κοινωνία, επιφέροντας πολλά θετικά αποτελέσματα τόσο σε επίπεδο επιχείρησης και κλάδου όσο και σε επίπεδο εθνικής οικονομίας. Έτσι, ο νομοθέτης έχει προβλέψει για την ενίσχυση των συγχωνεύσεων, παρέχοντας κίνητρα φορολογικής κυρίως φύσης.

1.7.1 ΝΟΜΟΙ ΠΟΥ ΔΙΕΠΟΥΝ ΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Το ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο που ρυθμίζει θέματα συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτελείται από τις ακόλουθες διατάξεις :

- Κώδικας Νόμων 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών» και ειδικότερα τα άρθρα 68 έως 80 αυτού, όπως αυτά τροποποιήθηκαν με το Προεδρικό Διάταγμα 498/1987 (με αυτό εισήχθη, μεταξύ άλλων, και ο μέχρι τότε άγνωστος στο ελληνικό δίκαιο, θεσμός των απεκδύσεων εταιρειών). Ο νόμος αυτός αποτελεί το βασικότερο νομοθέτημα δικαίου για τις ανώνυμες εταιρείες.
- Νομοθετικό Διάταγμα 1297/1972 και τα άρθρα 1 έως 5 του Ν. 2166/1993 «Περί κινήτρων ανάπτυξης επιχειρήσεων, διαρρυθμίσεις στην έμμεση και άμεση

φορολογία και άλλες διατάξεις», τα οποία ρυθμίζουν συγχωνεύσεις εταιρειών οποιασδήποτε νομικής μορφής.

- Νόμος 2992/2002 σχετικά με τα «Μέτρα για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και άλλες διατάξεις» και συγκεκριμένα το άρθρο 9 αυτού που αφορά τα φορολογικά κίνητρα προς τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφερθεί ότι υπάρχουν και άλλες διατάξεις που ρυθμίζουν ειδικά θέματα περί συγχωνεύσεων και εξαγορών, όπως ο Ν. 3190/1955 για συγχώνευση εταιρειών περιορισμένης ευθύνης ή ο Ν. 2515/1997 για συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων. Ακολουθώντας όμως, θα γίνει παρουσίαση του έννομου πλαισίου βάσει του Κώδικα Νόμων 2190/1920.

1.7.2 ΕΙΔΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ Κ.Ν. 2190/1920

Ο κώδικας νόμων 2190/1920 περιλαμβάνει διατάξεις αποκλειστικά για τη συγχώνευση μεταξύ ανώνυμων εταιρειών και όχι μεταξύ αυτών και εταιρειών με διαφορετική νομική μορφή. Σύμφωνα με το άρθρο 68 του Κ.Ν. 2190/1920 υπάρχουν τρεις τρόπους συγχώνευσης εταιρειών:

1. Συγχώνευση με απορρόφηση (merger by absorption) είναι η πράξη με την οποία μια ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες (απορροφούμενες) λύνονται, χωρίς όμως να εκκαθαρίζονται, και στη συνέχεια μεταβιβάζουν σε άλλη υφιστάμενη εταιρεία (απορροφούσα) το σύνολο της περιουσίας τους. Η εταιρική περιουσία των απορροφούμενων εταιρειών δίνεται ως εισφορά σε είδος στην απορροφούσα, η οποία εκδίδει νέες μετοχές και παραχωρεί στους μετόχους των απορροφούμενων εταιρειών αντίστοιχο αριθμό μετοχών ή τους καταβάλλει χρηματικό ποσό σε μετρητά προς συμψηφισμό των μετοχών τις οποίες δικαιούνται. Αυτός ο τρόπος συγχώνευσης ρυθμίζεται από τα άρθρα 69 έως 79.

2. Συγχώνευση με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας (merger by consolidation) είναι η πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες λύνονται, χωρίς όμως να εκκαθαρίζονται, και μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους σε νέα ανώνυμη εταιρεία την οποία ιδρύουν εκ νέου. Οι μεταβιβάζουσες εταιρείες παύουν να υφίστανται ως υποκείμενα δικαίου. Η νέα εταιρεία εκδίδει και

δίνει στους μετόχους αντίστοιχο αριθμό μετοχών ή και μετρητά προς συμψηφισμό των μετοχών τις οποίες δικαιούνται. Και αυτός ο τρόπος συγχώνευσης ρυθμίζεται από τα άρθρα 69 έως 79.

3. Εξαγορά μιας εταιρείας (ή περισσοτέρων) από άλλη ανώνυμη εταιρεία (merger by acquisition) είναι πράξη η οποία, σύμφωνα με το άρθρο 79, εξομοιώνεται με τη συγχώνευση με απορρόφηση οπότε εφαρμόζονται αναλογικά οι διατάξεις των άρθρων 69 έως και 77. Οι εξαγοραζόμενες ανώνυμες εταιρείες λύνονται και μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους στην εξαγοράζουσα. Ο λόγος που η εξαγορά δε θεωρείται τρόπος συγχώνευσης αλλά πράξη που εξομοιώνεται με συγχώνευση, είναι ότι σε αυτήν την περίπτωση η εξαγοράζουσα δε χορηγεί στους μετόχους των εξαγοραζομένων εταιρειών μετοχές της, ως αντάλλαγμα για την απώλεια συμμετοχής τους, αλλά χρήματα (οι μέτοχοι δηλαδή της εξαγοραζόμενης εταιρείας δεν καθίστανται μέτοχοι της εξαγοράζουσας).

1.7.3 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ Κ.Ν. 2190/1920

Τα στάδια που ακολουθούνται κατά τη διαδικασία συγχώνευσης δύο ή περισσοτέρων ανώνυμων εταιρειών περιγράφονται αναλυτικά στα άρθρα 69 έως 79 του Κώδικα Νόμων 2190/1920. Η διαδικασία αυτή, που είναι αρκετά γραφειοκρατική για τις εταιρείες που συμμετέχουν στη συγχώνευση, διακρίνεται στα ακόλουθα στάδια:

1. Κατάρτιση έγγραφου Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης και εκθέσεων των Διοικητικών Συμβουλίων των εταιρειών. Πρόκειται για την προπαρασκευαστική πράξη της συγχώνευσης από τα ΔΣ των απορροφούμενων εταιρειών. Τα ελάχιστο στοιχεία που πρέπει οπωσδήποτε να περιλαμβάνει το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης αναφέρονται στο άρθρο 69 και για την κατάρτισή του απαιτείται λεπτομερής εκτίμηση της περιουσίας των συγχωνευόμενων εταιρειών (εξ αιτίας αυτού μάλιστα συχνά προκύπτουν διαφωνίες που καθυστερούν σημαντικά τη διαδικασία). Βασικό στοιχείο του εν λόγω σχεδίου είναι ο καθορισμός της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών. Παράλληλα, το ΔΣ κάθε συγχωνευόμενης εταιρείας συντάσσει έκθεση στην οποία δικαιολογεί το σχέδιο συγχώνευσης. Τόσο το σχέδιο όσο και οι εκθέσεις δημοσιεύονται τουλάχιστον δυο μήνες πριν την ημερομηνία συνεδρίασης της γενικής συνέλευσης των μετόχων που θα αποφασίσει για τη συγχώνευση.

2. Εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευόμενων εταιρειών από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων. Η επιτροπή αυτή συστήνεται βάσει του άρθρου 9 του Κ.Ν. 2190/1920 και συντάσσει έκθεση στην οποία αναφέρεται – μεταξύ άλλων – η σχέση ανταλλαγής των μετοχών των απορροφώμενων εταιρειών προς αυτές της απορροφούσας, εκφέροντας την άποψή της για το αν η σχέση αυτή είναι «δίκαιη και λογική» για τους μετόχους.

3. Δημοσίευση του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης και παροχή εγγυήσεων στους πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιρειών. Περίληψη του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης δημοσιεύεται σε ημερήσια οικονομική εφημερίδα, που πληροί τις προϋποθέσεις του άρθρου 26 του κ.ν. 2190/1920, ενώ οι πιστωτές δικαιούνται μέσα σε διάστημα ενός μήνα από τη δημοσίευση να ζητήσουν εγγυήσεις.

4. Πληροφόρηση των μετόχων σχετικά με το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης και την οικονομική κατάσταση των συγχωνευόμενων εταιρειών. Τουλάχιστον ένα μήνα πριν την ημερομηνία συνεδρίασης της γενικής συνέλευσης των μετόχων των απορροφώμενων εταιρειών για τη συγχώνευση, πρέπει να παραδοθούν στους μετόχους συγκεκριμένα έγγραφα, όπως το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης και οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των τριών τελευταίων χρήσεων των συγχωνευόμενων εταιρειών, η έκθεση του ΔΣ και η έκθεση της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων.

5. Έγκριση του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης από τις γενικές συνελεύσεις των συγχωνευόμενων εταιρειών. Απαραίτητη προϋπόθεση για να υλοποιηθεί η συγχώνευση είναι η έγκρισή της από τη γενική συνέλευση των μετόχων σε κάθε συγχωνευόμενη εταιρεία. Η απόφαση της γενικής συνέλευσης με την οποία παρέχεται η έγκριση λαμβάνεται με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία. Αφού εγκριθεί η σύμβαση συγχώνευσης πρέπει να περιβληθεί τον συμβολαιογραφικό τύπο.

6. Έγκριση της συγχώνευσης από τον Υπουργό Εμπορίου και δημοσιότητα της συγχώνευσης. Το τελικό στάδιο είναι η έγκριση της συγχώνευσης από τον Υπουργό Εμπορίου και Ανάπτυξης (εποπτεύουσα αρχή είναι ο αρμόδιος νομάρχης), η οποία παρέχεται μόνο αφού διαπιστωθεί η νομιμότητα όλων των διαδικαστικών πράξεων και διατυπώσεων, σύμφωνα με όσα επιτάσσει ο νόμος. Αφού εγκριθεί η συγχώνευση, ακολουθούν οι διατυπώσεις δημοσιότητας στις οποίες υποβάλλονται οι αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων, η σύμβαση συγχώνευσης, η δήλωση ότι δεν υπάρχουν αντιρρήσεις εκ μέρους των πιστωτών και η έγκριση της διοίκησης. Η

συγχώνευση ολοκληρώνεται με την καταχώρηση στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών και στο ΦΕΚ των ΑΕ και ΕΠΕ και παράλληλα ενημερώνεται το Χρηματιστήριο και το επενδυτικό κοινό.

1.7.4 ΚΟΙΝΟΤΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ ΠΕΡΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Εφόσον η Ελλάδα είναι μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οποιαδήποτε εμπλοκή ελληνικών επιχειρήσεων σε συγχωνεύσεις και εξαγορές με ξένες επιχειρήσεις, θα πρέπει να μην προσκρούει προς τον «Κοινοτικό Κανονισμό Συγκεντρώσεων» (Κανονισμός ΕΚ 139/20-01-2004 του Συμβουλίου). Η Ευρωπαϊκή αντιμονοπωλιακή νομοθεσία συμπληρώνεται με το άρθρο 82 της Συνθήκης Ευρωπαϊκής Κοινότητας, που απαγορεύει την καταχρηστική εκμετάλλευση της δεσπόζουσας θέσης μιας επιχείρησης στην αγορά. Η λογική θέσπισης του Κανονισμού είναι ο προληπτικός έλεγχος των συγκεντρώσεων με κοινοτική διάσταση, διότι η ιστορία αποδεικνύει πως το επόμενο βήμα της δημιουργίας κυρίαρχης θέσης από μια επιχείρηση (μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών) είναι η καταχρηστική εκμετάλλευση αυτής της θέσης. Αντίθετα, το άρθρο 82 δρα εκ των υστέρων, αφού δηλαδή έχει διαπιστωθεί η δημιουργία δεσπόζουσας θέσης και η καταχρηστική εκμετάλλευση αυτής.

Κατά συνέπεια, σύμφωνα με τον Κανονισμό, συγκέντρωση θεωρείται ότι υπάρχει όταν προκύπτει μόνιμη μεταβολή του ελέγχου από:

- Συγχώνευση δύο ή περισσότερων προηγουμένως ανεξάρτητων επιχειρήσεων.
- Την απόκτηση ελέγχου, από ένα ή περισσότερα άτομα που ελέγχουν ήδη μια επιχείρηση ή από μια ή περισσότερες επιχειρήσεις, στο σύνολο ή σε τμήματα άλλων επιχειρήσεων.

Έτσι, όλες οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές, με κοινοτική της διάσταση, πρέπει να κοινοποιούνται στην Επιτροπή πριν από την πραγματοποίησή τους ώστε να ελεγχθεί αν συμβιβάζονται με την κοινή αγορά και αν επηρεάζουν αρνητικά ή θετικά το εμπόριο μεταξύ κρατών-μελών.

1.8 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Ο σκοπός αυτού του κεφαλαίου ήταν να παρουσιάσει τις σημαντικότερες θεσμικές λεπτομέρειες που διέπουν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Αρχικά δόθηκαν οι βασικοί ορισμοί και έγινε η διάκριση των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε τέσσερις κατηγορίες. Τα κριτήρια που χρησιμοποιήθηκαν για την κατηγοριοποίηση είναι τα εξής: α) η νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μετά τη συγχώνευση σε συνδυασμό με το λογιστικό χειρισμό της συγχώνευσης, βάσει του οποίου γίνεται διάκριση σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, β) ο τρόπος με τον οποίο πραγματοποιείται η προσφορά εξαγοράς, βάσει του οποίου γίνεται διάκριση σε εξαγορά δια δημόσιας προσφοράς, συγχώνευση και διαμάχη μεταξύ της Διοίκησης και των εναντιωμένων μετόχων, γ) η στάση που θα κρατήσει η διοίκηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας χωρίζει τις συγχωνεύσεις και εξαγορές σε φιλικές ή εχθρικές και δ) η συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας, κριτήριο βάσει του οποίου οι συγχωνεύσεις και εξαγορές διακρίνονται σε συσχετισμένες (οριζόντιες ή κάθετες) και ασυσχετιστες (συμπληρωματικές ή διαγώνιες).

Στη συνέχεια περιγράφηκαν οι απεκδύσεις εταιρειών οι οποίες, σε αντίθεση με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, αντιπροσωπεύουν διαμελισμό περιουσιακών στοιχείων ή επιχειρήσεων. Τα σημαντικότερα κίνητρα για αυτές τις κινήσεις είναι ο επαναπροσανατολισμός των επιχειρήσεων αποκλειστικά στις κύριες λειτουργίες τους για εξοικονόμηση κεφαλαίων, η εξάλειψη της χαμηλής επίδοσης της εξαγοραζόμενης εταιρικής μονάδας, η ευκαιρία που δίνεται στα διοικητικά στελέχη να διορθώσουν την εσφαλμένη απόφασή τους αν η εξαγοραζόμενη εταιρεία τελικά σημείωσε χαμηλή επίδοση και η καλύτερη πληροφόρηση των επενδυτών από τις ξεχωριστές οικονομικές καταστάσεις που εκδίδουν οι αποσχισθείσες εταιρείες. Οι εταιρικές απεκδύσεις λαμβάνουν χώρα με διάφορες μορφές, όπως οι εκποιήσεις, οι αποσκιρτήσεις, οι αποσχίσεις, οι καταμήσεις, οι αποκοπές, οι μετοχές διερεύνησης αγοραίας αξίας και οι εκκαθαρίσεις.

Κατόπιν, παρουσιάστηκαν οι λοιποί εταιρικοί σχηματισμοί, μέσω των οποίων μια εταιρεία που οι μετοχές της διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο μετατρέπεται σε εταιρεία κλειστού τύπου ή κλειστής ιδιοκτησίας. Οι σχηματισμοί αυτοί διευκολύνονται με υψηλότατο τραπεζικό δανεισμό και διακρίνονται σε εξαγορές δια δανεισμού, εξαγορές από διοικητικά στελέχη και αντίστροφες εξαγορές. Επίσης, αναφέρθηκαν οι παραδοσιακοί τρόποι με τους οποίους λαμβάνουν χώρα οι συγκεντρώσεις των

επιχειρήσεων. Έτσι, οι συνδυασμοί των επιχειρήσεων μπορούν να επιτευχθούν μέσω συγχώνευσης, συνένωσης, απόκτησης στοιχείων του ενεργητικού, απόκτησης μετοχών της εξαγοραζόμενης εταιρείας και εξαγοράς δια δημόσιας προσφοράς.

Ακολούθως, αναλύθηκαν οι στρατηγικές που χρησιμοποιούν οι εξαγοράζουσες και οι εξαγοραζόμενες εταιρείες. Αντικειμενικός σκοπός των στρατηγικών της εξαγοράζουσας εταιρείας είναι η απόκτηση της κατάλληλης εταιρείας-στόχου, ικανοποιώντας τα κριτήρια που έχουν τεθεί από το πρόγραμμα εξαγοράς. Οι εναλλακτικές στρατηγικές της διακρίνονται σε φιλικές και σε επιθετικές. Με τις επιθετικές τακτικές, όπως η υποβολή δημόσιας προσφοράς, το «αγκάλιασμα της αρκούδας» και η διαμάχη διοίκησης και εναντιωμένων μετόχων, η εξαγοράζουσα εταιρεία προσπαθεί να παρακάμψει τη διοίκηση της εταιρείας-στόχου. Αντίστοιχα, η εξαγοράζουσα εταιρεία διαθέτει πληθώρα αμυντικών στρατηγικών προκειμένου να παρεμποδίσει ή να καθυστερήσει την επικείμενη ανεπιθύμητη εξαγορά. Οι τακτικές αυτές περιλαμβάνουν την προσφυγή στις δικαστικές αρχές, την πώληση των επιθυμητών από την εξαγοράζουσα εταιρεία περιουσιακών στοιχείων (crown jewels), την πρόσκληση ενός άλλου αγοραστή (white knight) να υποβάλλει προσφορά εξαγοράς, τον υψηλό δανεισμό χρημάτων τα οποία είναι πληρωτέα αμέσως μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς, τις υπέρογκες αποζημιώσεις (golden parachutes) για τα διοικητικά στελέχη σε περίπτωση που η αγοράστρια εταιρεία τους αντικαταστήσει και τα «Δηλητηριώδη Χάπια» (poison pills), δηλαδή τις αγορές ιδίων μετοχών ή μετοχών της εξαγοράζουσας εταιρείας σε έκπτωση.

Τέλος, παρουσιάστηκε το έννομο πλαίσιο για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές που ισχύει στην Ελλάδα, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στον κώδικα νόμων 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών», που αποτελεί και το βασικότερο νομοθέτημα δικαίου για τις ανώνυμες εταιρείες. Σύμφωνα με αυτόν, οι εταιρικοί σχηματισμοί διακρίνονται σε συγχώνευση με απορρόφηση, συγχώνευση με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας και εξαγορά μιας εταιρείας από άλλη ανώνυμη εταιρεία. Επίσης, περιγράφονται τα στάδια που περιλαμβάνει η διαδικασία της συγχώνευσης σύμφωνα με τον κώδικα και γίνεται μια σύντομη αναφορά στον Κοινοτικό Κανονισμό περί Συγκεντρώσεων.

ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Γεωργακόπουλος Ν. Λεωνίδα, 1998, «*Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών*», εκδ. Σάκκουλα
2. Δρυλλεράκης Κ. Ιωάννης, 2006, «*Ανώνυμες Εταιρείες : Πρακτική Εφαρμογή Εταιρικού Δικαίου*», Νομική Βιβλιοθήκη
3. Ηλιόκαυτος Ι. Δημήτρης, 2006, «*Πρακτικός Οδηγός Ανώνυμων Εταιρειών*», Ιδιωτική Έκδοση, Αθήνα
4. Κυριαζής Αθ. Δημήτριος, 2007, «*Συγχωνεύσεις και Εξαγορές*», εκδ. Πανεπιστημιακό, Αθήνα
5. Λεοντάρης Μιλτιάδης, 2000, «*Μετατροπή, Συγχώνευση, Διάσπαση Εταιρειών*», εκδ. Πάμισος, Αθήνα
6. Ξανθάκης Μανώλης και Αλεξάκης Χρήστος, 2007, «*Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων*», εκδ. Σταμούλης, Αθήνα
7. Παπαγιάννης Μεν. Ιωάννης, 1997, «*Δίκαιο Ανωνύμων Εταιρειών*», εκδ. Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη
8. Ρόκας Κ. Νικόλαος, 2006, «*Εμπορικές Εταιρείες*», εκδ. Σάκκουλα
9. Σακέλλης Ι. Εμμανουήλ, 2001, «*Συγχωνεύσεις, Διασπάσεις, Εξαγορές, Μετατροπές Εταιρειών και Εκτίμηση Αξίας Επιχείρησης*», εκδ. Βρυκούς, Πειραιάς

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

10. Bibler S. Richard, 1989, "*The Arthur Young Management Guide to Mergers and Acquisitions*", John Wiley and Sons, USA
11. Bruner Robert, 2004, "*Applied Mergers and Acquisitions*", John Wiley and Sons Ltd, USA
12. DePamphilis Donald, 2001, "*Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*", Academic Press, USA
13. Gaughan A. Patrick, 2007, "*Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*", John Wiley and Sons Ltd, USA
14. Sudarsanam Sudi, 2003, "*Creating Value from Mergers and Acquisitions, The Challenges*", Prentice Hall, UK
15. Sudarsanam Sudi, 1995, "*The Essence of Mergers and Acquisitions*", Prentice Hall, UK

16. Weston J. Fred, Chung S. Kwang and Hoag E. Susan, 1990, *"Mergers, Restructuring and Corporate Control"*, Prentice Hall, USA
17. Weston J. Fred and Weaver Samuel, 2004, *"Mergers and Acquisitions"*, McGraw Hill Education Europe
18. Wheelen L. Thomas and Hunger J. David, 2006, *"Concepts in Strategic Management and Business Policy"*, Pearson Prentice Hall, USA

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

19. Allen W. Jeffrey, Scott L. Lummer, John J. McConnell and Debra K. Reed, 1995, "Can Takeover Losses Explain Spin-off Firms?", Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 30 (No 4 December), pp. 465-485
20. Kaplan Stephen N. and Michael S. Weisbach, 1992, "The Success of Acquisitions : Evidence from Divestitures", Journal of Finance, vol. 47 (No 1, March) pp. 107-138
21. Kose John and Eli Ofek, 1995, "Asset Sales and Increase in Focus", Journal of Financial Economics, vol. 37 (No 1, January), pp. 105-126
22. Mukherjee K. Tarun, Kiyamaz Halil and H. Kent Baker, Fall / Winter 2004, "Merger Motives and Target Valuation : A Survey of Evidence from CFOs", Journal of Applied Finance, pp. 7-24
23. Tehranian Hassan, Nickolaos G. Travlos and James F. Waeglein, 1987, "The Effect of Long-Term Performance Plans on Corporate Sell-of-Induced Abnormal Returns", Journal of Finance, vol. 42 (No 4), pp. 943-963
24. Travlos G. Nickolaos, September 1987, "Corporate Takeover Bids, Methods of Payment and Bidding Firms' Stock Return", Journal of Finance, vol. 42 (No 4), pp. 943-963
25. Travlos G. Nickolaos, April-June 1991, "Mergers and Acquisitions", Economic Bulletin Commercial Bank of Greece
26. Travlos G. Nickolaos, 1993, "Mergers and Acquisitions", Economic Bulletin of Hellenic Bank Association, vol. 39-40
27. Travlos N. G. and Papaioannou G., 1991, "Corporate Acquisitions : Method of Payment Effects, Capital Structure Effects and Bidding Firms' Stock returns", Quarterly Journal of Business and Economics, pp. 3-22
28. Travlos G. Nickolaos and Marcia Millon Cornett, 1993, "Going Private Buyouts and Determinants of Shareholders' Returns", Journal of Accounting, Auditing and Finance, vol. 8, pp. 1-30

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΛΟΓΟΙ ΚΑΙ ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΓΙΑ ΑΛΛΟΥΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥΣ ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΥΣ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η βασική ιδέα πίσω από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι η εξίσωση « $2 + 2 = 5$ ». Αυτή η αλημεία πρεσβεύει ότι η θεμελιώδης συνιστώσα στους εταιρικούς συνδυασμούς είναι η δημιουργία αξίας για τους μετόχους της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρείας, η οποία όμως θα είναι υψηλότερη από την αξία που θα προέκυπτε από το άθροισμα των δυο επιχειρήσεων. Η δημιουργία αξίας είναι βασική προϋπόθεση, καθώς ο Bruner (2002) θεωρεί μια συγχώνευση επιτυχημένη μόνον εάν δεν καταστρέφει αξία. Συνεπώς, σε δραστηριότητες όπως οι συγχωνεύσεις και εξαγορές βρίσκει εφαρμογή το ρητό «η ισχύς εν τη ενώσει», το οποίο μπορεί να μεταφραστεί στο ότι δυο επιχειρήσεις ενωμένες είναι πιο πολύτιμες από ό,τι δύο μεμονωμένες επιχειρήσεις.

Το αποτέλεσμα της εξίσωσης « $2 + 2 = 5$ » συμπυκνώνεται στη λέξη «συνέργια» (synergy), τη δύναμη δηλαδή που επιτρέπει στη νέα επιχείρηση να απολαμβάνει σημαντικά πλεονεκτήματα κόστους, και όχι μόνο. Ο Sirower (1997) ορίζει τη συνέργια ως τις αυξήσεις στην ανταγωνιστικότητα και τις προκύπτουσες ταμειακές ροές, αυξήσεις πέρα από αυτές που οι δυο επιχειρήσεις επρόκειτο να επιτύχουν ξεχωριστά. Γενικά, η συνέργια είναι η απόλυτα συμμετρική και αρμονική συνεργασία των διαφόρων συντελεστών παραγωγής και τμημάτων των συγχωνευμένων εταιρειών, με ενεργοποίηση και εκμετάλλευση των δυνατών σημείων της κάθε εταιρείας, ώστε να υπάρξει μεγιστοποίηση αποτελεσμάτων σε βαθμό υψηλότερο από τη χωριστή επίδοση της κάθε εταιρείας πριν τη συγχώνευση.

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται προσπάθεια να εξηγηθεί η λογική που κρύβεται πίσω από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές και να απαντηθεί το ερώτημα γιατί οι επιχειρήσεις προτιμούν την εξωτερική ανάπτυξη αντί της οργανικής-εσωτερικής προκειμένου να αυξήσουν την αξία τους. Αρχικά, αναλύονται οι οικονομικές συνέργιες σύμφωνα με τις οποίες οι συγχωνεύσεις και εξαγορές εξασφαλίζουν στις επιχειρήσεις οικονομίες κλίμακας, οικονομίες μάθησης και εμπειρίας και οικονομίες φάσματος. Μια δεύτερη κατηγορία συνεργιών είναι οι χρηματοοικονομικές συνέργιες, οι οποίες εξασφαλίζουν χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου. Στη συνέχεια, περιγράφεται η βελτίωση της αποδοτικότητας της διοίκησης ως κίνητρο για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, θεωρία η οποία πρεσβεύει ότι η νέα διοίκηση που θα προκύψει από τη συγχώνευση θα μπορούσε να αξιοποιήσει τους εταιρικούς πόρους σε πιο αποδοτικές δραστηριότητες, αυξάνοντας την αξία της επιχείρησης. Κατόπιν, αναφέρεται η θεωρία περί στρατηγικής ευθυγράμμισης των επιχειρήσεων, σύμφωνα με την οποία οι διάφορες εταιρικές αναδιαρθρώσεις στοχεύουν στην καλύτερη προσαρμογή των επιχειρήσεων στις μεταβαλλόμενες συνθήκες του εξωτερικού περιβάλλοντος. Ακολούθως περιγράφεται η ενίσχυση της μονοπωλιακής δύναμης των επιχειρήσεων ως κίνητρο για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Τέλος, αναφέρονται διάφορα άλλα κίνητρα όπως η υπόθεση της αλαζονείας και η εκδήλωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Πρέπει να σημειωθεί ότι τα διάφορα κίνητρα που περιγράφονται σε αυτό το κεφάλαιο δεν είναι πάντα αμοιβαίως αποκλειόμενα. Επιπρόσθετα, δεν εξηγούνται όλες οι συγχωνεύσεις από τα ίδια κίνητρα.

2.2 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΣΥΝΕΡΓΙΑΣ

Εμπειρικές μελέτες των Bradley, Desai και Kim (1988), Mulherin και Boone (2000) και άλλων υποστηρίζουν ότι τα οφέλη που προκύπτουν από τις συνέργιες οδηγούν σε δημιουργία αξίας για τους μετόχους. Κατά συνέπεια, το πρωτεύον κίνητρο για τις συγχωνεύσεις πρέπει να είναι οι συνέργιες. Επίσης, οι Berkovitch και Narayanan (1993) ισχυρίζονται ότι οι συνέργιες είναι το βασικότερο κίνητρο σε εξαγορές με θετικά συνολικά κέρδη.

Η συνέργια που θα προκύψει από μια συγχώνευση ή εξαγορά μπορεί να προσδιοριστεί χρησιμοποιώντας το μοντέλο των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow methods). Βάσει αυτού, η συνέργια ορίζεται ως εξής:

$$\text{Συνέργια} = \sum_{t=1}^T \frac{\Delta CF}{(1+r)^t} \quad (2.1)$$

όπου ΔCF είναι η διαφορά μεταξύ των ταμειακών ρών της επιχείρησης που προκύπτει από τη συγχώνευση και του αθροίσματος των ταμειακών ρών των δυο αρχικών επιχειρήσεων δηλαδή, ο όρος ΔCF είναι η οριακή ταμειακή ροή που προκύπτει από τη συγχώνευση, r είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο προσαρμοσμένο για τον κίνδυνο και T είναι η περίοδος αναφοράς. Από τον τύπο αυτό, γίνεται φανερό ότι αν από τη συγχώνευση ή την εξαγορά δεν προκύψει συνέργια, οι ταμειακές ροές της νέας επιχείρησης θα ισούνται με το άθροισμα των ταμειακών ρών των δυο αρχικών επιχειρήσεων. Συνεπώς, ο όρος ΔCF θα ισούται με μηδέν.

Εναλλακτικά, η συνέργια μπορεί να οριστεί ως η διαφορά μεταξύ της αξίας (V_{AB}) της νέας επιχείρησης που θα προκύψει και του αθροίσματος των αξιών των δυο αρχικών επιχειρήσεων ως ξεχωριστές οντότητες. Η συνέργια επιτρέπει στη συγχωνευμένη εταιρεία να εμφανίζει μια θετική Καθαρή Αξία Εξαγοράς (Net Acquisition Value – NAV) και προσδιορίζεται ως εξής:

$$NAV = V_{AB} - (V_A + V_B) - P - E$$

δηλαδή:

$$NAV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + E) \quad (2.2)$$

Ο όρος εντός της αγκύλης στη σχέση 2.2 είναι το αποτέλεσμα της συνέργιας, το οποίο πρέπει να είναι μεγαλύτερο από το άθροισμα ($P + E$) που αντιπροσωπεύει το αντίτιμο (premium) που θα πληρώσει η εξαγοράζουσα εταιρεία για την απόκτηση της εταιρείας-στόχου και τα γενικά έξοδα (expenses) που συνεπάγεται η συγχώνευση, έτσι ώστε η συγχώνευση να αποφέρει αξία. Σε αντίθετη περίπτωση, η εξαγοράζουσα εταιρεία θα έχει πληρώσει παραπάνω απ' ό,τι θα έπρεπε για την εταιρεία-στόχο. Επίσης, γίνεται φανερό ότι αν δεν προκύψει συνέργια από μια συγχώνευση ή εξαγορά, η αξία της νέας επιχείρησης θα ισούται με το άθροισμα των αξιών των δύο αρχικών επιχειρήσεων, δηλαδή:

$$V_{AB} = V_A + V_B \quad (2.3)$$

2.3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΕΡΓΙΕΣ

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, οι επιχειρήσεις συγχωνεύονται με σκοπό να κερδίσουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε σχέση με τους ανταγωνιστές τους, μέσω μείωσης του κόστους ή αύξησης της δύναμής τους στην αγορά. Εμπειρικά ευρήματα συνηγορούν στο ότι οι εξαγορές βελτιώνουν την αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης και μειώνουν το κόστος εργασίας. Ένας βασικός αντικειμενικός σκοπός της επιχείρησης ως οικονομική μονάδα είναι η μεγιστοποίηση της μακροχρόνιας κερδοφορίας μέσω της επίτευξης και διατήρησης–αναζωογόνησης του ανταγωνιστικού της πλεονεκτήματος, σε σύγκριση πάντα με τους ανταγωνιστές της.

Η δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργήσει και να αναζωογονεί συνεχώς το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα, ώστε να επιτυγχάνει μακροχρόνια κερδοφορία, εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη διάρθρωση της αγοράς εντός της οποίας δραστηριοποιείται. Αν η δομή της αγοράς είναι πλήρως ανταγωνιστική θα πρέπει να ανταγωνιστεί στην τιμή. Αντίθετα, αν πρόκειται για ολιγοπώλιο θα πρέπει να δώσει έμφαση στη διαφοροποίηση του προϊόντος και στον ανταγωνισμό σε άλλες παραμέτρους, εκτός της τιμής, για να μην προκληθεί πόλεμος τιμών που πλήττει τα κέρδη τους και αφαιρεί αντί να προσθέτει αξία στον καταναλωτή.

2.3.1 ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΚΛΙΜΑΚΑΣ

Οι οικονομίες κλίμακας (economies of scale) αναφέρονται στην αύξηση της αποδοτικότητας της παραγωγής, καθώς αυξάνεται η ποσότητα των παραγόμενων αγαθών. Μια επιχείρηση που επιτυγχάνει οικονομίες κλίμακας έχει μειωμένο μακροχρόνιο μέσο ανά μονάδα κόστος λόγω της αυξημένης παραγωγής, διότι τα σταθερά κόστη επιμερίζονται σε περισσότερες μονάδες αγαθών. Σε αυτήν την περίπτωση δηλαδή, οι εκροές αυξάνονται αναλογικά περισσότερο από την αύξηση των εισροών και με την προϋπόθεση ότι οι τιμές των εισροών παραμένουν σταθερές, το κατά μονάδα κόστος παραγωγής μειώνεται.

Συνήθως, οι οριζόντιες συγχωνεύσεις σχετίζονται με τις οικονομίες κλίμακας. Σε αυτήν την περίπτωση θεωρείται ότι υπάρχουν δυνατότητες για επίτευξη οικονομιών κλίμακας στον κλάδο και ότι πριν από τη συγχώνευση οι εταιρείες λειτουργούσαν σε

επίπεδο παραγωγής που δεν επέτρεπε δημιουργία οικονομιών κλίμακας. Τέτοιου είδους συνέργιες έχουν, επίσης, παρατηρηθεί και στις κάθετες και στις ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις και εξαγορές. Εδώ, οι συνέργιες προκύπτουν από την κοινή χρήση των υπηρεσιών της κεντρικής διοίκησης (π.χ. λογιστήριο, μάρκετινγκ, έρευνα και ανάπτυξη), την καλύτερη διαχείριση των αποθεμάτων, τη μείωση του κόστους επικοινωνίας καθώς καταργούνται αρκετές διαπραγματεύσεις, κλπ. Επιπρόσθετα, ο Tichy (2001) υποστηρίζει ότι οι οικονομίες κλίμακας που επιτυγχάνονται από τις συγχωνεύσεις βιομηχανικών επιχειρήσεων είναι αναμφισβήτητα μεγαλύτερες από αυτές που προκύπτουν όταν συγχωνεύονται εταιρείες παροχής υπηρεσιών. Άλλες εμπειρικές μελέτες των Gugler, Mueller, Yurtoglu και Zulehner (2000) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι οικονομίες κλίμακας που επιτυγχάνονται στις συγχωνεύσεις μεταξύ εταιρειών παροχής υπηρεσιών είναι πολύ πιο κερδοφόρες, κυρίως λόγω της υψηλότερης κοστολόγησης των υπηρεσιών (mark-up prices), των οικονομιών κλίμακας στο μάρκετινγκ και της δημιουργίας επωνυμίας (brand creation).

Πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι υπάρχει ένα ορισμένο άριστο μέγεθος της επιχείρησης για την επίτευξη οικονομιών κλίμακας. Όταν η επιχείρηση ξεπεράσει αυτό το μέγεθος, αποκτά γραφειοκρατικές δομές και αντιμετωπίζει προβλήματα οργανωσιακού ελέγχου που αυξάνουν το κόστος παραγωγής με συνέπεια την εμφάνιση αντισυνομιών κλίμακας.

2.3.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΜΑΘΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΑΣ

Μια επιχείρηση μπορεί να μειώσει το κόστος παραγωγής, χωρίς να αυξήσει την παραγόμενη ποσότητα, μέσω της διαδικασίας της μάθησης. Η καμπύλη μάθησης ή εμπειρίας χρησιμοποιείται για να αποδώσει την απόκτηση εμπειρίας από μια επιχείρηση, η οποία συνεπάγεται την ελαχιστοποίηση των λαθών που αναπόφευκτα πραγματοποιούνται στα πρώτα στάδια μιας επιχείρησης και την αύξηση της αποδοτικότητας. Οι οικονομίες μάθησης και εμπειρίας δεν πρέπει να συγχέονται με τις οικονομίες κλίμακας. Οι οικονομίες κλίμακας αφορούν την αύξηση της αποδοτικότητας ως αποτέλεσμα της αύξησης της παραγωγής. Αντίθετα, οι οικονομίες μάθησης αφορούν την αύξηση της αποδοτικότητας που προέρχονται από τη μάθηση και εμπειρία που αποκτάται λόγω της επανάληψης συγκεκριμένων δραστηριοτήτων. Η μάθηση παίρνει τη μορφή του αποδοτικότερου προγραμματισμού της παραγωγής, της καλύτερης χρήσης των πρώτων υλών και των λοιπών εφοδίων, της ορθολογικότερης διαχείρισης των αποθεμάτων, της αποτελεσματικότερης

ομαδικής εργασίας, της μεγαλύτερης εξειδίκευσης, κλπ. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορούν να ενδυναμώσουν τη διαδικασία μάθησης διότι η συγχωνευμένη επιχείρηση θα απολαμβάνει τη συσσωρευμένη γνώση και εμπειρία των αρχικών επιχειρήσεων.

2.3.3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΦΑΣΜΑΤΟΣ

Τη σημερινή εποχή είναι ελάχιστες οι επιχειρήσεις που παράγουν ένα μόνο προϊόν. Οι περισσότερες διαθέτουν πολλές διαφορετικές σειρές προϊόντων, που σημαίνει ότι στοχεύουν σε πολλά τμήματα των αγορών που δραστηριοποιούνται. Σε αυτές τις περιπτώσεις, όπου οι επιχειρήσεις διαθέτουν πολλαπλά προϊόντα, μπορούν να επιτύχουν οικονομίες φάσματος (economies of scope). Πρόκειται για τα πλεονεκτήματα που απολαμβάνει μια επιχείρηση όταν χρησιμοποιεί την ήδη υπάρχουσα υποδομή της για να επεκτείνει τις δραστηριότητές της σε διαφορετικούς, αλλά τις περισσότερες φορές συγγενείς, τομείς της αγοράς. Έτσι, χωρίς σημαντική αύξηση του λειτουργικού κόστους, αποκτά τη δυνατότητα να αντλήσει κέρδη από νέες αγορές, διότι το μέσο συνολικό κόστος παραγωγής μειώνεται λόγω της αύξησης του αριθμού των αγαθών που παράγονται.

Οι περισσότερες επιχειρήσεις θεωρούν ότι είναι πιο εύκολο να ενισχύσουν τις γραμμές προϊόντων τους με νέες επωνυμίες (brands) εξαγοράζοντας άλλες εταιρείες, παρά να επιχειρήσουν την προώθηση μιας εντελώς νέας επωνυμίας από την αρχή. Έτσι, όταν οι εταιρείες διαπιστώσουν ότι δε διαθέτουν το σωστό μίγμα προϊόντων στρέφονται στις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές συμβάλλουν στη δημιουργία οικονομιών φάσματος, διότι το συνολικό κόστος παραγωγής και διάθεσης των διαφόρων προϊόντων από τη συγχωνευμένη εταιρεία είναι μικρότερο σε σχέση με το άθροισμα των κοστών που θα είχε κάθε επιχείρηση μεμονωμένα (πριν τη συγχώνευση), αν εξειδικευόταν σε κάθε ένα προϊόν ξεχωριστά. Οι συγχωνευμένες εταιρείες αυξάνουν το χαρτοφυλάκιο των προϊόντων τους, απολαμβάνουν χαμηλότερα κόστη για έρευνα και ανάπτυξη, χρησιμοποιούν μια επωνυμία–ομπρέλα για να πουλήσουν τα διάφορα προϊόντα, χρησιμοποιούν κοινά κανάλια διανομής, κλπ.

2.4 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΕΡΓΙΕΣ

Οι χρηματοοικονομικές συνέργιες αναφέρονται στον αντίκτυπο που έχουν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στο κόστος κεφαλαίου της εξαγοράζουσας εταιρείας. Εάν υφίστανται αυτές οι συνέργιες, τότε το κόστος κεφαλαίου και το κόστος πρόσβασης στις χρηματαγορές θα πρέπει να μειώνονται. Οι χρηματοοικονομικές συνέργιες συνήθως επιτυγχάνονται σε συγχωνεύσεις μη συσχετισμένων δραστηριοτήτων. Ειδικότερα, υπάρχουν τρεις παράμετροι από τις οποίες μπορούν να δημιουργηθούν χρηματοοικονομικές συνέργιες για τις συγχωνευμένες εταιρείες και είναι: α) η αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα, β) η αναδιανομή του πλούτου και γ) οι φορολογικές εξοικονομήσεις. Οι παράμετροι αυτές παρουσιάζονται στη συνέχεια.

2.4.1 ΑΥΞΗΜΕΝΗ ΔΑΝΕΙΟΛΗΠΤΙΚΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ

Η διασπορά κινδύνου που επιτυγχάνεται από τις συγχωνεύσεις επιχειρήσεων των οποίων οι ταμειακές ροές δε συσχετίζονται πλήρως δημιουργεί το φαινόμενο της συνασφάλισης (co-insurance effect), το οποίο μειώνει την πιθανότητα χρεοκοπίας και συνεπώς αυξάνει την πιστωληπτική ικανότητα της νέας επιχείρησης στην επενδυτική κοινότητα. Η πρόσθετη δανειοδότηση συνεπάγεται υψηλότερα τοκοχρεολύσια για την εξυπηρέτηση των δανείων αλλά και μεγαλύτερες φορολογικές απαλλαγές.

Πρέπει να σημειωθεί ότι τα εμπειρικά αποτελέσματα σχετικά με το αν οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις δανείζονται περισσότερο είναι συγκεχυμένα. Μελέτες των Kim και McConnell (1977) αλλά και του Bruner (1988) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε επιπλέον δανεισμό μετά τη συγχώνευση. Στο αντίθετο συμπέρασμα καταλήγουν μελέτες των Auerbach και Reishus (1988). Τέλος, οι Τραυλός και Παπαϊωάννου (1991) αναφέρουν ότι οι εξαγορές έναντι μετρητών σχετίζονται με αυξήσεις του δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης, ενώ κάτι τέτοιο δεν ισχύει στις εξαγορές με ανταλλαγή μετοχών. Το γενικό συμπέρασμα ωστόσο είναι ότι η επιπλέον δανειοδότηση είναι μεν σημαντικός παράγοντας, όμως δε μπορεί από μόνη της να αποτελέσει την κινητήρια δύναμη για συγχωνεύσεις και εξαγορές.

2.4.2 ΑΝΑΔΙΑΝΟΜΗ ΤΟΥ ΠΛΟΥΤΟΥ

Σε περίπτωση που η εξαγοράζουσα εταιρεία εκμεταλλευτεί την αυξημένη δανειοληπτική της ικανότητα, όπως περιγράφηκε ανωτέρω, οι συγχωνεύσεις θα μπορούσαν να ζημιώσουν τους πιστωτές. Αντίθετα, αν η εξαγοράζουσα επιχείρηση δεν αξιοποιήσει τη δυνατότητα για πρόσθετο δανεισμό, θα υπάρξει μεταβίβαση πλούτου από τους μετόχους στους πιστωτές (θα έχουμε δηλαδή, αναδιανομή της αξίας της επιχείρησης υπέρ των πιστωτών και εις βάρος των μετόχων). Πιθανόν μάλιστα οι τιμές των ομολογιών να αυξηθούν σε βάρος των τιμών των κοινών μετοχών. Παρ' όλα αυτά, η υπόθεση περί αναδιανομής του πλούτου δε φαίνεται να είναι ιδιαίτερα ισχυρή. Σε μελέτες τους οι Kim και McConnell (1977), Asquith και Kim (1982), και Dennis και McConnell (1986), συμπεραίνουν ότι οι κάτοχοι μη μετατρέψιμων ομολογιών της εξαγοράζουσας εταιρείας ούτε χάνουν ούτε κερδίζουν από τις συγχωνεύσεις. Επίσης, ο Τραυλός (1987) αποδεικνύει ότι οι κάτοχοι ομολογιών υφίστανται μικρές απώλειες στις συγχωνεύσεις που χρηματοδοτούνται με ανταλλαγή κοινών μετοχών.

2.4.3 ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΕΞΟΙΚΟΝΟΜΗΣΕΙΣ

Η συγχωνευμένη επιχείρηση μπορεί να έχει φορολογικές εξοικονομήσεις είτε από απαλλαγές λόγω της αυξημένης δανειοδότησης είτε από φορολογικά κίνητρα που παρέχει η κυβέρνηση μέσω των διαφόρων αναπτυξιακών νόμων είτε από τη μεταφορά συσσωρευμένων ζημιών από τη μια επιχείρηση στην άλλη για τη μείωση του συντελεστή φορολογίας νομικών προσώπων.

Η υπόθεση της αυξημένης δανειοληπτικής ικανότητας αναφέρει, όπως περιγράφηκε προηγουμένως, ότι οι επιχειρήσεις καταφεύγουν σε πρόσθετο δανεισμό που συνεπάγεται διάφορες φορολογικές απαλλαγές. Σύμφωνα με τον Bruner (1988) οι συγχωνεύσεις δημιουργούν οφέλη με τη μορφή των επιπλέον φορολογικών απαλλαγών, τα οποία οφέλη καρπώνονται οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών εταιρειών. Όμως, οι Τραυλός και Παπαϊωάννου (1991) βρίσκουν ότι – αφού λάβουμε υπ' όψιν και τον τρόπο πληρωμής της συγχώνευσης – δεν υπάρχει συσχέτιση ανάμεσα στις μεταβολές της χρηματοδοτικής μόχλευσης και των έκτακτων αποδόσεων από τη συγχώνευση.

Οι αναπτυξιακοί νόμοι αρκετών χωρών παρέχουν κίνητρα με τη μορφή φορολογικών απαλλαγών στις εξαγοράζουσες εταιρίες που θα εμπλακούν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές οι οποίες θα έχουν θετική επίδραση στα μακροοικονομικά μεγέθη της χώρας και θα προάγουν την εθνική οικονομία. Σύμφωνα με τους Auerbach και Reishus (1988), η πιθανή μετάθεση αχρησιμοποίητων φορολογικών απαλλαγών και ζημιών είναι ο σπουδαιότερος παράγοντας που επηρεάζει τις συγχωνεύσεις. Αυτό ισχύει κυρίως όταν οι εξαγοράζουσες εταιρίες χρησιμοποιούν τις φορολογικές απαλλαγές για την αντιστάθμιση των κερδών της μιας επιχείρησης από τις ζημιές της άλλης. Όσο μικρότερος είναι ο συντελεστής συσχέτισης των ταμειακών ροών των δυο επιχειρήσεων τόσο περισσότερα θα είναι τα φορολογικά κέρδη.

Σύμφωνα με μελέτη της Hayn (1989) τα φορολογικά οφέλη εξαρτώνται από τη φορολογική μεταχείριση των συγχωνεύσεων. Στις αφορολόγητες συγχωνεύσεις το σημαντικότερο χαρακτηριστικό είναι οι καθαρές λειτουργικές ζημιές που μεταφέρονται σε μελλοντικές χρήσεις και οι φορολογικές απαλλαγές που αναμένεται να λήξουν σύντομα. Αντίθετα, στις φορολογούμενες συγχωνεύσεις το σημαντικότερο φορολογικό χαρακτηριστικό είναι η αναπροσαρμογή της βάσης αποσβέσεων των στοιχείων του ενεργητικού της εξαγοραζόμενης εταιρείας.

Ανάλογα με τη διαπραγματευτική δύναμη της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρείας μπορούν και οι δυο επιχειρήσεις να εκμεταλλευτούν τα φορολογικά οφέλη. Εν κατακλείδι, πρέπει να σημειωθεί ότι οι περισσότερες χώρες (με εξαίρεση τις Η.Π.Α.) θέτουν όρια για την εκμετάλλευση των διαφόρων φορολογικών πλεονεκτημάτων.

2.5 ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

Οι σύγχρονες επιχειρήσεις δε διοικούνται από τους ιδιοκτήτες τους αλλά από τα διοικητικά στελέχη που μπορεί να κατέχουν μικρό αριθμό μετοχών της επιχείρησης. Ο όρος εταιρική διακυβέρνηση (corporate governance) αναφέρεται ακριβώς στη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στο Διοικητικό Συμβούλιο, την ανώτατη διοίκηση και τους μετόχους για τον καθορισμό της κατεύθυνσης και της επίδοσης της επιχείρησης.

Όταν τα διοικητικά στελέχη κατέχουν περιορισμένο αριθμό μετοχών αλλά παράλληλα υπάρχει μεγάλη διασπορά μετοχών, είναι πιθανό να χρησιμοποιούν τους πόρους της επιχείρησης όχι για τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων αλλά για ίδιον όφελος. Κάτι τέτοιο μπορεί να συμβεί με τη σπατάλη πόρων σε μη αναγκαίες διοικητικές δαπάνες που καμία αξία δεν προσθέτουν στην επιχείρηση. Έτσι, γίνεται φανερό ότι μια νέα διοίκηση θα μπορούσε να αξιοποιήσει τους εταιρικούς πόρους σε πιο αποδοτικές δραστηριότητες, αυξάνοντας την αξία της επιχείρησης. Στην ακραία της περίπτωση, η θεωρία της μη αποδοτικής διοίκησης ισχυρίζεται ότι η διοίκηση της εταιρείας είναι ολοκληρωτικά ανίκανη και επομένως οποιαδήποτε άλλη διοίκηση θα μπορούσε να αποδώσει περισσότερο. Έτσι, στην περίπτωση εξαγοράς επιχειρήσεων που διοικούνται μη αποτελεσματικά, η αντικατάσταση της διοίκησης είναι όχι μόνο λογικό επακόλουθο της εξαγοράς αλλά και παράγοντας δημιουργίας αξίας, εφόσον με την αντικατάσταση η εξαγοράζουσα εταιρεία οδηγείται σε αποτελεσματικότερη και αποδοτικότερη χρήση των πόρων της εξαγοραζόμενης εταιρείας, επιτυγχάνοντας την εξυγίανση και την ανάπτυξή της. Το κίνητρο αυτό είναι σύνθηρες στις εχθρικές εξαγορές και υποθέτει ότι οι αγοραζόμενες επιχειρήσεις σημείωναν χαμηλές αποδόσεις πριν από τη συγχώνευση.

Η αποδοτικότητα της διοίκησης μετράται με το δείκτη “q” του Tobin, ο οποίος είναι ένα μέσο μέτρησης της επίδοσης της επιχείρησης που, με βάση τη θεωρία της αποτελεσματικότητας της αγοράς (stock market efficiency), παρουσιάζει κατά κάποιο τρόπο την πραγματική αξία της επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός ορίζεται ως το πηλίκο της αγοραίας αξίας της επιχείρησης (total market value of firm) προς την αξία αντικατάστασης των στοιχείων του ενεργητικού της (total asset value or replacement cost of assets). Δηλαδή:

$$q \text{ ratio} = \frac{\text{total market value of firm}}{\text{total asset value}} \quad (2.4)$$

Ένας υψηλός δείκτης (μεγαλύτερος της μονάδας) φανερώνει ότι οι μετοχές μιας επιχείρησης είναι πιο ακριβές απ’ ό,τι το κόστος αντικατάστασης των παγίων της. Αυτό σημαίνει ότι οι μετοχές της επιχείρησης είναι υπερτιμημένες, γεγονός που με τη σειρά του αντικατοπτρίζει εξαιρετική απόδοση της διοίκησης. Αντίθετα, ένας δείκτης μικρότερος της μονάδας δηλώνει ότι το κόστος αντικατάστασης των παγίων της εταιρείας είναι υψηλότερο σε σχέση με τις μετοχές της και κατά συνέπεια η διοίκηση της εταιρείας δεν είναι αποτελεσματική.

Οι Morck, Schleifer και Vishny (1989) βρίσκουν ότι οι εχθρικές εξαγορές χαρακτηρίζονται από χαμηλότερη μεγέθυνση και χαμηλότερο δείκτη q σε σύγκριση με τις φιλικές εξαγορές. Μελέτη των Lang, Stulz και Walking (1989) αναφορικά με τη συσχέτιση των έκτακτων αποδόσεων των εξαγοραζόμενων εταιρειών κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς και της απόδοσης της διοίκησης, κατέληξε στα εξής συμπεράσματα:

- Σε επιτυχείς εξαγορές μέσω δημόσιας προσφοράς οι εξαγοράζουσες εταιρείες έχουν συνεχώς χαμηλό δείκτη q , πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς.
- Ο δείκτης q των εξαγοραζόμενων εταιρειών μειώνεται σημαντικά για χρονική περίοδο πέντε ετών πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς.
- Εξαγοράζουσες εταιρείες με υψηλό δείκτη q (αποτελεσματική διοίκηση) σημειώνουν σημαντικές θετικές έκτακτες αποδόσεις, ενώ εξαγοράζουσες εταιρείες με χαμηλό δείκτη q (μη αποτελεσματική διοίκηση) σημειώνουν ζημιές.
- Όταν η εξαγοράζουσα εταιρεία έχει υψηλό δείκτη q και η εξαγοραζόμενη χαμηλό δείκτη q , τότε η νέα επιχείρηση που προκύπτει από τη συγχώνευση επιτυγχάνει σημαντική αύξηση της αξίας της.
- Όταν η εξαγοράζουσα εταιρεία έχει χαμηλό δείκτη q ενώ η εξαγοραζόμενη υψηλό, η συγχώνευσή τους οδηγεί σε χαμηλές έκτακτες αποδόσεις.

Ερμηνεύοντας τα αποτελέσματά τους, οι Lang, Stulz και Walking υποστηρίζουν πως οι κεφαλαιαγορές επιβραβεύουν τις καλά διοικούμενες εταιρείες που εξαγοράζουν μη αποτελεσματικά διοικούμενες επιχειρήσεις. Δε συμβαίνει όμως το ίδιο όταν μη αποτελεσματικά διοικούμενες εταιρείες εξαγοράζουν καλά διοικούμενες επιχειρήσεις, καθώς οι κεφαλαιαγορές δεν αξιολογούν θετικά μια τέτοια εξαγορά. Στην πρώτη περίπτωση τα οφέλη των μετόχων πηγάζουν από την αποτελεσματικότερη χρήση των εταιρικών πόρων. Στη δεύτερη περίπτωση, η αγοραζόμενη εταιρεία ωφελείται από την αναδιανομή του εταιρικού πλούτου από την αγοραζουσα εταιρεία προς την αγοραζόμενη.

2.6 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΙ ΛΟΓΟΙ

Στις σύγχρονες συνθήκες της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, η συνεχώς αυξανόμενη αβεβαιότητα στο εξωτερικό περιβάλλον αποτελεί τη μεγαλύτερη πρόκληση κάθε σύγχρονης επιχείρησης. Η εξωτερική ανάπτυξη των επιχειρήσεων

μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών συνιστά τη σημερινή εποχή έναν αποτελεσματικό τρόπο για τη στρατηγική τοποθέτηση της επιχείρησης, τη στιγμή μάλιστα που οι επιχειρήσεις θεωρούν ότι η εσωτερική-οργανική ανάπτυξη είναι διαδικασία χρονοβόρα, αβέβαιη και δαπανηρή. Έτσι, με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές οι επιχειρήσεις μεγιστοποιούν τα μακροπρόθεσμα κέρδη τους αντιμετωπίζοντας επιτυχώς την υπάρχουσα αβεβαιότητα και τον επιταχυνόμενο ανταγωνισμό.

2.6.1 ΚΑΘΕΤΟΠΟΙΗΣΗ

Μια επιχείρηση μπορεί να συνεργαστεί με κάποιον προμηθευτή ώστε να εξασφαλίζει τις απαραίτητες πρώτες ύλες ή με κάποιον διανομέα για να πουλά τα προϊόντα που παράγει. Εναλλακτικά, μπορεί να παράγει η ίδια τα εφόδια που χρειάζεται ή να διανέμει η ίδια τα προϊόντα που παράγει. Τα δυο αυτά ενδεχόμενα αντιπροσωπεύουν την απόφαση που καλείται να λάβει κάποια επιχείρηση για το αν «θα αγοράζει ή θα παράγει» (make or buy decision).

Με τη συγχώνευση ή εξαγορά ενός προμηθευτή ή ενός διανομέα, η επιχείρηση μπορεί εύκολα να επιτύχει κάθετη ολοκλήρωση προς τα πίσω ή προς τα εμπρός αντίστοιχα (backward or forward vertical integration). Τη σημερινή εποχή μάλιστα, που λόγω της παγκοσμιοποίησης και του διαδικτύου τα εμπόδια εισόδου σε αρκετούς κλάδους πέφτουν δραματικά και η ταχύτητα με την οποία τα προϊόντα και οι υπηρεσίες μεταβάλλονται από καινοτομίες σε εμπορεύσιμα είδη αυξάνεται κατακόρυφα, αν οι επιχειρήσεις θέλουν να διατηρήσουν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα θα πρέπει ή να τρέξουν γρηγορότερα ή να μεγαλώσουν ή να γίνουν εξυπνότερες – κατά προτίμηση και τα τρία. Η καθετοποίηση της παραγωγής είναι ένας τρόπος για να επιτευχθεί ο στόχος αυτός μιας και δίνει στη συγχωνευμένη επιχείρηση ένα ισχυρό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε σύγκριση με τους υφιστάμενους ανταγωνιστές, καθώς αποτρέπει την ισχυροποίησή τους, και μπορεί να θέσει ένα σοβαρότατο εμπόδιο εισόδου για νέες επιχειρήσεις στην αγορά.

2.6.2 ΣΥΜΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΟΙ ΠΟΡΟΙ ΚΑΙ ΙΚΑΝΟΤΗΤΕΣ

Οι επιχειρηματικές στρατηγικές (business level strategies or competitive strategies) υποδεικνύουν πώς η επιχείρηση θα ανταγωνιστεί στον κλάδο που ανήκει με σκοπό

να βρει μια θέση που θα μπορεί να αμυνθεί οικονομικότερα ή καλύτερα από τις δυνάμεις του ανταγωνισμού. Κάθε επιχείρηση καλείται να επιλέξει μεταξύ τεσσάρων επιχειρηματικών στρατηγικών: α) την ηγεσία κόστους, β) την εστίαση στο κόστος, γ) τη διαφοροποίηση ή δ) την εστίαση στη διαφοροποίηση. Γι' αυτό το λόγο, οι επιχειρήσεις αναπτύσσουν τους πόρους και τις ικανότητές τους (resources and capabilities) για να κερδίσουν και να ενδυναμώσουν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα. Όταν οι υφιστάμενοι πόροι και ικανότητες υπολείπονται σε σχέση με το επιθυμητό επίπεδο, μπορούν να καλύψουν το κενό μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών με άλλες επιχειρήσεις που διαθέτουν συμπληρωματικούς πόρους και ικανότητες. Τέτοιοι πόροι είναι το μάρκετινγκ, το δίκτυο διανομής, η παραγωγή, η έρευνα και ανάπτυξη (R&D), κλπ. Αντίστοιχα, οι ικανότητες περιλαμβάνουν την οργανωσιακή δομή, το στυλ διοίκησης, τη φήμη, τις δυνατότητες για καινοτομίες, κλπ.

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι μια δυναμική διαδικασία για την ενίσχυση των βασικών ικανοτήτων (core competencies) της επιχείρησης, δηλαδή των πόρων και ικανοτήτων που έχουν καθοριστεί να είναι πηγή ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Μέσα από μια γενική θεώρηση, μπορεί να ειπωθεί ότι οι συγκεκριμένες δραστηριότητες αποτελούν τη δίοδο με την οποία μια επιχείρηση αποκτά πρόσβαση σε νέους πόρους, με την ανάπτυξη των οποίων θα αυξήσει τα εισοδήματά της και θα βελτιώσει την ανταγωνιστικότητά της. Με αυτόν τον τρόπο ισχυροποιείται όλο το πεδίο της στρατηγικής που εφαρμόζει η επιχείρηση, καθώς πλέον το σύνολο των ενεργειών που συνιστούν τη στρατηγική γίνεται πιο ενοποιημένο και πιο συντονισμένο, αναφορικά με την εκμετάλλευση αυτών των βασικών ικανοτήτων και τη θεμελίωση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

2.6.3 ΜΕΓΕΘΥΝΣΗ

Ένα από τα πιο θεμελιώδη κίνητρα για συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι η μεγέθυνση. Οι επιχειρήσεις που επιδιώκουν τη μεγέθυνση καλούνται να επιλέξουν μεταξύ εσωτερικής-οργανικής ανάπτυξης, που όμως είναι μια αργή και αβέβαιη διαδικασία ειδικά αν η επιχείρηση θέλει να εκμεταλλευτεί άμεσα κάποια ευκαιρία (window of opportunity) από το εξωτερικό περιβάλλον, ή εξωτερικής ανάπτυξης μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Κάθε επιχείρηση, ανάλογα με τη στρατηγική που εφαρμόζει, επιλέγει να εξυπηρετήσει με τα προϊόντα ή τις υπηρεσίες που θα προσφέρει συγκεκριμένες αγορές. Ουσιαστικά δηλαδή, πρέπει να απαντήσει στο ερώτημα ποιες αγορές θα εξυπηρετήσει και πώς. Αναφορικά με τις συγχωνεύσεις και

εξαγορές, τα ερωτήματα αυτά μεταφράζονται στο ερώτημα ποιες εταιρείες να εξαγοράσει και πότε να προβεί στην εξαγορά, αντί να αναπτυχθεί εσωτερικά.

Όταν η επιχείρηση εφαρμόζει στρατηγική διείσδυσης σε νέες αγορές (market penetration strategy), καλείται να αποφασίσει αν θα εξαγοράσει μια ήδη υπάρχουσα εταιρεία ή αν θα αναπτυχθεί εσωτερικά. Η εξαγορά μιας εταιρείας που πουλά το ίδιο προϊόν, δηλαδή η οριζόντια συγχώνευση, είναι ο γρηγορότερος τρόπος για να εισέλθει στη νέα αγορά. Η επιλογή των νέων αγορών στις οποίες θα προσπαθήσει να εισέλθει εξαρτάται από παράγοντες όπως το επίπεδο του ανταγωνισμού στη νέα αγορά, το βαθμό ρίσκου που ενέχουν οι επενδύσεις που ίσως χρειαστούν, η διαθεσιμότητα βασικών πόρων και εισροών, κλπ. Αν ο ανταγωνισμός στη νέα αγορά που επιθυμεί να εισέλθει η επιχείρηση είναι ήδη οξύς και υπάρχει υπερβάλλουσα παραγωγική δυναμικότητα, ενδεχομένως να προκαλέσει αντίποινα από τους υφιστάμενους «παίκτες» της αγοράς. Σε μια τέτοια περίπτωση, η εξαγορά μιας άλλης εταιρείας που ήδη δραστηριοποιείται στη νέα αγορά θα μειώσει τον κίνδυνο για αντίποινα. Περαιτέρω, η εσωτερική ανάπτυξη με την εγκαθίδρυση μιας νέας εγκατάστασης ενέχει μεγαλύτερο κίνδυνο σε σύγκριση με την εξαγορά, καθώς η επιχείρηση θα χρειαστεί να αντιμετωπίσει τα εμπόδια εισόδου που υπάρχουν στον κλάδο.

Αντίστοιχα, αν η επιχείρηση εφαρμόζει στρατηγική επέκτασης στην αγορά (market extension strategy) που ήδη δραστηριοποιείται, θα επιλέξει να αγοράσει μια εταιρεία που θα χρησιμεύσει π.χ. ως κανάλι για τη διανομή των προϊόντων (κάθετη συγχώνευση). Στην περίπτωση αυτή, η εταιρεία-στόχος θα πουλά συμπληρωματικά προϊόντα, ώστε να αυξηθεί το εύρος της γραμμής προϊόντων που θα διοχετεύει στην αγορά η συγχωνευμένη εταιρεία.

2.6.4 ΔΙΑΠΟΙΚΙΛΣΗ

Η ιδέα ότι η διαποίκιληση (diversification) έχει αποτελέσει καθοριστικό παράγοντα στα πλαίσια της στρατηγικής ανάπτυξης (growth strategy) δεν είναι καινούρια στη βιβλιογραφία για τη στρατηγική των επιχειρήσεων. Ένα βασικό κίνητρο για τα διοικητικά στελέχη όταν εφαρμόζουν στρατηγική διαποίκιλησης είναι η διείσδυση σε πιο κερδοφόρες αγορές, κυρίως επειδή η αγορά στην οποία ήδη δραστηριοποιείται η επιχείρηση έχει εισέλθει στο στάδιο της ωριμότητας ή επειδή ο ανταγωνισμός εντός

αυτής δεν επιτρέπει την αύξηση των τιμών προκειμένου η επιχείρηση να σημειώσει υπερβάλλοντα κέρδη.

Αν η επιχείρηση εφαρμόζει στρατηγική διαποίκισης (diversification strategy), θα προχωρήσει σε ασυσχέτιστη συγχώνευση. Έρευνες των Campa και Kedia (2002) και Villalonga (2004) υποστηρίζουν ότι υπάρχει σημαντική δυνατότητα για δημιουργία αξίας μέσω συγχωνεύσεων που ως κίνητρο έχουν τη διαποίκιση. Σύμφωνα με τους Grinblatt και Titman (2002) οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις έχουν οφέλη διότι μειώνεται το ρίσκο των μετοχών της εταιρείας και έτσι αυξάνεται η ελκυστικότητά της στους επενδυτές και μειώνεται το κόστος κεφαλαίου. Τέλος, αυξάνεται η ευελιξία και η προσαρμοστικότητα της εταιρείας στο πολυτάραχο εξωτερικό της περιβάλλον, μειώνεται η πιθανότητα χρεοκοπίας και αυξάνεται η δυσκολία των ανταγωνιστών να αποκτήσουν απόρρητες πληροφορίες. Ωστόσο, υπάρχουν και εμπειρικές μελέτες των Morck, Shleifer και Vishny (1990), Lang και Stulz (1994), Berger και Ofek (1995), Walker (2000) και Lamont και Polk (2002), τα ευρήματα των οποίων συνηγορούν στο ότι οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις που στοχεύουν στη διαποίκιση καταστρέφουν αξία για την επιχείρηση.

2.7 ΜΟΝΟΠΩΛΙΑΚΗ ΔΥΝΑΜΗ

Σημαντικό κίνητρο που ωθεί τις επιχειρήσεις σε συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι η ενίσχυση της δύναμης της εξαγοράζουσας εταιρείας στην εθνική ή και στη διεθνή αγορά. Η δύναμη αυτή ορίζεται ως η ικανότητα να θέτει και να διατηρεί η επιχείρηση τιμές πάνω από τα επίπεδα που ορίζει ο ανταγωνισμός. Στόχος είναι ο περιορισμός του ανταγωνισμού, γεγονός που συνεπάγεται την αύξηση της τιμής των προϊόντων και την επίτευξη πρόσθετων ολιγοπωλιακών ή μονοπωλιακών κερδών.

Η αύξηση της δύναμης στην αγορά επιτυγχάνεται κυρίως μέσω οριζοντίων συγχωνεύσεων. Υπάρχουν τρεις πηγές μονοπωλιακής δύναμης: α) η διαφοροποίηση των προϊόντων, β) η ικανότητα της επιχείρησης να θέτει εμπόδια εισόδου στους νεοεισερχόμενους και γ) η ικανότητα αύξησης του μεριδίου αγοράς. Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις όμως δεν είναι ο μοναδικός τρόπος για να αποκτήσει μια επιχείρηση μονοπωλιακή δύναμη. Αύξηση της δύναμης στην αγορά μπορεί να προέλθει και μέσω των κάθετων συγχωνεύσεων, διότι η εξαγορά ενός βασικού προμηθευτή ή

διανομέα από μια επιχείρηση ουσιαστικά θέτει ένα σημαντικότερο εμπόδιο εισόδου για τις νεοεισερχόμενες στον κλάδο επιχειρήσεις.

Αν και η απόκτηση μονοπωλιακής δύναμης είναι ελκυστικότερο κίνητρο για τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις, οι αντιμονοπωλιακές νομοθεσίες θέτουν ισχυρότατα εμπόδια σε τέτοιου είδους συγκεντρώσεις λόγω του ελέγχου που αποφέρουν στην επιβολή τιμών και συνακόλουθα στον έλεγχο της κερδοφορίας. Συνεπώς, το κίνητρο αυτό δε θα πρέπει να θεωρείται από τις επιχειρήσεις ικανό μέσο για τη διατήρηση του ανταγωνιστικού τους πλεονεκτήματος.

2.8 ΑΛΛΑ ΚΙΝΗΤΡΑ

Τα κίνητρα για συγχωνεύσεις και εξαγορές που αναφέρθηκαν μέχρι τώρα εξηγούν ουσιαστικά τον τρόπο δημιουργίας αξίας για τις επιχειρήσεις που επιλέγουν αυτές τις δραστηριότητες. Παράλληλα, έχουν αναπτυχθεί και διάφορες άλλες θεωρίες οι οποίες προσπαθούν να απαντήσουν στο ερώτημα γιατί οι επιχειρήσεις προτιμούν την εξωτερική ανάπτυξη μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών, ακόμα και όταν αυτές οι δραστηριότητες καταστρέφουν αξία. Ακολουθώντας περιγράφονται συνοπτικά η υπόθεση της αλαζονείας και η θεωρία περί εκδήλωσης κόστους αντιπροσώπευσης, ως κίνητρα που, σε συνδυασμό με τα προαναφερθέντα, ωθούν τις εταιρείες σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.

2.8.1 ΥΠΟΘΕΣΗ ΑΛΑΖΟΝΕΙΑΣ ΚΑΙ Η «ΚΑΤΑΡΑ ΤΟΥ ΝΙΚΗΤΗ»

Ο Richard Roll (1986) πρότεινε τη «θεωρία της αλαζονείας» (Hubris hypothesis) ως πιθανό κίνητρο των συγχωνεύσεων και εξαγορών, το οποίο μάλιστα μπορεί – έως ένα βαθμό – να εξηγήσει τις αρνητικές έκτακτες αποδόσεις που σημειώνουν αρκετές εξαγοράζουσες επιχειρήσεις.² Σύμφωνα με το Roll, τα οικονομικά οφέλη από τις εξαγορές – εάν όντως υφίστανται – πιθανόν να έχουν υπερεκτιμηθεί. Έτσι, το πρόβλημα προκύπτει όταν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές δε δημιουργούν συνέργιες,

² Πιο σύγχρονος υποστηρικτής της θεωρίας αυτής είναι ο Heaton J. B., 2002, “Managerial Optimism and Corporate Finance”, *Financial Management*, No 31, pp. 33-45.

αλλά παρόλα αυτά τα διοικητικά στελέχη των εξαγοραζουσών εταιρειών θεωρούν πως όντως δημιουργούνται.

Η θεωρία της αλαζονείας πρεσβεύει ότι τα διοικητικά στελέχη διακρίνονται από αλαζονεία και παρακινούνται από τη ματαιοδοξία τους για επιχειρηματικό επεκτατισμό (empire building). Έτσι, υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους και θεωρούν ότι η αποτίμηση της εταιρείας-στόχου που έχουν διενεργήσει είναι σωστή και ότι η αγοραία τιμή της δεν αντικατοπτρίζει την πραγματική οικονομική αξία της συγχώνευσης. Η εξαγοράζουσα εταιρεία προσφέρει τιμή πολύ υψηλότερη από την πραγματική αξία της εταιρείας-στόχου και έτσι οι μέτοχοί της υφίστανται απώλειες και μείωση του πλούτου τους. Οι Hayward και Hambrick (1997) μάλιστα έχουν βρει ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της αλαζονείας των διοικητικών στελεχών και του ύψους της πρόσθετης τιμής (premium) επί της προ της συγχωνευμένης τιμής των αξιολογούμενων που πληρώνουν στην εταιρεία-στόχο. Εδώ ακριβώς είναι που υπεισέρχεται η υπόθεση της αλαζονείας, καθώς τα διοικητικά στελέχη γνωρίζουν ότι άλλες εταιρείες κατά μέσο όρο έχουν υποστεί απώλειες σε παραπλήσιες συγχωνεύσεις ή εξαγορές, αλλά αυτοί έχουν την αλαζονεία να πιστεύουν ότι είναι καλύτεροι από άλλα στελέχη στο να εντοπίζουν τις πλέον ελκυστικές ευκαιρίες για συγχωνεύσεις. Τελικά όμως, η εκτίμηση των διευθυντικών στελεχών αποδεικνύεται λανθασμένη και οι πολυπρόθετες συνέργιες δε δημιουργούνται ποτέ.

Η ύβρις, που προκύπτει όταν η διαδικασία λήψης αποφάσεων υποκινείται από τα αλαζονικά κίνητρα των διοικητικών στελεχών, είναι καθοριστικό στοιχείο της λεγόμενης «κατάρας του νικητή» (Winner's curse). Σε ένα περιβάλλον όπου υπάρχουν πολλές πιθανές εξαγοράζουσες εταιρείες, είναι πιθανόν η τιμή που θα προσφέρει η εκάστοτε εταιρεία για την εξαγορά μιας εταιρείας-στόχου να κυμαίνεται εντός ενός μεγάλου εύρους τιμών. Η εξαγοράζουσα εταιρεία που θα προσφέρει την υψηλότερη τιμή θα κερδίσει, όμως η τιμή αυτή συνήθως είναι πολύ μεγαλύτερη από την αναμενόμενη αξία της εταιρείας-στόχου. Έτσι, ο νικητής είναι «καταραμένος» (cursed) υπό την έννοια ότι πληρώνει πολύ περισσότερα για την εξαγοραζόμενη εταιρεία από ό,τι πραγματικά αυτή αξίζει.

2.8.2 ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ

Τη σημερινή εποχή, στις μεγάλες επιχειρήσεις δεν υπάρχει ταύτιση ιδιοκτησίας και διοίκησης. Τα διοικητικά στελέχη απλώς κατέχουν κάποιο ποσοστό μετοχών στις

εταιρείες που διοικούν. Οι μέτοχοι, που είναι και οι πραγματικοί ιδιοκτήτες (principals), εκλέγουν το διοικητικό συμβούλιο που με τη σειρά του προσλαμβάνει τα διοικητικά στελέχη ως αντιπροσώπους (agents) προκειμένου να αναλάβουν τη διοίκηση της επιχείρησης. Έτσι, εξ αιτίας της διάχυσης της ιδιοκτησίας και του διαχωρισμού της από τη διοίκηση, οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης συνήθως δε λειτουργούν αποτελεσματικά.

Σύμφωνα με τη θεωρία αντιπροσώπευσης (agency theory), που βασίστηκε στις απόψεις των Berle και Means (1936), Jensen και Meckling (1976) και επεκτάθηκε από τους Fama (1980) και Fama και Jensen (1983), ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας και διοίκησης δημιουργεί αντιθέσεις συμφερόντων μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και των μετόχων και μεταξύ των μετόχων και των πιστωτών. Μάλιστα, δραστηριότητες όπως οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να αποτελέσουν το εφελκυστικό για να εκδηλωθούν τέτοιες αντιθέσεις, οι οποίες μπορούν να πάρουν διάφορες μορφές, όπως η μεγέθυνση πωλήσεων, η μεγέθυνση στοιχείων του ενεργητικού, η διασπορά κινδύνου, οι διαφορετικοί ορίζοντες αποφάσεων και η σπατάλη ελεύθερων ταμειακών ροών. Σύμφωνα με τη θεωρία αντιπροσώπευσης, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές λαμβάνουν χώρα για να διορθώσουν καταστάσεις όπου υπάρχει διάσταση μεταξύ επιθυμιών μεταξύ των στελεχών και των μετόχων. Οι χαμηλές τιμές των μετοχών πιέζουν τα διευθυντικά στελέχη να δραστηριοποιηθούν προκειμένου να αυξήσουν την τιμή, αλλιώς θα γίνουν ο στόχος εξαγοράς από κάποια εταιρεία που αντιλαμβάνεται ότι οι μετοχές είναι υποτιμημένες.

- **Μεγέθυνση πωλήσεων.** Ο Murphy (1985) υποστηρίζει ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των μεταβολών στις αμοιβές των διοικητικών στελεχών και της αύξησης των πωλήσεων. Συνεπώς, τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να αυξήσουν τις πωλήσεις πέρα από το άριστο μέγεθος. Έτσι, οι συγχωνεύσεις μπορεί να υποκινούνται από την επιδίωξη των διοικητικών στελεχών να μεγιστοποιήσουν τις αμοιβές τους. Ωστόσο, μια εμπειρική μελέτη των Lewellen και Huntsman (1970) βρίσκει ότι οι αμοιβές των στελεχών συσχετίζονται θετικά με το ρυθμό κερδοφορίας της επιχείρησης και όχι με το επίπεδο των πωλήσεων.
- **Μεγέθυνση στοιχείων ενεργητικού.** Η αύξηση των περιουσιακών στοιχείων αυξάνει τους εταιρικούς πόρους με αποτέλεσμα να αυξάνεται το κύρος και η δύναμη των διευθυντικών στελεχών και να μειώνεται η πιθανότητα χρεοκοπίας. Ο Mueller (1969) υποθέτει ότι τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρο να αυξήσουν το μέγεθος της επιχείρησής τους διότι οι αποζημιώσεις τους είναι συνάρτηση του

μεγέθους της εταιρείας. Σύμφωνα με τους Shleifer και Vishny (1989) η επέκταση των επιχειρήσεων μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών, ιδιαίτερα σε τομείς σχετικούς με το γνωστικό υπόβαθρο και την εμπειρία των διοικητικών στελεχών, βοηθά τα διευθυντικά στελέχη να βελτιώσουν τη θέση τους με την έννοια ότι μειώνεται η πιθανότητα αντικατάστασής τους και η πιθανότητα εξασφάλισης από τους μετόχους διαφόρων χρηματικών ή μη ωφελειών.

- **Διασπορά κινδύνου.** Το μεγαλύτερο ποσοστό του πλούτου των διοικητικών στελεχών προέρχεται από μισθούς και άλλα εισοδήματα από την επιχείρηση που διοικούν. Ο κίνδυνος όμως που αντιμετωπίζουν δεν είναι διεσπαρμένος, σε αντίθεση με τον κίνδυνο που αντιμετωπίζουν οι μέτοχοι της επιχείρησης, οι οποίοι μπορούν να εξασφαλίσουν διασπορά του κινδύνου επενδύοντας σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο κοινών μετοχών. Έτσι, τα διευθυντικά στελέχη αποστρέφονται τον κίνδυνο (risk avert) περισσότερο από τους μετόχους. Εξ αιτίας της μεγαλύτερης αποστροφής τους προς τον κίνδυνο, τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα για υποεπένδυση όταν πρόκειται για επενδύσεις υψηλού κινδύνου και για χρησιμοποίηση πόρων σε δραστηριότητες που μειώνουν τη μεταβλητότητα των κερδών, προκαλώντας έτσι μείωση του πλούτου των μετόχων. Οι Amihud και Lev (1981) ισχυρίζονται ότι τα διευθυντικά στελέχη δείχνουν προτίμηση σε ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις, διότι έτσι μειώνουν το μη διαφοροποιημένο κίνδυνο της απασχόλησης (δηλαδή τον κίνδυνο να χάσουν την εργασία τους). Επίσης, μελέτες των Amihud, Lev και Travlos (1990) παρέχουν αποδείξεις ότι τα διοικητικά στελέχη προτιμούν η χρηματοδότηση των συγχωνεύσεων να γίνεται μέσω ρευστών ή δανεισμού και όχι μέσω έκδοσης νέου μετοχικού κεφαλαίου που μειώνει τη δική τους ποσοστιαία συμμετοχή και αυξάνει τον κίνδυνο απώλειας του ελέγχου της επιχείρησης.
- **Διαφορετικοί ορίζοντες αποφάσεων.** Σύμφωνα με τους Jensen και Smith (1985) και Jensen και Meckling (1979) οι απαιτήσεις των διοικητικών στελεχών έναντι της επιχείρησης περιορίζονται μόνο στην περίοδο απασχόλησής τους, συνεπώς έχουν κίνητρο να ενδιαφέρονται λιγότερο για τις ταμειακές ροές που πραγματοποιούνται μετά την αποχώρησή τους, ανεξάρτητα αν αυτές αυξάνουν την αγοραία αξία ολόκληρης της σειράς ταμειακών ροών της επιχείρησης. Οι Tehranian, Travlos και Waeglein (1987) υποστηρίζουν ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές επηρεάζονται από το διαφορετικό ορίζοντα αποφάσεων εξ αιτίας της επίδρασης αυτών των δραστηριοτήτων στα κέρδη και στις αμοιβές των διοικητικών στελεχών. Ειδικότερα, τα διοικητικά στελέχη των οποίων οι αμοιβές συνδέονται με βραχυπρόθεσμα κέρδη

της επιχείρησης έχουν κίνητρο να προωθούν συγχωνεύσεις που αυξάνουν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη, ανεξάρτητα από την καθαρή παρούσα αξία τους.

- **Ελεύθερες ταμειακές ροές.** Τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρο να μειώνουν τις ταμειακές εκροές προς τους μετόχους γιατί οι εκροές αυτές μειώνουν τους πόρους που βρίσκονται υπό τον έλεγχό τους. Όταν μάλιστα η επιχείρηση συσσωρεύει σημαντικά ποσά ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flows), το γεγονός αυτό μπορεί να προκαλέσει ισχυρές συγκρούσεις. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές προκύπτουν αν από τις καθαρές λειτουργικές ταμειακές ροές αφαιρεθούν οι επενδυτικές και τα χρεολύσια που πληρώνει η εταιρεία έναντι των δανείων της. Ο Jensen (1986) τις ορίζει ως τις ταμειακές ροές που ξεπερνούν τις ανάγκες κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση όλων των επενδυτικών σχεδίων που έχουν θετική καθαρή παρούσα αξία. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές πρέπει να διανέμονται στους μετόχους με τη μορφή μερισμάτων ή αγοράς ιδίων μετοχών (treasury stocks). Σε επιχειρήσεις όμως που δεν ακολουθούν πολιτική μεγιστοποίησης της αγοραίας αξίας τους, οι ελεύθερες ταμειακές ροές σπαταλούνται σε μη παραγωγικές χρήσεις, καταστρέφοντας την αξία της επιχείρησης. Σύμφωνα με τον Jensen (1986) τα διευθυντικά στελέχη προβαίνουν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές διότι αυτός είναι ένας τρόπος να δαπανούν ταμειακά διαθέσιμα αντί να τα δίνουν στους μετόχους. Από την άλλη πλευρά, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να είναι επωφελείς στην περίπτωση που εταιρείες εξαγοράζουν άλλες εταιρείες που διαθέτουν υψηλές ελεύθερες ταμειακές ροές, οι οποίες όμως σπαταλούνται λόγω μη αποτελεσματικής διοίκησης.

2.9 ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΚΙΝΗΤΡΩΝ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Η συντριπτική πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών που έχουν διενεργηθεί σχετικά με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές επιβεβαιώνει την άποψη ότι οι δραστηριότητες αυτές αποτελούν ορθολογικές αποφάσεις με σκοπό τη μεγιστοποίηση της αξίας των επιχειρήσεων και κατ' επέκταση τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Για αυτό το λόγο, έχουν αναπτυχθεί πολλές θεωρίες προκειμένου να διερευνηθούν γιατί ακριβώς συμβαίνουν οι διάφοροι επιχειρηματικοί σχηματισμοί. Έτσι, ένα βασικό ερώτημα που παρουσιάζει θεωρητικό ενδιαφέρον σχετίζεται με τα κίνητρα που

κρύβονται πίσω από την απόφαση μιας εταιρείας να εμπλακεί σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Μια ακόμη σχετική ερώτηση είναι γιατί οι επιχειρήσεις προτιμούν τέτοιες δραστηριότητες αντί της εσωτερικής ανάπτυξής τους.

Πίνακας 2.1
Σύνοψη των βασικών κινήτρων για συγχωνεύσεις και εξαγορές

Θεωρία	Κίνητρο
Συνέργια	Εξίσωση $2 + 2 = 5$
Οικονομικές συνέργιες : <ul style="list-style-type: none"> ▪ Οικονομίες κλίμακας ▪ Οικονομίες μάθησης & εμπειρίας ▪ Οικονομίες φάσματος 	Βελτίωση της λειτουργικής επίδοσης, απόκτηση εμπειρίας μέσω της διαδικασίας μάθησης και επέκταση δραστηριοτήτων με την απόκτηση ενός πελάτη, προμηθευτή ή ανταγωνιστή
Χρηματοοικονομικές συνέργιες : <ul style="list-style-type: none"> ▪ Αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα ▪ Αναδιανομή του πλούτου ▪ Φορολογικές εξοικονομήσεις 	Χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου μέσω της εξομάλυνσης των ταμειακών ροών και ταίριασμα των επενδυτικών ευκαιριών με τις εσωτερικές ταμειακές ροές
Βελτίωση αποδοτικότητας της διοίκησης	Αντικατάσταση της μη αποτελεσματικής διοίκησης, καλύτερη αξιοποίηση εταιρικών πόρων από τη νέα διοίκηση
Στρατηγικοί λόγοι : <ul style="list-style-type: none"> ▪ Καθετοποίηση ▪ Συμπληρωματικοί πόροι και ικανότητες ▪ Μεγέθυνση ▪ Διαποίκιση 	Τοποθέτηση της επιχείρησης σε προϊόντα και αγορές με υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης, απόκτηση αναγκαίων πόρων και ικανοτήτων για καλύτερη προσαρμοστικότητα στις αλλαγές του περιβάλλοντος (εξωτερική αντί της εσωτερικής ανάπτυξης)
Μονοπωλιακή δύναμη	Αύξηση μεριδίου αγοράς, βελτίωση της ικανότητας της επιχείρησης να θέτει και να διατηρεί τιμές πάνω από τα επίπεδα ανταγωνισμού για επίτευξη μονοπωλιακών κερδών
Άλλα κίνητρα : <ul style="list-style-type: none"> ▪ Υπόθεση αλαζονείας (hubris hypothesis) 	Τα στελέχη της εξαγοράζουσας εταιρείας πιστεύουν ότι οι εκτιμήσεις τους για τις εταιρείες-στόχους είναι πιο σωστές από αυτές της αγοράς με αποτέλεσμα να πληρώνουν πολύ υψηλά premiums, υπερεκτιμώντας τις συνέργιες που μπορεί και να μην πραγματοποιηθούν ποτέ
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Εκδήλωση κόστους αντιπροσώπευσης (agency cost) 	Σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και των μετόχων, τα στελέχη προβαίνουν σε συγχωνεύσεις και άλλες δραστηριότητες που δεν αυξάνουν την αξία της επιχείρησης και τον πλούτο των μετόχων

Για την απάντηση των προαναφερθέντων ερωτημάτων έχουν αναπτυχθεί διάφορες θεωρίες που προσπαθούν να προσδιορίσουν γιατί τελικώς συμβαίνουν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές και αν πράγματι διέπονται από τη λογική της δημιουργίας πρόσθετης αξίας ή αν υποκινούνται από κίνητρα που ίσως και να καταστρέφουν αξία. Στον Πίνακα 2.1 παρουσιάζονται συγκεντρωτικά οι θεωρίες που αναλύθηκαν στο παρόν κεφάλαιο και τα αντίστοιχα κίνητρα που πρεσβεύει η κάθε θεωρία ότι επεξηγούν τη λογική που κρύβεται πίσω από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές.

2.10 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάστηκαν οι σημαντικότερες θεωρίες που προσπαθούν να διερευνήσουν τα κίνητρα που υποκινούν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές. Η θεωρία περί οικονομικών συνεργιών υποθέτει ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές βοηθούν τις επιχειρήσεις να επιτύχουν επίπεδα λειτουργιών στα οποία μπορούν να εκμεταλλευτούν τις οικονομίες κλίμακας, φάσματος και εμπειρίας. Αντίστοιχα, η θεωρία περί χρηματοοικονομικών συνεργιών υποθέτει ότι δημιουργούνται συμπληρωματικότητες στη συγχωνευμένη εταιρεία αναφορικά με τις επενδυτικές ευκαιρίες και τις εσωτερικές ταμειακές ροές που μειώνουν το κόστος κεφαλαίου. Οι χρηματοοικονομικές συνέργιες μπορούν να επιτευχθούν μέσω τριών παραμέτρων, της αυξημένης δανειοληπτικής ικανότητας, της αναδιανομής του πλούτου και των φορολογικών εξοικονομήσεων.

Η θεωρία περί μη αποτελεσματικής διοίκησης πρεσβεύει ότι η διοίκηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας δεν είναι ικανή, κατά συνέπεια μια άλλη διοίκηση θα μπορούσε να αξιοποιήσει πιο αποτελεσματικά τους εταιρικούς πόρους ώστε να αυξήσει τον πλούτο των μετόχων. Η αποδοτικότητα της διοίκησης μετράται με το δείκτη “q” του Tobin, που αν είναι υψηλός (μεγαλύτερος της μονάδας) αντικατοπτρίζει εξαιρετική απόδοση της διοίκησης. Επίσης, παρατέθηκαν τα συμπεράσματα της μελέτης των Lang, Stulz και Walking (1989) αναφορικά με τη συσχέτιση των έκτακτων αποδόσεων των εξαγοραζόμενων εταιρειών κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς και της απόδοσης της διοίκησης.

Η θεωρία περί στρατηγικής ευθυγράμμισης της επιχείρησης με το συνεχώς μεταβαλλόμενο εξωτερικό περιβάλλον πρεσβεύει ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές λαμβάνουν χώρα με στόχο την προσαρμογή των εταιρειών στις αλλαγές του περιβάλλοντος εντός του οποίου δραστηριοποιούνται. Σε αυτήν την περίπτωση γίνεται διάκριση ανάλογα με το αν κίνητρο για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι η καθετοποίηση, η απόκτηση συμπληρωματικών πόρων και ικανοτήτων, η μεγέθυνση ή η διαποίκιση.

Σύμφωνα με τη θεωρία περί μονοπωλιακής δύναμης κίνητρο για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι τα μονοπωλιακά κέρδη που θα προκύψουν ως αποτέλεσμα της συγκέντρωσης των επιχειρήσεων και της συνακόλουθης μείωσης του ανταγωνισμού. Το κίνητρο αυτό της από μόνο του δε θα πρέπει να θεωρείται από τις επιχειρήσεις ικανό μέσο για τη διατήρηση του ανταγωνιστικού τους πλεονεκτήματος, λόγω των ισχυρών εμποδίων που τίθενται από τις αντιμονοπωλιακές νομοθεσίες.

Τέλος, στα λοιπά κίνητρα συγκαταλέγονται η υπόθεση της αλαζονείας και η εκδήλωση κόστους αντιπροσώπευσης. Η υπόθεση αλαζονείας υποστηρίζει ότι τα διευθυντικά στελέχη επιδεικνύουν αλαζονεία και παρακινούμενα από τη ματαιοδοξία τους υπερεκτιμούν την εταιρεία-στόχο. Το αποτέλεσμα είναι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές να μη δημιουργούν συνέργιες, αλλά παρόλα αυτά τα διοικητικά στελέχη των εξαγοραζουσών εταιρειών θεωρούν εσφαλμένα πως όντως δημιουργούνται. Σύμφωνα με τη θεωρία αντιπροσώπευσης, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές υποδηλώνουν συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και των μετόχων διότι συνιστούν δραστηριότητες που καταστρέφουν από την αξία της επιχείρησης και μειώνουν τον πλούτο των μετόχων. Οι αντιθέσεις αυτές εκδηλώνονται με διάφορες μορφές, όπως μεγέθυνση πωλήσεων, μεγέθυνση στοιχείων του ενεργητικού, διαφοροποίηση κινδύνου, διαφορετικοί ορίζοντες αποφάσεων και σπατάλη ελεύθερων ταμειακών ροών.

ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Κυριαζής Αθ. Δημήτριος, 2007, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», εκδ. Πανεπιστημιακό, Αθήνα
2. Ξανθάκης Μανώλης και Αλεξάκης Χρήστος, 2007, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων», εκδ. Σταμούλης, Αθήνα

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

3. Cartwright Sue and Cary L. Cooper, 2001, *“Managing Mergers, Acquisitions and Strategic Alliances : Integrating People and Cultures”*, Butterworth Heinemann, UK
4. DePamphilis Donald, 2001, *“Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities”*, Academic Press, USA
5. Gaughan A. Patrick, 2007, *“Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring”*, John Wiley and Sons Ltd, USA
6. Grinblatt Mark and Sheridan Titman, 2002, *“Financial Markets and Corporate Strategy”*, McGraw Hill Irwin, Europe
7. Palepu G. Krishna, Victor L. Bernard and Paul M. Healy, 1997, *“Introduction to Business Analysis and Valuation”*, Thomson South-Western, USA
8. Sudarsanam Sudi, 2003, *“Creating Value from Mergers and Acquisitions, The Challenges”*, Prentice Hall, UK
9. Sudarsanam Sudi, 1995, *“The Essence of Mergers and Acquisitions”*, Prentice Hall, UK
10. Weston J. Fred, Chung S. Kwang and Hoag E. Susan, 1990, *“Mergers, Restructuring and Corporate Control”*, Prentice Hall, USA
11. Weston J. Fred and Weaver Samuel, 2004, *“Mergers and Acquisitions”*, McGraw Hill Education Europe
12. Wheelen L. Thomas and Hunger J. David, 2006, *“Concepts in Strategic Management and Business Policy”*, Pearson Prentice Hall, USA

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

13. Bruner Robert F., 2002, “Does M&A Pay? A survey of Evidence from the Decision-Maker”, *Journal of Applied Finance*, vol. 12 (No 1, Spring/Summer), pp. 48-68
14. Campa Jose Manuel and Simi Kedia, 2002, “Explaining the Diversification Discount”, *Journal of Finance*, vol. 57 (No 4, August), pp. 1731-1762

15. Cebenoyan A. Sinan, Papaioannou J. George and Travlos G. Nickolaos, Autumn 1992, "Foreign Takeover Activity in the U.S. and Wealth Effects for Target Firm Shareholders", Financial Management Association, pp. 58-68
16. Croson T. A. Rachel, Gomes Armando, McGinn L. Kathleen and Markus Noth, 2004, "Mergers and Acquisitions : An Experimental Analysis of Synergies, Externalities and Dynamics", Review of Finance 8, pp. 481-514
17. Lamont A. Owen and Christopher Polk, 2002, "Does Diversification Destroy Value? Evidence from the Industry Shocks", Journal of Financial Economics, vol. 63 (No 1, January), pp. 51-77
18. Mueller C. Dennis and Sirower L. Mark, May 2003, "The Causes of Mergers : Tests Based on the Gains to Acquiring Firms' Shareholders and the Size of Premia", Managerial and Decision Economics, vol. 24, pp. 373-391
19. Mukherjee K. Tarun, Kiyamaz Halil and Baker H. Kent, 2004, "Merger Motives and Target Valuation : A Survey of Evidence from CFOs", Journal of Applied Finance, pp 7-24
20. Mulherin J. Harold and Audra L. Boone, 2000, "Comparing Acquisitions and Divestitures", Journal of Corporate Finance, vol. 6 (No 2, July), pp. 117-139
21. Tehranian Hassan, Nickolaos G. Travlos and James F. Waegelein, 1987, "The Effect of Long-Term Performance Plans on Corporate Sell-of-Induced Abnormal Returns", Journal of Finance, vol. 42 (No 4), pp. 943-963
22. Tichy Gunther, 2001, "What Do We Know about Success and Failure of Mergers?", Journal of Industry, Competition and Trade, 1:4, pp. 431-440
23. Travlos G. Nickolaos, September 1987, "Corporate Takeover Bids, Methods of Payment and Bidding Firms' Stock Return", Journal of Finance, vol. 42 (No 4), pp. 943-963
24. Travlos G. Nickolaos, April-June 1991, "Mergers and Acquisitions", Economic Bulletin Commercial Bank of Greece
25. Travlos G. Nickolaos, 1993, "Mergers and Acquisitions", Economic Bulletin of Hellenic Bank Association, vol. 39-40
26. Travlos N. G. and Papaioannou G., 1991, "Corporate Acquisitions : Method of Payment Effects, Capital Structure Effects and Bidding Firms' Stock returns", Quarterly Journal of Business and Economics, pp. 3-22
27. Villalonga Belen, 2004, "Diversification Discount of Premium? New Evidence from the Business Tracking Series", Journal of Finance, vol. 59 (No 2, April), pp. 479-506
28. Walker M. Mark, 2000, "Corporate Takeovers, Strategic Objectives and Acquiring Firm Shareholder Wealth", Financial Management, vol. 29 (No 1), pp. 53-66

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΚΑΙ ΑΝΑΦΟΡΑ ΣΤΙΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Θεμελιώδης στόχος της διοίκησης των επιχειρήσεων είναι η μεγιστοποίηση της συνολικής αξίας της επιχείρησης ή εναλλακτικά η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Ο στόχος αυτός πρέπει να διέπει κάθε λήψη απόφασης, διότι οι επενδυτές θα τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους μόνο σε επιχειρήσεις που εκτιμούν ότι τα κεφάλαια αυτά θα αξιοποιηθούν με τον πλέον αποδοτικό τρόπο. Παράλληλα, οι επιχειρήσεις τη σημερινή εποχή πρέπει να είναι ανταγωνιστικές όχι μόνο στις εμπορικές αγορές αλλά και στις αγορές κεφαλαίου, διαφορετικά το κόστος κεφαλαίου τους θα είναι υψηλότερο από αυτό των ανταγωνιστών τους. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι αναμφίβολα ένα σημαντικό εργαλείο στη διάθεση των επιχειρήσεων για να επιτύχουν αυτούς τους στόχους.

Η απόφαση μιας επιχείρησης για το αν θα προχωρήσει σε συγχώνευση ή εξαγορά χαρακτηρίζεται αναμφισβήτητα στρατηγική διότι θα επηρεάσει την περαιτέρω μεγέθυνση και επιβίωση της εταιρείας μακροπρόθεσμα. Τα πραγματοποιηθέντα κέρδη για τις εξαγοράζουσες και τις εξαγοραζόμενες εταιρείες που προκύπτουν από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές ενισχύουν την άποψη ότι οι δραστηριότητες αυτές οδηγούν σε αύξηση της επιχειρηματικής αξίας και συνεπώς του πλούτου των μετόχων, ικανοποιώντας έτσι το θεμελιώδη αντικειμενικό σκοπό των επιχειρήσεων. Παρά το δημοφιλή μύθο ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές καταστρέφουν αξία, εμπειρικά πορίσματα δείχνουν ότι οι περισσότερες από αυτές τις δραστηριότητες είναι επικερδείς για όλους τους ενδιαφερόμενους (stakeholders). Συμπερασματικά, μπορεί να ειπωθεί ότι οι σωστά σχεδιασμένες συγχωνεύσεις και εξαγορές, που πραγματοποιούνται από επιχειρήσεις υψηλής απόδοσης, βελτιώνουν την οικονομική

αποτελεσματικότητα και δημιουργούν οφέλη τόσο για τις εξαγοράζουσες όσο και για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες.

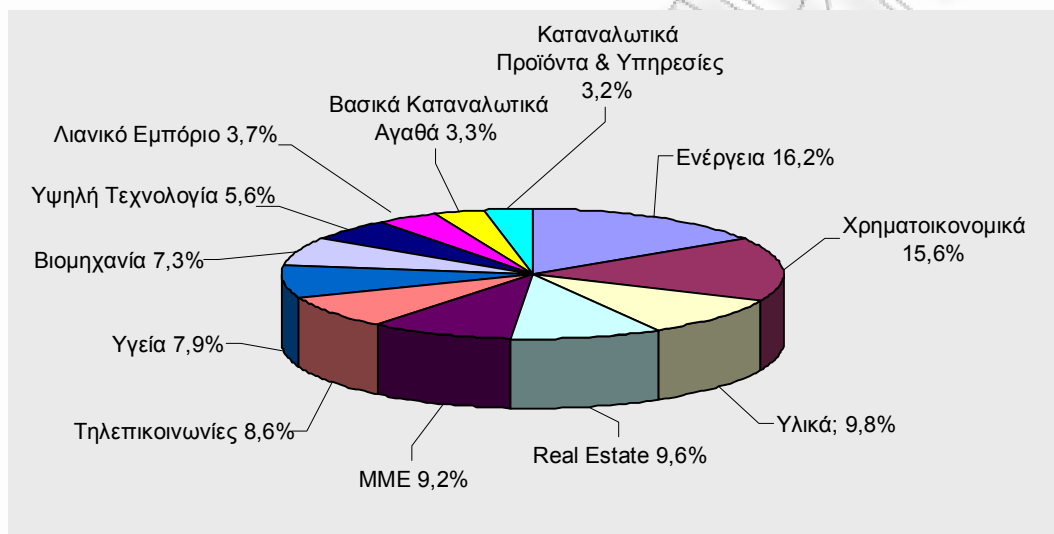
Σε αυτό το κεφάλαιο, αρχικά γίνεται μια ιστορική ανασκόπηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών που έλαβαν χώρα στις Η.Π.Α. και στην Ευρώπη. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται τα εμπειρικά πορίσματα των διαφόρων μελετών που έχουν διεξαχθεί σχετικά με τη χρηματιστηριακή επίδοση των εξαγοραζουσών και των εξαγοραζόμενων εταιρειών, όπως αυτή μετράται με τις έκτακτες αποδόσεις που σημειώνουν οι μετοχές των εμπλεκόμενων εταιρειών πριν, κατά τη διάρκεια και μετά την ανακοίνωση της συναλλαγής. Κατόπιν, γίνεται λεπτομερής αναφορά στα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών που διερευνούν τη χρηματοοικονομική επίδοση των συγχωνευμένων εταιρειών μετά το πέρας της συναλλαγής. Η επίδοση αυτή μετράται με τη μακροχρόνια πορεία βασικών χρηματοοικονομικών μεγεθών, όπως το λειτουργικό κέρδος, οι ταμειακές ροές και το κόστος κεφαλαίου. Η παρουσίαση αυτών των πορισμάτων στοχεύει στο να διαλευκάνει αν τελικά οι συγχωνεύσεις και εξαγορές δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία για τις επιχειρήσεις και τους μετόχους τους. Τέλος, περιγράφονται οι επιδράσεις των εν λόγω δραστηριοτήτων σε άλλες συνιστώσες που αφορούν τη μετασυγχωνευτική διαδικασία ενοποίησης των εταιρειών, όπως τα διοικητικά στελέχη, το προσωπικό και η κουλτούρα των εταιρειών.

3.2 ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Η ιστορία έχει αποδείξει ότι το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών χαρακτηρίζεται από «ξεσπάσματα», τα οποία ακολουθούνται από σχετική αδράνεια. Κάθε τέτοιο «ξέσπασμα» καλείται «κύμα συγχωνεύσεων» (merger waves). Ένα ακόμη χαρακτηριστικό είναι ότι οι συγχωνεύσεις πραγματοποιούνται σε ομοιογενείς ομάδες κλάδων (industry clusters). Γενικότερα, το οικονομικό, κοινωνικό, νομικό και κανονιστικό πλαίσιο μιας χώρας επηρεάζει τις αποφάσεις των επιχειρήσεων για συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Τα τελευταία χρόνια οι εταιρείες χρησιμοποιούν όλο και περισσότερο τις συγχωνεύσεις και εξαγορές με αποτέλεσμα να παρατηρείται ραγδαία αύξηση των συναλλαγών. Ενδεικτικά, το 2006 η παγκόσμια αγορά συγχωνεύσεων και εξαγορών

έφθασε στο ύψος των \$ 3,7 τρις σημειώνοντας αύξηση 37,6% ως προς την αξία των συμφωνιών του προηγούμενου έτους. Οι συνολικές πραγματοποιηθείσες συμφωνίες αυξήθηκαν κατά 4,8% και ανήλθαν στις 25.503 συγκριτικά με 24.344 το 2005. Είναι αξιοσημείωτο ότι το τελευταίο τρίμηνο του 2006 υπήρξε ιδιαίτερα μεγάλη κινητικότητα, καθώς οι ανακοινωθείσες συμφωνίες αξίας \$1,3 τρις αντιπροσώπευσαν το 34,1% του ετήσιου συνόλου.



Πηγή: PriceWaterhouseCoopers, Mergers and Acquisitions Survey 2006

Διάγραμμα 3.1

Σύνθεση παγκόσμιων ανακοινωθείσων συμφωνιών συγχωνεύσεων και εξαγορών ανά κλάδο για το 2006

Στο Διάγραμμα 3.1 παρουσιάζεται η σύνθεση κατά κλάδο δραστηριότητας των συμφωνιών για συγχωνεύσεις και εξαγορές που ανακοινώθηκαν εντός του 2006. Ορισμένες από τις μεγαλύτερες συμφωνίες αφορούν το χώρο της ενέργειας, των τηλεπικοινωνιών και των ΜΜΕ, καθώς οι εταιρείες επιδιώκουν συνεχώς την αύξηση των μεγεθών τους εν όψει της εντατικοποίησης του ανταγωνισμού. Σημαντικό μερίδιο καταλαμβάνει και ο τομέας της βιομηχανίας με βασικούς πρωταγωνιστές τις τσιμεντοβιομηχανίες. Επίσης, μεγάλη κινητικότητα παρατηρείται στον κλάδο των τραπεζών και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, καθώς την τελευταία δεκαετία έχουν πραγματοποιηθεί ορισμένες από τις μεγαλύτερες συναλλαγές σε όγκο και αξία.

Στη συνέχεια, παρουσιάζονται πιο αναλυτικά οι δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών που έχουν λάβει χώρα στις Η.Π.Α και στην Ευρώπη και περιγράφονται τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των κυμάτων που συντελέστηκαν σε κάθε μια αγορά. Πρέπει να σημειωθεί ότι ορισμένες θεμελιώδεις οικονομικές δυνάμεις λειτούργησαν ως εφιαλτήριο για τα κύματα συγχωνεύσεων και στις δυο αγορές. Επιπρόσθετα, οι δυνάμεις αυτές ενισχύθηκαν, μεταξύ άλλων, από τράπεζες επενδύσεων, εμπορικές τράπεζες, νομικές εταιρείες και εταιρείες συμβούλων. Όλοι αυτοί οι φορείς ενθάρρυναν το γενικότερο κλίμα επιχειρηματικής αισιοδοξίας και επωφελούνταν και οι ίδιοι όταν οι αγορές συγχωνεύσεων και εξαγορών παρουσίαζαν αυξημένη δραστηριότητα.

3.2.1 ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΣΤΙΣ Η.Π.Α.

Οι Η.Π.Α. μπορούν να χαρακτηριστούν πρωτοπόροι σε θέματα συγχωνεύσεων και εξαγορών, καθώς έχουν τη μακρύτερη ιστορία σε τέτοιες δραστηριότητες. Η Αμερική βίωσε πέντε περιόδους-κύματα που χαρακτηρίζονται από έντονη δραστηριότητα σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Όπως παρατηρεί ο Sorenson (2000), διαφορετικοί παράγοντες ώθησαν τις δραστηριότητες της δεκαετίας του 1990 μέχρι και σήμερα σε σύγκριση με τις δραστηριότητες των προηγούμενων κυμάτων.

Το πρώτο κύμα έλαβε χώρα μετά την ύφεση του 1883, φτάνοντας στο αποκορύφωμά του μεταξύ 1898 και 1902. Κατά την περίοδο αυτή, που χαρακτηρίζεται από οικονομική άνθηση, σημειώθηκε αύξηση της βιομηχανικής παραγωγής κατά 100%. Οι επιχειρήσεις εμπλέκονταν σε οριζόντιες συγχωνεύσεις με στόχο την αύξηση της μονοπωλιακής τους δύναμης. Αξίζει να αναφερθεί ότι οι δραστηριότητες αυτού του κύματος ευνοήθηκαν αρκετά από την έλλειψη ενός αυστηρού πλαισίου αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας.

Το δεύτερο κύμα, το οποίο είχε αρκετά μικρότερο αντίκτυπο, έλαβε χώρα μεταξύ 1916 και 1929. Την περίοδο αυτή ενισχύθηκε σημαντικά η αντιμονοπωλιακή νομοθεσία και κατά συνέπεια όλα τα μονοπώλια που είχαν δημιουργηθεί θεωρήθηκαν παράνομα. Ο George Stigler, οικονομολόγος που έχει βραβευτεί με Νόμπελ Οικονομίας, αντιπαραθέτει τα δύο κύματα, θεωρώντας ότι κατά το πρώτο οι συγχωνεύσεις στόχευαν στη δημιουργία μονοπωλίων, ενώ στο δεύτερο στόχος ήταν

η δημιουργία ολιγοπωλίου μέσω της αύξησης των συγκεντρώσεων των επιχειρήσεων.

Κατά το τρίτο κύμα, που συντελέστηκε μεταξύ 1965 και 1969, οι δραστηριότητες συγχωνεύσεων αυξήθηκαν θεαματικά σε αριθμό συμφωνιών. Στη διάρκεια αυτού του κύματος ο όγκος των συγχωνεύσεων και εξαγορών ήταν πιο περιορισμένος, ενώ και οι εξαγοράζουσες εταιρείες δεν απαραίτητα ήταν μεγάλες επιχειρήσεις. Το κύμα αυτό χαρακτηρίζεται από ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι οποίες στόχευαν στη μεγέθυνση των επιχειρήσεων μέσω της διαποίκισης (Grinblatt και Titman, 2002). Ωστόσο, πολλές από τις δραστηριότητες αυτής της περιόδου σημείωσαν χαμηλή χρηματοοικονομική επίδοση, γεγονός που επιβεβαιώνεται από το ότι 60% των ασυσχέτιστων διακλαδικών εξαγορών οδηγήθηκαν σε απέκδυση.

Το τέταρτο κύμα συγχωνεύσεων έλαβε χώρα μεταξύ 1984 και 1989. Το κύμα αυτό χαρακτηρίζεται από δύο είδη δραστηριοτήτων εταιρικής αναδιάρθρωσης, τις εχθρικές εξαγορές και τις απεκδύσεις. Μάλιστα, οι εταιρικές απεκδύσεις αποτελούσαν το 20% με 40% των δραστηριοτήτων εκείνης της περιόδου και στόχος τους ήταν ο επαναπροσανατολισμός των επιχειρήσεων στις βασικές τους λειτουργίες, στις οποίες θεωρούσαν ότι είχαν μεγαλύτερο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Τέλος, την περίοδο αυτή εκτός από τις εχθρικές εξαγορές εμφανίστηκαν για πρώτη φορά και διάφοροι άλλοι επιχειρηματικοί σχηματισμοί, όπως οι εξαγορές από διοικητικά στελέχη (MBOs) ή οι εξαγορές δια δανεισμού (LBOs).

Το τελευταίο κύμα, που συντελείται κατά τη δεκαετία του 1990, είναι το μεγαλύτερο όλων μέχρι σήμερα, γι' αυτό και η περίοδος αυτή έχει χαρακτηριστεί ως «εποχή των μέγα-συγχωνεύσεων» (age of mega-merger). Ουσιαστικά συνεχίστηκε η εστίαση των επιχειρήσεων στις βασικές τους δραστηριότητες. Οι επιχειρήσεις εμπλέκονταν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές με στόχο να αυξήσουν τους πόρους και τις ικανότητές τους ώστε να ενισχύσουν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα. Σύμφωνα με τους Andrade, Mitchell και Stafford (2001) και Holmstrom και Kaplan (2001), ο αριθμός των εχθρικών εξαγορών και των LBOs μειώθηκε σημαντικά, ενώ αυξήθηκε δραματικά ο αριθμός των διασυνωριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Πίνακας 3.1
Οι 10 μεγαλύτερες ανακοινωθείσες συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών
στις Η.Π.Α. για το 2007

Ημερομηνία	Κατάσταση	Εξαγοραζόμενη εταιρεία	Εξαγοράζουσα εταιρεία	Αξία (εκ \$)	Κλάδος εταιρείας-στόχου
31-01-2007	ολοκληρώθηκε	Kraft Foods Inc	μέτοχοι	61.587,00	Βασικά καταναλωτικά αγαθά
25-02-2007	εκκρεμεί	TXU Corp	Investor Group	44.372,40	Ενέργεια
20-05-2007	εκκρεμεί	Alltel Corp	Investor Group	27.261,80	Τηλεπικοινωνίες
02-04-2007	εκκρεμεί	First Data Corp	Kohlberg Kravis Roberts & Co	27.031,70	Υψηλή Τεχνολογία
16-04-2007	εκκρεμεί	SLM Corp	Investor Group	25.537,40	Χρηματοοικονομικά
14-06-2007	ολοκληρώθηκε	Tyco Healthcare Group Ltd	μέτοχοι	22.798,30	Υγεία
29-05-2007	εκκρεμεί	Archstone-Smith Trust	Investor Group	21.713,40	Real Estate
23-04-2007	εκκρεμεί	ABN AMRO North America Holding	Bank of America Corp	21.000,00	Χρηματοοικονομικά
14-06-2007	ολοκληρώθηκε	Tyco Electronics Corp	μέτοχοι	19.254,60	Βιομηχανία
14-06-2007	εκκρεμεί	Discover Financial Services	μέτοχοι	15.097,60	Χρηματοοικονομικά

Πηγή: Thomson Financial, M&A Review (2007)

Ύστερα από μια μικρή κάμψη το 2000, η κινητικότητα σε συγχωνεύσεις και εξαγορές αυξήθηκε ξανά ως αποτέλεσμα την προσπάθειας μεγάλων Αμερικανικών ομίλων εταιρειών για εσωτερική αναδιοργάνωση. Η τάση αυτή συνεχίζεται μέχρι και σήμερα. Στον Πίνακα 3.1 παρουσιάζονται οι δέκα μεγαλύτερες σε αξία συναλλαγές που έχουν ανακοινωθεί για το 2007. Η συνολική δημοσιευμένη αξία των συναλλαγών ανέρχεται σε \$ 285.654,20. Το επενδυτικό ενδιαφέρον συγκεντρώνεται στους τομείς των τραπεζών και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Γενικά, τα τελευταία χρόνια παρατηρείται συγκέντρωση της συνολικής αξίας των συναλλαγών σε λίγες (συνήθως στις 10 ή 12 μεγαλύτερες) εξαγορές, η αξία των οποίων αποτελεί ποσοστό άνω του 70% του συνόλου.

3.2.2 ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

Στην Ευρώπη διακρίνουμε τέσσερα μεγάλα κύματα συγχωνεύσεων κατά τον τελευταίο αιώνα. Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι η δραστηριότητα σε συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ευρώπη είναι αρκετά διαφορετική από την αντίστοιχη των Η.Π.Α., καθώς – τουλάχιστον στην αρχή – επρόκειτο για δραστηριότητες με αποκλειστικά τοπική ή εθνική εμβέλεια συγκριτικά με τη διεθνή προοπτική των συγχωνεύσεων στην Αμερική. Διαφορές υπάρχουν και στην ιδιοκτησιακή δομή των εταιρειών. Οι Faccio και Lang (2002) βρίσκουν χαρακτηριστικά ότι 63% του δείγματός τους από εταιρείες 13 χωρών της δυτικής Ευρώπης έχουν έναν μεγάλο μέτοχο, ο οποίος κατέχει τουλάχιστον το 20% του μετοχικού κεφαλαίου. Το αντίστοιχο ποσοστό εταιρειών με ένα μόνο μεγάλο μέτοχο στις Η.Π.Α. είναι μόλις 28%.

Το πρώτο κύμα, αρκετά μικρής έντασης, έλαβε χώρα τη δεκαετία του 1960 και κατά τη διάρκειά του οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούσαν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές ως μέσο για την επίτευξη οικονομιών κλίμακας. Το δεύτερο κύμα συντελέστηκε μεταξύ 1987 και 1992. Την εποχή αυτή, λόγω της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας, επικρατούσε η άποψη ότι μόνο οι μεγάλες επιχειρήσεις θα μπορούσαν να ανταγωνιστούν αποτελεσματικά στον επιχειρηματικό στίβο. Έτσι, ένας βασικός λόγος αύξησης των δραστηριοτήτων στην Ευρώπη αυτή τη δεκαετία είναι η αυξανόμενη αναγνώριση εκ μέρους των χωρών της ΕΟΚ της ανάγκης για βιομηχανική ανασυγκρότηση της Ευρώπης.

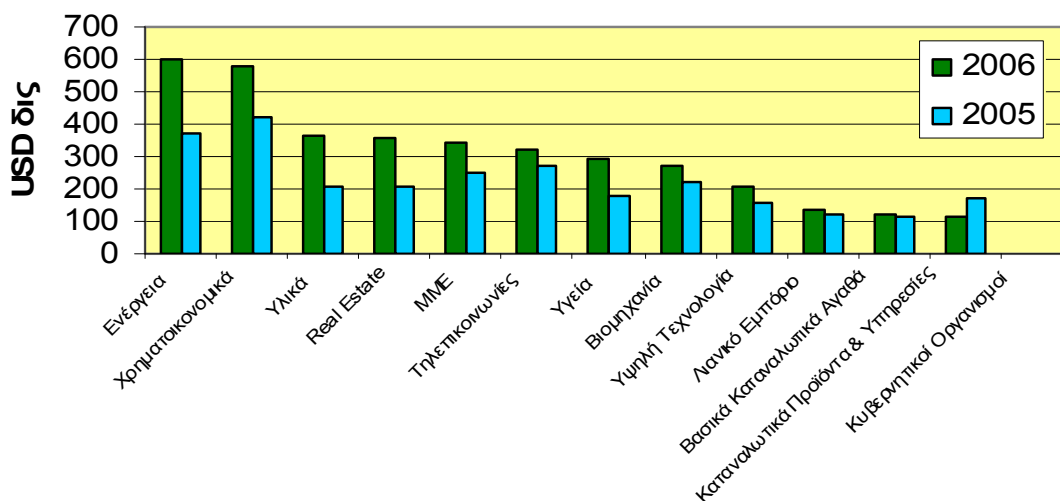
Το τρίτο κύμα έλαβε χώρα κυρίως στο Ηνωμένο Βασίλειο, μεταξύ 1990 και 2001. Κατά την περίοδο αυτή, η Ευρώπη βίωσε σημαντικές αλλαγές σε πολιτικό, οικονομικό και κοινωνικό επίπεδο, όπως οι πρωτοβουλίες για την Ενιαία Αγορά (που τελικά τέθηκε σε ισχύ το 1992) και η Οικονομική και Νομισματική Ένωση, που ξεκίνησε με την εισαγωγή του Ευρώ στα 12 από τα 15 τότε κράτη-μέλη το 1999. Οι περισσότερες εμπειρικές έρευνες συγκλίνουν στο ότι η ανασυγκρότηση της Ευρωπαϊκής αγοράς στα πλαίσια της οικονομικής ολοκλήρωσης και πολιτικής ενοποίησης των κρατών-μελών έχει αναμφίβολα συντελέσει στην επιτάχυνση των δραστηριοτήτων εξαγορών. Ωστόσο, υπάρχει και ο αντίλογος, καθώς έρευνα της Manchin (2004), σχετικά με το αν οι χώρες που ανήκουν στη ζώνη του Ευρώ έχουν βιώσει πιο έντονες δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών συγκριτικά με άλλες χώρες, δε βρίσκει στοιχεία που να ενισχύουν την άποψη ότι το Ευρώ έχει σημαντικό αντίκτυπο σε τέτοιου είδους δραστηριότητες.

Η βασική διαφορά του τρίτου κύματος με τα δυο προηγούμενα είναι ότι κατά τη διάρκεια αυτού, ο καθοριστικός παράγοντας ήταν η εξέλιξη στην αγορά μέσω αυξημένου εταιρικού ελέγχου. Το κύμα αυτό συνεχίστηκε και μέχρι τα μέσα του 1990, καθώς από εκεί και μετά σημειώθηκε μείωση στις δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών, τόσο σε αριθμό όσο και σε όγκο, λόγω της γενικότερης ύφεσης που αντιμετώπισε η Ευρώπη. Το πιο σημαντικό της στοιχείο αυτής της περιόδου είναι ότι από τις αρχές του 1990, οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις αρχίζουν πλέον να εμπλέκονται σε διεθνείς δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ο Black (2000) χαρακτήρισε το κύμα αυτό ως το πρώτο διεθνές κύμα συγχωνεύσεων (“first-ever international merger wave”).

Ένα τέταρτο κύμα φαίνεται να αναπτύσσεται στην Ευρωπαϊκή Ένωση από το 2004 και μετά, φανερώνοντας ότι πλέον οι ευρωπαϊκές χώρες ενθαρρύνουν όλο και

περισσότερο τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Κατά το 2004 οι συγχωνεύσεις και εξαγορές παρουσίασαν ραγδαία αύξηση κατά 36%, με τις περισσότερες δραστηριότητες να παρατηρούνται στον κλάδο της ενέργειας και φυσικά το Ηνωμένο Βασίλειο να πρωταγωνιστεί. Η άνοδος συνεχίστηκε και το 2005, έτος κατά το οποίο η ευρωπαϊκή αγορά συγχωνεύσεων και εξαγορών παρουσίασε τη μεγαλύτερη κινητικότητα των τελευταίων πέντε ετών με σύνολο δημοσιευμένης αξίας συναλλαγών περίπου € 800 δις, σημειώνοντας αύξηση κατά 51% σε σχέση με το 2004. Ουσιαστικό ρόλο σε αυτήν την αύξηση διαδραμάτισαν οι διασυνοριακές συναλλαγές, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 58,7% καθώς πλέον οι μεγάλες ευρωπαϊκές εταιρείες επιδιώκουν τη δημιουργία πανευρωπαϊκών κολοσσών και εκμεταλλεύονται τις ευκαιρίες για επενδύσεις στις νέες αναπτυσσόμενες αγορές της ΕΕ των 25 κρατών-μελών.

Στο Διάγραμμα 3.2 παρουσιάζεται η σύνθεση της ευρωπαϊκής αγοράς συγχωνεύσεων και εξαγορών κατά κλάδο δραστηριότητας για τα έτη 2005 και 2006. Οι κλάδοι της τεχνολογίας και των τηλεπικοινωνιών αλλά και της ενέργειας παρουσίασαν τη μεγαλύτερη κινητικότητα, ακολουθώντας τη γενικότερη τάση συγκέντρωσης στην ευρωπαϊκή αγορά. Σημαντική αύξηση των συναλλαγών παρατηρείται και στον τραπεζικό και χρηματοοικονομικό τομέα, που και για τα δυο έτη ήταν ο δεύτερος πιο δραστήριος κλάδος.



Πηγή: PriceWaterhouseCoopers, Mergers and Acquisitions Survey 2006

Διάγραμμα 3.2

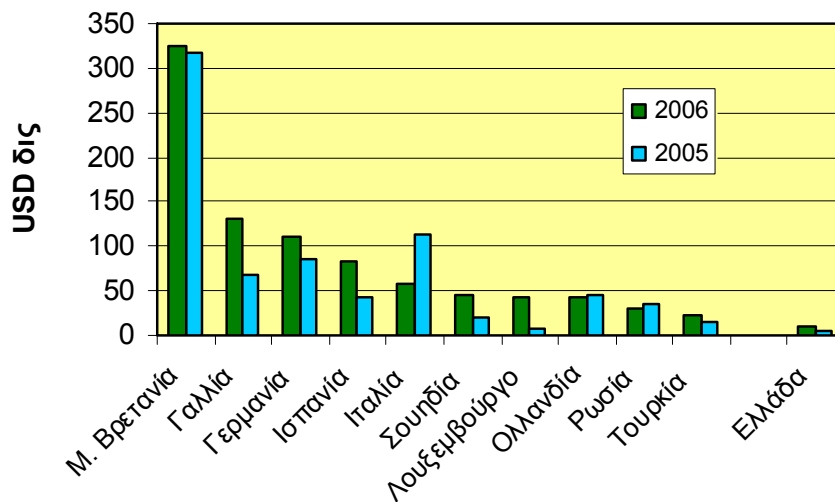
Συνοπτική παρουσίαση της πανευρωπαϊκής αγοράς συγχωνεύσεων και εξαγορών (ανακοινώσεις) κατά κλάδο δραστηριότητας

Το κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών συνεχίζεται και το 2006, καθώς η συνολική αξία των συμφωνιών που ολοκληρώθηκαν μέσα στο έτος αυξήθηκε κατά 11,6% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Πιο συγκεκριμένα, εντός του 2006 ανακοινώθηκαν και ολοκληρώθηκαν συνολικά σε όλους τους τομείς 8.757 συμφωνίες συνολικής αξίας πάνω από \$ 1 τρις, έναντι 8.260 συμφωνιών το 2005, συνολικής αξίας \$ 0,9 τρις. Η Ευρωπαϊκή αγορά χαρακτηρίστηκε από τρεις mega-συγχωνεύσεις, οι οποίες αναλογούν στο 8,9% της αξίας των ευρωπαϊκών συμφωνιών. Η έντονη κινητικότητα συνεχίζεται και το 2007 ως αποτέλεσμα της επιδίωξης των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων να προχωρήσουν σε διαρθρωτικές κινήσεις για την καλύτερη ανταπόκριση στις απαιτήσεις του ανταγωνισμού. Στον Πίνακα 3.2 παρουσιάζονται οι οκτώ μεγαλύτερες συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών που ανακοινώθηκαν από τις ευρωπαϊκές εταιρείες εντός του 2007. Και στην Ευρώπη παρατηρείται μια τάση συγκέντρωσης της συνολικής αξίας των συναλλαγών στις μεγαλύτερες συγχωνεύσεις και εξαγορές, η αξία των οποίων αντιπροσωπεύει περισσότερο από 78% του συνόλου.

Πίνακας 3.2
Οι 8 μεγαλύτερες ανακοινωθείσες συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ευρώπη για το 2007

Ημερομηνία	Κατάσταση	Εξαγορα-ζόμενη εταιρεία	Χώρα Εξαγορα-ζόμενης	Εξαγορά-ζουσα εταιρεία	Χώρα εξαγορά-ζουσας	Αξία (εκ \$)	Κλάδος εταιρείας-στόχου
25-04-2007	εκκρεμεί	ABN-AMRO Holding NV	Ολλανδία	RFS Holdings BV	Ολλανδία	97.049,8	Χρηματοοικονομικά
23-04-2007	εκκρεμεί	ABN-AMRO Holding NV	Ολλανδία	Barclays PLC	Ηνωμένο Βασίλειο	90.839,2	Χρηματοοικονομικά
02-04-2007	εκκρεμεί	Endesa SA	Ισπανία	Investor Group	Ιταλία	59.401,4	Ενέργεια
20-05-2007	εκκρεμεί	Capitalia SpA	Ιταλία	Unicredito Italiano SpA	Ιταλία	29.528,1	Χρηματοοικονομικά
19-04-2007	επίκειται	Eiffage SA	Γαλλία	Sacyr Vallehermoso SA	Ισπανία	23872,8	Βιομηχανία
09-03-2007	ολοκληρώθηκε	Alliance Boots PLC	Ηνωμένο Βασίλειο	AB Acquisitions Ltd	Ηνωμένο Βασίλειο	21.450,0	Λιανικό Εμπόριο
04-05-2007	επίκειται	Altadis SA	Ισπανία	Investor group	Ηνωμένο Βασίλειο	20.972,2	Βασικά καταναλωτικά αγαθά
14-03-2007	επίκειται	Altadis SA	Ισπανία	Imperial Tobacco Group PLC	Ηνωμένο Βασίλειο	19.756,4	Βασικά καταναλωτικά αγαθά

Πηγή: Thomson Financial, M&A Review (2007)



Πηγή: PriceWaterhouseCoopers, Mergers and Acquisitions Survey 2006

Διάγραμμα 3.3
Οι 10 μεγαλύτερες χώρες στην Ευρώπη σε αξία πραγματοποιηθεισών συμφωνιών συγχωνεύσεων και εξαγορών

Στο Διάγραμμα 3.3. παρουσιάζονται οι δέκα πιο δραστήριες ευρωπαϊκές χώρες βάσει της αξίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών που έχουν πραγματοποιήσει για τα έτη 2005 και 2006. Το Ηνωμένο Βασίλειο υπερéχει μεταξύ όλων των κρατών-μελών της ΕΕ αναφορικά με την ένταση και τον όγκο συγχωνεύσεων και εξαγορών, αλλά και τη συμμετοχή σε διεθνείς δραστηριότητες (2.651 συμφωνίες συνολικής αξίας \$ 331,6 δισ για το 2006). Μέχρι και σήμερα, οι κυριότερες διασυνοριακές δραστηριότητες λαμβάνουν χώρα μεταξύ Η.Π.Α. και Ηνωμένου Βασιλείου. Η Ισπανία βρέθηκε το 2006 στη δεύτερη θέση με 775 συμφωνίες αξίας \$ 188,4 δισ. Η Γαλλία κατετάχθη τρίτη με 1.375 συμφωνίες αξίας \$ 163,3 δισ. Η Γερμανία, η Σουηδία και η Ολλανδία ακολουθούν αναφορικά με τον όγκο συναλλαγών για συγχωνεύσεις και εξαγορές, ενώ η Δανία, το Βέλγιο και η Φινλανδία έχουν χαμηλότερη δραστηριότητα. Η Ελλάδα βρέθηκε στην 17η θέση με αύξηση στην συνολική αξία των συμφωνιών (\$ 11,4 δισ το 2006, έναντι \$ 4,4 δισ το 2005) από τον ίδιο περίπου αριθμό συμφωνιών. Οι συμφωνίες είναι κατά κύριο λόγο στον Χρηματοοικονομικό Τομέα (Εμπορική Τράπεζα, Εγνατία, Marfin Bank) και στον τομέα των Τηλεπικοινωνιών (Γερμανός, Intracom Telecom, κλπ).

3.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΠΟΡΙΣΜΑΤΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Αναμφίβολα, ο προσδιορισμός και η μέτρηση της επιτυχίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι ένα δύσκολο εγχείρημα και ποτέ δε μπορεί κανείς να είναι σίγουρος για το “what-if” σενάριο της μη υλοποίησης της συγχώνευσης. Η βελτίωση της επιχειρηματικής επίδοσης και της αυξημένης κερδοφορίας που επέρχεται, ή δεν επέρχεται, ως παραγόμενο αποτέλεσμα από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές υπήρξε διαχρονικά, και ιδιαίτερα τις τελευταίες δεκαετίες, εκτενές αντικείμενο συζήτησης και αντιπαράθεσης. Έτσι, έχουν εκπονηθεί πλήθος εμπειρικών μελετών που προσπαθούν να διερευνήσουν την επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αξία και κατ’ επέκταση στον πλούτο των μετόχων, τόσο της εξαγοράζουσας όσο και της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Οι περισσότερες μελέτες συνηγορούν στο ότι υπάρχει ασύμμετρη διανομή των ωφελειών από τη συγχώνευση ή εξαγορά μεταξύ των εμπλεκόμενων εταιρειών. Πιο συγκεκριμένα, τα εμπειρικά πορίσματα συγκλίνουν στο ότι οι μέσες αποδόσεις για τους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρείας βρίσκονται στο νεκρό σημείο (break even). Αντίθετα, τα συνεργιακά και λοιπά οφέλη της εξαγοράς συσσωρεύονται στους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρείας (Jensen και Ruback, 1983, Bradley, Desai και Kim, 1988).

Στη συνέχεια, θα αναφερθούν ορισμένα από τα κυριότερα εμπειρικά πορίσματα σχετικά με τη χρηματιστηριακή επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, ακολουθώντας μια βασική κατηγοριοποίηση ανάλογα με το αν αναφέρονται στην εξαγοράζουσα ή στην εξαγοραζόμενη εταιρεία. Η χρηματιστηριακή επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις εμπλεκόμενες εταιρείες (εξαγοράζουσα και εξαγοραζόμενη) μετράται με τη μη κανονική ή μη τακτική ή έκτακτη απόδοση (abnormal return) που πραγματοποιούν οι μετοχές κατά τα διαστήματα πριν και μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς, καθώς και κατά την ίδια ημέρα της ανακοίνωσης των επικείμενων δραστηριοτήτων στον Τύπο. Αυτή η έκτακτη απόδοση αντιπροσωπεύει την αξία που δημιουργείται από τη συγχώνευση, υπό την προϋπόθεση ότι οι χρηματαγορές λειτουργούν αποτελεσματικά (stock market efficiency) αναφορικά με τη διάχυση των σχετικών πληροφοριών.

3.3.1 ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Οι εμπειρικές έρευνες αναφορικά με τη χρηματιστηριακή επίδραση (stock market returns based performance) της συγχώνευσης ή εξαγοράς στις εξαγοράζουσες εταιρείες διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες, ανάλογα με τον τρόπο που πραγματοποιείται η προσφορά. Οι κατηγορίες αυτές είναι: α) απλές συγχωνεύσεις, β) εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς και γ) συγχωνεύσεις και εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς. Αν και οι απόψεις σχετικά με τα οφέλη που αποκομίζουν οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρείας δίστανται, αυτό που είναι ξεκάθαρο σε όλες σχεδόν τις εμπειρικές μελέτες είναι ότι το είδος της συναλλαγής διαδραματίζει σημαντικό ρόλο. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που χρηματοδοτούνται με μετρητά δημιουργούν αξία για τους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρείας. Αντίθετα, οι συναλλαγές που χρηματοδοτούνται με ανταλλαγή μετοχών συνήθως καταστρέφουν αξία για τους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρείας. Όπως θα φανεί στη συνέχεια, οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών εταιρειών, ιδίως μάλιστα όταν η συγχώνευση ή εξαγορά γίνεται δια δημόσιας προσφοράς, κερδίζουν σημαντικές έκτακτες αποδόσεις.

Απλές συγχωνεύσεις

Σύμφωνα με τον Τραυλό (1984, 1987) οι συγχωνεύσεις συνήθως πραγματοποιούνται μέσω ανταλλαγής μετοχών μεταξύ των εταιρειών που εμπλέκονται σε αυτές. Τα εμπειρικά του ευρήματα από επιχειρήσεις, κυρίως στις ΗΠΑ, φανερώνουν ότι στις καθарές ανταλλαγές κοινών μετοχών οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών εταιρειών υφίστανται σημαντικές ζημιές κατά την ανακοίνωση της πρότασης για συγχώνευση. Μάλιστα, στις προσφορές για εξαγορά μέσω ανταλλαγής μετοχών, οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρείας υφίστανται αρνητικές έκτακτες αποδόσεις, ανεξάρτητα από το αν η έκβαση ήταν επιτυχής ή όχι. Επίσης, οι κάτοχοι μη μετατρέψιμων ομολογιών όχι μόνο δεν κερδίζουν κατά την ανακοίνωση των προσφορών, αλλά υπάρχει και ασθενής ένδειξη πως στην περίπτωση ανταλλαγής μετοχών χάνουν. Και άλλα εμπειρικά πορίσματα όμως είναι συγκεκριμένα. Μελέτες των Dodd (1980), Firth (1980) και Travlos (1984) αναφέρουν αρνητικές στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις. Πιο συγκεκριμένα, ο Dodd (1980) βρίσκει ότι οι μετοχές των εξαγοραζουσών εταιρειών σημειώνουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις της τάξης του -1,9% στατιστικά σημαντικές, κατά την περίοδο ανακοίνωσης. Στο ίδιο συμπέρασμα

περί αρνητικών έκτακτων αποδόσεων καταλήγουν ο Schwert (2000), καθώς και οι Mulherin και Boone (2000).

Οι Franks και Harris (1989) μελέτησαν τις έκτακτες αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραζουσών εταιρειών στις Η.Π.Α. και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Στη μελέτη τους αναφέρουν θετικές στατιστικά μη σημαντικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 0,10% κατά το μήνα ανακοίνωσης για τις εξαγοράζουσες εταιρείες στις Η.Π.Α., ενώ για την ίδια περίοδο, οι μετοχές των εξαγοραζουσών εταιρειών στο Ηνωμένο Βασίλειο σημειώνουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με -3,60% στατιστικά σημαντικές. Άλλες μελέτες του Asquith (1983) και του Eckbo (1983) αναφέρουν στατιστικά μη σημαντικές έκτακτες αποδόσεις της τάξης του 0,20% και 0,07% αντίστοιχα. Οι Jensen και Ruback (1983) βρίσκουν ότι οι μετοχές των εξαγοραζουσών εταιρειών πραγματοποιούν μηδενικές έκτακτες αποδόσεις κατά την περίοδο ανακοίνωσης. Μάλιστα, αν η συγχώνευση τελικά δεν υλοποιηθεί, οι μετοχές της εξαγοράζουσας εταιρείας σημειώνουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις της τάξης του 5%, στατιστικά σημαντικές.

Ο Τραυλός (1987) θεωρεί ότι τα ανωτέρω συμπεράσματα συνάδουν με τη «θεωρία σινιάλου» (signaling theory), σύμφωνα με την οποία η χρηματοδότηση μιας συγχώνευσης μέσω ανταλλαγής μετοχικού κεφαλαίου διαχέει στην αγορά την αρνητική πληροφορία ότι η εξαγοράζουσα εταιρεία είναι υπερτιμημένη. Περαιτέρω, η μη ύπαρξη σημαντικών θετικών έκτακτων αποδόσεων είναι συνεπής και με την άποψη ότι μια ανταγωνιστική αγορά εξαναγκάζει την εξαγοράζουσα εταιρεία να πληρώσει στους μετόχους της εταιρεία-στόχου μια δίκαιη τιμή κατά τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών.

Εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς

Κατά τον Τραυλό (1984 και 1987) οι εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς συνήθως πραγματοποιούνται μέσω χρηματικής πληρωμής της εξαγοράζουσας εταιρείας προς την εταιρεία-στόχο. Τα αποτελέσματα μελέτης του για επιχειρήσεις στις ΗΠΑ καταδεικνύουν ότι σε τέτοιες εξαγορές οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών εταιρειών απολαμβάνουν τακτικές-κανονικές αποδόσεις κατά την ανακοίνωση της πρότασης εξαγοράς, όχι όμως σημαντικές έκτακτες αποδόσεις. Μάλιστα, σε προσπάθειες εξαγοράς δια δημόσιας προσφοράς που δεν είχαν τελικά επιτυχή έκβαση, οι εξαγοράζουσες εταιρείες πραγματοποιούν μη σημαντικές έκτακτες αποδόσεις.

Οι Dodd και Ruback (1977) υποστηρίζουν ότι οι μετοχές των εξαγοραζουσών εταιρειών σημειώνουν θετικές έκτακτες αποδόσεις κατά την περίοδο ανακοίνωσης της εξαγοράς ίσες με 2,83% στατιστικά σημαντικές. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουν και οι Kummer και Hoffmeister (1978) υπολογίζοντας τις έκτακτες αποδόσεις στο 5,22%. Θετικές έκτακτες αποδόσεις για τις μετοχές των εξαγοραζουσών εταιρειών ίσες με 4,36% και 4% στατιστικά σημαντικές βρίσκουν αντίστοιχα ο Bradley (1980) και οι Jensen και Ruback (1983).

Οι Franks και Harris (1989) εξετάζοντας την αγορά των Η.Π.Α. και του Ηνωμένου Βασιλείου, βρίσκουν ότι οι μετοχές των εξαγοραζουσών εταιρειών στις Η.Π.Α. πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συναλλαγής θετικές έκτακτες αποδόσεις της τάξης του 1% στατιστικά μη σημαντικές. Αντίθετα, οι μετοχές των εξαγοραζουσών εταιρειών στο Ηνωμένο Βασίλειο σημειώνουν κατά το μήνα ανακοίνωσης θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 1,20% στατιστικά σημαντικές. Στον αντίποδα βρίσκονται τα εμπειρικά πορίσματα των Eckbo και Langhor (1989) που αναφέρουν ότι οι μετοχές των εξαγοραζουσών εταιρειών σημειώνουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με -3,21%, στατιστικά μη σημαντικές, κατά την περίοδο της ανακοίνωσης.

Συγχωνεύσεις και Εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς

Ο Langetieg (1978) συμπεραίνει ότι οι μετοχές της εξαγοράζουσας επιχείρησης παρουσιάζουν έκτακτες αποδόσεις, οι οποίες είναι τόσο μικρές ώστε αποκλείεται να αποτελούν το μοναδικό κίνητρο για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Ο Τραυλός (1984) διαπιστώνει ότι οι εξαγοράζουσες εταιρείες πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης αρνητικές έκτακτες αποδόσεις της τάξης του -0,52%, στατιστικά σημαντικές. Στο ίδιο πόρισμα καταλήγει και ο Firth (1980) υπολογίζοντας όμως τις αρνητικές έκτακτες αποδόσεις σε -6,3%. Ο Malatesta (1983) διαπίστωσε ότι για την περίοδο 24 έως 4 μήνες πριν από την ανακοίνωση, οι μετοχές της εξαγοράζουσας εταιρείας παρουσιάζουν σχεδόν μηδενικές έκτακτες αποδόσεις, ενώ την περίοδο μετά την ανακοίνωση αρνητικές, συμπεραίνοντας έτσι ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι επενδύσεις με αρνητική Καθαρή Παρούσα Αξία για την εξαγοράζουσα επιχείρηση.

Τα εμπειρικά πορίσματα των Franks και Harris (1989) κινούνται προς την αντίθετη κατεύθυνση, βρίσκοντας ότι οι μετοχές των εξαγοραζουσών εταιρειών σημειώνουν

θετικές έκτακτες αποδόσεις της τάξης του 1%, στατιστικά σημαντικές, κατά την περίοδο ανακοίνωσης της εξαγοράς. Επίσης, οι Franks, Harris και Titman (1989) αναφέρουν ότι οι εξαγοράζουσες εταιρείες σημειώνουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με -1,02%, οι οποίες όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικές.

Αρκετές μελέτες έχουν επικεντρωθεί μόνο στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου. Πρέπει να σημειωθεί ότι στο Ηνωμένο Βασίλειο η διάκριση μεταξύ εξαγορών δια δημόσιας προσφοράς και συγχωνεύσεων δεν έχει ιδιαίτερη σημασία διότι σχεδόν όλες οι προσφορές, ακόμα και στις περιπτώσεις φιλικών συναλλαγών, γίνονται απευθείας στους μετόχους. Σε αυτήν την κατηγορία περιλαμβάνεται η μελέτη των Sudarsanam, Holl και Salami (1996), οι οποίοι εξέτασαν 429 περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών και βρίσκουν ότι οι μετοχές των εξαγοραζουσών εταιρειών σημειώνουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις -4% στατιστικά σημαντικές. Οι Higson και Elliott (1998) εξέτασαν 830 συγχωνεύσεις και εξαγορές στο Ηνωμένο Βασίλειο και βρήκαν ότι οι έκτακτες αποδόσεις για τους μετόχους των εξαγοραζουσών εταιρειών είναι μηδενικές. Τέλος, οι Goergen και Renneboog (2003) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές των εξαγοραζουσών εταιρειών σημειώνουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις της τάξης του -2%, οι οποίες όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικές.

Πίνακας 3.3
Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών για τη χρηματιστηριακή επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις εξαγοράζουσες εταιρείες

Μελέτη	Τρόπος αναδιάρθρωσης	Περίοδος ανακοίνωσης	Έκτακτη απόδοση
Dodd (1980)	Συγχωνεύσεις	(-1,0)	-1,09% *
Asquith (1983)	-/-	(-1,0)	0,20%
Eckbo (1983)	-/-	(-1,+1)	0,07%
Jensen and Ruback (1983)	-/-	(0 μήνα)	0,00% *
Franks and Harris (1898)	-/-	(0 μήνα) Αγγλία (0 μήνα) Η.Π.Α.	-3,60% * 0,10% *
Dodd and Ruback (1977)	Εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς	(0 μήνα)	2,83% *
Kummer and Hoffmeister (1978)	-/-	(0 μήνα)	5,22% *
Bradley (1980)	-/-	(-20,+20)	4,36% *
Jensen and Ruback (1983)	-/-	(0 μήνα)	4,00% *
Eckbo and Langhor (1989)	-/-	(0 μήνα)	-3,21% *
Franks and Harris (1989)	-/-	(0 μήνα) Αγγλία (0 μήνα) Η.Π.Α.	1,20% * 1,00% *
Firth (1980)	Συγχωνεύσεις & εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς	(0 μήνα)	-6,30% *
Malatesta (1983)	-/-	(-24,-4)	0,00% *
Travlos (1984)	-/-	(-1,0)	-0,52% *
Franks and Harris (1989)	-/-	(0 μήνα)	1,00% *
Franks, Harris and Titman (1989)	-/-	(-5,+5)	1,02%
Sudarsanam, Holl and Salami (1996)	-/-	(-20,+40) Αγγλία	-4,00% *
Higson and Elliott (1998)	-/-	Bid period Αγγλία (περίπου 3 μήνες)	0,00%
Goergen and Renneboog (2003)	-/-	(-60,+60) Αγγλία	-2,00%

Πηγή: Τραυλός (1993) και Sudarsanam (2003)

(*) : στατιστικά σημαντικό

Στον Πίνακα 3.3 γίνεται μια συνοπτική παρουσίαση των εμπειρικών μελετών που αφορούν στην επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στη χρηματιστηριακή επίδοση των εξαγοραζουσών εταιρειών. Η ομαδοποίηση των μελετών γίνεται βάσει του τρόπου αναδιάρθρωσης. Σε κάθε περίπτωση αναφέρεται το «παράθυρο συμβάντος» (event window), δηλαδή το χρονικό διάστημα πριν και μετά τη δημοσίευση της συναλλαγής για το οποίο έγινε η έρευνα, ενώ ως μήνας μηδέν θεωρείται ο μήνας κατά τον οποίο η συμφωνία δημοσιεύτηκε στον Τύπο. Οι μελέτες των Sudarsanam, Holl και Salami (1996), Higson και Elliott (1998) και Goergen και Renneboog (2003) εμφανίζονται στην τελευταία γραμμή του Πίνακα 3.3 διότι, όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, στο Ηνωμένο Βασίλειο σχεδόν όλες οι προφορές γίνονται δια δημόσιας προσφοράς. Το γενικό συμπέρασμα που μπορεί να εξαχθεί είναι ότι οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών εταιρειών, ιδίως μάλιστα όταν η συγχώνευση ή εξαγορά γίνεται δια δημόσιας προσφοράς, κερδίζουν αρκετά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις.

3.3.2 ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Τα γενικά εμπειρικά πορίσματα συνηγορούν στο ότι οι εξαγορές αυξάνουν την αξία της επιχείρησης, με τις εξαγοραζόμενες εταιρείες να απολαμβάνουν τη μερίδα του λέοντος, ενώ οι εξαγοράζουσες – όπως περιγράφηκε ανωτέρω – είτε απολαμβάνουν μικρά οφέλη είτε ακόμη σημειώνουν και ζημιές. Και σε αυτήν την ενότητα θα ακολουθηθεί η κατηγοριοποίηση ανάλογα με τον τρόπο που πραγματοποιείται η προσφορά εξαγοράς.

Απλές συγχωνεύσεις

Η συντριπτική πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν υψηλές έκτακτες αποδόσεις, ανεξάρτητα από την έκβαση της προτεινόμενης συγχώνευσης. Ο Dodd (1980) αναφέρει ότι στις επιτυχείς ανακοινώσεις συγχωνεύσεων οι εξαγοραζόμενες εταιρείες σημειώνουν 13,41% έκτακτη απόδοση, στατιστικά σημαντική, κατά την περίοδο ανακοίνωσης της επικείμενης συγχώνευσης. Ο Asquith (1983) και ο Eckbo (1983) αναφέρουν θετικές έκτακτες αποδόσεις, στατιστικά σημαντικές, της τάξεως του 6,20% και 6,24% αντίστοιχα. Στην ίδια άποψη συγκλίνουν και τα εμπειρικά

πορίσματα των Jensen και Ruback (1983), οι οποίοι βρίσκουν θετικές έκτακτες αποδόσεις για τις μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιρειών ίσες με 20%, στατιστικά σημαντικές, κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης. Σε περίπτωση όμως που η έκβαση της συγχώνευσης δεν είναι επιτυχής, οι εξαγοραζόμενες εταιρείες σημειώνουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις, οι οποίες ωστόσο δεν είναι στατιστικά σημαντικές.

Οι Franks και Harris (1989) μελέτησαν τη χρηματιστηριακή επίδραση των συγχωνεύσεων σε εταιρείες στις Η.Π.Α. και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Στη μελέτη τους καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιρειών στις Η.Π.Α. πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης θετικές έκτακτες αποδόσεις της τάξης του 14,70% στατιστικά σημαντικές. Το ίδιο συμβαίνει και με τις μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιρειών στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι οποίες σημειώνουν έκτακτες αποδόσεις ίσες με 14,80% στατιστικά σημαντικές.

Εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς

Και σε αυτήν την περίπτωση, οι μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν σημαντικά υψηλές έκτακτες αποδόσεις, ανεξάρτητα από την έκβαση της προτεινόμενης εξαγοράς. Το επιπλέον στοιχείο είναι ότι οι εξαγοραζόμενες εταιρείες κερδίζουν πολύ μεγαλύτερες έκτακτες αποδόσεις σε εξαγορές μέσω δημόσιας προσφοράς παρά σε συγχωνεύσεις.

Οι Dodd και Ruback (1977) υποστηρίζουν ότι σε επιτυχείς εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς η έκτακτη απόδοση που απολαμβάνουν οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρείας αγγίζει το 20,58% και είναι στατιστικά σημαντική. Οι Kummer και Hoffmeister (1978) διαπιστώνουν ότι οι μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιρειών σημειώνουν θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 16,85% στατιστικά σημαντικές. Ο Bradley (1980) επίσης, παρατηρεί θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 32,18% στατιστικά σημαντικές, ενώ και οι Jensen και Ruback (1983) αναφέρουν ότι οι μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν θετικές έκτακτες αποδόσεις 30%, στατιστικά σημαντικές, κατά την περίοδο ανακοίνωσης της εξαγοράς. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουν και οι Eckbo και Langhor (1989) υπολογίζοντας τις θετικές έκτακτες αποδόσεις σε 13,54% στατιστικά σημαντικές.

Τέλος, οι Franks και Harris (1989) μελέτησαν τις εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς που έλαβαν χώρα στις αγορές των Η.Π.Α. και του Ηνωμένου Βασιλείου. Το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν είναι ότι οι μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιρειών στις Η.Π.Α. πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης θετικές έκτακτες αποδόσεις της τάξης του 23,30% στατιστικά σημαντικές. Αντίστοιχα, οι μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιρειών στο Ηνωμένο Βασίλειο σημειώνουν έκτακτες αποδόσεις ίσες με 24% στατιστικά σημαντικές.

Συγχωνεύσεις και Εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς

Και στην περίπτωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών μέσω δημόσιας προσφοράς, οι μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν σημαντικά μεγάλες έκτακτες αποδόσεις. Πιο συγκεκριμένα, ο Τραυλός (1984) διαπιστώνει ότι οι μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης της εξαγοράς θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 15,07% στατιστικά σημαντικές, ενώ στην ίδια κατεύθυνση συγκλίνουν και τα πορίσματα του Firth (1980) ο οποίος βρίσκει στατιστικά σημαντικές θετικές έκτακτες αποδόσεις της τάξεως του 28,10%. Οι Franks και Harris (1989), παρατηρούν επίσης ότι οι μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 23,30% στατιστικά σημαντικές. Άλλη εμπειρική έρευνα των Franks, Harris και Titman (1989) επιβεβαιώνει ότι οι μέτοχοι της εταιρείας-στόχου απολαμβάνουν θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 28,04% στατιστικά σημαντικές.

Ο Asquith (1983), εξετάζοντας την περίπτωση που η ανακοίνωση δεν έχει επιτυχή κατάληξη, διαπιστώνει ότι οι μετοχές των επιχειρήσεων-στόχων παρουσιάζουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις για το διάστημα από την ανακοίνωση μέχρι την ακύρωση της πρότασης. Ο Dodd (1980) διαπιστώνει θετικές και στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις για τις μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιρειών κατά την ανακοίνωση των επικείμενων συγχωνεύσεων και εξαγορών, ακόμη και αν αυτές δεν έχουν επιτυχή κατάληξη. Ωστόσο, σύμφωνα με το Dodd, κατά την ημέρα που ανακοινώνεται η ακύρωση της πρότασης παρατηρούνται αρνητικές έκτακτες αποδόσεις, οι οποίες όμως δεν εξαλείφουν εξ ολοκλήρου τις θετικές αποδόσεις που είχαν παρουσιαστεί αρχικά.

Αρκετοί μελετητές έχουν εξετάσει μόνο την αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου. Σε αυτήν την κατηγορία περιλαμβάνεται η μελέτη των Sudarsanam, Holl and Salami (1996), οι

οποίοι εξέτασαν 429 περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών και βρήκαν ότι οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων εταιρειών απολαμβάνουν θετικές έκτακτες αποδόσεις της τάξης του 29% στατιστικά σημαντικές. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουν και οι Higson και Elliott (1998), οι οποίοι παρατηρούν ότι οι μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν έκτακτες αποδόσεις ίσες με 38% στατιστικά σημαντικές. Τέλος, οι Goergen και Renneboog (2003) βρίσκουν ότι οι μετοχές των εξαγοραζουσών εταιρειών σημειώνουν έκτακτες αποδόσεις ίσες με 29% στατιστικά σημαντικές.

Πίνακας 3.4
Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών για τη χρηματιστηριακή επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις εξαγοραζόμενες εταιρείες

Μελέτη	Τρόπος αναδιάρθρωσης	Περίοδος ανακοίνωσης	Έκτακτη απόδοση
Dodd (1980)	Συγχωνεύσεις	(-1,0)	13,41% *
Asquith (1983)	-/-	(-1,0)	6,20% *
Eckbo (1983)	-/-	(-1,+1)	6,24% *
Jensen and Ruback (1983)	-/-	(0 μήνα)	20,00% *
Franks and Harris (1898)	-/-	(0 μήνα) Αγγλία (0 μήνα) ΗΠΑ	14,80% * 14,70% *
Dodd and Ruback (1977)	Εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς	(0 μήνα)	20,58% *
Kummer and Hoffmeister (1978)	-/-	(0 μήνα)	16,85% *
Bradley (1980)	-/-	(-20,+20)	32,18% *
Jensen and Ruback (1983)	-/-	(0 μήνα)	30,00% *
Eckbo and Langhor (1989)	-/-	(0 μήνα)	13,54% *
Franks and Harris (1989)	-/-	(0 μήνα) Αγγλία (0 μήνα) ΗΠΑ	24,00% * 23,30% *
Firth (1980)	Συγχωνεύσεις & εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς	(0 μήνα)	28,10% *
Travlos (1984)	-/-	(-1,0)	15,07% *
Franks and Harris (1989)	-/-	(0 μήνα)	23,30% *
Franks, Harris and Titiman (1989)	-/-	(-5,+5)	28,04% *
Sudarsanam, Holl and Salami (1996)	-/-	(-20,+40) Αγγλία	29,00% *
Higson and Elliott (1998)	-/-	Bid period Αγγλία (περίπου 3 μήνες)	38,00% *
Goergen and Renneboog (2003)	-/-	(-60,+60) Αγγλία	29,00% *

Πηγή : Τραυλός (1993) και Sudarsanam (2003)

(*) : στατιστικά σημαντικό

Στον Πίνακα 3.4 παρουσιάζονται συνοπτικά τα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών που διερευνούν τις επιδράσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιρειών. Και εδώ, οι μελέτες των Sudarsanam, Holl και Salami (1996), Higson και Elliott (1998) και Goergen και Renneboog (2003) που αφορούν αποκλειστικά στο Ηνωμένο Βασίλειο εμφανίζονται στην τελευταία γραμμή του πίνακα, καθώς σε αυτήν την αγορά όλες οι προσφορές γίνονται απευθείας στους μετόχους. Το γενικό συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι οι συγχωνεύσεις και οι

εξαγορές αυξάνουν την αξία των επιχειρήσεων. Οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρείας είναι αναμφίβολα κερδισμένοι από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, ανεξάρτητα από τον τρόπο πραγματοποίησης της συναλλαγής, καθώς σε κάθε περίπτωση καρπώνονται το μεγαλύτερο μέρος από τα οφέλη απολαμβάνοντας υψηλές και στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις. Οι εξαγοράζουσες εταιρείες είτε καρπώνονται μικρά οφέλη είτε ακόμα πραγματοποιούν και ζημιές.

3.4 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΠΟΡΙΣΜΑΤΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Εκτός από τις εμπειρικές μελέτες σχετικά με τη χρηματιστηριακή επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, πλήθος μελετών έχει διεξαχθεί και για την επίδραση που έχουν αυτοί οι επιχειρηματικοί συνδυασμοί στη χρηματοοικονομική επίδοση (accounting performance) της νέας εταιρείας. Με τον όρο χρηματοοικονομική επίδοση εννοείται η επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε μεγέθη όπως οι ταμειακές ροές, το λειτουργικό κέρδος, τα καθαρά κέρδη, η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (return on equity – ROE), η αποδοτικότητα των επενδυμένων κεφαλαίων (return on assets – ROA), το κόστος του κεφαλαίου σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα (3 έως 5 έτη μετά την ολοκλήρωση των συναλλαγών), κ.ά.

Ωστόσο, οι εμπειρικές μελέτες σε αυτόν τον τομέα παρουσιάζουν αντικρουόμενα στοιχεία για τη μακροπρόθεσμη επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Έτσι, ορισμένες μελέτες βρίσκουν ότι τέτοιες δραστηριότητες έχουν υψηλότερες πιθανότητες να δημιουργήσουν αξία, ενώ άλλες μελέτες καταλήγουν στο ότι 50% έως 80% των επιχειρήσεων έχουν χαμηλότερη επίδοση από το μέσο όρο του κλάδου, αποτυγχάνοντας να μειώσουν το κόστος κεφαλαίου τους. Η διάσταση που παρουσιάζουν τα αποτελέσματα των εκάστοτε μελετών οφείλεται στο ότι οι διάφορες μελέτες διενεργήθηκαν σε διαφορετικές χρονικές περιόδους και με διαφορετικά δείγματα επιχειρήσεων. Επίσης, δε θα πρέπει να παραβλεφθεί το γεγονός ότι λόγω ενδεχόμενης χρηματοοικονομικής συνέργιας υπάρχουν οφέλη από φοροαπαλλαγές ή αποσβέσεις που διαφέρουν ανά κράτος και ανά περίοδο και συνεπώς διαφοροποιούν τα εμπειρικά ευρήματα.

3.4.1 ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΟΥ ΑΠΟΔΕΙΚΝΟΥΝ ΟΥΔΕΤΕΡΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ

Εμπειρικές μελέτες των Mueller (1985) και Ravenscraft και Sherer (1988) καταλήγουν στο πόρισμα ότι οι συγχωνευμένες εταιρείες τείνουν όχι μόνο να μη βελτιώνουν την επίδοσή τους αλλά – σε ορισμένες περιπτώσεις – ακόμα και να επιδεινώνουν τη χρηματοοικονομική τους επίδοση σε σύγκριση με άλλες επιχειρήσεις που δεν έχουν συγχωνευτεί. Η επιδείνωση αυτή όμως εξαρτάται από τη λογιστική μέθοδο που χρησιμοποιείται. Όταν εφαρμόζεται η λογιστική απόκτησης (purchase accounting or acquisition accounting) η επίδοση των εταιρειών είναι χειρότερη από ό,τι αν χρησιμοποιηθεί η λογιστική μέθοδος της συνένωσης δικαιωμάτων (pooling of interests accounting).³ Πιο συγκεκριμένα, επισήμαναν ότι η αποδοτικότητα των επενδυμένων κεφαλαίων (ROA) μειωνόταν κατά μέσο όρο κατά 0,5% ανά έτος για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις που χρησιμοποίησαν το λογιστικό χειρισμό της συνένωσης δικαιωμάτων. Αντίθετα, αν η χρηματοοικονομική επίδοση μετρηθεί με βάση τις ταμειακές ροές, τότε τα εμπειρικά τους πορίσματα συνηγορούν στο ότι η χρηματοοικονομική επίδοση των εταιρειών μετά τη συγχώνευση παραμένει αμετάβλητη. Επίσης, ο Gosh (2001) εξέτασε 315 εξαγοράζουσες και εξαγοραζόμενες εταιρείες στις Η.Π.Α. χρησιμοποιώντας ως μέτρο σύγκρισης τη μετασυγχωνευτική λειτουργική επίδοση σε σχέση με την αντίστοιχη επίδοση εταιρειών με παρόμοιο μέγεθος. Ο Gosh εφάρμοσε τη μέθοδο των ταμειακών ροών και δε βρίσκει στοιχεία σημαντικής βελτίωσης της χρηματοοικονομικής επίδοσης.

Οι Bradley και Jarrel (1988) δε διαπιστώνουν σημαντική επιδείνωση στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων στην περίοδο τριών ετών μετά τη συγχώνευση. Πιο πρόσφατα στοιχεία, όμως, συνηγορούν στο ότι οι εχθρικές και οι φιλικές εξαγορές δε διαφέρουν αναφορικά με τα αποτελέσματά τους στη χρηματοοικονομική επίδοση για τις εταιρείες-στόχους. Οι Healy, Palepu και Ruback (1997) βρίσκουν αυξημένες λειτουργικές χρηματοροές ως αποτέλεσμα των συνδυασμένων δραστηριοτήτων των συγχωνευμένων επιχειρήσεων, αλλά σε καμία περίπτωση το κέρδος τους δεν ήταν μεγαλύτερο από το αντίτιμο που καταβλήθηκε για την εκάστοτε συγχώνευση ή εξαγορά. Έτσι, υποστηρίζουν ότι οι εν λόγω δραστηριότητες είναι ουσιαστικά επενδυτικές δραστηριότητες μηδενικής καθαρής παρούσας αξίας.

³ Ο όρος “purchase accounting” χρησιμοποιείται στις ΗΠΑ. Στη Μεγάλη Βρετανία χρησιμοποιείται με την ίδια σημασία ο όρος “acquisition accounting”.

Οι Chatterjee και Meeks (1996) εξέτασαν 144 συγχωνεύσεις και εξαγορών κατά την περίοδο 1977 έως 1990 με δείγμα βρετανικών επιχειρήσεων μόνο. Στην έρευνά τους κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει κάποια αλλαγή στην κερδοφορία των επιχειρήσεων για την περίοδο 1977 έως 1985. Επιπλέον, διαπίστωσαν ότι αυτό δεν ισχύει για την περίοδο 1985 έως 1990 (υπόλοιπο διάστημα της έρευνας), όπου υπάρχει σημαντική βελτίωση της κερδοφορίας των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων σε ποσοστό 13% έως 22%. Το γεγονός αυτό θεώρησαν ότι οφείλεται κυρίως σε αλλαγές στη φορολογική πολιτική του Ηνωμένου Βασιλείου.

Οι Agrawal και Jaffe (2004) εξέτασαν την τιμή των μετοχών και τη λειτουργική επίδοση για τις εταιρείες-στόχους εχθρικών εξαγορών και δεν κατάφεραν να βρουν στοιχεία ότι οι εταιρείες αυτές σημειώνουν χαμηλότερη χρηματοοικονομική επίδοση, συγκριτικά με τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου τους. Πιο συγκεκριμένα, υποστηρίζουν ότι οι εταιρείες-στόχοι, τόσο στις εχθρικές όσο και στις φιλικές εξαγορές, σημειώνουν την ίδια λειτουργική και χρηματοοικονομική επίδοση. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγει και ο Schwert (2000), υποστηρίζοντας ότι η στάση που θα κρατήσει η διοίκηση της εταιρείας-στόχου κατά την πρόταση εξαγοράς δεν επηρεάζει τη χρηματοοικονομική επίδραση της συγχωνευμένης εταιρείας. Ειδικότερα, θεωρεί ότι οι εχθρικές εξαγορές απλώς αντικατοπτρίζουν μια διαφορετική διαπραγματευτική στρατηγική, καθώς οι εχθρικές προσφορές αποκαλύπτονται νωρίτερα κατά τις διαδικασίες για να επέλθει η συμφωνία, χωρίς όμως να έχουν κάποια ιδιαίτερη επίδραση στη χρηματοοικονομική επίδοση.

3.4.2 ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΟΥ ΑΠΟΔΕΙΚΝΟΥΝ ΑΡΝΗΤΙΚΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ

Ο Kumar (1984) μελέτησε 241 συγχωνεύσεις και εξαγορές στο Ηνωμένο Βασίλειο που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1967 έως 1974. Το στοιχείο που επέλεξε ως κριτήριο ήταν η κερδοφορία, όπως αυτή αποτυπώνεται στον αριθμοδείκτη αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (ROE), σε σχέση με το μέσο όρο του αντίστοιχου κλάδου. Σε μεγάλο ποσοστό βρήκε ότι η κερδοφορία των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων επιδεινώνεται σημαντικά κατά τα τρία πρώτα έτη μετά από τη συγχώνευση ή εξαγορά, αν και δεν υπάρχει παρόμοια ένδειξη για τις ίδιες επιχειρήσεις μετά από πέντε έτη. Ο Mueller (1985) εξέτασε τις εκατό μεγαλύτερες επιχειρήσεις των Η.Π.Α. που ενεπλάκησαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές κατά το

διάστημα 1950 έως 1982 και διαπίστωσε ότι οι επιχειρήσεις αυτές κατέγραψαν σημαντικές απώλειες σε μερίδια αγοράς, σε όποιον κλάδο και αν δραστηριοποιούνταν. Ο Porter (1987), εξετάζοντας τις εχθρικές εξαγορές, βρίσκει ότι πολλές από τις εξαγοραζόμενες εταιρείες σημειώνουν χαμηλή χρηματοοικονομική επίδοση, με συνέπεια να οδηγούνται σε απέκδυση μέσα σε πολύ μικρό διάστημα από την ολοκλήρωση της εξαγοράς.

Ο Kusewitt (1985) εξέτασε 138 περιπτώσεις επιχειρήσεων στις Η.Π.Α. που πραγματοποίησαν 3.500 συγχωνεύσεις και εξαγορές κατά το διάστημα 1967 έως 1976 και διαπίστωσε ότι η αποδοτικότητα των επενδυμένων κεφαλαίων (ROA) των εξαγοραζουσών εταιρειών μειωνόταν σημαντικά και υπήρχε αρνητική συσχέτιση ανάμεσα σε αυτό και την αύξηση του μεγέθους της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Επίσης, οι Ravenscraft και Scherer (1988) και οι Herman και Lowenstein (1988) μελετώντας τις εχθρικές εξαγορές βρίσκουν ότι κατά μέσο όρο καταστρέφουν αξία εφόσον η μετασυγχωνευτική επίδοση των εταιρειών είναι χαμηλή. Πιο συγκεκριμένα, οι Ravenscraft και Scherer διερεύνησαν 471 περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών στις Η.Π.Α. και διαπίστωσαν ότι υπάρχει σημαντική αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στην αποδοτικότητα των επενδυμένων κεφαλαίων (ROA) και σε εχθρικές εξαγορές μέσω δημόσια προσφοράς. Μάλιστα, επισήμαναν ότι οι εν λόγω επιχειρήσεις ήταν κατά 3,1% λιγότερο επικερδείς από επιχειρήσεις που δεν είχαν εμπλακεί σε τέτοιου είδους δραστηριότητες.

Η εταιρεία συμβούλων McKinsey & Company (1990) διαπίστωσε ότι το 61% των επιχειρήσεων που μελέτησε απέτυχε να μειώσει το κόστος κεφαλαίου κατά τη διάρκεια των τριών ετών μετά την επιτυχή έκβαση των διαπραγματεύσεων για συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι Franks, Harris και Titman (1991) επίσης διαπίστωσαν ότι οι εταιρείες σημείωναν αρνητική επίδοση κατά την περίοδο αμέσως μετά τη συμφωνία για συγχώνευση ή εξαγορά.

Οι Agrawal, Jaffe και Mandelker (1992), εξετάζοντας 937 συγχωνεύσεις και 227 εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι μειώνεται ο πλούτος των μετόχων της εξαγοραζουσας εταιρείας κατά 10% κατά την περίοδο πέντε ετών μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης. Σε μελέτη τους οι Loughran και Vijh (1997) διαπίστωσαν ότι τα κέρδη που προέκυψαν κατά την περίοδο ανακοίνωσης της επικείμενης συγχώνευσης, εξανεμίζονται μέσα σε πέντε έτη, ακόμα και αν οι διαπραγματεύσεις είχαν επιτυχή έκβαση. Επίσης, ο Sirower (1997) βρίσκει ότι το 66,5% των επιχειρήσεων που ενεπλάκησαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές

κατέστρεψε αξία για την επιχείρηση και μείωσε τον πλούτο των μετόχων. Έρευνα της εταιρείας συμβούλων Sanford Bernstein & Company (2000) επιβεβαιώνει τα αποτελέσματα προηγούμενων μελετών, καθώς καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις τείνουν να σημειώνουν χαμηλότερη επίδοση κατά μέσο όρο 15% σε σύγκριση με το χρηματιστηριακό δείκτη S&P 500, κατά τη διάρκεια τριών ετών μετά τη συγχώνευση.

Ο Warren Buffet (1982), πρόεδρος της εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου (holding company) Berkshire Hathaway Inc., έκανε μια μεταφορά για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές χρησιμοποιώντας το παραμύθι ότι το φιλί μιας πριγκίπισσας μπορεί σαν από θαύμα να απελευθερώσει τον πρίγκιπα από τα μάγια που τον έχουν μεταμορφώσει σε βάτραχο. Το σχόλιό του ήταν ότι έχουμε παρατηρήσει πολλά φιλιά αλλά πολύ λίγα θαύματα, θέλοντας έτσι να επισημάνει ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές τις περισσότερες φορές αποτυγχάνουν. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγει και έρευνα της εταιρείας συμβούλων McKinsey & Co (2002) που εκτιμά ότι το 88% των δραστηριοτήτων σημειώνει χαμηλή χρηματοοικονομική επίδοση. Επίσης, οι Habek, Kroger και Tram (2000) βρίσκουν ότι μόνο το 15% των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις Η.Π.Α. επιτυγχάνουν τους χρηματοοικονομικούς τους στόχους, όπως αυτοί μετρούνται από το κόστος κεφαλαίου, το ποσοστό απόδοσης της επένδυσης (return on investment) και το ποσοστό απόδοσης του μετοχικού κεφαλαίου (return on equity).

3.4.3 ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΟΥ ΑΠΟΔΕΙΚΝΥΟΥΝ ΘΕΤΙΚΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ

Σε αντίθεση με τα προαναφερθέντα πορίσματα περί αρνητικής επίπτωσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών στη χρηματοοικονομική επίδοση των επιχειρήσεων, μελέτες του Seth (1990), καθώς και των Kaplan και Weisbach (1992) διαπιστώνουν στατιστικά σημαντικές βελτιώσεις στους χρηματοοικονομικούς δείκτες των εταιρειών. Ειδικότερα, ο Seth μελέτησε 102 συγχωνεύσεις και εξαγορές μέσω δημόσιας προσφοράς κατά το διάστημα 1962 έως 1979, χρησιμοποιώντας ένα ειδικό μοντέλο που εξετάζει την αξία των μετοχών των επιχειρήσεων σε σχέση με τις αναμενόμενες χρηματοροές. Το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξε ήταν ότι το προσδοκώμενο ποσοστό απόδοσης για τους επενδυτές ήταν θετικό και ανερχόταν σε 9,3%. Το ποσοστό αυτό αναλυόταν σε ποσοστό απόδοσης 12,9% από λειτουργικές συνέργιες

των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων και σε ποσοστό -3,6% από χρηματοοικονομικές συνέργειες (δηλαδή $12,9\% + (-3,6\%) = 9,3\%$).

Επίσης, οι Healy, Palepu και Ruback (1992) διερεύνησαν τις πενήντα μεγαλύτερες συγχωνεύσεις στις Η.Π.Α. για το διάστημα 1979 έως 1984 και συμπεραίνουν ότι υπάρχουν σημαντικές βελτιώσεις στη χρηματοοικονομική και λειτουργική επίδοση των εταιρειών μετά τη συγχώνευση, οι οποίες μάλιστα συσχετίζονται θετικά και στατιστικά σημαντικά με τις αποδόσεις των μετοχών. Οι βελτιώσεις αυτές εντοπίζονται κυρίως στον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας, ενώ δεν υπάρχει κάποια θετική αλλαγή στο καθαρό περιθώριο κέρδους. Οι Healy, Palepu και Ruback παρατηρούν ότι η επίδοση των εταιρειών πριν τη συγχώνευση, σε σύγκριση με τη διάμεσο του κλάδου, συνεχίζει να αυξάνει και μετά τη συγχώνευση. Στη μελέτη τους όμως δε συμπεριλαμβάνουν την προ της συγχώνευσης επίδοση ως μέτρο σύγκρισης (benchmark). Κάτι τέτοιο ωστόσο είναι απαραίτητο αν η σχετική προ της συγχώνευσης επίδοση οφειλόταν σε μόνιμους παράγοντες (π.χ. διατήρηση και συνεχής αναζωογόνηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος) ή σε προσωρινούς παράγοντες (π.χ. έκτακτα κέρδη από μια ξαφνική αύξηση της ζήτησης).

Οι Manson, Stark και Thomas (1994) εξετάζοντας κυρίως την αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου βρίσκουν ότι οι συγχωνεύσεις οδηγούν σε βελτίωση των λειτουργικών ταμειακών ροών και μάλιστα η αύξηση αυτή συσχετίζεται θετικά με τις συνολικές έκτακτες αποδόσεις της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρείας κατά τη διάρκεια της προσφοράς. Αυτό σημαίνει ότι οι χρηματαγορές προβλέπουν σωστά και κεφαλαιοποιούν την αναμενόμενη αύξηση των ταμειακών ροών που θα προκύψει από την εξαγορά. Μάλιστα, οι Manson, Stark και Thomas εφάρμοσαν μια καινοτομική προσέγγιση για τη μέτρηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης μετά τη συγχώνευση. Προσάρμοσαν το μέσο όρο χρηματοοικονομικής επίδοσης του κλάδου για τη δυνητική μείωση της κερδοφορίας των συγχωνευμένων εταιρειών, στην περίπτωση που η συγχώνευση δεν είχε πραγματοποιηθεί. Η δυνητική αυτή μείωση θεωρούν ότι οφείλεται στις πιέσεις των ανταγωνιστών του κλάδου, οι οποίοι προσπαθούν να ακολουθήσουν ή και να ξεπεράσουν τις πιο κερδοφόρες εταιρείες – αντιπάλους. Η μείωση ονομάζεται παλινδρόμηση μέσου (regression to the mean). Έτσι, βρήκαν ότι μετά τη συγχώνευση η προσαρμοσμένη επίδοση των εταιρειών βελτιώνεται σημαντικά.

Έρευνα των Rau και Vermaelen (1998) έδειξε ότι, ενώ οι εξαγοράζουσες εταιρείες στις συγχωνεύσεις έχουν χαμηλότερη επίδοση από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις του

κλάδου, οι εξαγοράζουσες εταιρείες στις εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς σημειώνουν επίδοση υψηλότερη από το μέσο όρο του κλάδου, κατά τα τρία χρόνια που έπονται της συμφωνίας. Επίσης, ο Ghosh (2001) διερεύνησε τις 315 μεγαλύτερες συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων στις Η.Π.Α. κατά το διάστημα 1981 έως 1995, συγκρίνοντας ανά ζεύγη επιχειρήσεις που είχαν εμπλακεί σε τουλάχιστον μια συγχώνευση ή εξαγορά με επιχειρήσεις που δεν είχαν κάνει καμία συγχώνευση ή εξαγορά. Τα αποτελέσματά του έδειξαν ότι αν και δε σημειώνεται διαφορά στην αποδοτικότητα των επενδυμένων κεφαλαίων (ROA), οι χρηματοροές για τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις αυξανόταν, όταν οι δραστηριότητες χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά, ενώ αντίθετα μειώνονταν στις περιπτώσεις ανταλλαγής μετοχών.

Πίνακας 3.5
Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών σχετικά με τη χρηματοοικονομική επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών

Χαμηλότερη απόδοση από το μέσο όρο του κλάδου	Απόδοση περίπου στο μέσο όρο του κλάδου	Υψηλότερη απόδοση από το μέσο όρο του κλάδου
Kumar (1984)	Mueller (1985)	Seth (1990)
Mueller (1985)	Ranenscraft and Sherer (1988) **	Healy, Palepu and Ruback (1992)
Kusewitt (1985)	Bradley and Jarrell (1988)	Kaplan and Weisbach (1992)
Porter (1987)	Chatterjee and Meeks (1996)	Manson, Stark and Thomas (1994)
Ravenscraft and Scherer (1988) *	Healy, Palepu, Ruback (1997)	Chatterjee and Meeks (1996)
Mangenheim and Mueller (1988)	Schwert (2000)	Rau and Vermaelen (1998)
Herman and Lowenstein (1988)	Ghosh (2001)	Ghosh (2001)
McKinsey & Company (1990, 2002)	Agrawal and Jaffe (2004)	
Franks, Harris and Titman (1991)		
Agrawal, Jaffe and Mandelker (1992)		
Sirower (1997)		
Loughran and Vijh (1997)		
Sanford C. Bernstein & Company (2000)		

Πηγή : Donald DePamphilis (2001) και Sudi Sudarsanam (2003)

* όταν χρησιμοποιείται η λογιστική εξαγοράς ή η λογιστική συνένωσης δικαιωμάτων (purchase accounting or pooling of interests accounting)

** όταν χρησιμοποιείται η μέθοδος των ταμειακών ροών (cash flows)

Στον Πίνακα 3.5 παρουσιάζονται συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών που διερευνούν την επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στη χρηματοοικονομική επίδοση της νέας εταιρείας που προκύπτει μετά την επιτυχή έκβαση της συναλλαγής. Τα αποτελέσματα αυτά αφορούν τις αποδόσεις των συγχωνευμένων εταιρειών σε σύγκριση με τις μέσες αποδόσεις του κλάδου. Γίνεται φανερό ότι υπάρχει σημαντική διάσταση στα συμπεράσματα που έχει καταλήξει η κάθε εμπειρική έρευνα σχετικά με τον αντίκτυπο των συγχωνεύσεων και εξαγορών στα βασικά χρηματοοικονομικά μεγέθη. Η διάσταση αυτή δικαιολογείται από το

γεγονός ότι οι διάφορες εκτιμήσεις παρουσιάζουν ευαισθησία αναφορικά με την επιλογή του δείγματος και τη μεθοδολογία που εφαρμόζεται στην εκάστοτε μελέτη.

3.5 ΑΛΛΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Εκτός από τις επιδράσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στη χρηματιστηριακή και χρηματοοικονομική επίδοση των εταιρειών, οι δραστηριότητες αυτές επηρεάζουν ποικιλοτρόπως και άλλες συνιστώσες που έχουν να κάνουν κυρίως με τη μετασυγχωνευτική διαδικασία ενοποίησης-ενσωμάτωσης των εταιρειών (post-acquisition integration). Η διαδικασία μιας εξαγοράς χωρίζεται, χάριν συντομίας και απλούστευσης, σε τρία στάδια: α) το στάδιο του σχεδιασμού, β) τη διαδικασία της εξαγοράς που ολοκληρώνεται με την υπογραφή της συμφωνίας και γ) το στάδιο της ενοποίησης. Σύμφωνα με εμπειρικές έρευνες, οι επιτυχημένες εξαγορές και συγχωνεύσεις λαμβάνουν υπ' όψιν τους δύο σημαντικά κριτήρια, τους κοινούς στρατηγικούς στόχους (strategic fit) και την επιτυχημένη μετασυγχωνευτική ενοποίηση. Η διαδικασία της μετασυγχωνευτικής διαχείρισης αποτελεί σημαντικότερο παράγοντα για την επιτυχημένη ολοκλήρωση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης, καθώς οι συνέπειες από διαχειριστικά λάθη μπορεί να είναι καταστροφικές. Το συμπέρασμα αυτό μάλιστα, ενισχύεται από το γεγονός ότι το 45%-60% των εξαγορών και συγχωνεύσεων αποτυγχάνουν εξαιτίας της έλλειψης μετασυγχωνευτικού σχεδιασμού και διαχείρισης.

Αρκετές εταιρείες δεν απολαμβάνουν τη μέγιστη αξία από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές επειδή αποτυγχάνουν να μετρήσουν τα μη απτά περιουσιακά στοιχεία, όπως ο αντίκτυπος στο ανθρώπινο κεφάλαιο και την εταιρική κουλτούρα. Ο Michael Porter (1987) αναφέρει χαρακτηριστικά ότι οι καλές εξαγορές ξεκινούν από μια καλή στρατηγική, ενώ οι επιτυχημένες εξαγορές βασίζονται στις κοινές ενέργειες και στη μεταφορά των ικανοτήτων μεταξύ των εταιρειών που εμπλέκονται στην εξαγορά.⁴ Στη συνέχεια αναλύονται οι επιδράσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στα διοικητικά στελέχη, στο προσωπικό και στην εταιρική κουλτούρα. Όλες αυτές οι επιδράσεις έχουν να κάνουν με τη μετασυγχωνευτική ενοποίηση και η σωστή ή όχι διαχείρισή τους από τις εταιρείες θα καθορίσει σε μεγάλο βαθμό και την τελική επιτυχία ή αποτυχία της ενοποίησης.

⁴ Porter M.E., May-June 1987, "From Competitive Advantage to Corporate Strategy", Harvard Business Review

3.5.1 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΑ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές επηρεάζουν με διαφορετικό τρόπο τα διοικητικά στελέχη της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Για τα στελέχη της εξαγοράζουσας εταιρείας αυτές οι δραστηριότητες προσφέρουν νέες ευκαιρίες για να ενισχύσουν το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, τη λειτουργική και τη χρηματοοικονομική επίδοση της επιχείρησης, αυξάνοντας έτσι τον πλούτο των μετόχων. Περαιτέρω, τα διοικητικά στελέχη της εξαγοράζουσας εταιρείας έχουν και ίδιον όφελος από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, καθώς μπορούν να αυξήσουν τις αμοιβές τους και το αίσθημα ασφάλειας ότι δε θα χάσουν την εργασία τους. Αντίθετα, στα στελέχη της εξαγοραζόμενης εταιρείας οι συγχωνεύσεις και εξαγορές προκαλούν αβεβαιότητα, αγωνία, ανασφάλεια και άγχος λόγω των επικείμενων αλλαγών, αφού πλέον καλούνται να προσαρμοστούν σε νέες διαδικασίες, δομές και κουλτούρα.

Γενικά, η τύχη των διοικητικών στελεχών εξαρτάται από τα κίνητρα και τη στρατηγική που υποκινούν τη συγχώνευση ή εξαγορά. Αν η συγχώνευση στοχεύει στις προσδοκώμενες συνέργιες, το πιο πιθανό είναι ότι δε θα οδηγήσει σε απολύσεις λόγω πλεονασμού στελεχών. Αντίθετα, αν η συγχώνευση υποκινείται από την επιθυμία εξορθολογισμού της παραγωγής και των διαδικασιών μιας εταιρείας που λειτουργεί σε μια ώριμη αγορά, πιθανότατα θα υπάρξει μείωση των διοικητικών στελεχών. Μια μελέτη του Harper (1998) έδειξε ότι σχεδόν το 50% των ανώτατων στελεχών σε μια εξαγοραζόμενη εταιρεία αποχωρούν μέσα σε ένα έτος μετά την εξαγορά και σχεδόν το 75% αυτών αποχωρεί εντός τριών ετών.

Οι Martin και McConnell (1991) παρουσιάζουν στοιχεία που αποδεικνύουν ότι οι εταιρείες-στόχοι στις επιτυχείς δημόσιες προσφορές σημειώνουν υψηλό, μη κανονικό βαθμό αντικατάστασης των διοικητικών στελεχών (managerial turnover), μετά τη συγχώνευση ή εξαγορά. Ουσιαστικά, δηλαδή, αυξάνεται ο ρυθμός με τον οποίο τα διευθυντικά στελέχη της εξαγοραζόμενης επιχείρησης αναλώνονται και αντικαθίστανται κατά τη διάρκεια της λογιστικής περιόδου εντός της οποίας συντελείται η συγχώνευση. Οι Agrawal και Walkling (1994) υποστηρίζουν ότι οι εχθρικές κυρίως εξαγορές παράγουν πληροφόρηση σχετικά με την εταιρεία η οποία χρησιμοποιείται από την αγορά εργασίας για να πειθαρχήσει τα διοικητικά στελέχη. Πιο συγκεκριμένα, τα εμπειρικά τους πορίσματα αποδεικνύουν ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της επίδοσης της εταιρείας-στόχου πριν από την εξαγορά και τον

επακόλουθο ρυθμό αντικατάστασης των διοικητικών στελεχών. Επίσης, οι Franks και Mayer (1996) βρίσκουν ότι ο ρυθμός αντικατάστασης των διοικητικών στελεχών σε εχθρικές εξαγορές αγγίζει το 90%, ενώ στις φιλικές εξαγορές μόνο το 50% των στελεχών είναι αναλώσιμα. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουν και οι Hambrick και Cannella (1993), καθώς και οι Krug και Nigh (2001), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι στις εχθρικές εξαγορές είναι πιο πιθανόν να αντικατασταθούν τα διοικητικά στελέχη της εξαγοραζόμενης εταιρείας συγκριτικά με τις φιλικές εξαγορές.

Εκτός από το ρυθμό αντικατάστασης, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές επηρεάζουν και τις αμοιβές των διοικητικών στελεχών. Όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο κεφάλαιο, αυτοί οι επιχειρηματικοί συνδυασμοί επιταχύνουν τη μεγέθυνση της επιχείρησης. Εμπειρικές έρευνες έχουν αποδείξει ότι οι αμοιβές των διοικητικών στελεχών συσχετίζονται θετικά με το μέγεθος της επιχείρησης. Ο Firth (1991) βρίσκει ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που αξιολογήθηκαν θετικά από τις χρηματαγορές οδήγησαν σε σημαντικές αυξήσεις μισθών για τα διευθυντικά στελέχη της εξαγοράζουσας εταιρείας. Μάλιστα, ακόμα και εξαγορές με αρνητικές έκτακτες αποδόσεις για την εξαγοράζουσα εταιρεία κατά την ανακοίνωση της πρότασης οδήγησαν σε αύξηση των αμοιβών των ανώτατων στελεχών. Αυτό βέβαια, δε σημαίνει ότι πάντοτε τα διοικητικά στελέχη ευνοούνται από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Μια δραστηριότητα με μη επιτυχημένη έκβαση συνεπάγεται τεράστιο κόστος για τα ανώτατα στελέχη, που τις περισσότερες φορές εκφράζεται με την απόλυσή τους από την εταιρεία. Οι Walsh και Ellwood (1991) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ της προ της συγχώνευσης επίδοσης της εξαγοράζουσας εταιρείας και της μετασυγχωνευτικής αντικατάστασης των διοικητικών στελεχών. Το συμπέρασμά τους ήταν ότι 61% των στελεχών αντικαταστάθηκε.

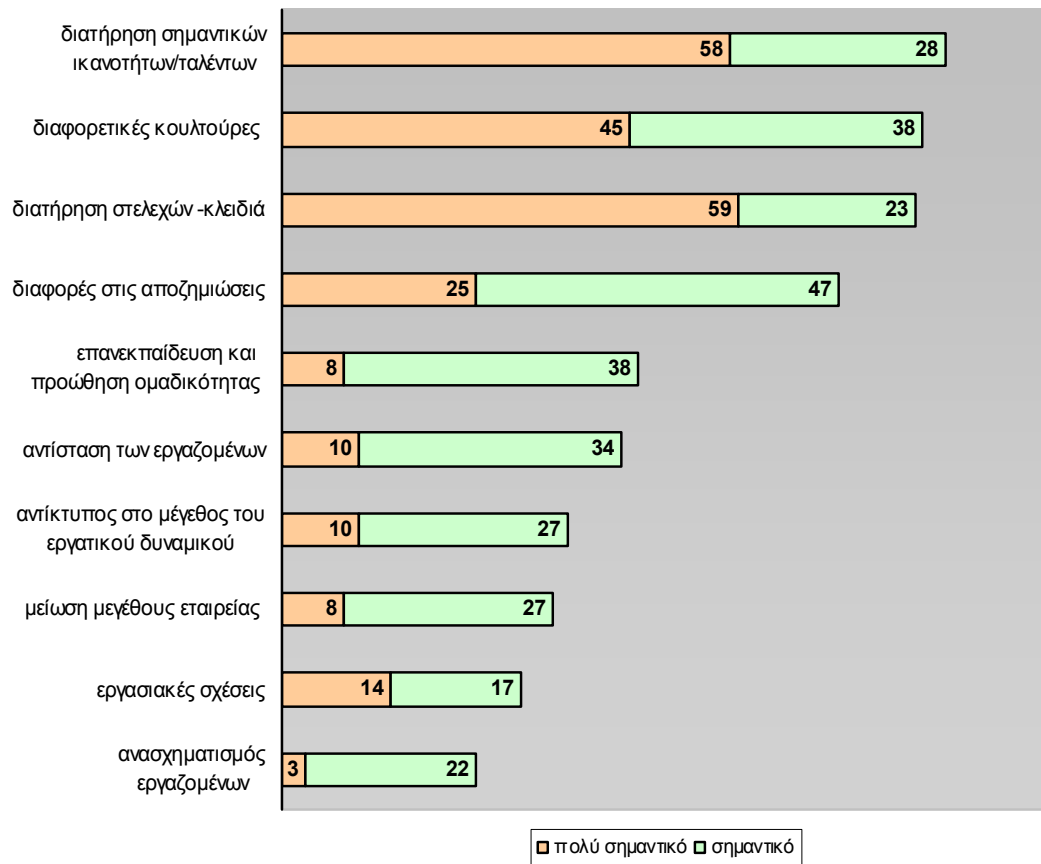
3.5.2 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΟ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι γεγονότα που επιφέρουν σημαντικές αλλαγές όχι μόνο στις επιχειρήσεις αλλά και σε όσους εργάζονται σε αυτές. Οι αλλαγές αυτές μπορεί να αναφέρονται στις στρατηγικές, στις διαδικασίες, στις κοινές αξίες, στις σχέσεις μεταξύ διευθυντικών στελεχών και προσωπικού, στα κίνητρα και στις προοπτικές από την εργασία. Σε τέτοιες περιπτώσεις, το προσωπικό καλείται να αλλάξει τρόπους συμπεριφοράς, προσωπικές πεποιθήσεις και συστήματα αξιών,

καθώς οποιαδήποτε εταιρική αναδόμηση δημιουργεί ανασφάλεια, φόβο και προκαλεί αρνητικό ψυχολογικό αντίκτυπο σε όσα άτομα χάσουν την εργασία τους λόγω περικοπών προσωπικού.

Αν και δεν ισχύει πάντοτε ότι οι επιχειρήσεις υφίστανται μείωση του εργατικού τους δυναμικού μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά, η μεταβλητότητα της συνολικής απασχόλησης τείνει να είναι υψηλή. Αυτό που είναι δύσκολο να μετρηθεί είναι το αν οι υπάλληλοι που φεύγουν συνιστούν σημαντική ζημιά, υπό την έννοια της «αποστράγγισης εγκεφάλων» (brain drain). Για αρκετές περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών οι ικανότητες, η εμπειρία και τα προσόντα του προσωπικού, αυτό δηλαδή που αποκαλείται ανθρώπινο κεφάλαιο, αντιπροσωπεύει το πλέον επιθυμητό περιουσιακό στοιχείο που επιθυμεί να αποκτήσει η εξαγοράζουσα εταιρεία μέσω της συγχώνευση ή εξαγοράς με την εταιρεία-στόχο. Αυτό ισχύει κυρίως σε εταιρείες υψηλής τεχνολογίας και παροχής υπηρεσιών για τις οποίες η συσσωρευμένη γνώση των υπαλλήλων είναι το βασικότερο κεφάλαιο.

Οι «υπάλληλοι-κλειδιά» είναι αυτοί οι οποίοι ενστερνίζονται το όραμα και τη στρατηγική της νέας εταιρείας που θα προκύψει από τη συγχώνευση, κατανοούν την υποκρύπτουσα λογική των οργανωσιακών αλλαγών που επιφέρει η συγχώνευση και μπορούν να καθοδηγήσουν ανάλογα και τους υπόλοιπους συναδέλφους τους. Αναμφίβολα, η απώλεια τέτοιων υπαλλήλων υποβαθμίζει σημαντικά την αξία της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Συνεπώς, πρέπει να διενεργείται εξονυχιστικός έλεγχος (due diligence) που θα εστιάζει στους ανθρώπινους πόρους, ώστε να εντοπιστούν τα άτομα εκείνα που είναι σημαντικά για την επιτυχία τη συγχώνευσης και η αποχώρηση των οποίων μετά τη συγχώνευση θα μειώσει αισθητά την πραγματική αξία της συγχωνευμένης εταιρείας. Ωστόσο, μια στατιστική έρευνα της εταιρείας συμβούλων Watson Wyatt Worldwide (2000) βρίσκει ότι η προτεραιότητα που δίνουν οι επιχειρήσεις στους ανθρώπινους πόρους κατά τη διενέργεια του εξονυχιστικού ελέγχου είναι ιδιαίτερα χαμηλή. Σύμφωνα με τον Bramson (2000), οι εταιρείες που δε δίνουν την πρέπουσα σημασία στο ανθρώπινο δυναμικό θα υποστούν μείωση της κερδοφορίας, μείωση ταλέντων και μείωση της εμπιστοσύνης των υπαλλήλων στις ηγετικές αποφάσεις.



Πηγή : HRFOCUS, January 1998

Διάγραμμα 3.4
Παρουσίαση των σημαντικότερων θεμάτων σχετικά με ανθρώπινους πόρους στις συγχωνεύσεις και εξαγορές (ποσοστά εταιρειών που έχουν εμπειρία σε M&As)

Στο Διάγραμμα 3.4 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα έρευνας που διενήργησε το περιοδικό “HR Executive Review – HR Challenges in Mergers and Acquisitions” σε δείγμα 88 ανώτατων διοικητικών στελεχών (μέλη του The Conference Board) στις Η.Π.Α., οι εταιρείες των οποίων είχαν εμπλακεί σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Λιγότερο από το 1/3 των ερωτηθέντων απάντησε ότι συμπεριλαμβάνει το ανθρώπινο δυναμικό στις διαδικασίες σχεδιασμού μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Ωστόσο, το 80% απάντησε ότι υπολογίζει τους ανθρώπους κατά την υλοποίηση. Μεταξύ 9% και 13% των ερωτηθέντων απάντησε ότι τα θέματα που σχετίζονται με ανθρώπινους πόρους σχεδόν αγνοούνται κατά το σχεδιασμό της συγχώνευσης αλλά μεγεθύνονται στην πορεία. Το γενικό συμπέρασμα είναι ότι σε συναλλαγές τέτοιου μεγέθους, όπως οι συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι επιχειρήσεις εστιάζουν στις χρηματοοικονομικές παραμέτρους της συμφωνίας και παραγκωνίζουν τα θέματα που σχετίζονται με το ανθρώπινο κεφάλαιο.

3.5.3 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΚΟΥΛΤΟΥΡΑ

Η εταιρική κουλτούρα μπορεί να χαρακτηριστεί ως το DNA ενός οργανισμού (Marshall, 2000). Η κουλτούρα ενσωματώνεται στα συλλογικά συστήματα αξιών, στις πεποιθήσεις, στα μοντέλα, τις συμπεριφορές, τις ιδεολογίες και τις πρακτικές που έχει υιοθετήσει ο οργανισμός και αντικατοπτρίζει πώς αλληλεπιδρούν μεταξύ τους οι υπάλληλοι και τα διοικητικά στελέχη, πώς λαμβάνονται οι αποφάσεις και πώς διεκπεραιώνονται οι εργασίες. Όλα αυτά τα στοιχεία της εταιρικής κουλτούρας μπορούν να παρακινήσουν τους ανθρώπους και να αποτελέσουν πηγές αποδοτικότητας και αποτελεσματικότητας. Η κουλτούρα καθορίζει τη ροή και τη διάχυση των νέων ιδεών στους οργανισμούς και αναμφίβολα οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν καταλύτες νέων ιδεών.

Παραδοσιακά, οι περισσότεροι διευθύνοντες σύμβουλοι και τα Διοικητικά Συμβούλια των επιχειρήσεων επικεντρώνουν την προσοχή τους μόνο στην επίτευξη της συμφωνίας για τη συγχώνευση ή την εξαγορά. Επιπλέον, πολύ συχνά τα διοικητικά στελέχη υποτιμούν την αξία των λεγομένων «soft aspects», όπως τις διαφορές στην κουλτούρα και την αντίσταση στην αλλαγή (resistance to change) εκ μέρους του προσωπικού της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, μάλλον διότι αυτά τα στοιχεία δεν κατανοούνται εύκολα και αποτελούν ένα ακόμη εμπόδιο που πρέπει να υπερπηδήσουν στην όλη διαδικασία της συγχώνευσης.⁵ Κάθε οργανισμός όμως, έχει τη δική του πολύ συγκεκριμένη και μοναδική εταιρική κουλτούρα. Η κατανόηση της κουλτούρας κάθε εταιρείας που εμπλέκεται σε μια συγχώνευση ή εξαγορά είναι θεμελιώδης παράγοντας για την επιτυχία κάθε τέτοιας δραστηριότητας.

Μια γενική αρχή είναι ότι διαφορές σε θέματα κουλτούρας εμφανίζονται λιγότερο σε συγχωνεύσεις μεταξύ εταιρειών του ίδιου μεγέθους που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο, ενώ αντίθετα οι διαφορές αυτές γιγαντώνονται στις διακλαδικές και διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές ή όταν οι εταιρείες διαφέρουν σε όρους μεγέθους και ωριμότητας (Anderson και Weitz, 1989, Datta και Grant, 1990, Chatterjee, Lubatkin, Schweiger και Weber, 1992, Pablo, 1994, Kumar, 1996). Οι διαφορές στην κουλτούρα των δυο εταιρειών που συγχωνεύονται μπορεί είτε να υπο-

⁵ Σύμφωνα με το υπόδειγμα 7S της McKinsey, τα στοιχεία που επηρεάζουν την αποτελεσματικότητα ενός οργανισμού διακρίνονται σε “hard aspects” και “soft aspects”. Στα hard aspects συγκαταλέγονται η δομή (structure), οι στρατηγικές (strategies) και τα συστήματα (systems). Στα soft aspects συγκαταλέγονται οι κοινές αξίες (shared value), το στυλ διοίκησης (style), οι ικανότητες (skills) και το προσωπικό (staff).

εκτιμηθούν είτε να υπερ-εκτιμηθούν κατά τα στάδια προ της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Σύμφωνα με τους Nahavandi και Malekzadeh (1988), Cartwright και Cooper (1996) και Very και Schweiger (2001), η ανομοιομορφία μπορεί να επηρεάσει τη διαδικασία ενοποίησης, την αποτελεσματικότητα της συγχώνευσης και τελικώς τη δημιουργία αξίας. Οι διαφορές στην κουλτούρα μπορούν να προκαλέσουν πόλωση, αρνητική αξιολόγηση των δυο εταιρειών, αγωνία, αποδοκιμασία και διαφωνία μεταξύ των διοικητικών στελεχών της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρείας (Elsass και Veiga, 1994, Malekzadeh και Nahavandi, 1998). Συνεπώς, η ταύτιση ή έστω η όσο το δυνατόν μεγαλύτερη ομοιότητα της κουλτούρας των δυο εταιρειών που συμμετέχουν στη συγχώνευση ή εξαγορά μειώνει τους κινδύνους αποτυχίας στην μετασυγχωνευτική ενοποίηση (Cartwright και Cooper, 1996, Stahl, Pucik, Evans και Mendenhall, 2004, Schweiger και Walsh, 1990).

Οι David και Singh (1994) εξέτασαν τον κίνδυνο της κουλτούρας που ελλοχεύει στις συγχωνεύσεις και εξαγορές (acquisition culture risk), ο οποίος είναι ένα μέτρο της ασυμβατότητας μεταξύ της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρείας και συνεπώς μπορεί να υπονομεύσει την επιτυχημένη μετασυγχωνευτική τους ενοποίηση. Κατά την αξιολόγηση της σκοπιμότητας μιας εξαγοράς, η εξαγοράζουσα εταιρεία πρέπει εκτός από τα στρατηγικά θέματα να εξετάσει και τον κίνδυνο της κουλτούρας. Κατά τους David και Singh ο κίνδυνος της κουλτούρας εξαρτάται από τις εξής παραμέτρους :

- Το βαθμό της λειτουργικής ενοποίησης (operational integration), καθώς οι διαφορετικοί τύποι συνεργιών εγκυμονούν διαφορετικούς κινδύνους. Η λειτουργική ενοποίηση αυξάνει το βαθμό του ρίσκου.
- Το τμήμα στο οποίο συντελείται η ενοποίηση, καθώς σε μια επιχείρηση ενυπάρχουν και δευτερεύουσες κουλτούρες π.χ., ένα τμήμα έρευνας και ανάπτυξης είναι προσανατολισμένο προς το έργο (task oriented), ενώ ένα τμήμα εξυπηρέτησης πελατών και γενικά παροχής υπηρεσιών είναι προσανατολισμένο στους ρόλους (role oriented).
- Τη μέθοδο που υιοθετεί η εξαγοράζουσα εταιρεία για να επιτύχει την ενοποίηση.

Συμπερασματικά, μπορεί να ειπωθεί ότι μόλις η εξαγοράζουσα εταιρεία έχει επιλέξει τους κατάλληλους υποψήφιους στόχους, ο έλεγχος της κουλτούρας αυτών θα συμβάλλει στην αξιολόγηση της επιτυχίας που θα έχει η μετασυγχωνευτική διαδικασία ενοποίησης (organizational integration fit) και θα προσδιορίσει την εικόνα της νέας εταιρείας αναφορικά με τον ανθρώπινο παράγοντα.

3.6 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάστηκαν συγκεντρωτικά ορισμένες πτυχές των δραστηριοτήτων σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, καθώς και οι επιδράσεις τους στα βασικότερα μεγέθη των επιχειρήσεων. Αρχικά, αναφέρθηκαν οι κυριότερες δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών που απασχόλησαν τις αγορές των Η.Π.Α. και της Ευρώπης. Για την καλύτερη παρουσίαση του όγκου, της έντασης και της σημασίας των δραστηριοτήτων αυτών σε κάθε χρονική περίοδο έγινε διάκριση των βασικών «κυμάτων» συγχωνεύσεων που βίωσαν οι δύο αυτές αγορές και αναφέρθηκαν συνοπτικά τα βασικά χαρακτηριστικά που διακρίνουν το κάθε «κύμα».

Ένα ερώτημα με θεωρητικό και πρακτικό ενδιαφέρον είναι το κατά πόσο οι συγχωνεύσεις και εξαγορές δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία για τις επιχειρήσεις και κατ' επέκταση για τον πλούτο των μετόχων. Για την απάντηση αυτού του ερωτήματος περιγράφηκαν οι επιδράσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε δυο από τις πιο θεμελιώδεις συνιστώσες της επιχειρηματικής δραστηριότητας, τη χρηματιστηριακή επίδοση των εξαγοραζουσών και εξαγοραζόμενων εταιρειών και τη χρηματοοικονομική επίδοση της συγχωνευμένης εταιρείας μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής. Έτσι, παρουσιάστηκαν αναλυτικά τα ευρήματα των σημαντικότερων εμπειρικών μελετών που κατά καιρούς έχουν διεξαχθεί προκειμένου να τεκμηριώσουν αν η εξωτερική ανάπτυξη των επιχειρήσεων επιδρά θετικά ή αρνητικά στον πλούτο των μετόχων. Τα ευρήματα αυτά όμως είναι συγκεκριμένα.

Η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών αναφορικά με τη χρηματιστηριακή επίδραση συνηγορεί στο ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι δραστηριότητες που δημιουργούν αξία για όλες τις εμπλεκόμενες εταιρείες, με τις εξαγοραζόμενες όμως να απολαμβάνουν τη μερίδα του λέοντος. Ωστόσο, υπάρχουν και αρκετές μελέτες που υποστηρίζουν ότι αυτές οι επενδυτικές αποφάσεις καταστρέφουν αξία. Επίσης, τα αποτελέσματα των μελετών σχετικά με την επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στη χρηματοοικονομική επίδοση δίστανται. Ορισμένες μελέτες υποστηρίζουν ότι ο αντίκτυπος στα χρηματοοικονομικά μεγέθη είναι θετικός, ενώ άλλες μελέτες καταλήγουν στο ότι οι επιχειρήσεις δεν καταφέρνουν να βελτιώσουν την επίδοσή τους συγκριτικά με το μέσο όρο του κλάδου.

Τέλος, περιγράφηκαν διάφορες άλλες παράμετροι που επηρεάζονται από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Τέτοιες παράμετροι είναι το ανθρώπινο κεφάλαιο,

δηλαδή τα διοικητικά στελέχη και το προσωπικό, αλλά και η εταιρική κουλτούρα. Οι επιδράσεις αυτές αφορούν κυρίως τη μετασυγχωνευτική διαχείριση και καθορίζουν σε σημαντικό βαθμό την τελική επιτυχία ή αποτυχία της διαδικασίας ενοποίησης της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Και σε αυτήν την περίπτωση παρουσιάστηκαν τα πορίσματα διαφόρων εμπειρικών μελετών, ώστε να είναι δυνατή η εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τον τρόπο που οι συγχωνεύσεις και εξαγορές επιδρούν σε αυτές τις παραμέτρους.

ΓΑΛΕΡΙΣΤΗΜΟ ΓΕΡΑΝΩΝ

ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Κυριαζής Αθ. Δημήτριος, 2007, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», εκδ. Πανεπιστημιακό, Αθήνα
2. PriceWaterhouseCoupers, Μάρτιος 2006, «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Ελληνικών Επιχειρήσεων 2005», Τέταρτη Ετήσια Έρευνα

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

3. Bruner Robert, 2004, “*Applied Mergers and Acquisitions*”, John Wiley and Sons Ltd, USA
4. Cartwright Sue and Gary L. Cooper, 2001, “*Managing Mergers, Acquisitions and Strategic Alliances : Integrating People and Cultures*”, Butterworth Heinemann, UK
5. DePamphilis Donald, 2001, “*Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*”, Academic Press, USA
6. Gaughan A. Patrick, 2007, “*Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*”, John Wiley and Sons Ltd, USA
7. Palepu G. Krishna, Victor L. Bernard and Paul M. Healy, 1997, “*Introduction to Business Analysis and Valuation*”, Thomson South-Western, USA
8. Sudarsanam Sudi, 2003, “*Creating Value from Mergers and Acquisitions, The Challenges*”, Prentice Hall, UK
9. Sudarsanam Sudi, 1995, “*The Essence of Mergers and Acquisitions*”, Prentice Hall, UK
10. Weston J. Fred, Chung S. Kwang and Hoag E. Susan, 1990, “*Mergers, Restructuring and Corporate Control*”, Prentice Hall, USA

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

11. Andre Paul, March 2004, “Good Acquisitions”, CA Magazine – Canadian Institute of Chartered Accountants, pp. 45-47
12. Capron Laurence and Nathalie Pistre, 2002, “When Do Acquirers Earn Abnormal Returns?”, Strategic Management Journal, vol. 23, pp. 781-794
13. Faccio Mara and Ronald W. Masulis, June 2005, “The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions”, Journal of Finance, vol. LX, No 3, pp. 1345-1388
14. Hussey David, August 2000, “Mergers and Acquisitions : The Fastest Way to Destroy Value?” (Guest Editorial), Strategic Change, John Wiley & Sons, vol. 9, pp. 265-267

15. Manchin Miriam, September 2004, "Determinants of European Cross-Border Mergers and Acquisitions", European Commission—Directorate General For Economic and Financial Affairs, Economic Paper No 212
16. Mulherin Harold and Audra L. Boone, 2000, "Comparing Acquisitions and Divestitures", Journal of Corporate Finance, No 6, pp. 117-139
17. Protopapas G. Panagiotis, Nikolaos G. Travlos and Nikolaos V. Tsagarakis, December 2003, "Mergers and Acquisitions in Greece : Stock Price Reaction of Acquiring and Target Firms", Spoudai, The University of Piraeus Journal of Economics, Business, Statistics and Operational Research, vol. 53, No 4, pp. 80-104
18. Schorg A. Chandra, Cecily A. Raiborn and Mark F. Massoud, May-June 2004, "Using a Cultural Audit to Pick M&A Wineers", Wiley Periodicals Inc. (published online in Wiley InterScience)
19. Schwert G. William, 2000, "Hostility in Takeovers : In the Eyes of the Beholder?", Journal of Finance, No 55, pp. 2599-2640
20. Stanwick A. Peter and Sarah D. Stanwick, 2001, "Human resources : Your secret weapon for post-merger success", Journal of Corporate Accounting and Finance, vol. 12, issue 2, pp. 9-14
21. Torre-Enciso Martinez Isabel and Javier Bilbao Garcia, August 1996, "Mergers and Acquisition Trends in Europe", International Advances in Economic Research, vol. 2 (No 3), pp. 279-286
22. Travlos G. Nickolaos, September 1987, "Corporate Takeover Bids, Methods of Payment and Bidding Firms' Stock Return", Journal of Finance, vol. 42 (No 4), pp. 943-963
23. Travlos G. Nickolaos, April-June 1991, "Mergers and Acquisitions", Economic Bulletin Commercial Bank of Greece
24. Travlos G. Nickolaos, 1993, "Mergers and Acquisitions", Economic Bulletin of Hellenic Bank Association, vol. 39-40
25. Travlos G. Nickolaos and Marcia Millon Cornett, 1993, "Going Private Buyouts and Determinants of Shareholders' Returns", Journal of Accounting, Auditing and Finance, vol. 8, pp. 1-30
26. Travlos N. G. and Papaioannou G., 1991, "Corporate Acquisitions : Method of Payment Effects, Capital Structure Effects and Bidding Firms' Stock returns", Quarterly Journal of Business and Economics, pp. 3-22
27. Very, P. and D. M. Schweiger, 2001, "The acquisition process as a learning process: Evidence from a study of critical problems and solutions in domestic and cross-border deals", Journal of World Business, vol. 36, pp. 11-31.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΡΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΑ

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Μόλις η εξαγοράζουσα εταιρεία επιλέξει την κατάλληλη εταιρεία-στόχο πρέπει να προσδιορίσει εάν η συναλλαγή τελικά θα είναι επωφελής για αυτήν. Για να γίνει αυτό πρέπει τα διοικητικά στελέχη της εξαγοράζουσας εταιρείας να υπολογίσουν πόσο στην πραγματικότητα αξίζει η εταιρεία-στόχος. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, αλλά και όλοι γενικά οι επιχειρηματικοί σχηματισμοί, μπορούν να θεωρηθούν ως δραστηριότητες του προϋπολογισμού κεφαλαιακών επενδύσεων (capital budgeting). Ο προϋπολογισμός αυτός είναι η διαδικασία τοποθέτησης επενδυτικών χρηματικών κεφαλαίων σε προγράμματα επενδύσεων παγίου κεφαλαίου ή οποιασδήποτε άλλης μορφής επενδύσεων, των οποίων οι αποδόσεις εκτείνονται σε κάποιο χρονικό ορίζοντα. Ο προϋπολογισμός κεφαλαιακών επενδύσεων είναι στην πραγματικότητα μια μορφή ανάλυσης κόστους-ωφελειών (cost benefit analysis), καθώς επιδιώκει να προσδιορίσει εάν τα οφέλη της επένδυσης υπερβαίνουν τα κόστη, υπό την προϋπόθεση ότι και τα δυο μεγέθη έχουν μετρηθεί και αξιολογηθεί κατάλληλα.

Στην προσπάθεια εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης πρέπει να αποτιμηθεί μια ολόκληρη σειρά περιουσιακών στοιχείων, υλικών και άυλων, που συνθέτουν το ενεργητικό και το παθητικό της εταιρείας. Τη σημερινή εποχή, βάσει της δυναμικής αντίληψης, οι μεγάλες κυρίως επιχειρήσεις, που διαθέτουν σύγχρονη οργάνωση και προγραμματισμό πολυετούς δραστηριότητας, εκτιμώνται ως οικονομικές οντότητες με συνεχιζόμενη και στο μέλλον δραστηριότητα (going concern). Η αντίληψη αυτή υπαγορεύει ότι κατά την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης πρέπει να ληφθεί υπ' όψιν και η μελλοντική της απόδοση, καθώς και τα αναμενόμενα μελλοντικά οφέλη από τη δράση της. Ο σκοπός όλων των μεθόδων αποτίμησης είναι να προσδιορίσουν μια δίκαιη και εύλογη αγοραία αξία (fair market value) για την

επιχείρηση. Ως δίκαιη αγοραία αξία της επιχείρησης ορίζεται η τιμή εκείνη, στην οποία μια επιχείρηση μπορεί να μεταβιβαστεί από έναν πρόθυμο πωλητή σε έναν πρόθυμο αγοραστή, όταν κανένας από τους δυο δεν εξαναγκάζεται να αγοράσει ή να πουλήσει. Για να θεωρηθεί ακριβής μια αποτίμηση θα πρέπει να λαμβάνει υπ' όψιν της όλες τις πτυχές της επιχειρηματικής δραστηριότητας, συμπεριλαμβανομένων και των στοιχείων εκείνων που δεν εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις και μπορεί να είναι δύσκολο να αποτιμηθούν. Τέτοια στοιχεία είναι τα εμποροβιομηχανικά σήματα, τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας, το υψηλό μερίδιο αγοράς, το εκτενές δίκτυο διανομής, η εμπειρία των διοικητικών στελεχών, κ.ά. Τα στοιχεία αυτά σε περίπτωση συγχώνευσης ή εξαγοράς θα περάσουν στην κυριότητα της εξαγοράζουσας εταιρείας.

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται οι διάφορες μεθοδολογίες για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης. Να σημειωθεί ότι για την αποτίμηση της αξίας μιας εταιρείας στην πράξη χρησιμοποιούνται συνδυαστικά περισσότερες της μιας από τις μεθόδους που αναλύονται στο παρόν κεφάλαιο. Η χρησιμοποίηση των διαφόρων υποδειγμάτων συνδυαστικά συμβάλλει στην καλύτερη σύγκριση των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από κάθε υπόδειγμα, ώστε να προσδιοριστεί όσο πιο σωστά γίνεται η αξία της επιχείρησης, λαμβάνοντας υπ' όψιν τις δυνάμεις και τις αδυναμίες του κάθε υποδείγματος.

Αρχικά, αναφέρονται οι τεχνικές σχετικής αποτίμησης, όπως ο δείκτης τιμής προς κέρδη και ο πολλαπλασιαστής εταιρικής αξίας. Ακολούθως, περιγράφεται η μέθοδος αποτίμησης βάσει των στοιχείων του ενεργητικού και αναλύεται το υπόδειγμα του Tobin, που είναι το πιο χαρακτηριστικό υπόδειγμα αυτής της κατηγορίας μεθόδων. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται η μέθοδος της αποτίμησης βάσει των μη κανονικών κερδών και το υπόδειγμα της προστιθέμενης οικονομικής αξίας. Επίσης, περιγράφεται το υπόδειγμα των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών που χρησιμοποιείται κατά κόρον από τις επιχειρήσεις για τη μέτρηση της εταιρικής αξίας. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στο υπόδειγμα αποτίμησης πραγματικών δικαιωμάτων που βασίζεται στο μοντέλο Black-Scholes, καθώς αποτελεί την πιο σύγχρονη μεθοδολογία αποτίμησης και – έως ένα βαθμό – καταφέρνει να ξεπεράσει πολλές από τις αδυναμίες των παραδοσιακών υποδειγμάτων. Τέλος, περιγράφονται οι λογιστικές μέθοδοι της απόκτησης και της συνένωσης δικαιωμάτων που εφαρμόζονται κατά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Επιπλέον, παρουσιάζονται οι διάφορες μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση της υπεραξίας και

αναφέρονται οι επιδράσεις των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομική Πληροφόρησης στις συγχωνεύσεις και εξαγορές.

4.2 ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΣΧΕΤΙΚΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Αρκετές φορές οι εξαγοράζουσες αλλά και οι εξαγοραζόμενες εταιρείες στηρίζουν την εκτίμηση της αξίας τους σε κάποιες παρατηρήσιμες μετρήσεις που προκύπτουν από τις αγορές κεφαλαίων. Η βασική υπόθεση που γίνεται σε όλες τις τεχνικές αυτής της κατηγορίας είναι ότι οι χρηματαγορές είναι αποτελεσματικές (stock market efficiency), υπό την έννοια ότι οι τρέχουσες αξίες των επιχειρήσεων που προσδιορίζονται από την αγορά αποδίδουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση σχετικά με τις επιχειρήσεις. Στη σχετική αποτίμηση, η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου υπολογίζεται βάσει της αποτίμησης παρόμοιων περιουσιακών στοιχείων, χρησιμοποιώντας κοινές μεταβλητές, όπως τα κέρδη, οι ταμειακές ροές, η λογιστική αξία ή τα έσοδα.

Εφαρμόζοντας τις τεχνικές σχετικής αποτίμησης, η αξία προσδιορίζεται πολλαπλασιάζοντας δείκτες, που προκύπτουν από την αγορά (π.χ. δείκτης τιμής προς κέρδη, δείκτης τιμής προς λογιστική αξία, δείκτης τιμής προς πωλήσεις, κλπ) για άλλες παρόμοιες εταιρείες του κλάδου, με τα κέρδη, τις πωλήσεις ή τη λογιστική αξία της υπό εξέταση επιχείρησης. Το αποτέλεσμα του πολλαπλασιασμού δίνει μια εκτίμηση της παρούσας ή της τρέχουσας αξίας της εταιρείας. Στη συνέχεια, αναλύονται δυο από τους πιο σημαντικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες σχετικής αποτίμησης, ο δείκτης τιμής προς κέρδη και ο πολλαπλασιαστής εταιρικής αξίας.

4.2.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ

Ο δείκτης τιμής προς κέρδη (price to earnings ratio – P/E) είναι γνωστός και ως πολλαπλασιαστής τιμής (price multiple) ή πολλαπλασιαστής κερδών (earnings multiple). Προκύπτει από το υπόδειγμα ρυθμού ανάπτυξης μερισμάτων του Gordon και χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της τρέχουσας τιμής των μετοχών μιας εταιρείας (market value per share or share price) σε σύγκριση με τα κέρδη ανά μετοχή (earnings per share – ESP). Εναλλακτικά, ο δείκτης εκφράζει τη σχέση μεταξύ

των κερδών (earnings for equity) και της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρείας (market value of equity).

$$\text{P/E ratio} = \frac{\text{Market Value per Share}}{\text{Earnings per Share}} \quad (4.1)$$

ή εναλλακτικά ως προς τη χρηματιστηριακή αξία:

$$\text{P/E ratio} = \frac{\text{Market Value of Equity}}{\text{Earnings for Equity}} \quad (4.2)$$

Ο δείκτης P/E είναι ένα μέτρο της εκτίμησης που τρέφει η αγορά προς την εταιρεία. Σε όσο υψηλότερη τιμή του δείκτη αυτού διαπραγματεύονται οι μετοχές μιας εταιρείας τόσο μεγαλύτερη είναι η εκτίμηση που αυτή χαίρει στην αγορά, καθώς θεωρείται ότι η συγκεκριμένη εταιρεία σημειώνει υψηλό ρυθμό ανάπτυξης κερδών. Αντίθετα, αν ο δείκτης είναι χαμηλός οι μετοχές της εταιρείας είναι υποτιμημένες και η επιχείρηση είναι υποψήφια για εξαγορά. Επίσης, όσο πιο υψηλός είναι ο δείκτης P/E για μια εταιρεία σε σύγκριση με τον αντίστοιχο δείκτη άλλων ομοειδών εταιρειών του κλάδου τόσο πιο υψηλή είναι η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της εν λόγω εταιρείας και αντίστροφα. Επίσης, ο δείκτης P/E αντιπροσωπεύει τον αριθμό των ετών, μέσα στα οποία τα κέρδη της εταιρείας, χωρίς να προεξοφλούνται στο παρόν, γίνονται ίσα με την αξία της εταιρείας. Το αποτέλεσμα που προκύπτει φανερώνει πόσο είναι διατεθειμένος ο επενδυτής να πληρώσει για κάθε ευρώ κέρδους της εταιρείας ή, εναλλακτικά, φανερώνει τον αριθμό των ετών που θα χρειαστούν ώστε τα κέρδη της εταιρείας να αποπληρώσουν το κόστος της αγοράς της.

Στην περίπτωση επενδυτικών αποφάσεων, όπως είναι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, η εφαρμογή του δείκτη P/E για τον υπολογισμό της αξίας της εξαγοραζόμενης εταιρείας περιλαμβάνει τα ακόλουθα πέντε στάδια:

- 1. Έλεγχος της πλέον πρόσφατης κερδοφορίας της εταιρείας–στόχου και της αναμενόμενης μελλοντικής κερδοφορίας υπό την υπάρχουσα διοίκησή της.** Κατά την εξέταση των πρόσφατων οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας–στόχου, η εξαγοράζουσα εταιρεία πρέπει να δώσει ιδιαίτερη έμφαση στις λογιστικές αρχές βάσει των οποίων έχουν συνταχθεί οι καταστάσεις. Ειδικότερα,

πρέπει να δοθεί προσοχή σε στοιχεία, όπως η κεφαλαιοποίηση των τόκων δανείων, οι αποσβέσεις, οι εισφορές κοινωνικής ασφάλισης, οι συναλλαγματικές διαφορές, κ.ά. Όπου κρίνεται απαραίτητο, θα πρέπει να γίνουν προσαρμογές και αναθεωρήσεις στις καταστάσεις της εταιρείας-στόχου, ώστε να συγκλίνουν με τις λογιστικές αρχές που εφαρμόζει η εξαγοράζουσα εταιρεία.

- 2. Αναγνώριση των στοιχείων προσόδων και κοστών που θα αυξηθούν ή θα μειωθούν υπό τη διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας.** Η διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας μπορεί να στοχεύει σε μια αύξηση της αποτελεσματικότητας της εταιρείας, η οποία μπορεί να προέλθει από αύξηση του όγκου της παραγωγής και των πωλήσεων, από αναπροσαρμογή της τιμολογιακής πολιτικής με επιβολή υψηλότερων τιμών, από μείωση του κόστους πωληθέντων ώστε να αυξηθούν τα κέρδη πριν από τόκους και φόρους, από μείωση των διοικητικών και άλλων γενικών εξόδων, κ.ά. Τα στοιχεία που η διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας σκοπεύει να μεταβάλλει πρέπει να προσδιορίζονται υπό ένα ρεαλιστικό πρίσμα και να αντικατοπτρίζουν τις πραγματικές ικανότητες των εταιρειών.
- 3. Επανυπολογισμός των μελλοντικών (μετά τη συγχώνευση) κερδών της εταιρείας-στόχου που είναι διατηρήσιμα για τους μετόχους.** Τα κέρδη αυτά ονομάζονται διατηρήσιμα κέρδη (sustainable or maintainable earnings). Η εκτίμηση των διατηρήσιμων κερδών της εταιρείας-στόχου μετά την εξαγορά καθιστά επιτακτική την αξιολόγηση των απαραίτητων επενδύσεων που χρειάζονται για να διατηρηθούν αυτά τα κέρδη. Αυτή η παρεπόμενη αξιολόγηση βοηθά την εξαγοράζουσα εταιρεία να εντοπίσει ποια από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας-στόχου δε χρειάζονται και συνεπώς μπορούν να αποεπενδυθούν. Επιπλέον, με αυτήν την αξιολόγηση, η εξαγοράζουσα εταιρεία μπορεί να αναγνωρίσει τα διάφορα είδη εσόδων και κοστών που προέρχονται από την αλλαγή του διοικητικού καθεστώτος, τα οποία δε σχετίζονται με τα διατηρήσιμα κέρδη αλλά επηρεάζουν τον προσδιορισμό της αξίας (π.χ. οι αποεπενδύσεις μειώνουν την τιμή αγοράς). Τα στοιχεία αυτά θα πρέπει να υπολογισθούν ξεχωριστά από τα διατηρήσιμα κέρδη, θα πρέπει όμως να συμπεριληφθούν στην τιμή εξαγοράς. Η κεφαλαιακή διάρθρωση (capital structure), δηλαδή η αναλογία χρέους και ιδίων κεφαλαίων βάσει της οποίας χρηματοδοτείται η εξαγοράζουσα εταιρεία, είναι σημαντικός παράγοντας για την εκτίμηση των μελλοντικών κερδών για τους κατόχους μετοχών. Η κεφαλαιακή διάρθρωση συνεπάγεται ένα κόστος διότι οι μέτοχοι πρέπει να αμειφθούν με μερίσματα και οι δανειστές με τόκους

χρεωστικούς. Αν η εταιρεία-στόχος χρηματοδοτηθεί διαφορετικά σε σύγκριση με την κεφαλαιακή της δομή πριν από την εξαγορά, θα επηρεαστούν αναλογικά αφενός τα κέρδη των μετόχων και αφετέρου το κόστος κεφαλαίου της.

4. Επιλογή του πρότυπου δείκτη P/E που θα χρησιμοποιηθεί ως πρότυπο αναφοράς. Κάθε επιχείρηση έχει μια πληθώρα δεικτών P/E μεταξύ των οποίων καλείται να αποφασίσει ποιο θα χρησιμοποιήσει ως πρότυπο μέτρο σύγκρισης (benchmark). Τέτοιοι δείκτες είναι : α) το αναμενόμενο P/E (prospective P/E) της εταιρείας-στόχου κατά τη στιγμή της προσφοράς, β) το P/E παρόμοιων εταιρειών με την εταιρεία-στόχο, γ) ο μέσος όρος των P/E του κλάδου της εταιρείας-στόχου και δ) ένας μέσος όρος όλων των προαναφερθέντων P/E. Κατά την επιλογή του κατάλληλου προτύπου, πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψιν η συγκρισιμότητά του αναφορικά με τον κίνδυνο και το ρυθμό μεγέθυνσης της εταιρείας-στόχου, διότι η σύγκριση γίνεται βάσει του συνδυασμού ρίσκου και μεγέθυνσης της εταιρείας-στόχου μετά από την εξαγορά και όχι βάσει του ιστορικού της προφίλ. Το P/E που έχει επιλεγεί ως πρότυπο προσαρμόζεται ώστε να αντικατοπτρίζει αυτό το συνδυασμό ρίσκου και μεγέθυνσης.

5. Προσδιορισμός της αξίας των ιδίων κεφαλαίων (value of equity) της εταιρείας-στόχου. Η κεφαλαιακή αξία της εταιρείας-στόχου ως έχει προ της εξαγοράς (pre-acquisition value on a stand-alone basis) προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό των διατηρήσιμων κερδών με το πρότυπο P/E. Στην τιμή αυτή θα προστεθεί και η αξία όλων των προαναφερθέντων στοιχείων που σχετίζονται με την εξαγορά.

Ο δείκτης P/E, όμως, έχει και κάποια μειονεκτήματα που αποδυναμώνουν την αξιοπιστία του όταν χρησιμοποιείται για τη σχετική αποτίμηση της αξίας των εταιρειών. Η σημαντικότερη αδυναμία είναι ότι ο αριθμητής είναι εκφρασμένος σε τρέχουσα-αγοραία αξία, ενώ ο παρονομαστής είναι εκφρασμένος σε λογιστική αξία. Επίσης, δε λαμβάνει ξεκάθαρα υπ' όψιν τον αντιλαμβανόμενο κίνδυνο του επενδυτή σχετικά με τα κέρδη της εταιρείας-στόχου. Προβλήματα προκύπτουν, όπως προαναφέρθηκε, και στην επιλογή του κατάλληλου δείκτη που θα χρησιμοποιηθεί ως πρότυπο, καθώς μέσα σε ένα χρονικό διάστημα ή ακόμα και μέσα στην ίδια μέρα, μια επιχείρηση μπορεί να υπολογίσει πολλά διαφορετικά P/E (όσες είναι και οι συνεδρίες του χρηματιστηρίου, ακόμα όμως και σε μια συνεδρία μπορούν να υπολογιστούν πολλά P/E εφόσον οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται συνεχώς).

4.2.2 ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ

Ένας εναλλακτικός δείκτης για την αποτίμηση των εταιρειών προς συγχώνευση ή εξαγορά είναι και ο πολλαπλασιαστής εταιρικής αξίας (enterprise value multiple – EVM), ο οποίος ορίζεται ως εξής:

$$EVM = \frac{EV}{EBIT} \quad (4.3)$$

Στην ανωτέρω σχέση, με EV συμβολίζεται η αξία της εταιρείας (enterprise value) και με EBIT τα κέρδη προ τόκων και φόρων (earnings before interest and tax). Τα κέρδη αυτά αντιπροσωπεύουν τις αποδόσεις προ φόρων στους μετόχους και στους πιστωτές. Τη σημερινή εποχή μάλιστα, που η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων αποτελείται σχεδόν αποκλειστικά από δανειακά και ίδια κεφάλαια, το άθροισμα αυτών των δυο μεγεθών ουσιαστικά ισοδυναμεί με την αξία της επιχείρησης. Μια σχετική διατύπωση του πολλαπλασιαστή, που λαμβάνει υπ' όψιν της τις ταμειακές ροές, είναι η εξής:

$$EVM = \frac{EV}{EBITDA} \quad (4.4)$$

Σε αυτήν τη διατύπωση ο όρος EBITDA αντιπροσωπεύει τα κέρδη προ τόκων, φόρων, αποσβέσεων και τοκοχρεολυσίων (earnings before interest, tax, depreciation and amortization). Τα κέρδη αυτά είναι ένα μέτρο των λειτουργικών ταμειακών ροών και συνεπώς της κερδοφορίας της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός κινδύνου για την επιχείρηση τόσο μικρότερος θα πρέπει να είναι ο πολλαπλασιαστής και αντίστροφα. Όμως, όσο μεγαλύτερη είναι η αναμενόμενη κερδοφορία τόσο μεγαλύτερος θα πρέπει να είναι ο πολλαπλασιαστής και αντίστροφα. Έτσι, ο πολλαπλασιαστής EVM θεωρείται ένα ακριβοδίκαιο μέτρο (fair measure) του τι πρέπει να πληρώσει ο αγοραστής σε σχέση με τη δυνατότητα κερδοφορίας που αποκτά. Γενικά, ισχύει ότι μια εταιρεία με χαμηλό δείκτη εταιρικής αξίας θεωρείται ελκυστική και είναι υποψήφια για εξαγορά. Και σε αυτήν την περίπτωση, η εξαγοράζουσα εταιρεία καλείται να επιλέξει το κατάλληλο πρότυπο, το οποίο θα χρησιμοποιηθεί ως βάση για τη σύγκριση.

Ωστόσο, η καταλληλότητα της χρησιμοποίησης των κερδών για τη μέτρηση της εταιρικής αξίας είναι αμφιλεγόμενη. Ορισμένοι υποστηρίζουν ότι οι αγορές αποτιμούν μια εταιρεία βάσει των μελλοντικών ταμειακών ροών και όχι βάσει των πραγματοποιηθέντων κερδών. Επιπλέον, υποστηρίζεται ότι υπάρχουν πάρα πολλοί τρόποι στα πλαίσια της δημιουργικής λογιστικής που μπορούν να επηρεάσουν τα πραγματοποιηθέντα κέρδη που παρουσιάζουν οι εταιρείες στις οικονομικές τους καταστάσεις. Εφόσον αυτές οι μέθοδοι ωραιοποίησης των οικονομικών στοιχείων κινούνται εντός των γενικώς αποδεκτών λογιστικών αρχών μπορούν να οδηγήσουν σε παραπλανητική αποτίμηση της εσωτερικής καθαρής αξίας της επιχείρησης.

4.3 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Η προσέγγιση της αποτίμησης των εταιρειών βάσει των περιουσιακών τους στοιχείων (asset based valuation) θεωρεί ότι η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να προσδιοριστεί από την αξία των στοιχείων του ενεργητικού της. Η προσέγγιση αυτή περιλαμβάνει τρεις κατηγορίες υποδειγμάτων ανάλογα με το αν για την αποτίμηση χρησιμοποιείται: α) η προσαρμοσμένη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων (adjusted book value), όπως αυτή παρουσιάζεται στον ισολογισμό με κατάλληλη προσαρμογή ώστε να αντανakλά διαφορές μεταξύ ιστορικής και τρέχουσας αγοραίας αξίας, β) η αξία ρευστοποίησης (liquidating value) των παγίων και γ) η αξία αντικατάστασής τους (replacement value).

Όλα τα υποδείγματα αποτίμησης βάσει περιουσιακών στοιχείων συνήθως θεωρούνται κατώτερα συγκριτικά με τις υπόλοιπες μεθόδους. Η εγγενής αδυναμία τους είναι ότι στηρίζονται σε μεγάλο βαθμό στα στοιχεία ιστορικού κόστους, το οποίο όμως είναι ένα μέγεθος που ποτέ δεν προοριζόταν για τη μέτρηση της αγοραίας τιμής. Έτσι, και οι τρεις τεχνικές αποτίμησης βάσει περιουσιακών στοιχείων αποτυγχάνουν να αντιμετωπίσουν την επιχείρηση ως οικονομική οντότητα με συνεχιζόμενη και στο μέλλον δράση (going concern). Η χρησιμοποίηση αυτών των μεθόδων είναι παρεμφερής με τη χρησιμοποίηση του συμβατικού κριτηρίου της περιόδου επανείσπραξης (payback period) για την αξιολόγηση επενδύσεων. Παρόλο που είναι γνωστές οι αδυναμίες του εν λόγω κριτηρίου, χρησιμοποιείται κατά κόρον απλώς επειδή είναι εύκολο και πρακτικό. Αντίστοιχα και τα υποδείγματα αποτίμησης

βάσει περιουσιακών στοιχείων χρησιμοποιούνται παρά τα όποια μειονεκτήματά τους απλώς για λόγους ευκολίας.

Το Υπόδειγμα του Tobin

Ένα από τα πιο γνωστά υποδείγματα αποτίμησης βάσει στοιχείων του ενεργητικού είναι το υπόδειγμα του Tobin. Το υπόδειγμα αυτό βασίζεται στο δείκτη q του Tobin που είναι ο λόγος της αγοραίας αξίας της επιχείρησης (market value of the firm) προς το κόστος αντικατάστασης των παγίων της (current replacement cost of assets). Δηλαδή:

$$\text{Tobin's } q \text{ ratio} = \frac{\text{total market value of firm}}{\text{replacement cost of assets}} \quad (4.5)$$

Η αγοραία αξία της επιχείρησης ισούται με το άθροισμα των ιδίων και των δανειακών κεφαλαίων με τα οποία χρηματοδοτείται, ενώ το κόστος αντικατάστασης των παγίων της είναι η συνολική δαπάνη που χρειάζεται για να αντικατασταθούν τα υπάρχοντα πάγια με άλλα παρόμοιων προδιαγραφών. Το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων συνήθως διαφέρει από τη δίκαιη αγοραία τιμή της (fair market value or net realizable value).

Όταν ο δείκτης είναι υψηλότερος της μονάδας σημαίνει ότι η επιχείρηση έχει κάποια υπερβάλλουσα αξία έναντι του κόστους αντικατάστασης των παγίων της. Το γεγονός αυτό με τη σειρά του φανερώνει ότι η αγορά προσδίδει στην επιχείρηση κάποια υπεραξία, διότι θεωρεί ότι η συγκεκριμένη επιχείρηση έχει στην κατοχή της κάποια άυλα πάγια, όπως π.χ. διπλώματα ευρεσιτεχνίας, τα οποία μπορούν να της εξασφαλίσουν μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες. Αυτή η υπεραξία αντιπροσωπεύει την αξία των αναπτυξιακών επιλογών (value of growth options) που διανοίγονται στην επιχείρηση. Συνεπώς, η αξία της επιχείρησης μπορεί να εκφραστεί ως εξής:

$$\text{Firm value} = \text{Replacement cost of assets} + \text{Value of growth opportunities} \quad (4.6)$$

Ο δείκτης q του Tobin μπορεί να εφαρμοστεί για την αποτίμηση με τον ίδιο τρόπο που εφαρμόζεται και ο δείκτης P/E. Ωστόσο, το υπόδειγμα του Tobin έχει κάποιες

εγγενείς αδυναμίες που καθιστούν την εφαρμογή του πολύ πιο δύσκολη σε σύγκριση με την εφαρμογή του P/E. Καταρχάς, είναι δύσκολο να επιλεγθεί ένας πρότυπος δείκτης q (benchmark q). Επιπλέον, η διάρθρωση των παγίων της κάθε επιχείρησης διαφέρει σημαντικά, ακόμα και μεταξύ επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, ενώ και η εκτίμηση των δυνητικών αναπτυξιακών επιλογών δεν είναι εύκολη. Τέλος, το κόστος αντικατάστασης των παγίων είναι πολλές φορές δύσκολο να αποτιμηθεί, διότι τα λογιστικά βιβλία περιέχουν ένα συνδυασμό ιστορικού και τρέχοντος κόστους από αναπροσαρμογές παγίων.

Εξ αιτίας αυτών των δυσχερειών συνήθως χρησιμοποιείται ο δείκτης χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία (market to book ratio), ο οποίος αποτελεί μια προσέγγιση του δείκτη q του Tobin. Ο χρηματοοικονομικός αυτός δείκτης ορίζεται ως το πηλίκο του κλάσματος με αριθμητή τη χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης, δηλαδή την αγοραία αξία των κοινών μετοχών της (market price of common stock per share), και με παρονομαστή τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (book value of equity per common share), όπως αυτή προκύπτει από τα λογιστικά βιβλία της εταιρείας. Το μέγεθος αυτό προκύπτει από τη διαίρεση της λογιστικής αξίας των κοινών μετοχών (book value of equity for common stock) με τον αριθμό των μετοχών που έχουν εκδοθεί (number of common shares).

$$\text{Market to Book ratio} = \frac{\text{market price of common stock per share}}{\text{book value of equity per common share}} \quad (4.7)$$

όπου η λογιστική αξία των κοινών μετοχών ορίζεται ως εξής:

$$\text{Book value of equity per common share} = \frac{\text{book value of equity for common stock}}{\text{number of common shares}} \quad (4.8)$$

Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του δείκτη τόσο περισσότερο εκτιμά η αγορά την επιχείρηση, γεγονός που οφείλεται στην αναμενόμενη κερδοφορίας της εξ αιτίας της βάσιμα προσδοκώμενης θετικής της εξέλιξης. Αντίθετα, μια χαμηλή τιμή του δείκτη φανερώνει ότι η επιχείρηση δε χαίρει ιδιαίτερης εκτίμησης στην αγορά, καθώς η μελλοντική της εξέλιξη προσδοκάται ότι θα είναι μάλλον αρνητική.

4.4 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΤΩΝ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

Το υπόδειγμα των μη κανονικών κερδών (abnormal earnings model) εισήχθη από τον Ohlson (1995) και αποτιμά την αξία της εταιρείας συγκρίνοντας τα μη κανονικά κέρδη με τα ίδια κεφάλαια.⁶ Μη κανονικά κέρδη είναι τα κέρδη πάνω (ή κάτω) από τα «κανονικά επίπεδα κερδών», δηλαδή του επιπέδου κερδών στο οποίο η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων ισούται με το κόστος τους. Τα μη κανονικά κέρδη προκύπτουν αν από τα κέρδη της εταιρείας στο τέλος της χρήσης αφαιρεθεί η αναμενόμενη απόδοση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων (expected return or cost of equity) στην αρχή της χρήσης. Για να δημιουργείται αξία και κατ' επέκταση να αυξάνεται ο πλούτος των μετόχων, πρέπει τα μη κανονικά κέρδη να είναι θετικά ή αλλιώς τα πραγματοποιηθέντα κέρδη πρέπει να υπερβαίνουν το κόστος χρήσης των ιδίων κεφαλαίων (cost of equity) ή το κόστος του ενεργητικού όπως αυτό εκφράζεται από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (weighted average cost of capital). Έτσι, η αξία της επιχείρησης έχει ως εξής:

$$V_{equity} = BE_t + \sum_{t=1}^n \frac{AE_t}{(1 + C_e)^t} \quad (4.9)$$

όπου:

$$BE_t = BE_{t-1} + (X_t - Div_t)$$

$$AE_t = X_t - (BE_{t-1} \cdot C_e)$$

BE_t = η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (book value of equity) στο τέλος του έτους t ,

BE_{t-1} = η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων στην αρχή του έτους t ,

X_t = τα κέρδη χρήσης στο τέλος του έτους t ,

Div_t = το μέρισμα (dividend) χρήσεως στο τέλος του έτους t ,

AE_t = τα μη κανονικά κέρδη (abnormal earnings) στο τέλος του έτους t ,

C_e = το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου (cost of equity).

⁶ Από ορισμένους συγγραφείς (π.χ. Frankel και Lee, 1996), το υπόδειγμα αυτό αναφέρεται και ως υπόδειγμα των υπολειμματικών κερδών και υπολειμματικού εισοδήματος (residual earnings and residual income) και ως προστιθέμενη οικονομική αξία στους κατόχους των ιδίων κεφαλαίων (economic value added to equity holders).

4.5 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ

Το υπόδειγμα της προστιθέμενης οικονομικής αξίας (economic value added – EVA) εισήχθη από το Stewart (Stewart, Stern and Company, 1991), ο οποίος θεωρεί ότι το μοντέλο αυτό υπερέχει των ελεύθερων ταμειακών ροών λόγω της χρησιμότητάς του ως διοικητικό εργαλείο.⁷ Πιο συγκεκριμένα, υποστηρίζει ότι το μοντέλο των ελεύθερων ταμειακών ροών αποτυγχάνει να τροφοδοτήσει τα διοικητικά στελέχη με μετρήσεις που να αξιολογούν την πρόοδο της εταιρείας αναφορικά με τη δημιουργία αξίας ή με χρήσιμα πρότυπα (benchmarks) για να κρίνουν την επίδοση της εταιρείας. Αντίθετα, σύμφωνα με το Stewart, το υπόδειγμα της EVA επιτυγχάνει αυτούς τους σκοπούς.

Η προστιθέμενη οικονομική αξία είναι ένα μέτρο για τον προσδιορισμό της αξίας που έχουν προσθέσει η λειτουργία και η διοίκηση της εταιρείας στο ήδη επενδυμένο κεφάλαιο, σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Η αξία αυτή ορίζεται ως εξής:

$$EVA_t = \Pi_t - k_{WACC,t} \cdot Cap_{t-1} \quad (4.10)$$

όπου :

Π_t = το καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά από φόρους (net operating profit after tax) για το έτος t,

$k_{WACC,t}$ = το σταθμισμένο κόστος των ιδίων κεφαλαίων κατά το έτος t,

Cap_{t-1} = το επενδυμένο κεφάλαιο στην αρχή του έτους t.

Από μαθηματικής άποψης, το υπόδειγμα EVA ταυτίζεται με το υπόδειγμα των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, συνεπώς μια εξαγορά που αυξάνει την EVA απαραίτητως συνεπάγεται θετικές προεξοφλημένες ταμειακές ροές. Βάσει του υποδείγματος EVA η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται από το άθροισμα της παρούσας αξίας όλων των μελλοντικών αναμενόμενων προστιθέμενων αξιών στο υπάρχον κεφάλαιο μείον την αγοραία αξία των δανειακών κεφαλαίων. Η παρούσα

⁷ Το υπόδειγμα EVA ονομάζεται αλλιώς και υπόδειγμα οικονομικού κέρδους (economic profit), όρος που χρησιμοποιήθηκε από τους Copeland, Koller και Murrin (1994). Επίσης, οι Frankel και Lee (1996) αναφέρονται σε αυτό το υπόδειγμα ως προστιθέμενη οικονομική αξία στους μακροπρόθεσμους επενδυτές (economic value added to long term investors).

αξία όλων των μελλοντικών EVA αναφέρεται και ως προστιθέμενη αγοραία αξία (market value added – MVA). Δηλαδή:

$$EV_t = Cap_t + \sum_{s=t+1}^T PV_t^{k_{WACC}} [EVA_s] - D_t \quad (4.11)$$

όπου:

EV_t = η αξία του μετοχικού κεφαλαίου (equity value),

D_t = η αγοραία αξία δανειακών κεφαλαίων (market value of debt),

Cap_t = το επενδυμένο κεφάλαιο (invested capital),

$\sum_{s=t+1}^T PV_t^{k_{WACC}} [EVA_s]$ = προστιθέμενη αγοραία αξία (market value added).

4.6 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Το υπόδειγμα των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (discounted cash flow model – DCF model) προσδιορίζει την αξία της επιχείρησης βάσει της παρούσας αξίας των ταμειακών ροών (διαφορά ταμειακών εισροών και εκροών) που προσδοκάται ότι θα έχει η επιχείρηση επί σειρά ετών στο μέλλον. Δηλαδή, η επιχείρηση προσεγγίζεται σαν ένας μηχανισμός παραγωγής «ταμειακών πλεονασμάτων», χωρίς όμως να αγνοείται η περιουσιακή της διάρθρωση. Ειδικότερα, σύμφωνα με αυτό το υπόδειγμα, η οικονομική ή η εσωτερική αξία (economic or intrinsic value) της επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών της, προεξοφλημένη με το κόστος κεφαλαίου, συν την αξία των μη λειτουργικών παγίων της επιχείρησης (π.χ. επενδύσεις σε εμπορεύσιμους τίτλους).

Ταμειακές ροές είναι οι εισροές και οι εκροές των ταμειακών διαθεσίμων (μετρητά στο ταμείο της επιχείρησης και καταθέσεις που μπορούν να αναληφθούν άμεσα) και των ταμειακών ισοδυνάμων (βραχυπρόθεσμες, υψηλής ρευστότητας επενδύσεις που είναι άμεσα μετατρέψιμες σε διαθέσιμα με ασήμαντο κίνδυνο μεταβολής της αξίας τους). Οι ελεύθερες ταμειακές ροές (free cash flows) προκύπτουν αν από τις λειτουργικές ταμειακές ροές αφαιρεθούν οι επενδυτικές ταμειακές ροές και τα

χρεολύσια που πληρώνει η εταιρεία έναντι των δανείων της. Η ελεύθερη ταμειακή ροή δηλαδή, είναι τα χρήματα που κατά τεκμήριο μπορούν να δοθούν στους ιδιοκτήτες της εταιρείας, αφού ληφθούν υπ' όψιν οι ανάγκες για τη λειτουργία και την ανάπτυξη της.

Στην περίπτωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, η εξαγοράζουσα εταιρεία που θα χρησιμοποιήσει αυτό το υπόδειγμα για να αποτιμήσει την αξία της εταιρείας-στόχου πρέπει να ακολουθήσει τα εξής στάδια:

1. Υπολογισμός των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών της εταιρείας-στόχου βάσει της υπόθεσης ότι μετά την εξαγορά τη διοίκηση θα την αναλάβει η εξαγοράζουσα εταιρεία, για ολόκληρη την περίοδο πρόβλεψης. Σε αυτό το στάδιο πρέπει να εξεταστούν λεπτομερώς οι ιστορικές καταστάσεις ταμειακών ροών της εταιρείας-στόχου.
2. Υπολογισμός της τερματικής αξίας (terminal value) της εταιρείας-στόχου για την υπό εξέταση περίοδο πρόβλεψης.
3. Υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου που είναι κατάλληλο για την εταιρεία-στόχο, βάσει του προβλεπόμενου κινδύνου μετά από την εξαγορά και της κεφαλαιακής δομής.
4. Προεξόφληση των υπολογιζόμενων ταμειακών ροών για την εύρεση μιας αξίας για την εταιρεία-στόχο.
5. Πρόσθεση οποιονδήποτε άλλων ταμειακών εισροών από μη λειτουργικές πηγές, όπως η πώληση περιουσιακών στοιχείων ή η αποεπένδυση εταιρικών μονάδων.
6. Αφαίρεση της αξίας του δανεισμού και άλλων ταμειακών εκροών, της φορολογίας επί των κερδών από αποεπένδυση και των λοιπών εξόδων αναδιάρθρωσης και εξαγοράς, ώστε να υπολογιστεί η αξία των ιδίων κεφαλαίων (value of equity) της εταιρείας-στόχου.
7. Σύγκριση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας-στόχου με την αποτίμηση της αξίας της ως είχε πριν από την εξαγορά (pre-acquisition stand-alone value) για να προσδιοριστεί η προστιθέμενη αξία που προκύπτει από την εξαγορά (added value of acquisition).
8. Καθορισμός του ποσοστού από αυτήν την προστιθέμενη αξία που θα δοθεί στους μετόχους της εταιρείας-στόχου ως πρόσθετη τιμή επί της προ της εξαγοράς τιμής των αξιογράφων της εταιρείας (premium).

Οι προβλέψεις σχετικά με τις ταμειακές ροές βασίζονται σε ορισμένες υποθέσεις αναφορικά με τις αλλαγές που θα επιφέρει στην εξαγοραζόμενη εταιρεία η νέα

διοίκηση της εξαγοράζουσας. Οι υποθέσεις αυτές σχετίζονται με τους λεγόμενους οδηγούς αξίας. Οι οδηγοί αξίας (value drivers) είναι οι βασικές μεταβλητές προσόδου, κόστους και επενδύσεων που προσδιορίζουν το μέγεθος των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης. Ονομάζονται οδηγοί διότι αντιπροσωπεύουν τους κύριους παράγοντες που επηρεάζουν—οδηγούν την εσωτερική αξία της επιχείρησης. Ο Rappaport (1996) θεωρεί ότι υπάρχουν πέντε βασικοί οδηγοί αξίας:

- Ο προβλεπόμενος ρυθμός ανάπτυξης πωλήσεων σε όρους όγκου και εσόδων.
- Το περιθώριο λειτουργικού κέρδους.
- Οι νέες επενδύσεις σε πάγια.
- Οι νέες επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης.
- Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

Άλλα στοιχεία που μπορούν να αποτελέσουν οδηγούς αξίας είναι ο φορολογικός συντελεστής της εταιρείας προς αποτίμηση, οι δείκτες των λειτουργικών παγίων προς τις πωλήσεις (ο λόγος του καθαρού κεφαλαίου κίνησης προς τις πωλήσεις, τα πάγια ως ποσοστό των πωλήσεων), το διάστημα που η εταιρεία μπορεί να διατηρήσει το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα, κ.ά. Η εξαγοράζουσα εταιρεία συνήθως αλλάζει αυτούς τους οδηγούς αξίας προκειμένου να δημιουργήσει πρόσθετη αξία από την εξαγορά. Οποιαδήποτε αλλαγή στους οδηγούς στη συνέχεια μετατρέπεται σε πρόβλεψη των ταμειακών εισροών και εκροών.

Οι ταμειακές ροές της εταιρείας—στόχου συνήθως υπολογίζονται για περίοδο πέντε έως δέκα ετών. Όσο αυξάνεται ο χρονικός ορίζοντας τόσο μειώνεται η ακρίβεια της πρόβλεψης. Ένα ακόμη στοιχείο που πρέπει να προβλεφθεί είναι η τερματική αξία (terminal or residual value) της εξαγοραζόμενης εταιρείας στο τέλος της περιόδου αναφοράς, βάσει της υπόθεσης ότι οι διαρκείς ταμειακές ροές διατηρούνται στο ίδιο επίπεδο λειτουργιών κατά το προηγούμενο έτος της πρόβλεψης. Όταν οι ταμειακές αυτές ροές προεξοφληθούν με το κόστος κεφαλαίου προσδιορίζεται η τερματική αξία της εταιρείας. Η υπόθεση που κρύβεται πίσω από αυτό το βήμα είναι ότι η εταιρεία είναι οντότητα με συνεχιζόμενη και στο μέλλον δραστηριότητα (going concern), συνεπώς η αξία της φανερώνεται από την ικανότητά της να δημιουργεί αξία όχι μόνο σήμερα αλλά και στο μέλλον. Η τερματική αξία υπολογίζεται με τον προσδιορισμό των ταμειακών ροών κατά την περίοδο αμέσως μετά το τελευταίο έτος της περιόδου αναφοράς.

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (weighted average cost of capital) υπολογίζεται βάσει του κόστους των κοινών μετοχών και του κόστους δανεισμού της εταιρείας—στόχου πριν από την εξαγορά και ορίζεται ως εξής:

$$WACC = K^e \cdot \frac{E}{V} + (1 - T^c) \cdot K^d \cdot \frac{D}{V} + K^p \cdot \frac{P}{V} \quad (4.12)$$

όπου:

K_e = το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (cost of equity),

K_d = το κόστος δανεισμού, δηλαδή η αξία των τοκοφόρων δανείων (cost of debt),

K_p = το κόστος των προνομιούχων μετοχών (cost of preference shares), αν υπάρχουν,

E = η αγοραία αξία των κοινών μετοχών (market value of equity),

D = η αγοραία αξία των δανειακών κεφαλαίων (market value of debt),

P = η αγοραία αξία των προνομιούχων μετοχών (market value of preference shares),

T_c = ο φορολογικός συντελεστής της επιχείρησης (corporation tax rate),

V = η αγοραία αξία της επιχείρησης (market value of firm) με $V = E + D + P$.

Μόλις υπολογιστούν οι ελεύθερες ταμειακές ροές θα πρέπει να προεξοφληθούν με το κόστος κεφαλαίου για να προσδιοριστεί η Παρούσα Αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών. Έτσι, η τελική αξία της εταιρείας-στόχου μετά το τέλος της περιόδου πρόβλεψης ισούται με:

$$TV_a = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{V_T}{(1+WACC)^T} \quad (4.13)$$

όπου:

TV_a = η αξία της εταιρείας-στόχου μετά την εξαγορά (target value after the acquisition),

FCF_t = οι ελεύθερες ταμειακές ροές (free cash flow) του τελευταίου έτους της περιόδου πρόβλεψης t ,

$WACC$ = το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου (weighted average cost of capital),

V_t = η τερματική αξία της εταιρείας-στόχου (terminal value) κατά την περίοδο $t=T$,

T = τελική περίοδος πρόβλεψης με $t = 1, \dots, T$.

Στην περίπτωση των συγχωνεύσεων, εξαγορών και άλλων επιχειρηματικών σχηματισμών η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών παρουσιάζει και κάποια μειονεκτήματα. Ειδικότερα, κατά τη διαδικασία αναδιάρθρωσης οι εταιρείες

συχνά πωλούν κάποια από τα πάγιά τους, αλλάζουν την κεφαλαιακή τους δομή και τη μερισματική τους πολιτική, ενώ κάποιες εταιρείες αλλάζουν ακόμα και ιδιοκτησιακή δομή καθώς μπορεί να μετατραπούν από εισηγμένες σε εξωχρηματοπιστηριακές εταιρείες κλειστού τύπου. Κάθε μια από αυτές τις αλλαγές δυσχεραίνει τον υπολογισμό των μελλοντικών ταμειακών ροών και επηρεάζει το βαθμό κινδύνου που αντιμετωπίζει η εταιρεία. Οι εταιρείες αυτές ωστόσο μπορούν να αποτιμηθούν εάν οι μελλοντικές ταμειακές ροές τους αντανακλούν τις αναμενόμενες επιδράσεις αυτών των αλλαγών και το προεξοφλητικό επιτόκιο προσαρμοστεί, έτσι ώστε να αντικατοπτρίζει το νέο επιχειρηματικό και χρηματοοικονομικό κίνδυνο της εταιρείας. Όσον αφορά συγκεκριμένα στις συγχωνεύσεις και εξαγορές, υπάρχουν τουλάχιστον δυο θέματα που χρειάζεται να ληφθούν υπ' όψιν όταν χρησιμοποιείται αυτό το μοντέλο για την αποτίμηση της εταιρείας-στόχου. Το πρώτο θέμα έχει να κάνει με το αν δημιουργείται συνέργια και κατ' επέκταση αν η αξία της μπορεί να αποτιμηθεί. Η μέτρηση της συνέργιας είναι μεν εφικτή, αλλά προϋποθέτει ότι έχουν γίνει αρκετές υποθέσεις σχετικά με τη μορφή της συνέργιας και την επίδρασή της στις ταμειακές ροές. Το δεύτερο θέμα αφορά κυρίως στις εχθρικές εξαγορές και έχει να κάνει με τις συνέπειες που θα έχει στις ταμειακές ροές και στον κίνδυνο η αλλαγή της διοίκησης μετά την εξαγορά. Το αποτέλεσμα αυτό θα πρέπει να ενσωματωθεί στις εκτιμήσεις των μελλοντικών ταμειακών ροών και του προεξοφλητικού επιτοκίου.

4.7 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ

Όλα τα υποδείγματα που αναφέρθηκαν μέχρι τώρα έχουν ένα σημαντικό μειονέκτημα, υποθέτουν ότι όχι μόνο η αρχική επένδυση αλλά και όλες οι επακόλουθες επενδύσεις στις οποίες προβαίνει μια επιχείρηση είναι μη αναστρέψιμες. Όμως, οι επόμενες επενδύσεις ή ακόμα και το επόμενο στάδιο της ίδιας επένδυσης πολλές φορές εξαρτώνται από το αποτέλεσμα του αρχικού σταδίου της επένδυσης και ίσως ακόμα και να μην υλοποιηθούν αν το αποτέλεσμα των προκαταρκτικών σταδίων δεν είναι ικανοποιητικό. Έτσι, η χρησιμοποίηση των παραδοσιακών τεχνικών αποτίμησης μπορεί να οδηγήσει σε υπό-επένδυση, μωυπικές αποφάσεις και διάβρωση της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων (Hayes και Garvin, 1982, Kester, 1984, Myers, 1984).

Για την αποτίμηση τέτοιων επενδύσεων μπορούν να χρησιμοποιηθούν τα δέντρα αποφάσεων (decision tree models) σε συνδυασμό με το υπόδειγμα των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Και σε αυτήν την προσέγγιση όμως υπάρχουν μειονεκτήματα. Τα δέντρα αποφάσεων παρουσιάζουν μεν τις διαφορές εναλλακτικές επιλογές, οι οποίες εξαρτώνται από το αποτέλεσμα των αποφάσεων στα προηγούμενα στάδια, αλλά βασίζονται αποκλειστικά σε διπτές–διχοτομικές επιλογές (dichotomous outcomes). Επιπρόσθετα, το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται θεωρείται σταθερό για όλα τα δυνατά αποτελέσματα και για κάθε χρονική περίοδο.

Οι αδυναμίες όλων των προηγούμενων μεθόδων μπορούν εν μέρει να αποφευχθούν με τη χρησιμοποίηση των υποδειγμάτων αποτίμησης πραγματικών δικαιωμάτων (real options pricing models), τα οποία προκύπτουν από το υπόδειγμα αποτίμησης χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων (financial options) των Black-Scholes (1973). Χρηματοοικονομικό δικαίωμα είναι το συμβόλαιο με το οποίο ο πωλητής του δικαιώματος παρέχει στον αγοραστή το δικαίωμα να αγοράσει ή να πουλήσει έναν προσδιορισμένο αριθμό μονάδων του συγκεκριμένου υποκειμένου, σε καθορισμένη τιμή εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος. Ο πωλητής παρέχει το δικαίωμα αυτό στον αγοραστή έναντι συγκεκριμένου χρηματικού ποσού που ονομάζεται τιμή του δικαιώματος (option premium). Σε ένα δικαίωμα αγοράς (call option), ο αγοραστής έχει το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση, καταβάλλοντας αυτό το τίμημα, να αγοράσει το υποκείμενο στην προκαθορισμένη τιμή που ονομάζεται τιμή εκτέλεσης (strike price or exercise price). Αντίστοιχα, σε ένα δικαίωμα πώλησης (put option), ο αγοραστής έχει το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να πωλήσει το υποκείμενο στην προκαθορισμένη τιμή. Υπάρχουν δυο τύποι δικαιωμάτων, το δικαίωμα αμερικανικού τύπου (American option), το οποίο μπορεί να εκτελεστεί οποιαδήποτε στιγμή πριν από τη λήξη του και το δικαίωμα ευρωπαϊκού τύπου (European option), το οποίο μπορεί να εκτελεστεί μόνο κατά την ημερομηνία λήξης του.⁸

Πραγματικό δικαίωμα (real option) είναι το δικαίωμα αγοράς ή πώλησης μιας επένδυσης σε υλικά–απτά ή άυλα–μη απτά περιουσιακά στοιχεία. Κατ' αναλογία των χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων, μια εταιρεία που κατέχει ένα πραγματικό δικαίωμα έχει το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να προβεί σε επενδύσεις που προσθέτουν αξία. Η επιχείρηση δηλαδή, έχει τη διακριτική ευχέρεια να αποφασίσει

⁸ Πρόσφατη εξέλιξη είναι τα δικαιώματα Ασιατικού τύπου (Asian option) στα οποία το δικαίωμα μπορεί να εκτελεστεί με τιμή άσκησης το μέσο όρο της τιμής του δικαιώματος εντός μιας ορισμένης περιόδου.

εάν θέλει ή όχι να ασκήσει μελλοντικά αυτό το δικαίωμα για να πραγματοποιήσει επενδύσεις (π.χ. όταν η καθαρή παρούσα αξία του επενδυτικού σχεδίου είναι αρνητική, η εταιρεία απλώς θα επιλέξει να μην ασκήσει το πραγματικό δικαίωμα). Έτσι, οποιαδήποτε εταιρική επένδυση σε εγκαταστάσεις, εξοπλισμό, γη, ευρεσιτεχνίες, επωνυμίες (brand names), γραμμές προϊόντων, κ.ά. μπορούν να θεωρηθούν πραγματικά δικαιώματα και να αποτιμηθούν με τα αντίστοιχα μοντέλα. Η πρωτοποριακή αυτή ιδέα της θεώρησης των μελλοντικών επενδυτικών ευκαιριών των επιχειρήσεων ως πραγματικά δικαιώματα ανήκει στον Myers (1977).

Υπάρχουν τρεις τομείς στους οποίους η θεωρία των πραγματικών δικαιωμάτων υπερέχει του υποδείγματος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών:

- 1. Ευελιξία (flexibility).** Ως ευελιξία ορίζεται η ικανότητα μιας επιχείρησης να διαφοροποιεί, να καθυστερεί, να επεκτείνει ή να εγκαταλείπει μια επένδυση. Το μοντέλο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών θα αποτιμούσε μια τέτοια επένδυση ως μηδενική, ενώ το μοντέλο των πραγματικών δικαιωμάτων θα κατανείμει κάποια αξία βάσει των δυνατοτήτων της επένδυσης.
- 2. Αλληλεξάρτηση (contingency).** Πρόκειται για την κατάσταση εκείνη όπου οι μελλοντικές-παρεπόμενες επενδύσεις εξαρτώνται από την επιτυχία των σημερινών επενδύσεων. Τα διοικητικά στελέχη μπορεί να επιλέγουν σήμερα επενδυτικά σχέδια, ακόμα και με αρνητική καθαρή παρούσα αξία, απλώς και μόνο για να έχουν πρόσβαση σε μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες.
- 3. Μεταβλητότητα (volatility).** Οι επενδύσεις με μεγαλύτερη αβεβαιότητα έχουν υψηλότερη αξία δικαιωμάτων, σε αντίθεση με την παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία κατά την οποία η μεγαλύτερη μεταβλητότητα συνεπάγεται υψηλότερα προεξοφλητικά επιτόκια και χαμηλότερες καθαρές παρούσες αξίες. Πιο συγκεκριμένα, η μεγάλη διακύμανση των ταμειακών ροών ενός πραγματικού δικαιώματος και η μεγάλη διάρκεια μέχρι τη λήξη αυξάνει την πιθανότητα να μεταβληθούν οι παράγοντες που επηρεάζουν τις ταμειακές ροές, ώστε ένα επενδυτικό σχέδιο που αρχικά εμφάνιζε αρνητική καθαρή παρούσα αξία να μετατραπεί σε ελκυστική επένδυση με θετική καθαρή παρούσα αξία.

Τα πραγματικά δικαιώματα είναι σημαντικά για επιχειρήσεις που διακρίνονται από κάποια βασικά χαρακτηριστικά. Το πρώτο χαρακτηριστικό είναι να διαθέτουν ικανά και έξυπνα διοικητικά στελέχη, τα οποία θα έχουν πρόσβαση σε κεφάλαια, θα

μπορούν να κατανοήσουν τα πραγματικά δικαιώματα, να τα αναγνωρίσουν, να τα δημιουργήσουν και να τα χειριστούν σωστά. Κάτι τέτοιο αντιτίθεται με τις επιχειρήσεις που είναι μεν ηγέτες στην αγορά αλλά στοχεύουν αποκλειστικά στη διατήρηση του υπάρχοντος καθεστώτος (status quo) και στη μεγιστοποίηση των βραχυπρόθεσμων λογιστικών κερδών. Οι επιχειρήσεις ηγέτες ωστόσο, θεωρούνται ελκυστικές για την εφαρμογή των πραγματικών δικαιωμάτων διότι έχουν καλύτερη ροή πληροφοριών και περισσότερες ευκαιρίες που σχετίζονται με οικονομίες κλίμακας ή φάσματος. Τέλος, τα πραγματικά δικαιώματα βρίσκουν μέγιστη εφαρμογή ακριβώς σε επιχειρήσεις όπου η συνεχής αλλαγή είναι όχι μόνο εμφανής αλλά και επιθυμητή.

Μοντέλο αποτίμησης δικαιωμάτων των Black-Scholes

Σύμφωνα με τη θεωρία αποτίμησης, η αξία μιας επιχείρησης αποτελείται από την αξία των περιουσιακών στοιχείων που ήδη κατέχει συν την αξία των μελλοντικών αναπτυξιακών της ευκαιριών. Η αξία των μελλοντικών ευκαιριών ανάπτυξης είναι ουσιαστικά η αξία ενός δικαιώματος αγοράς σε περιουσιακά στοιχεία (call option on real assets). Το μοντέλο των Black και Scholes αποτιμά ένα χρηματοοικονομικό δικαίωμα αγοράς ή πώλησης Ευρωπαϊκού τύπου βάσει των σχέσεων (4.14) και (4.15) αντίστοιχα.⁹

$$Value_{call} = Se^{(b-t)T} N(d_1) - Xe^{-rT} N(d_2) \quad (4.14)$$

$$Value_{put} = -Se^{(b-t)T} N(-d_1) + Xe^{-rT} N(-d_2) \quad (4.15)$$

όπου:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(b + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

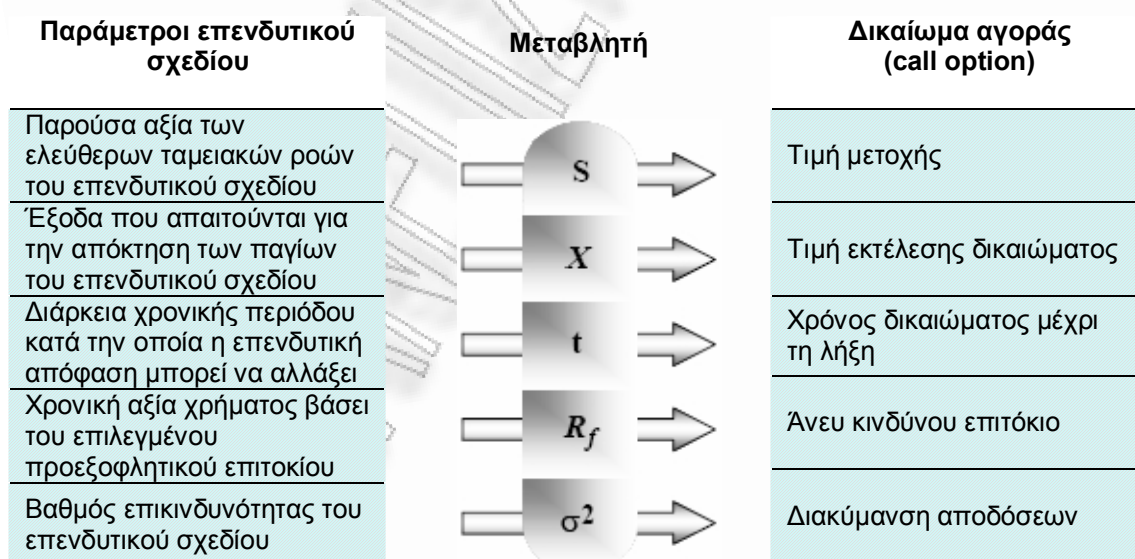
$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

S = η τιμή μετοχής (αν η μετοχή πληρώνει συγκεκριμένο μέρος πριν τη λήξη του δικαιώματος πρέπει να αφαιρεθεί η παρούσα αξία αυτών των μερισμάτων και να

⁹ Black Fisher and Myron Scholes, 1973, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", Journal of Political Economy, vol. 81, pp. 637-654

χρησιμοποιηθεί αυτή η «προσαρμοσμένη τιμή» στην εξίσωση),
 X = η τιμή εκτέλεσης του δικαιώματος (strike price),
 r = άνευ κινδύνου επιτόκιο (risk free rate),
 b = το κόστος διατήρησης (cost of carry), δηλαδή το επιτόκιο ελεύθερο κινδύνου μείον την απόδοση (a) των μερισμάτων,
 T = αναμενόμενη διάρκεια (expected life) του δικαιώματος σε έτη,
 σ^2 = η διακύμανση του υποκείμενου δικαιώματος,
 $N(d_1)$ και $N(d_2)$ = αθροιστική κανονική κατανομή (cumulative normal distribution function).

Οι ανωτέρω σχέσεις μπορούν να χρησιμοποιηθούν κατ' αντιστοιχία και για την αποτίμηση πραγματικών δικαιωμάτων, όπως η αξία μιας επιχείρησης. Σε αυτήν την περίπτωση, το μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να θεωρηθεί ως ένα δικαίωμα αγοράς της αξίας της υποκείμενης εταιρείας, με την ονομαστική αξία των δανειακών κεφαλαίων να αντιπροσωπεύει την τιμή εκτέλεσης και τη διάρκεια του χρέους να αποτελεί το μέτρο της διάρκειας του δικαιώματος. Η αντιστοίχιση των μεταβλητών των σχέσεων που ισχύουν για τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα με τις μεταβλητές που ισχύουν για τα πραγματικά δικαιώματα παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 4.1.



Πηγή: Timothy Luehman, 1998, "Investment Opportunities as Real Options", Harvard Business Review

Διάγραμμα 4.1

Πραγματικά δικαιώματα : Αντιστοιχία των παραμέτρων των πραγματικών δικαιωμάτων με τις εισροές του μοντέλου Black-Scholes για τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα

Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι και αυτό το υπόδειγμα έχει κάποιες αδυναμίες που μειώνουν την αξιοπιστία του όταν χρησιμοποιείται για αποτίμηση πραγματικών δικαιωμάτων και στρατηγικών επιλογών. Κάποιες από τις υποθέσεις που ισχύουν στην περίπτωση των χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων δε έχουν ισχύ στο πλαίσιο των πραγματικών δικαιωμάτων. Επίσης, από όλες τις μεταβλητές της σχέσης, ο βαθμός κινδύνου που αφορά τις αναμενόμενες ταμειακές ροές της εταιρείας είναι η πιο δύσκολη να εκτιμηθεί. Το ρίσκο μπορεί να εκτιμηθεί βάσει της προηγούμενης εμπειρίας με παρόμοια επενδυτικά σχέδια, υπολογίζοντας τη μέση ποσοστιαία διαφορά μεταξύ των προβλεπόμενων και των πραγματικών ταμειακών ροών των επενδύσεων. Εναλλακτικά, μπορούν να αποδοθούν πιθανότητες για αισιόδοξο, απαισιόδοξο και πιο πιθανό σενάριο. Ο μέσος όρος των πιθανοτήτων σε αυτά τα τρία σενάρια μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την εκτίμηση του ρίσκου που θα εμφανιστεί στο υπόδειγμα Black–Scholes.

4.8 ΛΟΓΙΣΤΙΚΟΣ ΧΕΙΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Όταν πραγματοποιείται μια συγχώνευση ή εξαγορά, οι οικονομικές καταστάσεις της ενοποιημένης εταιρείας που προκύπτει πρέπει να αντανakλούν αυτό το αποτέλεσμα. Κατά το έτος στο οποίο συντελέστηκε η συγχώνευση ή εξαγορά, η ενοποίηση των εμπλεκόμενων εταιρειών πραγματοποιείται βάσει δυο διαφορετικών λογιστικών μεθόδων. Οι μέθοδοι αυτές είναι η συνένωση των δικαιωμάτων (pulling of interests accounting) και η απόκτηση (purchase accounting), κάθε μια εκ των οποίων έχει διαφορετική επίδραση στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών.¹⁰ Επίσης, η επιλογή της λογιστικής μεθόδου που θα χρησιμοποιηθεί επηρεάζει μια από τις πιο σημαντικές παραμέτρους των συγχωνεύσεων και εξαγορών, την αποτίμηση της υπεραξίας της εξαγοραζόμενης εταιρείας.

Σύμφωνα με τους παραδοσιακούς κανόνες λογιστικής, το κόστος ενός παγίου πρέπει να κατανεμηθεί στην ωφέλιμη ζωή του παγίου και να αποσβεσθεί εντός αυτού του διαστήματος. Η θεώρηση αυτή βρίσκει πλήρη εφαρμογή όταν πρόκειται για υλικά περιουσιακά στοιχεία. Όμως, στη σημερινή οικονομία της γνώσης (knowledge economy), η δημιουργία του πλούτου προέρχεται από άυλα ή ασώματα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία διακρίνονται σε δυο κατηγορίες:

¹⁰ Στο Ηνωμένο Βασίλειο οι μέθοδοι ονομάζονται λογιστική συγχώνευσης (merger accounting) και λογιστική εξαγοράς (acquisition accounting) αντίστοιχα.

- Δικαιώματα, π.χ. διπλώματα ευρεσιτεχνίας, εμποροβιομηχανική σήματα, πνευματική ιδιοκτησία (know-how), κ.ά.
- Πραγματικές καταστάσεις, ιδιότητες και σχέσεις, π.χ. η πελατεία, η φήμη, η πίστη, η καλή οργάνωση της οικονομικής μονάδας, η ειδίκευση στην παραγωγή αγαθών, κ.ά.

Η υπεραξία (goodwill) είναι το βασικότερο άυλο πάγιο στοιχείο που αφορά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Γίνεται φανερό ότι είναι δύσκολο να προσδιοριστεί μια συγκεκριμένη αξία και μια συγκεκριμένη ωφέλιμη ζωή ένα τέτοιο στοιχείο.

Στη συνέχεια, περιγράφονται λεπτομερώς οι δύο προαναφερθείσες λογιστικές μέθοδοι, ώστε να εντοπιστούν οι διαφορές τους και η επίδραση που έχει η εφαρμογή της μιας ή της άλλης μεθόδου στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις. Επίσης, αναλύονται οι διάφορες μεθοδολογίες για τη λογιστική αποτίμηση της υπεραξίας και περιγράφονται οι αλλαγές που έχει επιφέρει στις συγχωνεύσεις και εξαγορές η εφαρμογή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης.

4.8.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΟΥ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΝΤΑΙ ΣΕ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Ένας επιχειρηματικός συνδυασμός διακρίνεται είτε σε εξαγορά είτε σε συγχώνευση. Σύμφωνα με το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 22 ο όρος «απόκτηση» (purchase) είναι ανάλογος της εξαγοράς, ενώ ο όρος «συνένωση δικαιωμάτων» (pulling of interests) είναι ανάλογος της συγχώνευσης. Η λογιστική μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί εξαρτάται από τη δομή και τη φύση του εταιρικού συνδυασμού.

Η λογική πίσω από τη λογιστική απόκτησης είναι ότι η εξαγοράζουσα εταιρεία είναι μεγαλύτερη από την εξαγοραζόμενη. Με αυτήν την μέθοδο οι αναλυτές έχουν μεγαλύτερη διαφάνεια αναφορικά με την πρόσθετη τιμή (premium) που πληρώνεται για την εξαγορά διότι η τιμή εξαγοράς κατανέμεται μεταξύ υλικών παγίων και συγκεκριμένων άυλων παγίων, όπως το πελατολόγιο, οι άδειες, οι επωνυμίες, η φήμη και πελατεία, τα εμπορικά σήματα ιδιοκτησίας, κ.ά. Για τον ισοσκελισμό του ισολογισμού, η υπολειπόμενη διαφορά μεταξύ του τιμήματος που καταβλήθηκε για τη συγχώνευση και της τρέχουσας αξίας της εξαγοραζόμενης εταιρείας καταγράφεται ως υπεραξία. Όλες οι υποχρεώσεις εμφανίζονται βάσει της καθαρής παρούσας αξίας των μελλοντικών πληρωμών. Η βασική αρχή αυτής της μεθόδου είναι ότι αφού

καταγραφεί η εξαγορά, η εξαγοράζουσα εταιρεία επαναξιολογεί τις ενσώματες και ασώματες ακινητοποιήσεις της εξαγοραζόμενης μαζί με τις υποχρεώσεις της στις τρέχουσες αγοραίες τιμές τους (fair market values) που ισχύουν κατά την ημερομηνία πραγματοποίησης της εξαγοράς. Συνεπώς, η διαφορά στον πλούτο των μετόχων της εξαγοράζουσας εταιρείας πριν τη συναλλαγή και στον πλούτο των μετόχων της ενοποιημένης εταιρείας ισοδυναμεί με την τιμή αγοράς της εταιρείας-στόχου.

Η λογιστική μέθοδος της συνένωσης δικαιωμάτων θεωρεί ότι οι εταιρείες είναι παρόμοιου μεγέθους και συνενώνουν τα ιδιοκτησιακά τους συμφέροντα με ανταλλαγή μετοχών. Η βασική αρχή της μεθόδου είναι ότι μετά την καταγραφή της συναλλαγής, όλα τα πάγια και οι υποχρεώσεις της εξαγοραζόμενης εταιρείας εμφανίζονται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις στις λογιστικές τους αξίες (book values) που προκύπτουν από τα λογιστικά βιβλία της εξαγοραζόμενης εταιρείας κατά την ημερομηνία της εξαγοράς. Για την εφαρμογή αυτής της μεθόδου πρέπει να πληρούνται ορισμένες αυστηρές προϋποθέσεις, οι οποίες έχουν να κάνουν με τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων, τον τρόπο υλοποίησης της συγχώνευσης και την απουσία συγκεκριμένων σχεδιασμένων συναλλαγών.

Η συνένωση δικαιωμάτων έχει εισπράξει κάποιες αρνητικές κριτικές, διότι θεωρείται ότι μπορεί να εξωραΐσει τεχνητά την αντίληψη περί της συγχώνευσης, να αποκρύψει πληροφορίες από τους μετόχους ή να οδηγήσει τα διοικητικά στελέχη σε μια συναλλαγή στην οποία ίσως να μην προέβιαν αν τα λογιστικά πρότυπα ήταν πιο αυστηρά. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη μέθοδο δεν καταγράφεται καμία υπεραξία. Η εξαγοράζουσα εταιρεία καταγράφει τα κέρδη από τα άυλα περιουσιακά στοιχεία που απέκτησε μέσω της εξαγοράς, αλλά δε χρειάζεται να αποσβέσει το κόστος τους. Έτσι, τα κέρδη εμφανίζονται υψηλότερα και ο ισολογισμός της εταιρείας ωραιοποιεί τα στοιχεία της συναλλαγής, εφόσον η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου (return on equity – ROE) παρουσιάζεται επίσης υψηλή. Εξ αιτίας αυτών, η Επιτροπή για τα Χρηματοοικονομικά και Λογιστικά Πρότυπα (Financial Accounting Standards Board – FASB), η οποία είναι η ανεξάρτητη αρχή που εποπτεύει την τήρηση των λογιστικών προτύπων στις Η.Π.Α., ανακοίνωσε από τον Ιανουάριο του 2001 ότι όλες οι συναλλαγές πρέπει να χρησιμοποιούν μόνο τη λογιστική μέθοδο της απόκτησης.

Η επιλογή της μίας ή της άλλης μεθόδου συνεπάγεται διαφορετικό αντίκτυπο στη συναλλαγή της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Συνήθως, οι πρόσθετες τιμές (premiums) είναι υψηλότερες σε συγχωνεύσεις που εφάρμοσαν τη μέθοδο της συνένωσης δικαιωμάτων, διότι αντιπροσωπεύουν το τι είναι πρόθυμη να πληρώσει η

εξαγοράζουσα εταιρεία για τα πλεονεκτήματα που αποκομίζει από τη χρησιμοποίηση της συγκεκριμένης μεθόδου (David, 1996). Οι Lindenberg και Ross (1999) εξέτασαν περισσότερες από 1.400 συγχωνεύσεις και εξαγορές και διαπίστωσαν ότι η αγορά αντιδρά θετικά σε συναλλαγές που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά και χρησιμοποίησαν τη μέθοδο απόκτησης, αρνητικά σε συναλλαγές που χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος συνένωσης δικαιωμάτων και ουδέτερα σε συναλλαγές που χρηματοδοτήθηκαν με ανταλλαγή μετοχών και χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος απόκτησης.

4.8.2 ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ

Σε μια εξαγορά, η εξαγοράζουσα εταιρεία πρέπει να καταγράψει μια δίκαιη και εύλογη τιμή για οτιδήποτε εξαγοράζει, συμπεριλαμβανομένων και των άυλων περιουσιακών στοιχείων της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Η αγορά συνήθως τείνει να αξιολογεί ότι μια εταιρεία ως σύνολο αξίζει περισσότερο από ό,τι το άθροισμα των παγίων της. Έτσι, προκύπτει ένα χάσμα μεταξύ της τιμής αγοράς της εταιρείας και της αξίας όλων των περιουσιακών της στοιχείων, το οποίο ονομάζεται υπεραξία (goodwill). Θεωρητικά, η υπεραξία θα πρέπει να ισούται με την πρόσθετη τιμή που πληρώνει η εξαγοράζουσα εταιρεία επί της προ της εξαγοράς τιμής των χρεογράφων της εξαγοραζόμενης (premium).

Η υπεραξία ανήκει στα άυλα πάγια στοιχεία ή ασώματες ακινητοποιήσεις. Τα κύρια χαρακτηριστικά της είναι ότι αποτελεί στοιχείο, το οποίο δεν έχει φυσική υπόσταση, έχει σχετικά μεγάλη ωφέλιμη ζωή, εξασφαλίζει στην επιχείρηση ορισμένα αποκλειστικά δικαιώματα και παρέχει μελλοντικά οφέλη. Η υπεραξία που δημιουργείται κατά την εξαγορά ή συγχώνευση είναι ίση με τη διαφορά μεταξύ του ολικού τιμήματος αγοράς και της «ακριβοδίκαιης» πραγματικής αξίας (fair market value) των αποκτούμενων περιουσιακών στοιχείων (ενσώματων και ασώματων), μειωμένης με τις υποχρεώσεις της ομάδας των περιουσιακών στοιχείων.

Κατά το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο (ΕΓΛΣ), η υπεραξία της επιχείρησης αποσβένεται είτε εφ' άπαξ, είτε τμηματικά και ισόποσα σε περισσότερες από μια χρήσεις, οι οποίες δεν είναι δυνατό να υπερβαίνουν τα πέντε έτη. Με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης, η υπεραξία καταχωρείται ως μη αποσβέσιμο περιουσιακό στοιχείο υποκείμενο – σε τακτά χρονικά διαστήματα και με βάση τη χρήση χρηματοοικονομικών μοντέλων – σε έλεγχο απομείωσης της αξίας

του (impairment testing). Αξίζει να σημειωθεί ότι σύμφωνα με τα Αμερικανικά Λογιστικά Πρότυπα (Generally Accepted Accounting Principles – GAAP), η υπεραξία μπορεί να αποσβεστεί σε διάστημα 40 ετών. Επίσης, στην Αγγλία η απόσβεση της υπεραξίας μπορεί να γίνει εντός 20 ετών ή, αν η ωφέλιμη ζωή της είναι μεγαλύτερη, μπορεί να κεφαλαιοποιηθεί χωρίς να αποσβεστεί, υπόκειται όμως σε απομείωση.

Οι ειδικοί μελετητές και εκτιμητές χρησιμοποιούν διάφορες μεθόδους για την εκτίμηση της υπεραξίας, τα αποτελέσματα των οποίων πιθανόν να διαφοροποιούνται. Έτσι, τα αποτελέσματα της κάθε μεθόδου θα πρέπει να εκλαμβάνονται από τους διαπραγματευόμενους κατά τη συγχώνευση ή εξαγορά της επιχείρησης ως ένδειξη της αξίας της υπεραξίας, σταθμίζοντας τις ιδιαιτερότητες της επιχείρησης και τους διάφορους παράγοντες που προσδίδουν στην εταιρεία υπεραξία. Οι μέθοδοι που εφαρμόζονται για την αποτίμηση της υπεραξίας παρουσιάζονται στη συνέχεια. Αν στο αποτέλεσμα της αποτίμησης της υπεραξίας που θα προκύψει εφαρμόζοντας οποιαδήποτε από τις ακόλουθες μεθόδους προστεθεί η μέση ετήσια πραγματική καθαρή θέση, τότε θα προκύψει η συνολική αξία της επιχείρησης.

- **Η μέθοδος του γινομένου της υπερπροσόδου επί τα έτη της προβλεπόμενης διάρκειάς της.** Με τη μέθοδο αυτή η υπεραξία που επιδιώκει να προσδιορίσει ο επενδυτής ισούται με το γινόμενο της υπερπροσόδου επί τα έτη που εκτιμάται ότι η υπερπρόσοδος θα πραγματοποιείται.
- **Η μέθοδος της παρούσας αξίας.** Είναι ρεαλιστικότερη μέθοδος και βασίζεται στον προσδιορισμό της παρούσας αξίας της υπερπροσόδου που θα πραγματοποιείται σε μια χρονική περίοδο με ένα κανονικό ποσοστό απόδοσης (π.χ. ένα κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο αποδεκτό για τον κλάδο που η επιχείρηση δραστηριοποιείται).
- **Η μέθοδος της κεφαλαιοποίησης των προβλεπόμενων κερδών.** Η κεφαλαιοποίηση των προβλεπόμενων κερδών με το κανονικό για τον κλάδο επιτόκιο δίνει τη συνολική αξία της επιχείρησης. Η διαφορά της συνολικής αυτής αξίας από τη μέση ετήσια πραγματική θέση προσδιορίζει, κατά προσέγγιση, την υπεραξία.
- **Η μέθοδος της κεφαλαιοποίησης των επιπλέον κερδών (της υπερπροσόδου).** Οι συμβαλλόμενοι συμφωνούν ότι ένα ποσοστό $x\%$ κρίνεται λογικό για την κεφαλαιοποίηση των κερδών που σχετίζονται με τα στοιχεία της

περιουσίας της επιχείρησης και ότι το υπόλοιπο ποσό των (επιπλέον) κερδών πρέπει να κεφαλαιοποιηθεί προς ένα ποσοστό $y\%$. Έτσι, από τα προβλεπόμενα ετήσια κέρδη αφαιρείται η προβλεπόμενη απόδοση των κεφαλαίων που επενδύθηκαν σε στοιχεία του ενεργητικού (εκτός της υπεραξίας) με το κανονικό ποσοστό $x\%$. Από την αφαίρεση αυτή προκύπτουν τα προβλεπόμενα υπερκέρδη. Η υπεραξία υπολογίζεται από την κεφαλαιοποίηση των υπερκερδών προς $y\%$ (δηλαδή πολλαπλασιάζοντας τα υπερκέρδη με το ποσοστό $y\%$).

- **Η μέθοδος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.** Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς, παράλληλα με τις άλλες γνωστές μεθόδους, για τον υπολογισμό της αξίας των μετοχών που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και περιλαμβάνονται στα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων κεφαλαίων. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης είναι ο μέσος όρος της καθαρής περιουσιακής της θέσης και του δωδεκαπλάσιου των ετήσιων κερδών της, όπως φαίνεται και από τη σχέση (4.16). Η συγκεκριμένη σχέση όμως, χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά πριν από αρκετά χρόνια όταν τα επιτόκια ήταν μικρότερα. Με τις σημερινές συνθήκες, ο συντελεστής 12 κρίνεται μάλλον ακατάλληλος.

$$\text{Αξία} = \frac{\text{ΚΠΘ} + 12 \cdot \text{ΜΟΚ}}{2} \quad (4.16)$$

όπου:

ΚΠΘ = καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης

ΜΟΚ = μέσο οργανικό κέρδος της τελευταίας πενταετίας

- **Η μέθοδος του Schmalenbach.** Η μέθοδος αυτή κεφαλαιοποιεί τα μελλοντικά κέρδη, όπως και η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών, ωστόσο κάνει τις εξής πρόσθετες υποθέσεις: α) ότι η υπεραξία της επιχείρησης αποσβένεται σε έναν αριθμό ετών, έστω n , και β) ότι τα κέρδη της επιχείρησης θα παραμένουν σταθερά διαχρονικά και ίσα με ένα προβλεπτό μέγεθος, ενώ από τα κέρδη αυτά θα πρέπει να αφαιρείται η απόσβεση της υπεραξίας. Η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται από την ακόλουθη μαθηματική σχέση:

$$V = \frac{[P - (V - NV) / n]}{i} \quad (4.17)$$

όπου:

P = τα ετήσια κέρδη της επιχείρησης,

V = η ζητούμενη αξία της επιχείρησης,

NV = η καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης,

(επομένως $V - NV$ είναι η υπεραξία),

i = ο συντελεστής προεξόφλησης.

4.8.3 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΑ ΔΙΕΘΝΗ ΠΡΟΤΥΠΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

Στην Ελλάδα όλες οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιούνται από την 1^η Ιανουαρίου 2004 από εισηγμένες εταιρείες αποτυπώνονται στις οικονομικές τους καταστάσεις σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (International Financial Reporting Standards – IFRS). Η εφαρμογή αυτών των προτύπων και ειδικότερα των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ) 3, 36 και 38, συνεπάγεται την αυξημένη διαφάνεια σχετικά με όλους τους επιχειρηματικούς συνδυασμούς. Έτσι, η αγορά έχει την ευκαιρία να κατανοήσει καλύτερα το αντικείμενο και τη λογική της συναλλαγής, καθώς και τις προσδοκίες της διοίκησης σχετικά με τη συναλλαγή. Η εφαρμογή των ΔΠΧΠ επιφέρει τις ακόλουθες σημαντικές αλλαγές:

- Κατάργηση της μεθόδου της συνένωσης δικαιωμάτων (pulling of interests).
- Ξεχωριστή αναγνώριση και αποτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων της εξαγορασθείσας εταιρείας (π.χ. εμπορικά σήματα, πελατολόγιο, ανεκτέλεστες παραγγελίες, άδειες, συμβάσεις, λογισμικό, κ.ά.). Η αναγνώριση αυτών των καινούριων άυλων στοιχείων θα αυξήσει τις αποσβέσεις στα αποτελέσματα.
- Αποτίμηση των ενδεχόμενων υποχρεώσεων της εξαγορασθείσας εταιρείας στη δίκαιη αγοραία αξία τους.
- Η υπεραξία υπολογίζεται πλέον ως η διαφορά μεταξύ της δίκαιης αξίας του τιμήματος της εξαγοράς και της δίκαιης αξίας των περιουσιακών στοιχείων που αποκτώνται, συμπεριλαμβανομένων των άυλων πάγιων στοιχείων και των ενδεχόμενων υποχρεώσεων.
- Κατάργηση της πρακτικής απόσβεσης και της άμεσης διαγραφής της υπεραξίας, η οποία πλέον υπόκειται μόνο σε ετήσιο έλεγχο απομείωσης (annual impairment test). Η κατάργηση της απόσβεσης της υπεραξίας ενδέχεται

βραχυπρόθεσμα να επηρεάσει θετικά τα αποτελέσματα, ενώ η διενέργεια ελέγχου απομείωσης θα προσδώσει βεβαιότητα στα αποτελέσματα εφόσον θα αναγνωρίζονται πιο έγκυρα οι απομειώσεις.

- Δημοσίευση λεπτομερών στοιχείων στις οικονομικές καταστάσεις σχετικά με τις εξαγορές, τους λόγους για την προκύπτουσα υπεραξία και τους ελέγχους απομείωσης.
- Για σκοπούς ενοποίησης, η κάθε μητρική εταιρεία πρέπει να ενοποιεί στις οικονομικές της καταστάσεις όλες τις εταιρείες στις οποίες ασκεί έλεγχο ή δεσπόζουσα επιρροή, συνεπώς δεν ισχύει πλέον η μη ενοποίηση εταιρειών λόγω μη συναφούς αντικειμένου.

4.9 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάστηκαν οι σημαντικότερες μέθοδοι αποτίμησης που χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης. Η παρουσίαση έγινε στα πλαίσια του προϋπολογισμού κεφαλαιακών επενδύσεων, εφόσον οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορούν να θεωρηθούν ως επενδυτικές αποφάσεις. Ο σκοπός όλων των μεθόδων αποτίμησης είναι να προσδιορίσουν μια δίκαιη και εύλογη αγοραία αξία για την επιχείρηση, η οποία εκτιμάται ως οικονομική οντότητα με συνεχιζόμενη και στο μέλλον δραστηριότητα.

Αρχικά παρουσιάστηκαν οι μέθοδοι σχετικής αποτίμησης, όπως ο δείκτης τιμής μετοχής προς κέρδη και ο πολλαπλασιαστής εταιρικής αξίας, οι οποίες υπολογίζουν την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου βάσει της αποτίμησης παρόμοιων στοιχείων. Επίσης, περιγράφηκε το υπόδειγμα του Tobin που είναι το πιο αντιπροσωπευτικό υπόδειγμα αποτίμησης βάσει των στοιχείων του ενεργητικού. Μια ακόμη μέθοδος που αναφέρθηκε είναι η αποτίμηση βάσει των μη κανονικών κερδών, η οποία συγκρίνει τα μη κανονικά κέρδη με τα ίδια κεφάλαια και πρεσβεύει ότι για να δημιουργείται αξία πρέπει τα μη κανονικά κέρδη να είναι θετικά. Κατόπιν, αναφέρθηκε το υπόδειγμα προστιθέμενης οικονομικής αξίας, σύμφωνα με το οποίο η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται ως το άθροισμα της παρούσας αξίας όλων των μελλοντικών προστιθέμενων αξιών στο ήδη επενδυμένο κεφάλαιο μείον την αξία των δανείων. Στη συνέχεια, αναλύθηκε ο υπόδειγμα των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, μια μεθοδολογία αποτίμησης που χρησιμοποιείται κατά κόρον από τις

επιχειρήσεις. Σύμφωνα με αυτό, η αξία της επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών της, προεξοφλημένη με το κόστος κεφαλαίου, συν την αξία των μη λειτουργικών παγίων της επιχείρησης.

Η υπόθεση, όμως, όλων αυτών των υποδειγμάτων ότι η αρχικές και όλες οι επακόλουθες επενδύσεις της επιχείρησης είναι μη αναστρέψιμες, είναι και το βασικό τους μειονέκτημα. Η αδυναμία αυτή αντιμετωπίζεται εν μέρει με τη χρησιμοποίηση του υποδείγματος των πραγματικών δικαιωμάτων, το οποίο στηρίζεται στο μοντέλο αποτίμησης χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων των Black-Scholes. Έτσι, οι μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες των επιχειρήσεων θεωρούνται ως πραγματικό δικαίωμα – που είναι στη διακριτική ευχέρεια της επιχείρησης εάν θα το ασκήσει ή όχι – οπότε η αξία της μπορεί να αποτιμηθεί χρησιμοποιώντας τις σχέσεις του υποδείγματος Black-Scholes.

Τέλος, παρουσιάστηκαν οι δυο λογιστικές μέθοδοι της απόκτησης και της συνένωσης δικαιωμάτων που εφαρμόζονται στις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Η επιλογή της εκάστοτε μεθόδου έχει αντίκτυπο στην αποτίμηση της υπεραξίας, η οποία μπορεί να γίνει με τις εξής μεθόδους: α) του γινομένου της υπερπροσόδου επί τα έτη της προβλεπόμενης διάρκειάς της, β) της παρούσας αξίας, γ) της κεφαλαιοποίησης των προβλεπόμενων κερδών, δ) της κεφαλαιοποίησης των επιπλέον κερδών, ε) της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και στ) η μέθοδος του Schmalenbach. Επίσης, περιγράφηκαν συνοπτικά οι επιδράσεις που έχει στις συγχωνεύσεις και εξαγορές η εφαρμογή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομική Πληροφόρησης.

ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Ινστιτούτο Εκπαίδευσης Σώματος Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών (ΙΕΣΟΕΛ), «Σημειώσεις Λογιστικής : Γενική Λογιστική, Λογιστική Ανάλυση των Παγίων»
2. Κυριαζής Αθ. Δημήτριος, 2007, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», εκδ. Πανεπιστημιακό, Αθήνα
3. Σακέλλης Ι. Εμμανουήλ, 2001, «Συγχωνεύσεις, Διασπάσεις, Εξαγορές, Μετατροπές Εταιρειών και Εκτίμηση Αξίας Επιχείρησης», εκδ. Βρυκούς, Πειραιάς
4. PriceWaterhouseCoopers, 2005, «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Ελληνικών Επιχειρήσεων 2004», Τρίτη Ετήσια Έρευνα

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

5. Bibler S. Richard, 1989, *"The Arthur Young Management Guide to Mergers and Acquisitions"*, John Wiley and Sons, USA
6. Brealey Richard A. and Stewart C. Myers, 1996, *"Principles of Corporate Finance"*, McGraw Hill, USA
7. Bruner Robert, 2004, *"Applied Mergers and Acquisitions"*, John Wiley and Sons Ltd, USA
8. DePamphilis Donald, 2001, *"Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities"*, Academic Press, USA
9. Ehrhardt C. Michael, 1995, *"The Search for Value : Measuring the Company's Cost of Capital"*, Harvard Business School Press, USA
10. Gaughan A. Patrick, 2007, *"Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring"*, John Wiley and Sons Ltd, USA
11. Palepu G. Krishna, Victor L. Bernard and Paul M. Healy, 1997, *"Introduction to Business Analysis and Valuation"*, Thomson South-Western, USA
12. Sticney Clyde P. and Roman L. Weil, 2005, *"Financial Accounting"*, Thomson Southwestern, USA
13. Sudarsanam Sudi, 2003, *"Creating Value from Mergers and Acquisitions, The Challenges"*, Prentice Hall, UK
14. Sudarsanam Sudi, 1995, *"The Essence of Mergers and Acquisitions"*, Prentice Hall, UK
15. Weston J. Fred, Chung S. Kwang and Hoag E. Susan, 1990, *"Mergers, Restructuring and Corporate Control"*, Prentice Hall, USA

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

16. Davidson Steve, June 2001, "Accounting for Mergers and Acquisitions", Community Banker, pp. 38-40
17. Gastelu Christopher, 2002, "M&A Accounting Change Puts New Emphasis on Management of Cash", American Banker, vol. 167, issue 22
18. Goldberg R. Stephen and Joseph H. Godwin, January / February 2001, "Your Merger : Will it Really Add Value?", Journal of Corporate Accounting and Finance, pp. 27-35
19. Machuga M. Susan, Ray J. Pfeiffer Jr. and Kiran Verma, January 2002, "Economic Value Added, Future Accounting Earnings, and Financial Analysts' Earnings Per Share Forecasts", Review of Quantitative Finance and Accounting, vol. 18, number1, pp. 59-73
20. Rosenberg Yuval, May 2007, "Smart Ways to Play the M&A Boom", Fortune Magazine, vol. 155, issue 8
21. Travlos G. Nickolaos, September 1987, "Corporate Takeover Bids, Methods of Payment and Bidding Firms' Stock Return", Journal of Finance, vol. 42 (No 4), pp. 943-963
22. Travlos G. Nickolaos, April-June 1991, "Mergers and Acquisitions", Economic Bulletin Commercial Bank of Greece
23. Travlos G. Nickolaos, 1993, "Mergers and Acquisitions", Economic Bulletin of Hellenic Bank Association, vol. 39-40
24. Travlos N. G. and Papaioannou G., 1991, "Corporate Acquisitions : Method of Payment Effects, Capital Structure Effects and Bidding Firms' Stock returns", Quarterly Journal of Business and Economics, pp. 3-22

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ

5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ένα θέμα με σημαντικό πρακτικό ενδιαφέρον είναι η μέτρηση του αντίκτυπου των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην απόδοση των χρεογράφων των εμπλεκόμενων εταιρειών. Διαχρονικά, έχουν αναπτυχθεί διάφορες μεθοδολογίες που μπορούν να εφαρμοστούν για τη μέτρηση της κερδοφορίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών, όπως οι λογιστικές μελέτες (accounting studies), οι έρευνες στα διευθυντικά στελέχη (surveys of executives), οι κλινικές μελέτες (clinical studies or case studies), κ.ά. Η μεθοδολογία όμως που αναμφισβήτητα έχει επικρατήσει για τη μέτρηση της αποδοτικότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών, ιδιαίτερα από το 1970 και μετά, είναι η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων ή συμβάντων (event studies). Από τους πρώτους που χρησιμοποίησαν την εν λόγω μεθοδολογία ήταν οι Ball και Brown (1968), καθώς και οι Fama, Fisher, Jensen και Roll (1969).

Οποιοδήποτε επιχειρηματικό γεγονός θεωρείται ότι ουσιαστικά αποδεσμεύει και διαχέει πληροφορίες στους επενδυτές αναφορικά με τις εταιρικές δραστηριότητες. Ο σκοπός της μεθοδολογίας ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology) είναι ακριβώς το να μετρήσει τον αντίκτυπο που έχει η επέλευση κάποιου γεγονότος (π.χ. αλλαγές στη μερισματική πολιτική, στην κεφαλαιακή δομή, στον ιδιοκτησιακό έλεγχο, κλπ) στην αξία της επιχείρησης και στον πλούτο των μετόχων. Πιο συγκεκριμένα, στην περίπτωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών σκοπός της μεθόδου είναι η μελέτη των έκτακτων αποδόσεων που απολαμβάνουν ή δεν απολαμβάνουν οι μέτοχοι ύστερα από την ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Ορισμένοι αμφισβητούν την αξιοπιστία των μελετών συμβάντων με το πρόσχημα ότι αυτό που έχει μεγαλύτερη σημασία είναι τα μακροπρόθεσμα οικονομικά αποτελέσματα. Ωστόσο, η άποψη αυτή αντικρούεται με το επιχείρημα ότι

οι αποδόσεις που υπολογίζονται με τη συγκεκριμένη μέθοδο αντιπροσωπεύουν την καλύτερη κρίση της αγοράς για τις μακροπρόθεσμες προοπτικές μιας ανακοινωθείσας συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζεται λεπτομερώς η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων, η οποία θα χρησιμοποιηθεί για την εξέταση της επίδρασης των συγχωνεύσεων και εξαγορών στη χρηματιστηριακή επίδοση των ελληνικών εταιρειών κατά την περίοδο 1998 έως 2006. Αρχικά, περιγράφεται το θεωρητικό υπόβαθρο στο οποίο στηρίζεται η μέθοδος και στη συνέχεια αναλύεται η μαθηματική τεχνική που ακολουθείται κατά την εφαρμογή της.

5.2 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ

Η μεθοδολογία της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων ή συμβάντων (event study methodology) έχει σημαντική συνεισφορά στις έρευνες περί στρατηγικής διοίκησης των επιχειρήσεων, εξετάζοντας το χρηματοοικονομικό αντίκτυπο διαφόρων ανακοινώσεων επιχειρηματικών γεγονότων, όπως η πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Στη συνέχεια γίνεται μια θεωρητική περιγραφή της μεθοδολογίας και ακολουθεί η παρουσίαση των τεχνικών λεπτομερειών που χρειάζονται για την εφαρμογή της.

5.2.1 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΕΚΜΗΡΙΩΣΗ

Η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων συγκρίνει τις αποδόσεις που πραγματοποιούν οι επενδυτές (μέτοχοι ή κάτοχοι ομολογιών) κατά την ανακοίνωση του γεγονότος (στη συγκεκριμένη περίπτωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς) με τις αναμενόμενες αποδόσεις που θα είχαν στην περίπτωση που κανένα γεγονός δεν είχε λάβει χώρα. Η επίδραση, δηλαδή, του γεγονότος στην αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται ως η διαφορά μεταξύ της αξίας της επιχείρησης με τη συνθήκη ότι το γεγονός έχει συμβεί και της αξίας της επιχείρησης με τη συνθήκη ότι το γεγονός δεν έλαβε χώρα. Η διαφορά που προκύπτει ανάμεσα στις πραγματοποιηθείσες και στις αναμενόμενες αποδόσεις ονομάζεται έκτακτη ή μη κανονική απόδοση (abnormal

return) και αντιπροσωπεύει την οικονομική αξία που δημιουργείται από τη συγχώνευση ή την εξαγορά. Η υπόθεση ότι η αξία μιας μετοχής έχει αυξηθεί μετά την έλευση του γεγονότος μεταφράζεται στο ότι η απόδοση που κερδίζει ο επενδυτής πάνω στη συγκεκριμένη μετοχή, στο χρονικό διάστημα που περικλείει την γνωστοποίηση του γεγονότος για πρώτη φορά, είναι υψηλότερη από ό,τι θα ήταν «κανονικά».

Οι έκτακτες αποδόσεις συνήθως μετρούνται για κάποια περίοδο (event period) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης κάθε συμβάντος. Η ημερομηνία ανακοίνωσης στον Τύπο της πρόθεσης μιας εταιρείας να προβεί σε συγχώνευση ή εξαγορά με κάποια άλλη ονομάζεται ημέρα συμβάντος μηδέν (event date 0). Ο προσδιορισμός αυτής της ημερομηνίας είναι καθοριστικής σημασίας για την αξιοπιστία της μελέτης. Χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή διότι οι τιμές των μετοχών μπορεί να έχουν ήδη αντιδράσει σε κάποιο γεγονός, ακόμα και πριν από τη δημόσια κοινοποίησή του. Η επιλογή της περιόδου γύρω από την ανακοίνωση του συμβάντος που θα επιλεγεί επηρεάζει τα αποτελέσματα της ανάλυσης. Ειδικότερα, μια μικρή περίοδος ίσως να μην ενσωματώσει όλες τις πληροφορίες σχετικά με το επιχειρηματικό γεγονός, όμως τα αποτελέσματα είναι λιγότερο ευαίσθητα στην επιλογή του υποδείγματος που θα χρησιμοποιηθεί ως αναφορά για τον καθορισμό των κανονικών αποδόσεων. Από την άλλη πλευρά, μια μεγάλη περίοδος αυξάνει την πιθανότητα να ενσωματωθούν στην ανάλυση και μη σχετικές με το γεγονός πληροφορίες.

Μετά τον καθορισμό της ημερομηνίας ανακοίνωσης, υπολογίζεται ο μέσος όρος των έκτακτων αποδόσεων για ολόκληρο το δείγμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Συνήθως, η περίοδος καλύπτει δεκαπέντε ημέρες πριν και δεκαπέντε ημέρες μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης. Ο στατιστικός έλεγχος του μέσου όρου των εκτάκτων αποδόσεων καθορίζει εάν η μέση έκτακτη απόδοση είναι στατιστικά σημαντική ή όχι. Οι περισσότερες μελέτες αντλούν τα συμπεράσματά τους από την ανάλυση των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο -1 σε 0 ημέρες σχετικά με την ημέρα συμβάντος μηδέν.

Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα που παρουσιάζει η εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθοδολογίας είναι ότι: α) δίνει μια άμεση μέτρηση της αξίας που δημιουργείται για τους επενδυτές από τις μεταβολές των μετοχών και β) δίνει μια μέτρηση που «βλέπει μπροστά» (forward looking stock market) στη δημιουργία αξίας, με την έννοια ότι οι χρηματαγορές μπορούν να προβλέψουν τη μελλοντική κερδοφορία και να αποτυπώσουν τις μελλοντικές προσδοκίες για τις επιχειρήσεις μέσω των μετοχών

τους. Αυτό συμβαίνει διότι θεωρητικά η τιμή των μετοχών είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών, όπως την προεξοφλεί η αγορά σήμερα, χωρίς να παρέχεται δυνατότητα αλλοίωσης από κάποιο φυσικό πρόσωπο.

Μάλιστα, η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων υπερέρχει των παραδοσιακών λογιστικών μετρήσεων, που επίσης χρησιμοποιούνται κατά κόρον. Η υπεροχή αυτή έγκειται στο ότι τα προσδοκώμενα αποτελέσματα του επιχειρηματικού γεγονότος αντανακλώνται αμέσως στις τιμές των χρεογράφων, ενώ αντίθετα, μπορεί να χρειαστούν μήνες ή και χρόνια έως ότου οι κλασικές μετρήσεις παραγωγικότητας αντικατοπτρίσουν αυτά τα αποτελέσματα. Επιπλέον, η συγκεκριμένη μέθοδος λαμβάνει υπ' όψιν τον κίνδυνο. Αντίθετα, οι λογιστικές μετρήσεις είναι μεν πιο εύκολες και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για κάθε εταιρεία που δημοσιεύει οικονομικές καταστάσεις, αλλά δε λαμβάνουν υπ' όψιν τους τον κίνδυνο και επιπλέον είναι εκτεθειμένες σε απόπειρες σκόπιμης και παράνομης αλλοίωσης των αποτελεσμάτων τους από φυσικά πρόσωπα. Τέλος, στις λογιστικές μετρήσεις υπάρχει η πιθανότητα να προκύψουν μη συγκρίσιμα δεδομένα διαχρονικά, καθώς ενδέχεται είτε να αλλάξει ο τρόπος καταγραφής των αποτελεσμάτων από τις επιχειρήσεις, είτε να αλλάξουν οι διάφορες κρατικές φορολογικές πρακτικές, είτε να ισχύουν διαφορετικά δεδομένα σε διακρατικό επίπεδο.

Όπως όλες οι μεθοδολογίες, έτσι και η ανάλυση επιχειρηματικών συμβάντων παρουσιάζει και κάποιες αδυναμίες, εξ αιτίας των οποίων αντιμετωπίζεται από κάποιους μελετητές με σκεπτικισμό. Οι αδυναμίες αυτές είναι οι εξής:

- Απαιτεί σημαντικές υποθέσεις, που σύμφωνα με ερευνητές για αρκετές μετοχές δεν είναι λογικές υποθέσεις κατά μέσο όρο και κατά διάρκεια χρόνου. Οι υποθέσεις αυτές έχουν να κάνουν με:
 - α) την αποτελεσματικότητα των χρηματιστηριακών αγορών,
 - β) τον επενδυτικό ορθολογισμό και
 - γ) την έλλειψη περιορισμών στην κερδοσκοπική αγοραπωλησία χρεογράφων (arbitrage). Η τακτική αυτή συνίσταται στην ταυτόχρονη αγορά ενός χρεογράφου σε μια αγορά και την πώλησή του σε μια άλλη σε υψηλότερη τιμή, με σκοπό το κέρδος, καθώς με αυτόν τον τρόπο οι κερδοσκόποι εκμεταλλεύονται παροδικές ανισορροπίες και διαφορές μεταξύ των τιμών που επικρατούν σε δυο αγορές.
- Η αξία της μεθόδου επηρεάζεται από κοινά γεγονότα, τα οποία μπορούν να αλλοιώσουν την κατανομή αποδόσεων για συγκεκριμένες εταιρείες σε συγκεκριμένα γεγονότα.

- Παρουσιάζει ευαισθησία ανάλογα με το ποιο μοντέλο θα χρησιμοποιηθεί ως πρότυπο για τον προσδιορισμό των κανονικών αποδόσεων π.χ. το υπόδειγμα του προσαρμοσμένου μέσου όρου (mean adjusted model), το υπόδειγμα τιμολόγησης κεφαλαιουχικών περιουσιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model – CAPM), το υπόδειγμα του προσαρμοσμένου δείκτη αγοράς (market adjusted model), το υπόδειγμα της αγοράς (market model), το υπόδειγμα τριών παραγόντων των Fama και French (Fama and French Three Factor model – FTF), το υπόδειγμα του χαρτοφυλακίου αναφοράς (reference portfolio), κ.ά.

Η χρησιμοποίηση της μεθοδολογίας ανάλυσης συμβάντων βασίζεται στις ευρέως αποδεκτές υποθέσεις ότι οι αποδόσεις των μετοχών ακολουθούν το υπόδειγμα της αγοράς, καθώς και ότι οι αγορές κεφαλαίου είναι αποτελεσματικές δευτέρου βαθμού (semi-strong form of capital market efficiency). Η δεύτερη αυτή υπόθεση συνδέεται άμεσα με την υπόθεση περί ορθολογικών προσδοκιών (rational expectations) της αγοράς και σημαίνει ότι οι τιμές των μετοχών στην κεφαλαιαγορά αντανακλούν πλήρως όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που έχουν γίνει δημόσια γνωστές. Μια χρηματαγορά θεωρείται αποτελεσματική όταν ισχύουν οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

- α) οι τιμές αναπροσαρμόζονται άμεσα, ανταποκρινόμενες σε νέες πληροφορίες,
- β) υπάρχει συνεχής ροή συναλλαγών και γι' αυτό το λόγο οι μεταβολές των τιμών ανά συναλλαγή είναι πολύ μικρές και
- γ) η αγορά έχει τη δυνατότητα να απορροφήσει μεγάλα πακέτα αξιογράφων, χωρίς άμεσο αντίκτυπο στις τιμές τους.

Έτσι, δεδομένης της αποτελεσματικότητας των χρηματαγορών και της ισχύος των ορθολογικών προσδοκιών, το αποτέλεσμα της ανακοίνωσης μιας επικείμενης συγχώνευσης ή εξαγοράς αντανακλάται αμέσως στις τιμές των μετοχών. Συνεπώς, ο οικονομικός αντίκτυπος ενός τέτοιου γεγονότος μπορεί να μετρηθεί χρησιμοποιώντας τις τιμές των μετοχών που σημειώνονται εντός μιας σχετικά μικρής περιόδου.

Τέλος, μια ακόμη βασική υπόθεση είναι ότι τα διαστρωματικά στοιχεία από τα οποία υπολογίζονται οι έκτακτες αποδόσεις δε συσχετίζονται μεταξύ τους (cross-sectionally uncorrelated abnormal returns). Η υπόθεση αυτή ισχύει όταν η ημερομηνία ανακοίνωσης του γεγονότος δεν είναι κοινή για τις διάφορες επιχειρήσεις του δείγματος. Ακόμη όμως και αν η ημέρα του γεγονότος συμπίπτει για κάποιες επιχειρήσεις, η υπόθεση αυτή δε χάνει την ισχύ της αν οι επιχειρήσεις δεν ανήκουν στον ίδιο κλάδο, καθώς σύμφωνα με τους Brown και Warner (1982 και 1985) η χρησιμοποίηση του υποδείγματος της αγοράς για τον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων σχεδόν μηδενίζει τις συσχετίσεις.

5.2.2 ΜΑΘΗΜΑΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ

Όσον αφορά στο τεχνικό μέρος, η μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων εφαρμόζεται σε πέντε στάδια. Τα στάδια αυτά είναι τα ακόλουθα:

▪ **Πρώτο στάδιο.** Για το χαρακτηρισμό της απόδοσης μιας μετοχής ως έκτακτη απαιτείται κάποιο μέτρο αναφοράς (benchmark) που θα προσδιορίζει ποια είναι η κανονική απόδοση. Στην παρούσα μελέτη θα χρησιμοποιηθεί το υπόδειγμα της αγοράς (market model). Έτσι, στο πρώτο στάδιο υπολογίζεται το υπόδειγμα της αγοράς σε κάποια περίοδο πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Συνήθως, η περίοδος υπολογισμού καλύπτει το διάστημα $t=-136$ μέχρι $t=-16$ ημέρες (περίοδος προσδιορισμού ή εκτίμησης – estimation period) σχετικά με την ημέρα συμβάντος 0. Το υπόδειγμα αυτό λαμβάνει υπ' όψιν του την προηγούμενη πορεία κάποιου συγκεκριμένου χρεογράφου και την ευαισθησία που παρουσιάζει σε γενικότερες κινήσεις της αγοράς, όπως αυτές αντικατοπτρίζονται από τους χρηματιστηριακούς δείκτες. Το υπόδειγμα της αγοράς ορίζεται ως εξής:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (5.1)$$

όπου:

R_{it} = η πραγματοποιηθείσα απόδοση της μετοχής i κατά την ημέρα t ,

R_{mt} = η απόδοση του δείκτη αγοράς (χρηματιστηριακός δείκτης) κατά την ημέρα t ,

α_i = ο σταθερός όρος της παλινδρόμησης, όπως προκύπτει από την εφαρμογή της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων (ordinary least squares method),

β_i = ο συντελεστής της παλινδρόμησης,

ε_{it} = το τυχαίο σφάλμα της παλινδρόμησης.

Ο σταθερός όρος α_i φανερώνει τη μέση απόδοση της εταιρείας σε σύγκριση με το μέσο όρο απόδοσης της αγοράς. Ο συντελεστής β_i είναι ο βαθμός ευαισθησίας των αποδόσεων της εταιρείας και μετρά το συστηματικό κίνδυνο της αγοράς για τη μετοχή. Το πρόσημό του δηλώνει την κατεύθυνση της σχέσης μεταξύ των τιμών της απόδοσης της μετοχής και της απόδοσης του χρηματιστηριακού δείκτη, ενώ το μέγεθός του δηλώνει πόσο αναμένεται να μεταβληθεί η απόδοση που πραγματοποιεί η μετοχή αν ο δείκτης του χρηματιστηρίου μεταβληθεί κατά μια μονάδα.

Το τυχαίο σφάλμα φανερώνει το μέρος της συμπεριφοράς των πραγματοποιηθέντων αποδόσεων που ερμηνεύεται από άλλους παράγοντες, εκτός της απόδοσης του δείκτη του χρηματιστηρίου, η συμπεριφορά των οποίων μπορεί να είναι άγνωστη ή τυχαία. Ο μέσος όρος του τυχαίου σφάλματος για κάθε τιμή του είναι μηδέν. Επίσης, η διακύμανση των τιμών του είναι σταθερή και ίση με σ_i^2 , ισχύει δηλαδή η υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας (homoscedasticity). Ακόμη, οι τιμές του τυχαίου σφάλματος δε συσχετίζονται μεταξύ τους, θεωρώντας έτσι ότι δεν εμφανίζεται πρόβλημα αυτοσυσχέτισης (autocorrelation) στο υπόδειγμα. Οι προαναφερθείσες υποθέσεις για το τυχαίο σφάλμα συνοψίζονται μαθηματικά από τις ακόλουθες σχέσεις:

$$E(\varepsilon_{it}) = 0 \quad \forall i \quad (5.2)$$

$$Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_i^2 \quad \forall i \quad (5.3)$$

$$Cov(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt}) = E(\varepsilon_{it}\varepsilon_{jt}) = 0 \quad \forall i \neq j \quad (5.4)$$

▪ **Δεύτερο στάδιο.** Η αναμενόμενη απόδοση \hat{R}_{it} υπολογίζεται για κάθε ημέρα συμβάντος στην περίοδο $t=-15$ μέχρι $t=+15$ (περίοδος ελέγχου – test period) ημέρες γύρω από την ημέρα συμβάντος 0. Δηλαδή:

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (5.5)$$

όπου:

\hat{R}_{it} = η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i κατά την ημέρα t ,

R_{mt} = η αναμενόμενη απόδοση του δείκτη αγοράς κατά την ημέρα t ,

$\hat{\alpha}_i$ = η εκτίμηση της σταθεράς α_i από την παλινδρόμηση,

$\hat{\beta}_i$ = η εκτίμηση του συντελεστή β_i από την παλινδρόμηση.

▪ **Τρίτο στάδιο.** Η έκτακτη απόδοση είναι η απόδοση της μετοχής μετά την έλευση του γεγονότος (ex post) μείον την κανονική απόδοση της μετοχής. Κανονική ή τακτική

απόδοση είναι η αναμενόμενη απόδοση στην περίπτωση που το γεγονός δεν είχε λάβει χώρα. Δηλαδή, η έκτακτη απόδοση AR_{it} (abnormal return) υπολογίζεται ως η διαφορά της πραγματοποιηθείσας και της αναμενόμενης απόδοσης.

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (5.6)$$

Επειδή ο συντελεστής β της παλινδρόμησης ουσιαστικά μετρά το συστηματικό κίνδυνο της αγοράς για τη μετοχή, η έκτακτη απόδοση, όπως υπολογίζεται από τη σχέση (5.6) αντιπροσωπεύει αποδόσεις που έχουν λάβει υπ' όψιν τους το συστηματικό κίνδυνο της κεφαλαιαγοράς. Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις υπολογίζονται για την περίοδο $t=-15$ έως $t=+15$ (περίοδος ελέγχου – test period) σε σχέση με την ημέρα ανακοίνωσης του γεγονότος $t=0$.

▪ **Τέταρτο στάδιο.** Οι έκτακτες αποδόσεις κάθε μετοχής χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της μέσης έκτακτης απόδοσης για κάθε ημέρα συμβάντος t . Επειδή οι ανακοινώσεις των συγχωνεύσεων των διαφόρων επιχειρήσεων πραγματοποιούνται σε διαφορετικές ημερολογιακές ημερομηνίες, η μέση έκτακτη απόδοση (AR_t) αντιπροσωπεύει το μέσο όρο των έκτακτων αποδόσεων που οι διαφορετικές μετοχές πραγματοποιούν σε διαφορετικές ημερομηνίες. Η μέση έκτακτη απόδοση ορίζεται ως εξής:

$$AR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (5.7)$$

όπου n είναι ο αριθμός των επιχειρήσεων (μετοχών) του δείγματος. Η εκτίμηση της μέσης απόδοσης που βασίζεται σε παρατηρήσεις από n επιχειρήσεις τείνει να εκμηδενίζει το στατιστικό «θόρυβο» των μεμονωμένων αποδόσεων και επομένως μετρά την οικονομική επίδραση του συμβάντος.

▪ **Πέμπτο στάδιο.** Οι μέσες ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις αθροίζονται για κάποιο διάστημα και έτσι προκύπτει η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση (cumulative abnormal return – CAR), η οποία ορίζεται ως εξής:

$$CAR = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t \quad (5.8)$$

Πιο συγκεκριμένα, συνηθίζεται οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις να υπολογίζονται για την περίοδο -1 έως 0, δηλαδή:

$$CAR_{-1,0} = \sum_{t=-1}^0 AR_t = AR_{-1} + AR_0 \quad (5.9)$$

Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις και οι αντίστοιχοι έλεγχοι για τη στατιστική τους σημαντικότητα αντιπροσωπεύουν το μέσο όρο της οικονομικής επίδρασης του επιχειρηματικού συμβάντος, δηλαδή της συγχώνευσης ή της εξαγοράς, όλων των επιχειρήσεων του δείγματος. Ο έλεγχος καθορίζεται από τη μηδενική υπόθεση ότι η μέση έκτακτη απόδοση είναι ίση με μηδέν, έναντι της εναλλακτικής υπόθεσης ότι είναι διάφορη του μηδενός. Αν ισχύει η μηδενική υπόθεση, τότε οι μετοχές των εταιρειών σημειώνουν μόνο τακτικές αποδόσεις και συνεπώς το επιχειρηματικό γεγονός που εξετάζεται δεν επιφέρει κανέναν αντίκτυπο. Αντίθετα, αν ισχύει η εναλλακτική υπόθεση, τότε οι μετοχές πραγματοποιούν στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις, οι οποίες ουσιαστικά αντιπροσωπεύουν την επίδραση του επιχειρηματικού γεγονότος, όπως αυτή αντικατοπτρίζεται στις μεταβολές των τιμών των μετοχών. Δηλαδή, οι υποθέσεις που καθορίζουν το δίπλευρο στατιστικό έλεγχο είναι οι εξής:

$$H_0: CAR = 0$$

$$H_1: CAR \neq 0$$

Για τη διενέργεια του στατιστικού ελέγχου, αναφορικά με το αν η μέση έκτακτη απόδοση είναι στατιστικά σημαντικά διάφορη του μηδενός, χρησιμοποιείται η ακόλουθη στατιστική:

$$t = \frac{CAR}{s(AR)\sqrt{t_2 - t_1 + 1}} \quad (5.10)$$

Η στατιστική αυτή ακολουθεί την κατανομή t του Student με $N-1$ βαθμούς ελευθερίας, όπου N είναι το μέγεθος του δείγματος. Η χρησιμοποίηση της κατανομής t για την εφαρμογή του στατιστικού ελέγχου στηρίζεται στην υπόθεση ότι το δείγμα των μετοχών προέρχεται από πληθυσμό που ακολουθεί την κανονική κατανομή. Στην ανωτέρω σχέση, $s(AR)$ είναι η δειγματική τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού, η οποία περιλαμβάνει 121 ημέρες από την περίοδο $t=-135$ έως την περίοδο $t=-16$ σε σχέση με την ημέρα ανακοίνωσης μηδέν του γεγονότος. Αυτή η τυπική απόκλιση δεν υπολογίζεται για την περίοδο του γεγονότος, διότι οι αποδόσεις των μετοχών κατά τη συγκεκριμένη περίοδο μπορεί να επηρεάζονται, είτε θετικά είτε αρνητικά, από τις ανακοινώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Συνεπώς, σε μια τέτοια περίπτωση το $s(AR)$ ενδέχεται να είναι μεγαλύτερο ή μικρότερο. Αντίθετα, κατά την περίοδο προσδιορισμού δεν υπάρχουν ανακοινώσεις οπότε εκμηδενίζεται το ενδεχόμενο επίδρασης των ανακοινώσεων στις αποδόσεις των μετοχών. Τέλος, t_1 και t_2 είναι αντίστοιχα η πρώτη και η τελευταία ημέρα υπολογισμού των μέσων αθροιστικών αποδόσεων.

5.3 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάστηκε αναλυτικά η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων, που ουσιαστικά έχει επικρατήσει ως μέθοδος για τη μέτρηση της αποδοτικότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οποιοδήποτε επιχειρηματικό γεγονός θεωρείται ότι αποδεσμεύει και διαχέει πληροφορίες στους επενδυτές αναφορικά με τις εταιρικές δραστηριότητες. Ο σκοπός της συγκεκριμένης μεθοδολογίας είναι να μετρήσει τον αντίκτυπο που έχει η επέλευση κάποιου γεγονότος, όπως αυτός προσδιορίζεται από τις έκτακτες αποδόσεις των χρεογράφων

των εμπλεκόμενων εταιρειών. Η διαφορά ανάμεσα στις πραγματοποιηθείσες και στις αναμενόμενες αποδόσεις των χρεογράφων ονομάζεται έκτακτη ή μη κανονική απόδοση και αντιπροσωπεύει την οικονομική αξία που δημιουργείται από τη συγχώνευση ή την εξαγορά. Η χρησιμοποίηση της μεθοδολογίας ανάλυσης συμβάντων βασίζεται στις ευρέως αποδεκτές υποθέσεις ότι: α) ότι οι αποδόσεις των μετοχών ακολουθούν το υπόδειγμα της αγοράς β) οι αγορές κεφαλαίου είναι αποτελεσματικές δευτέρου βαθμού και γ) τα διαστρωματικά δεδομένα από τα οποία υπολογίζονται οι έκτακτες αποδόσεις δε συσχετίζονται μεταξύ τους.

Η πρακτική εφαρμογή της μεθόδου ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων γίνεται σε πέντε στάδια. Πρώτον, υπολογίζεται το υπόδειγμα της αγοράς σε κάποια περίοδο πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης, το οποίο θα χρησιμοποιηθεί ως μέτρο αναφοράς για τον καθορισμό της κανονικής απόδοσης των μετοχών. Δεύτερον, υπολογίζεται για κάθε ημέρα συμβάντος στην περίοδο $t=-15$ έως $t=+15$ ημέρες η αναμενόμενη απόδοση των μετοχών. Τρίτον, υπολογίζεται η έκτακτη απόδοση των μετοχών, η οποία ορίζεται ως η διαφορά της πραγματοποιηθείσας και της αναμενόμενης απόδοσης. Τέταρτον, χρησιμοποιούνται οι έκτακτες αποδόσεις κάθε μετοχής για τον υπολογισμό της μέσης έκτακτης απόδοσης για κάθε ημέρα συμβάντος. Πέμπτον, υπολογίζεται η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση, η οποία προκύπτει από το άθροισμα των μέσων ημερήσιων έκτακτων αποδόσεων για κάποιο προκαθορισμένο διάστημα. Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις και οι αντίστοιχοι έλεγχοι για τη στατιστική τους σημαντικότητα αντιπροσωπεύουν το μέσο όρο της οικονομικής επίδρασης του επιχειρηματικού συμβάντος, δηλαδή της συγχώνευσης ή της εξαγοράς, όλων των επιχειρήσεων του δείγματος.

ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αγιακλόγλου Ν. Χρήστος και Οικονόμου Σ. Γεώργιος, 2002, «*Μέθοδοι Προβλέψεων και Ανάλυσης Αποφάσεων*», εκδ. Μπένου, Αθήνα
2. Αγιακλόγλου Ν. Χρήστος και Μπένος Ε. Θεοφάνης, 2002, «*Εισαγωγή στην Οικονομετρική Ανάλυση*», εκδ. Μπένου, Αθήνα
3. Gaughan A. Patrick, 2007, "*Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*", John Wiley and Sons Ltd, USA
4. Sudarsanam Sudi, 2003, "*Creating Value from Mergers and Acquisitions, The Challenges*", Prentice Hall, UK
5. Weston J. Fred, Chung S. Kwang and Hoag E. Susan, 1990, "*Mergers, Restructuring and Corporate Control*", Prentice Hall, USA

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

6. Duso Tomaso, Klaus Gugler and Burcin Yurtoglu, September 2006, "Is the Event Study Methodology Useful for Merger Analysis? A comparison of Stock Market and Accounting Data", Social Science Research Center Berlin, Research Unit: Competitive and Industrial Change (CIC working papers), paper SP II 2006-19
7. Παζάρσκης Μιχαήλ, Καραγιώργος Θεοφάνης, Χριστοδούλου Πέτρος και Δρογαλάς Γεώργιος, 2007, «Συγχωνεύσεις, Εξαγορές και Επιχειρηματική Επίδοση : Μια Λογιστική Θεώρηση», Διοικητική Ενημέρωση, τεύχος 42, pp. 55-69
8. Park K. Namgyoo, 2004, "A Guide to Using Event Study Methods in Multi-Country Settings", Strategic Management Journal, vol. 25, pp. 655-668
9. Protopapas G. Panagiotis, Nikolaos G. Travlos and Nikolaos V. Tsagarakis, December 2003, "Mergers and Acquisitions in Greece : Stock Price Reaction of Acquiring and Target Firms", Spoudai, The University of Piraeus Journal of Economics, Business, Statistics and Operational Research, vol. 53, No 4, pp. 80-104
10. Travlos G. Nickolaos, September 1987, "Corporate Takeover Bids, Methods of Payment and Bidding Firms' Stock Return", Journal of Finance, vol. 42 (No 4), pp. 943-963
11. Travlos G. Nickolaos, April-June 1991, "Mergers and Acquisitions", Economic Bulletin Commercial Bank of Greece
12. Travlos G. Nickolaos, 1993, "Mergers and Acquisitions", Economic Bulletin of Hellenic Bank Association, vol. 39-40
13. Travlos N. G. and Papaioannou G., 1991, "Corporate Acquisitions : Method of Payment Effects, Capital Structure Effects and Bidding Firms' Stock returns", Quarterly Journal of Business and Economics

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΠΟΥ ΕΠΙΛΕΧΘΗΚΑΝ

6.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στόχος της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η εξέταση των έκτακτων αποδόσεων που σημείωσαν οι μετοχές των εξαγοραζουσών και εξαγοραζόμενων εταιρειών στην ελληνική κεφαλαιαγορά κατά την περίοδο 1998 έως 2006, όπως αυτές οι αποδόσεις επηρεάζονται από την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς στον ημερήσιο Τύπο. Βάση για την έρευνα που θα εκπονηθεί, υπήρξε το άρθρο «Mergers and Acquisitions in Greece : Stock Price Reaction of Acquiring and Target Firms» των Παναγιώτη Γ. Πρωτόπαπα, Νικόλαου Γ. Τραυλού και Νικόλαου Β. Τσαγκαράκη (2003), στο οποίο παρουσιάστηκαν τα αποτελέσματα έρευνας αναφορικά με την επίδραση που είχε στις μετοχές ελληνικών εταιρειών η ανακοίνωση προτάσεων συγχωνεύσεων κατά την περίοδο 1988-1997.

Τα δεδομένα των ελληνικών εταιρειών που επιλέχθηκαν για την έρευνα που θα διεξαχθεί αφορούν στις ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών, οι οποίες είχαν επιτυχή έκβαση κατά την περίοδο 1998 έως 2006. Τα στοιχεία αντλήθηκαν από τις ετήσιες εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, από τις ανακοινώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών που δημοσιεύτηκαν στην εφημερίδα «Ναυτεμπορική» κατά την εξεταζόμενη περίοδο, καθώς και από τη βάση δεδομένων “Thomson One Banker”. Οι επιλεγθείσες επιχειρήσεις συμμετείχαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο σε συγχωνεύσεις και εξαγορές είτε ως εξαγοράζουσες είτε ως εξαγοραζόμενες. Επιπλέον, στις δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών που εξετάζονται είτε η

εξαγοράζουσα, είτε η εξαγοραζόμενη, είτε και οι δυο εμπλεκόμενες εταιρείες ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της πρόθεσης για συγχώνευση ή εξαγορά στον Τύπο.

Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζονται λεπτομερώς τα δεδομένα που συλλέχθηκαν για την εξέταση της επίδρασης που έχει η ανακοίνωση συγχωνεύσεων και εξαγορών στις μετοχές των ελληνικών επιχειρήσεων κατά την περίοδο 1998 έως 2006. Επίσης, αναφέρονται κάποια ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που διακρίνουν τις ελληνικές επιχειρήσεις και εν μέρει μπορούν να εξηγήσουν τα κίνητρα των συγκεκριμένων εταιρειών και να επηρεάσουν το μέγεθος και την ένταση των δραστηριοτήτων κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

6.2 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1998–2006

Κατά το έτος 1998 πραγματοποιήθηκαν σημαντικές συγχωνεύσεις και εξαγορές στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Στον Πίνακα 6.1 παρατίθενται οι σχετικές δραστηριότητες μεταξύ των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών που έλαβαν χώρα εντός του έτους. Η απόκτηση μεγάλου πακέτου μετοχών της εξαγοραζόμενης εταιρείας από την εξαγοράζουσα περιλαμβάνεται στον Πίνακα 6.1 διότι θεωρείται οπωσδήποτε εξαγορά, εφόσον με αυτόν τον τρόπο η εξαγοράζουσα εταιρεία αποκτά σημαντικό ποσοστό ελέγχου στην εταιρεία-στόχο. Πιο συγκεκριμένα, στον πίνακα αυτό παρουσιάζονται οι 38 εταιρείες, οι οποίες κατά το έτος 1998 ολοκλήρωσαν τις απαραίτητες διαδικασίες και πραγματοποίησαν 15 συγχωνεύσεις με απορρόφηση και 4 εξαγορές δια της απόκτησης μεγάλου πακέτου μετοχών. Ο κλάδος που πρωταγωνίστησε σημειώνοντας τη μεγαλύτερη κινητικότητα ήταν αναμφίβολα ο τραπεζικός τομέας, καθώς από τις 19 συνολικά συναλλαγές, οι 13 αφορούσαν αναδιαρθρώσεις μεγάλων τραπεζικών ιδρυμάτων. Αυτή η εντατικοποίηση των συναλλαγών στον τραπεζικό τομέα οφείλεται στη τάση των ελληνικών τραπεζών να επιλέγουν την εξωτερική ανάπτυξη με σκοπό την επέκταση και ενίσχυση της θέσης τους όχι μόνο στην ελληνική αγορά αλλά και στο χώρο των Βαλκανίων.

Πίνακας 6.1
Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 1998

α/α	Απορροφώσα εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Απορροφώμενη εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Ημερομηνία Ανακοίνωσης
1	EFG Eurobank	Τράπεζες	Τράπεζα Κρήτης	Τράπεζες	29.06.1998
2	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	Τράπεζες	Κτηματική Τράπεζα	Τράπεζες	23.09.1998
3	Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζες	Τράπεζα Μακεδονίας Θράκης	Τράπεζες	10.04.1998
4	EFG Eurobank	Τράπεζες	Τράπεζα Αθηνών	Τράπεζες	19.06.1998
5	EFG Eurobank	Τράπεζες	Post Bank (Bulgaria)	Τράπεζες	–
6	Εγνατία Τράπεζα	Τράπεζες	Τράπεζα κεντρικής Ελλάδος	Τράπεζες	03.08.1998
7	Alpha Τράπεζα Πιστεως	Τράπεζες	Lombard Natwest Bank	Τράπεζες	12.08.1998
8	Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζες	Marathon Bank (ΗΠΑ)	Τράπεζες	–
9	Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζες	Credit Lyonnais Ελλάδος	Τράπεζες	10.09.1998
10	Αργυρ. & Βαρυτ.		Αφοί Ηλιόπουλοι	Αλουμίνια	–
11	Σαράντης ΑΕΒΕ	Καταναλωτικά Αγαθά & Υπηρεσίες	ΤΡΥΛΕΤ	Καταναλωτικά Αγαθά	10.02.1998
12	Ράδιο Αθήναι	Λιανικό Εμπόριο	Galaxy Τηλεοράσεις	Λιανικό Εμπόριο	–
13	Ιατρικό Αθηνών	Υγεία	Ιατρικό Διαβαλκανικό Κέντρο	Υγεία	–
14	INTEPTYΠ	Εκδόσεις Εκτυπώσεις	Επίφάνεια	Εκδόσεις Εκτυπώσεις	10.04.1998
15	ETANE ΑΕ	Κατασκευές	Ευκλείδης	Κατασκευές	01.01.1998
Απόκτηση Μεγάλου Πακέτου Μετοχών					
16	EFG Eurobank	Τράπεζες	Τράπεζα Εργασίας (19%)	Τράπεζες	09.07.1998
17	Deutsche Bank	Τράπεζες	EFG Eurobank (10%)	Τράπεζες	–
18	Interamerican	Ασφάλειες	Γενική Τράπεζα (10%)	Τράπεζες	–
19	Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζες	Τράπεζα Χίου (37,3%)	Τράπεζες	04.12.1998

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και αρχείο Ναυτεμπορικής

Στον Πίνακα 6.2 παρουσιάζονται οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ των εισηγμένων εταιρειών για το έτος 1999. Κατά το συγκεκριμένο έτος πραγματοποιήθηκαν σημαντικές συναλλαγές στην ελληνική αγορά. Ειδικότερα, στον πίνακα αυτό εμφανίζονται οι 45 εισηγμένες εταιρείες που προχώρησαν σε διαδικασίες εσωτερικής αναδιοργάνωσης και κατέληξαν στην υλοποίηση 21 συγχωνεύσεων και εξαγορών, έναντι 19 συναλλαγών το προηγούμενο έτος. Οι κλάδοι με την εντονότερη δραστηριότητα ήταν οι κατασκευές και οι τράπεζες, καθώς από τις επιχειρήσεις που ολοκλήρωσαν τις σχετικές διαδικασίες, 10 ανήκαν στον κατασκευαστικό κλάδο και 8 στον τραπεζικό κλάδο και στον ευρύτερο τομέα παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Πίνακας 6.2
Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 1999

α/α	Απορροφώσα εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Απορροφώμενη εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Ημερομηνία ανακοίνωσης
1	Singular AE	Πληροφορική	Γερμανός AE	Hardware-Software	15.12.1998
2	ETANE AE	Κατασκευές	Ευκλείδης AE	Κατασκευές	-
3	Intracom AE	Ηλεκτρονικός Εξοπλισμός	Ελλ. Τεχνοδ.	Αγορά Μελετών	-
4	Νηρέυς AE	Ιχθυοτροφεία	Σαράντης AE	Γλυκά, Ψάρια Ιχθυοτροφείου	18.01.1999
5	ΑΕΓΕΚ AE	Κατασκευές	ΕΚΤΕΡ AE	Κατασκευές	15.02.1999
6	ΑΤΤΙΚΑΤ AE	Κατασκευές	ΣΙΓΑΛΑΣ AE	Κατασκευές	15.02.1999
7	Κυλινδρόμυλοι Λούλη AE	Άλευρα	Μύλοι Αγίου Γεωργίου AE	Άλευρα	-
8	Τράπεζα Πίστωσης	Τράπεζες	Ιονική Τράπεζα	Τράπεζες	29.03.1999
9	Infoquest AE	Είδη Λύσης Πληροφορικής	Ergodata AE	Computers	08.05.1999
10	Telesis AXE	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	Δωρική Τράπεζα	Τράπεζες	-
11	Παπαέλληνας AE	Καταναλωτικά Αγαθά & Υπηρεσίες	Sportsman AE	Ρούχα, Υποδήματα	03.06.1999
12	Consol Eurofinance Holdings	Συμμετοχών	Τράπεζα Εργασίας	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	-
13	Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζες	-ΑΕΓΕΚ AE -ΤΕΡΝΑ AE -ΓΕΚ AE	Κατασκευές	-
14	Telesis AXE	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	ΔΙΑΣ ΕΕΧ	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	-
15	Κλωστήρια Ναούσης AE	Κλωστούφαντουργία	Δούδος AE	Κλωστούφαντουργία	25.02.1999
16	Επιχειρήσεις Αττικής AE	Συμμετοχών	Γρ. Στρίντζη AE	Ναυτιλιακές Υπηρεσίες	31.08.1999
17	Ελληνική Τεχνοδομική AE	Κατασκευές	ΑΚΤΩΡ AE	Κατασκευές	14.05.1999
18	Intracom AE	Ηλεκτρονικός Εξοπλισμός	-Ελληνική Τεχνοδομική -ΑΚΤΩΡ	Ενεργειακά Έργα	-
19	Blue Circle Industries SA	Τσιμέντα	ΑΓΕΤ Ηρακλής AE	Τσιμέντα	-
20	Μηχανική AE	Κατασκευές	ΒΑΛΚΑΝ ΕΞΠΟΡΤ	Επεξεργασία Ξύλου	-
21	Κλωστήρια Δούδος AE	Κλωστούφαντουργία	Γ. Γιαννούσης AE	Κλωστούφαντουργία	02.11.1999

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιογοράς και αρχείο Ναυτεμπορικής

Η κινητικότητα στον κλάδο των κατασκευών δεν είναι τυχαία και μάλιστα θα συνεχιστεί και τα επόμενα έτη. Αυτό συμβαίνει διότι, εν όψει των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004 και της αλλαγής του νομοθετικού πλαισίου σχετικά με τις προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούν οι κατασκευαστικές εταιρείες προκειμένου να αναλάβουν δημόσια έργα, οι εταιρείες του κλάδου ουσιαστικά εξωθήθηκαν να προβούν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές με άλλες κατασκευαστικές, έχοντας ως αποκλειστικό σκοπό την ενδυνάμωσή τους στην αγορά και την κατάταξή τους στην επιθυμητή κλάση για ανάληψη δημοσίων έργων από το αρμόδιο Υπουργείο.

Στον Πίνακα 6.3 παρουσιάζονται οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που έλαβαν χώρα μεταξύ των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών κατά το έτος 2000. Πιο συγκεκριμένα, 26 εισηγμένες εταιρείες πραγματοποίησαν 13 συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι κλάδοι με τη μεγαλύτερη κινητικότητα ήταν αυτός της πληροφορικής με 6 εταιρείες να ολοκληρώνουν τις διαδικασίες για συγχώνευση με απορρόφηση, καθώς και ο κλάδος των ιχθυοτροφείων με 4 εταιρείες να ολοκληρώνουν τις σχετικές διαδικασίες.

Πίνακας 6.3
Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2000

α/α	Απορροφώσα εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Απορροφώμενη εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Ημερομηνία ανακοίνωσης
1	Singular AE	Πληροφορική	ΔΕΛΤΑ Πληροφορική	Πληροφορική	06.10.1999
2	Singular / ΔΕΛΤΑ	Πληροφορική	Space Hellas	Πληροφορική	14.02.2000
3	Πουλιάδης & Συνεργάτες	Πληροφορική	Despec Hellas	Πληροφορική	–
4	Μπαλάφας Κατασκευαστική Συμμετοχών	Συμμετοχών	Μύλοι Αγίου Γεωργίου	Άλευρα	–
5	Όμιλος Δομική Κρήτης	Κατασκευές	Ικτίνος Ελλάς	Μάρμαρα	12.12.2000
6	Όμιλος Σελόντα	Ιχθυοτροφεία	Νηρεύς Ιχθυοκαλλιέργειες Χίου ΑΕ	Ιχθυοτροφεία	–
7	Νηρεύς Ιχθυοκαλλιέργειες Χίου ΑΕ	Ιχθυοτροφεία	Ελληνικές Ιχθυοκαλλιέργειες	Ιχθυοτροφεία	15.12.2000
8	Notos Com Holdings	Συμμετοχών	Remek	Καλλυντικά	–
9	Alpha Bank AE	Τράπεζα	Alpha Finance	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	30.11.2000
10	Δημοσιογραφικός Οργανισμός Λαμπράκη ΑΕ	Εκδόσεις	Paperpack Τσουκαρίδης ABEE	Προϊόντα Χάρτου	10.06.1999
11	ΓΕΚ ΑΕ	Κατασκευές	ΚΕΚΡΟΨ	Διαχείριση Ακινήτων	–
12	ΓΕΚ ΑΕ	Κατασκευές	ΕΡΜΗΣ	Διαχείριση Ακινήτων	26.06.1999
13	ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών	Συμμετοχών	Κυλινδρόμυλοι Παπαφίλη	Άλευρα	02.08.2000

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και αρχείο Ναυτεμπορικής

Κατά το έτος 2001 πραγματοποιήθηκαν σημαντικές συγχωνεύσεις και εξαγορές στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Ο αριθμός των συναλλαγών ήταν ελαφρά μειωμένος σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Στον Πίνακα 6.4 παρατίθενται οι σχετικές δραστηριότητες μεταξύ των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών που έλαβαν χώρα το έτος 2001. Ειδικότερα, παρουσιάζονται οι 22 εισηγμένες εταιρείες που ολοκλήρωσαν τις απαραίτητες διαδικασίες και πραγματοποίησαν 9 συγχωνεύσεις με απορρόφηση. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι από τις 22 εταιρείες οι περισσότερες (8 εταιρείες) ανήκαν στον κλάδο της πληροφορικής, ενώ επίσης 2 εταιρείες ανήκαν στον κλάδο

της κλωστούφαντουργίας, 2 στον κλάδο της τσιμεντοβιομηχανίας και 2 στον κλάδο της υγείας.

Πίνακας 6.4
Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2001

α/α	Απορροφώσα εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Απορροφώμενη εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Ημερομηνία ανακοίνωσης
1	Alpha Bank ΑΕ	Τράπεζες	Alpha Finance	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	30.11.2000
2	Panafon ΑΕ Τηλεπικοινωνιών	Τηλεπικοινωνίες	Unifon ΑΕ	Πληροφορική & Τηλεπικοινωνίες	22.12.1998
3	Singular ΑΕ	Πληροφορική	ΔΕΛΤΑ Πληροφορική ΑΒΕΕ	Πληροφορική	27.03.2001
4	Infoquest ΑΕΒΕ	Είδη Λύσης Πληροφορικής	Πληροφορική Εργασίας ΑΕΒΕ	Πληροφορική	-
5	Altec ΑΕΒΕ	Είδη Λύσης Πληροφορικής	-Sysware ΑΕ -Unisoft ΑΕ	Πληροφορική Πληροφορική	21.06.2001 21.06.2001
6	Κλωστήρια Ναούσης ΑΕ	Κλωστούφαντουργία	Κ. Δούδος ΑΕ	Κλωστούφαντουργία	15.05.2001
7	ΑΓΕΤ Ηρακλής	Τσιμέντα	Τσιμέντα Χαλκίδος ΑΕ	Τσιμέντα	14.02.2001
8	Notos Com Συμμετοχές ΑΕ	Συμμετοχές	-Παπαέλληνας Καλλυντικά ΑΕ -Σπότησμαν ΑΕ -Ένδυση ΑΕ -Αφοί Λαμπρόπουλοι ΑΕ	Χονδρικό, Λιανικό Εμπόριο	14.05.2001 14.05.2001 14.05.2001
9	Ιατρικό Αθηνών ΕΑΕ	Υγεία	Ιατρικό Αθηνών Κλινική Παλαιού Φαλήρου ΑΕ	Υγεία	25.02.2000

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και αρχείο Ναυτεμπορικής

Η αυξητική τάση σε συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων εταιρειών που παρατηρείται ήδη από τα προηγούμενα έτη, συνεχίζεται και στο έτος 2002. Ένας βασικός λόγος για την έντονη κινητικότητα είναι η χρηματιστηριακή ύφεση αλλά και η μείωση της χρηματιστηριακής αξίας των εισηγμένων εταιρειών, που έκαναν επιτακτικότερη την ανάγκη ενίσχυσης της κεφαλαιακής δομής των εταιρειών. Την περίοδο αυτή το Χρηματιστήριο της Αθήνας περιλαμβάνει μια πληθώρα εισηγμένων εταιρειών, οι οποίες όμως έχουν σχετικά μικρή χρηματιστηριακή αξία και περιορισμένη εμπορευσιμότητα μετοχών. Ουσιαστικά, αυτό σημαίνει ότι τη συγκεκριμένη περίοδο οι μετοχές των εισηγμένων εταιρειών έχουν μικρή διασπορά και μικρότερη ασφάλεια σχετικά με πρακτικές κατάχρησης της αγοράς, οπότε δε συνιστούν ιδιαίτερα ασφαλείς και ελκυστικές επιλογές για τους επενδυτές.

Στον Πίνακα 6.5 παρουσιάζονται οι δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών που έλαβαν χώρα εντός του έτους 2002. Μεγάλη κινητικότητα σημειώθηκε στον κλάδο των κατασκευαστικών εταιρειών εξ

αιτίας των φορολογικών και λοιπών κινήτρων που παρείχε εκείνη τη χρονιά η κυβέρνηση με σκοπό να ενισχύσει αυτές τις εταιρείες, ώστε να μπορούν να αναλάβουν μεγάλης κλίμακας δημόσια έργα. Ιδιαίτερα δραστήριος ήταν και ο κλάδος των ασφαλιστικών εταιρειών. Συνολικά, 36 εισηγμένες εταιρείες προέβησαν στις απαραίτητες διαδικασίες και πραγματοποίησαν 17 συγχωνεύσεις με απορρόφηση. Από αυτές τις εταιρείες, 16 ανήκαν στον κλάδο των κατασκευών, 5 στον κλάδο των ασφαλειών και 4 στον τραπεζικό κλάδο.

Πίνακας 6.5
Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2002

α/α	Απορροφώσα εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Απορροφώμενη εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Ημερομηνία ανακοίνωσης
1	INTRAKOM ΑΕ	Ηλεκτρονικός Εξοπλισμός	INTRASOFT ΑΕ (Κ)	Πληροφορική	19.04.2001
2	ΠΑΝΑΦΟΝ ΑΕΕΤ	Τηλεπικοινωνίες	NEXTNET ΑΕ (Π)	Υπηρεσίες Κινητής Τηλεφωνίας	24.05.2001
3	EFG Eurobank Ergasias ΑΕ	Τράπεζες	TELESIS Τράπεζα Επενδύσεων ΑΕ (Κ)	Τράπεζες	16.03.2001
4	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΑΕΓΑ	Ασφάλειες	ΑΣΠΙΣ Επενδυτική ΑΕΕΧ (Κ)	Εταιρείες Επενδύσεων	17.12.2001
5	ΦΟΙΝΙΞ ΑΕΓΑ	Ασφάλειες	METROLIFE ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΕΑΕΖ (Π)	Ασφάλειες	26.06.2001
6	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΑΤ&ΕΕ	Κατασκευές	Τεχνική Εταιρεία Βόλου ΑΕ (Κ)	Κατασκευές	31.01.2002
7	ΑΤΕ ΓΝΩΜΩΝ (νυν ΕΜΠΕΔΟΣ ΑΕ)	Κατασκευές	ΓΕΚΑΤ ΑΤΕ (Κ)	Κατασκευές	05.07.2001
8	ΑΤΤΙΚΑΤ ΑΤΕ	Κατασκευές	-ΑΤΕΜΚΕ ΑΤΕ (Κ) -Σ ΣΙΓΓΑΛΑΣ ΑΤΕ (Π)	Κατασκευές Κατασκευές	14.08.2002 14.08.2002
9	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ ΑΕ	Κατασκευές	NESTOS ΑΤΤΕΕ (Κ)	Κατασκευές	24.01.2002
10	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ ΑΕ	Κατασκευές	Κ.Ι. Σαραντόπουλος ΑΕ (Κ)	Κατασκευές	19.04.2002
11	ΜΟΧΛΟΣ ΑΕ	Κατασκευές	-κατασκευαστικός κλάδος ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕ -κατασκευαστικός κλάδος ΔΙΕΚΑΤ ΑΤΕ	Κατασκευές Κατασκευές	24.01.2002 24.01.2002
12	ΤΕΡΝΑ ΑΕ	Κατασκευές	κατασκευαστικός κλάδος ΓΕΚ ΑΕ	Κατασκευές	02.02.2002
13	Π.ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ ΑΕΒΕ	Λιανικό Εμπόριο	ΡΑΔΙΟ ΑΘΗΝΑΙ ΑΕΒΕΤΕ (Κ)	Λιανικό Εμπόριο	21.03.2002
14	Alpha Trust Ανδρομέδα ΑΕΕΧ	Εταιρείες Επενδύσεων	Alpha Trust ΩΡΙΩΝ ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΕΕΧ (Κ)	Εταιρείες Επενδύσεων	20.06.2002
15	MICROMEDIA – ΜΠΡΙΤΑΝΝΙΑ ΑΕ	Είδη Πληροφορικής	Γ.Α. ΚΛΑΟΥΔΑΤΟΣ ΑΕΕ (Κ)	Λιανικό Εμπόριο	15.11.2001
16	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος ΑΕ	Τράπεζες	Ε.Τ.Ε.Β.Α. ΑΕ (Κ)	Τράπεζες	23.12.2002
17	Αγροτική ΑΕΕΓΑ	Ασφάλειες	Αγροτική ΑΑΕΖ&Υ (Κ) (παύση διαπραγμάτευσης 2.1.2003)	Ασφάλειες	14.01.2002

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και αρχείο Ναυτεμπορικής

Η έντονη δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών στην ελληνική κεφαλαιαγορά συνεχίστηκε και κατά τον επόμενο χρόνο. Στον Πίνακα 6.6 παρουσιάζονται οι δραστηριότητες μεταξύ των εισηγμένων στο ΧΑΑ επιχειρήσεων για το έτος 2003. Πιο συγκεκριμένα, 16 εισηγμένες εταιρείες προχώρησαν στις σχετικές διαδικασίες που οδήγησαν στην πραγματοποίηση 8 συγχωνεύσεων και εξαγορών. Από τις εταιρείες αυτές οι 5 ανήκαν στον κλάδο των τραπεζών, οι 5 στον κλάδο των επενδύσεων, ενώ από 2 εταιρείες ανήκαν στους κλάδους των διυλιστηρίων, των τηλεπικοινωνιών και της χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing).

Πίνακας 6.6
Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2003

α/α	Απορροφώσα εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Απορροφώμενη εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Ημερομηνία ανακοίνωσης
1	EFG Eurobank Ergasias AE	Τράπεζες	Επενδύσεις Εργασίας Α.Ε.Ε.Χ. (Κ)	Εταιρείες Επενδύσεων	06.11.2002
2	Ελληνική Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου ΑΕ	Εταιρείες Επενδύσεων	Πειραιώς Επενδυτική Α.Ε.Ε.Χ.	Εταιρείες Επενδύσεων	17.09.2002
3	Ελληνικά Πετρέλαια ΑΕ	Διυλιστήρια	Πετρόλα Ελλάς ΑΕΒΕ	Διυλιστήρια	30.05.2003
4	EFG Eurobank Ergasias AE	Τράπεζες	Επενδύσεις Αναπτύξεως Α.Ε.Ε.Χ. (Κ)	Εταιρείες Επενδύσεων	06.11.2002
5	Alpha Bank AE	Τράπεζες	Alpha Επενδύσεων Α.Ε.Ε.Χ. (Κ)	Εταιρείες Επενδύσεων	05.06.2003
6	Lan-Net AE	Τηλεπικοινωνίες	Λαντεκ Τηλεπικοινωνίες ΑΕ (Π)	Τηλεπικοινωνίες	29.07.2003
7	Τράπεζα Πειραιώς ΑΕ	Τράπεζες	ETBA AE	Τράπεζες	23.06.2003
8	Πειραιώς Χρηματοδοτικές Μισθώσεις ΑΕ	Χρηματοδοτικής Μίσθωσης	ETBA Leasing AE	Χρηματοδοτικής Μίσθωσης	01.04.2003

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και αρχείο Ναυτεμπορικής

Το έτος 2004 οι αναδιρθρώσεις των ελληνικών επιχειρήσεων μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών ήταν περιορισμένες μεταξύ των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών. Στον Πίνακα 6.7 παρουσιάζονται οι συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν εντός του έτους μεταξύ των εισηγμένων εταιρειών. Ειδικότερα, αναφέρονται οι 8 εισηγμένες επιχειρήσεις που πραγματοποίησαν 4 συγχωνεύσεις με απορρόφηση. Τη χρονιά αυτή οι δραστηριότητες μεταξύ των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών ήταν μειωμένες κατά 50% σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Ένα χαρακτηριστικό στοιχείο που προκύπτει από τον Πίνακα 6.7 είναι ότι από τις 8 επιχειρήσεις που ολοκλήρωσαν τις απαραίτητες διαδικασίες, οι 4 ανήκαν στον κλάδο των εταιρειών επενδύσεων.

Πίνακας 6.7
Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2004

α/α	Απορροφώσα εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Απορροφώμενη εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Ημερομηνία ανακοίνωσης
1	Comm Group AE	Εταιρείες Συμμετοχών & Παροχής Συμβουλών	Marfin Clasic A.E.E.X.	Εταιρείες Επενδύσεων	27.05.2003
2	Alpha Trust Ανδρομέδα ΑΕΕΧ	Εταιρείες Επενδύσεων	Alpha Trust Asset Management ΑΕΕΧ	Εταιρείες Επενδύσεων	06.03.2003
3	Ερμής Επιχειρήσεις Ακινήτων ΑΕ	Διαχείριση Ακίνητης Περιουσίας	Γενική Εταιρεία Κατασκευών ΑΕ	Διαχείριση Ακίνητης Περιουσίας	02.01.2002
4	Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος ΑΕ	Τράπεζες	Εμπορική Επενδυτική ΑΕ	Εταιρείες Επενδύσεων	14.05.2004

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και αρχείο Ναυτεμπορικής

Σε αντίθεση με τις εταιρικές αναδιαρθρώσεις μεταξύ εισηγμένων εταιρειών που ήταν περιορισμένες, οι δραστηριότητες μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιρειών σημείωσαν αυξητική τάση εντός του έτους 2004. Ειδικότερα, 28 εισηγμένες εταιρείες απορρόφησαν 42 μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες. Όπως φαίνεται και στον Πίνακα 6.8 από τις εισηγμένες εξαγοράζουσες εταιρείες 6 ανήκαν στον κλάδο του λιανικού εμπορίου, 3 στον κλάδο των τροφίμων και ποτών, 2 στον κλάδο των ιχθυοτροφείων, 2 στον κλάδο της πληροφορικής, ενώ μικρότερη συμμετοχή είχαν οι υπόλοιποι κλάδοι. Επίσης, οι μετοχές δυο εισηγμένων εταιρειών (Ενεργός Holding και Sea Farm Ionian Ιχθυοκαλλιέργειες) τελούσαν υπό καθεστώς αναστολής των διαπραγματεύσεών τους.

Πίνακας 6.8
Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2004

α/α	Εισηγμένη εταιρεία - Απορροφώσα	Κλάδος δραστηριότητας	Απορροφώμενη εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Ημερομηνία ανακοίνωσης
1	Comm Group AE	Εταιρείες Συμμετοχών & Παροχής Συμβουλών	Maritime & Financial Holdings (πρώην Marfin ΑΕΠΕΥ)	Μη Εισηγμένη	27.05.2003
2	Μύλοι Λούλη ΑΕ	Τρόφιμα	Μύλοι Αγίου Γεωργίου ΑΕ	Μη Εισηγμένη	01.12.2003
3	Ακρίτας ΑΕ	Προϊόντα Ξύλου & Φελλού	Πράξις ΑΕ	Μη Εισηγμένη	26.06.2003
4	Μουσικός Οίκος Φίλιππος Νάκας ΑΒΕΕΤΕ	Χονδρικό Εμπόριο	Ελληνική Μουσική Εταιρεία ΑΕ	Μη Εισηγμένη	16.02.2004
5	Ενεργός Holding ΑΕΜΕΤ (πρώην ΑΛΚΑΡ ΑΕΜΕΤ)	Υπό αναστολή	Σιθωνία Μητς Πόρτο Καρράς ΑΕ	Μη Εισηγμένη	18.07.2003
6	EFG Eurobank Ergasias	Τράπεζες	Q Διαχείριση Συστημάτων	Μη Εισηγμένη	–
7	Vivere Entertainment Εμπορική & Συμμετοχών ΑΕ	Λιανικό Εμπόριο	Καταστήματα Μουσικής Γλυφάδας Μονοπρόσωπη ΕΠΕ	Μη Εισηγμένη	24.07.2003

Πίνακας 6.8 : Συνέχεια

8	Forthnet AE	Τηλεπικοινωνίες	Ellas Net AE	Μη Εισηγμένη	01.04.2004
9	Γρ. Σαράντης ABEE	Χονδρικό Εμπόριο	-Sanitas Sanitas AE -Lobelín Pharmacare	Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη	07.01.2004 07.01.2004
10	ΔΙΑΣ Ιχθυοκαλλιέργειες ABEE	Ιχθυοτροφεία	Γιαννέτας ΑΕΒΕ	Μη Εισηγμένη	17.05.2004
11	Notos Com Συμμετοχές ΑΕΒΕ Σαράντης ΑΕΒΕ	Λιανικό Εμπόριο	Μπιγκ Στι Κορπορεισιον	Μη Εισηγμένη	-
12	Βιοτεχνία Γλυκών Κουταλιού	Σημαντικών Αλλαγών Δραστηριότητας	FEEDUS ΑΕΒΕ	Μη Εισηγμένη	09.01.2004
13	Εκδόσεις Λυμπέρη ΑΕ	Εκδόσεις Εκτυπώσεις	Liberis Athens AE	Μη Εισηγμένη	30.12.2003
14	Γενική Εμπορίου & Βιομηχανίας ΑΕ	Χονδρικό Εμπόριο	HELCAST AE	Μη Εισηγμένη	25.06.2004
15	PROFILE ΑΕΒΕ	Πληροφορική	Ανάλυσις Συστήματα Πληροφορικής ΑΕ	Μη Εισηγμένη	12.05.2004
16	NTIONIK AE	Χονδρικό Εμπόριο	-ΕΥΡΩΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΕ -Unkid Hellas AE	Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη	20.01.2004 20.01.2004
17	AB Βασιλόπουλος ΑΕ	Λιανικό Εμπόριο	ΤΡΟΦΟ ΑΕ	Μη Εισηγμένη	29.06.2001
18	Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος ΑΕ	Τράπεζες	-Εμπορική Τράπεζα Επενδύσεων ΑΕ Εμπορική -Factoring ΑΕ Εμπορική Κεφαλαίου & Συμμετοχών ΑΕ	Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη	23.04.2004 23.04.2004
19	ΕΛΤΟΝ Διεθνούς Εμπορίου ΑΕΒΕ	Χονδρικό Εμπόριο	Μοσχολιάς Προϊόντα Χημικής Βιομηχανίας	Μη Εισηγμένη	11.11.2003
20	Τράπεζα Πειραιώς ΑΕ	Τράπεζες	-Πειραιώς Finance ΑΕ -Πειραιώς Συμβουλευτική Επενδύσεων ΑΕ -Πειραιώς Επιχειρηματικών Συμμετοχών ΑΕ	Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη	30.06.2004 30.06.2004 30.06.2004
21	Π.Γ. Νίκας ΑΒΕΕ	Τρόφιμα	Νίκας Θεσσαλονίκη ΑΒΕΑ	Μη Εισηγμένη	29.06.2004
22	Υιοί Χ. Κασέλη ΑΒΕΕ	Τρόφιμα	CIBUS AE	Μη Εισηγμένη	01.10.2004
23	Sea Farm Ionian Ιχθυοκαλλιέργειες ΑΕ	Υπό αναστολή	PERCO Ιχθυοκαλλιέργειες ΑΕ	Μη Εισηγμένη	27.09.2004
24	Ντρουκαρμπεν Ελλάς ΑΕΒΕ	Χονδρικό Εμπόριο	Ιντερνασιοναλ Ήλιος Κοταχεμ ΑΕΒΕ	Μη Εισηγμένη	17.10.2001
25	Γενική Τράπεζα της Ελλάδος	Τράπεζες	Γενική ΑΧΕΠΕΥ	Μη Εισηγμένη	29.10.2004
26	ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ	Ιχθυοτροφεία	Οινούσες Ιχθυοκαλλιεργητική ΑΕ	Μη Εισηγμένη	26.06.2004
27	LOGICDIS AE	Πληροφορική	-Α.Ι.Ρ.Σ. Consulting Μονοπρόσωπη ΕΠΕ Εμπειρογνομών ΑΕ -Infoserne ΑΕ Παροχής Υπηρεσιών Πληροφορικής -LOGICIN AE	Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη	29.07.2004 29.07.2004
28	Γρηγόρης Μικροεύματα ΑΒΕΕ	Εστιατόρια	Food Court Πολλαπλής Εστίασης ΑΕ	Μη Εισηγμένη	08.10.2004

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και αρχείο Ναυτεμπορικής

Το έτος 2005 οι συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών στην ελληνική αγορά ήταν σχετικά περιορισμένες μεταξύ των εισηγμένων εταιρειών, ενώ ήταν ιδιαίτερα αυξημένες μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων. Στον Πίνακα 6.9 παρατίθενται οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν κατά το έτος 2005 μεταξύ των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών. Οι συναλλαγές μεταξύ εισηγμένων που είχαν επιτυχή έκβαση ήταν 7 για το τρέχον έτος, έναντι 4 το 2004 και 8 το 2003. Ένα χαρακτηριστικό στοιχείο που προκύπτει από τον Πίνακα 6.9 είναι ότι οι κλάδοι με τη μεγαλύτερη δραστηριότητα ήταν οι τράπεζες και οι εταιρείες επενδύσεων, καθώς από τις συνολικά 16 εταιρείες που ολοκλήρωσαν τις σχετικές διαδικασίες 6 ανήκαν στον κλάδο των τραπεζών και 6 στον κλάδο των εταιρειών επενδύσεων.

Πίνακας 6.9
Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2005

α/α	Απορροφώσα εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Απορροφώμενη εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Ημερομηνία ανακοίνωσης
1	Alpha Bank ΑΕ	Τράπεζες	ΔΕΛΤΑ Singular ΑΕ	Πληροφορική	10.06.2004
2	Τράπεζα Πειραιώς ΑΕ	Τράπεζες	Πειραιώς Real Estate Development Financing ΑΕ	Σημαντικών Αλλαγών	27.12.2004
3	Τράπεζα Πειραιώς ΑΕ	Τράπεζες	Ελληνική Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου ΑΕ	Εταιρείες Επενδύσεων	07.04.2005
4	ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ	Ιχθυοτροφεία	FEEDUS ΑΕΒΕ	Σημαντικών Αλλαγών	29.12.2004
5	Τράπεζα ΕFG Eurobank Ergasias ΑΕ	Τράπεζες	Πρόδος Ελληνικές Επενδύσεις ΑΕ	Εταιρείες Επενδύσεων	10.06.2005
6	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος ΑΕ	Τράπεζες	Εθνική Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου ΑΕ	Εταιρείες Επενδύσεων	13.05.2005
7	PROTON Επενδυτική Τράπεζα ΑΕ	Τράπεζες	-ARROW ΑΕΕ.Χ -Ευρωδυναμική ΑΕΕΧ -Εξέλιξη ΑΕΕΧ	Εταιρείες Επενδύσεων	31.03.2005 31.03.2005 31.03.2005

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και αρχείο Ναυτεμπορικής

Το έτος 2005, η δραστηριότητα μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιρειών διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα. Στον Πίνακα 6.10 παρουσιάζονται οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που έλαβαν χώρα μεταξύ των εισηγμένων και μη εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών κατά το έτος 2005. Το έτος αυτό, 27 εισηγμένες εταιρείες απορρόφησαν μέσω συγχώνευσης 39 μη εισηγμένες εταιρείες. Η μετοχή μιας από τις εισηγμένες εταιρείες (Sea Farm Ionian Ιχθυοκαλλιέργειες ΑΕ) τελούσε υπό καθεστώς αναστολής διαπραγμάτευσης.

Πίνακας 6.10
Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων
στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2005

a/a	Εισηγμένη εταιρεία - Απορροφώσα	Κλάδος δραστηριότητας	Απορροφώμενη εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Ημερομηνία ανακοίνωσης
1	Papergack Τσουκαρίδης Ι. ΑΒΕΕ	Προϊόντα Χάρτου	Ευρωκτίσμα ΑΕ	Μη Εισηγμένη	29.06.2004
2	Ι. Κλουκίνας – Ι. Λάμπρας ΑΕ	Κατασκευές	Υιοί Παπαγιάννη ΑΕ	Μη Εισηγμένη	17.11.2004
3	Γ. Λεβεντάκης Textiles Βαμβάκι Νήμα Ύφασμα Συμμετοχές ΑΕ	Σημαντικών Αλλαγών Δραστηριότητας	-BIBATOM ΑΕ -BELCOT ΑΕ	Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη	03.03.2005 03.03.2005
4	Ελληνικά Χρηματιστήρια ΑΕ Συμμετοχών	Εταιρείες Συμ/χών & Παροχής Συμβουλών	Ανάπτυξη Συστημάτων & Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς (ΑΣΥΚ) ΑΕ	Μη Εισηγμένη	24.12.2003
5	Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος	Τράπεζες	-ΚΑΔΜΟΣ ΑΕ Επιχειρηματικών Δραστηριοτήτων	Μη Εισηγμένη	14.05.2004
			-ΚΑΔΜΟΣ ΑΕ Επενδυτικών Πρωτοβουλιών	Μη Εισηγμένη	14.05.2004
			-ΚΑΔΜΟΣ ΑΕ Επενδύσεων & Παροχής Υπηρεσιών	Μη Εισηγμένη	14.05.2004
6	Ελληνικά Ιχθυοκαλλιέργειες ΑΒΕΕ	Ιχθυοτροφεία	-Ιχθυοτροφείο Αγίου Θωμά Πρέβεζας ΑΕ	Μη Εισηγμένη	23.12.2004
			-Ιχθυοκαλλιέργειες Δ. Νικολάου ΑΕ	Μη Εισηγμένη	23.12.2004
			-Ιχθυοκαλλιέργειες Άγγελος Βακρινός ΑΕ	Μη Εισηγμένη	23.12.2004
			-Ιχθυοτροφεία Βούρλια Βοιωτίας ΑΕ	Μη Εισηγμένη	23.12.2004
			-Ιχθυοτροφική Εμπορική Λάρυμνας ΑΕ	Μη Εισηγμένη	23.12.2004
			-Ιχθυοτροφεία Κάβο Ντόρο Μονοπρόσωπη ΕΠΕ	Μη Εισηγμένη	23.12.2004
7	ΙΛΥΔΑ ΑΕ	Πληροφορική	Diosourides ΑΕ	Μη Εισηγμένη	12.07.2004
8	ΙΠΠΟΤΟΥΡ ΑΕ	Γεωργία & Κτηνοτροφία	ΜΠΟΝΟ Ιντερνάσιοναλ ΑΕΒΕ	Μη Εισηγμένη	07.07.2004
9	Microland ΑΕΒΕ	Λιανικό Εμπόριο	ALTCOM ΑΕ	Μη Εισηγμένη	10.12.2004
10	Γερμανός ΑΒΕΕ	Υπηρεσίες Κινητής Τηλεφωνίας	NG Systems Hellas ΑΕ	Μη Εισηγμένη	14.01.2005
11	INFORM Π. ΛΥΚΟΣ ΑΕ	Πληροφορική	INFORM Processing ΑΕ	Μη Εισηγμένη	30.12.2004
12	HITECH SNT ΑΕ	Πληροφορική	ΤΗΛΕΔΑΝΟΣ ΑΕΕ	Μη Εισηγμένη	30.12.2004
13	ΗΡΑΚΛΗΣ ΑΓΕΤ	Μη Μεταλλικά Ορυκτά & Τσιμέντα	EMMY Κτιριακά Στοιχεία ΑΕ	Μη Εισηγμένη	20.04.2005
14	NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕΒΕ	Λιανικό Εμπόριο	ΑΙΑΚΟΣ ΑΕ	Μη Εισηγμένη	21.09.2005
15	ΔΙΑΣ Ιχθυοκαλλιέργειες ΑΒΕΕ	Ιχθυοτροφεία	Red Hook ΕΠΕ	Μη Εισηγμένη	05.01.2005
16	Space Hellas ΑΕ	Πληροφορική	Space Net Τηλεπικοινωνιακές Υπηρεσίες ΑΕ	Μη Εισηγμένη	22.12.2004
17	SATO ΑΕ	Βιομηχανία Επίπλων	-BoConcept ΑΕ -Versa ΑΕ	Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη	29.06.2005 29.06.2005
18	Ελληνικά Ιχθυοκαλλιέργειαι ΑΒΕΕ	Ιχθυοτροφεία	Αναγνώστου ΑΕ Ιχθυοκαλλιέργειες Αττικής	Μη Εισηγμένη	30.06.2005

Πίνακας 6.10 : Συνέχεια

19	Sea Farm Ionian Ιχθυοκαλλιέργειες ΑΕ	Υπό αναστολή	-Ιχθυο Ελληνικές Θαλάσσιες Καλλιέργειες ΑΕ -Ιχθυοτεχνολογία ΑΕ	Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη	02.02.2005 02.02.2005
20	ALBIO ΑΕ Συμμετοχών	Εταιρείες Συμμετοχών & Παροχής Συμβουλών	ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ ΑΕ	Μη Εισηγμένη	28.06.2005
21	ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ ΑΕ	Μη Μεταλλικά Ορυκτά & Τσιμέντα	ΙΚΤΙΝΟΣ ΛΑΤΟΜΙΚΗ ΑΕ	Μη Εισηγμένη	20.10.2005
22	LOGICDIS ΑΕ	Πληροφορική	-Πληροφόρησης "Knowledge ΑΕ" -LOGIC DIS Global Services ΑΕ	Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη	-
23	ΕΛΒΕ Ενδυμάτων ΑΕ	Είδη Ενδυμασίας	ΟΑKS ΑΒΕΕ	Μη Εισηγμένη	03.10.2005
24	ΔΙΑΣ Ιχθυοκαλλιέργειες ΑΒΕΕ	Ιχθυοτροφεία	Θ.Δ. Κυπραίος Ιχθυοκαλλιέργειες ΑΕ	Μη Εισηγμένη	02.01.2006
25	VIVERE Entertainment ΑΕ	Λιανικό Εμπόριο	Καταστήματα Μουσικής Ηρακλείου Κρήτης ΑΕ	Μη Εισηγμένη	24.07.2003
26	INTRAKOM ΑΕ	Ηλεκτρικός Εξοπλισμός	INTRAKOM ΑΕ Παροχής Υπηρεσιών Πληροφορικής & Επικοινωνιών	Μη Εισηγμένη	-
27	Καταστήματα Αφορολόγητων Ειδών ΑΕ	Λιανικό Εμπόριο	The Nuance Group (Ελλάς) Γενική Εμπορική ΑΕ	Μη Εισηγμένη	-

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και αρχείο Ναυτεμπορικής

Το έτος 2006 οι εταιρικές αναδιρθρώσεις στην ελληνική αγορά ήταν μάλλον περιορισμένες μεταξύ των εισηγμένων εταιρειών, ενώ αντίθετα ήταν αυξημένες μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιρειών. Στον Πίνακα 6.11 παρουσιάζονται οι σχετικές δραστηριότητες μεταξύ εισηγμένων εταιρειών για το έτος 2006. Το έτος αυτό πραγματοποιήθηκαν 7 συναλλαγές που οδήγησαν στη συγχώνευση με απορρόφηση 16 συνολικά εταιρειών. Ο αριθμός των συναλλαγών διατηρήθηκε στα ίδια επίπεδα με το 2005. Από τις εισηγμένες εταιρείες που προχώρησαν σε συγχώνευση, δυο ανήκαν στον κατασκευαστικό κλάδο, τρεις στον κλάδο τροφίμων, δυο στον κλάδο επενδύσεων, μια στον κλάδο εστίασης, δυο στον κλάδο μη σιδηρούχων μετάλλων, δυο στον κλάδο ρουχισμού, μια στον κλάδο υποστηρικτικών υπηρεσιών προς επιχειρήσεις και μια στον κλάδο διαχείρισης ακίνητης περιουσίας.

Πίνακας 6.11
Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2006

α/α	Απορροφώσα εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Απορροφώμενη εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Ημερομηνία ανακοίνωσης
1	ΑΕΓΕΚ ΑΕ	Κατασκευές	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ ΑΤΕ	Κατασκευές	30.06.2005
2	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος ΑΕ	Τράπεζες	Εθνική Ακινήτων ΑΕ	Υποστηρικτικές Υπηρεσίες	29.07.2005
3	Interinvest Διεθνής Επενδυτική Α.Ε.Ε.Χ.	Εταιρείες Επενδύσεων	NEXUS Επενδυτική Α.Ε.Ε.Χ.	Εταιρείες Επενδύσεων	29.08.2005
4	ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ	Μη Σιδηρούχα Μέταλλα	FITCO ΑΕ	Μη Σιδηρούχα Μέταλλα	31.01.2006
5	ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών ΑΕ	Τρόφιμα	-Chipita International ΑΕ	Τρόφιμα Εστίαση Τρόφιμα	19.12.2005
			-Goody's ΑΕ		19.12.2005
			-Μπάμπια Στάθης Γενική Τροφίμων ΑΕ		19.12.2005
6	SCIENS Διεθνής ΑΕ	Διαχείριση Ακίνητης Περιουσίας	ΔΙΟΛΚΟΣ Α.Ε.Ε.Χ.	Εταιρείες Επενδύσεων	11.09.2006
7	Κλωστήρια Ναούσης ΑΕ	Ρουχισμός & Αξεσουάρ	FANCO ΑΕ	Ρουχισμός & Αξεσουάρ	20.03.2006

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 2006

Το έτος 2006 σημειώθηκε έντονη κινητικότητα στις δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών, ακολουθώντας την τάση του προηγούμενου έτους. Στον Πίνακα 6.12 παρουσιάζονται οι συγχωνεύσεις και εξαγορές κατά τις οποίες οι εξαγοράζουσες εταιρείες είναι εισηγμένες, ενώ οι εξαγοραζόμενες λειτουργούν εξωχρηματιστηριακά. Ειδικότερα, παρατίθενται οι 23 εισηγμένες εταιρείες που απορρόφησαν μέσω συγχώνευσης 32 μη εισηγμένες. Και αυτό το έτος χαρακτηρίζεται από μια πληθώρα κλάδων στους οποίους πραγματοποιήθηκαν εταιρικές αναδιαρθρώσεις. Πιο συγκεκριμένα, από τις εισηγμένες απορροφώσες εταιρείες δυο ανήκαν στον κατασκευαστικό κλάδο, δυο στον τραπεζικό, τρεις στον κλάδο της αλιείας και των ιχθυοκαλλιεργειών, δυο στον κλάδο των τροφίμων, μια στον κλάδο επενδύσεων, μια στον κλάδο μη σιδηρούχων μετάλλων, μια στον κλάδο τροφίμων, μια στον κλάδο ρουχισμού και μια στον κλάδο διαχείρισης ακίνητης περιουσίας. Τέλος, διάφοροι άλλοι κλάδοι, όπως το λιανικό εμπόριο ή το διαδίκτυο, είχαν μικρότερη συμμετοχή στις δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών για το έτος 2006.

Πίνακας 6.12
Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων
στο ΧΑΑ εταιρειών για το 2006

α/α	Εισηγμένη εταιρεία - Απορροφώσα	Κλάδος δραστηριότητας	Απορροφώμενη εταιρεία	Κλάδος δραστηριότητας	Ημερομηνία ανακοίνωσης
1	Γερμανός ΑΒΕΕ	Εξειδικευμένο Λιανικό Εμπόριο	Π. Γερμανός ΑΕΒΕ	Μη Εισηγμένη	-
2	Euroline Επενδυτική ΑΕΕΧ	Εταιρείες Επενδύσεων	Marfin Global Investments ΑΕΕΧ	Μη Εισηγμένη	24.03.2005
3	Μπάλλης Χημικά ΑΕΒΕ	Βασικά Χημικά	ΛΑΜΔΑ Ντιπέρτζεντ ΑΕ	Μη Εισηγμένη	02.11.2005
4	ΑΕΓΕΚ ΑΕ	Κατασκευές	ΜΕΤΩΝ ΑΕ	Μη Εισηγμένη	30.06.2005
5	Τράπεζα ΕFG Eurobank Ergasias	Τράπεζες	INTERTRUST ΑΕΔΑΚ	Μη Εισηγμένη	-
6	Forthnet ΑΕ	Διαδίκτυο	Μεσογειακές Ευρυζωνικές Υπηρεσίες ΑΕ	Μη Εισηγμένη	22.12.2005
7	ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών ΑΕ	Τρόφιμα	ΔΕΛΤΑ Πρότυπος Βιομηχανία Γάλακτος ΑΕ	Μη Εισηγμένη	19.12.2005
8	ΕΔΡΑΣΗ Χ. Ψαλλίδας ΑΤΕ	Κατασκευές	EDRATEC ΑΕ	Μη Εισηγμένη	03.04.2006
9	Επενδυτική Τράπεζα ΑΕ	Τράπεζες	-ΩΜΕΓΑ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ -PROTON ΑΧΕΠΕΥ	Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη	27.01.2006 27.01.2006
10	Ελληνικά Χρηματιστήρια ΑΕ	Επενδυτικές Υπηρεσίες	-Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών ΑΕ -Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγωγών ΑΕ	Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη	20.12.2005 20.12.2005
11	Επιχειρήσεις Ήχου & Εικόνας ΑΕ	Τηλεόραση & Ψυχαγωγία	ΠΡΟΟΠΤΙΚΗ ΑΕ	Μη Εισηγμένη	31.01.2006
12	Πλαστικά Θράκης ΑΒΕΕ	Εξειδικευμένα Χημικά	ΘΡΑΠΛΑΣΤ ΜΕΓΑΣΑΚΚΟΙ ΑΒΕΕ	Μη Εισηγμένη	10.01.2006
13	ΒΑΡΔΑΣ ΑΕΒΕΕ	Εμπόριο Ενδυμάτων	Αφοι Διβάρη ΑΕΓΕ	Μη Εισηγμένη	28.06.2006
14	Κλωστήρια Ναούσης ΑΕ	Ρουχισμός & Αξεσουάρ	-Κλωστήρια Ροδόπης ΑΕ -GALLOP ΑΕΒΕ	Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη	20.03.2006 20.03.2006
15	ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ	Γεωργία & Αλιεία	-Ιχθυοτροφεία Φωκίδος ΑΕ -Ιχθυοτροφεία Μυλοκόπη ΑΕ -Eurocaterers ΑΕ -Interpesca ΑΕ	Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη	20.09.2006 20.09.2006 20.09.2006 20.09.2006
16	Coca Cola 3E ΑΕ	Αναψυκτικά	ΤΕΛΕΡΞ ΑΒ&ΕΕ	Μη Εισηγμένη	-
17	ΔΙΑΣ Ιχθυοκαλλιέργειες ΑΒΕΕ	Γεωργία & Αλιεία	Μαλιακός Ιχθυοκαλλιέργειες ΑΒΕΕ	Μη Εισηγμένη	29.03.2006
18	Αφοι Κορδέλλου ΑΕΒΕ	Χάλυβας	Ν. Ρούσσος ΑΕ	Μη Εισηγμένη	28.07.2006
19	Singular Logic ΑΕ	Υπηρεσίες Ηλεκτρονικών Υπολογιστών	Singular Software ΑΕ	Μη Εισηγμένη	02.10.2006
20	Σφακιανάκης ΑΕ&ΒΕ	Εξειδικευμένο Λιανικό Εμπόριο	-AUTOTEAM ΑΕ&ΒΕ -AUTOLINK ΑΕ&ΒΕ -AUTOFORUM ΑΕ -CADILLAC HELLAS ΑΕ	Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη Μη Εισηγμένη	30.10.2006 30.10.2006 30.10.2006 30.10.2006
21	Lannet Τηλεπικοινωνίες ΑΕ	Σταθερή Τηλεφωνία	Telepassport Hellas ΑΕ	Μη Εισηγμένη	30.06.2006
22	Π.Γ. ΝΙΚΑΣ ΑΒΕΕ	Τρόφιμα	ΝΙΚΑΣ Κρήτη ΑΒΕΤ	Μη Εισηγμένη	30.12.2005
23	Interfish Ιχθυοκαλλιέργειες ΑΕ	Γεωργία & Αλιεία	ΤΡΙΑΙΝΑ Ιχθυοκαλλιέργειες ΑΕ	Μη Εισηγμένη	-

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και αρχείο Ναυτεμπορικής

Τελικά, τα δεδομένα σχετικά με τις αναδιρθρώσεις των ελληνικών επιχειρήσεων αφορούν όλες τις επιτυχείς συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1988 έως 2006, όπως αυτές παρουσιάστηκαν στους Πίνακες 6.1 έως 6.12. Όλα τα προαναφερθέντα στοιχεία σχετικά με τις εξαγοράζουσες εταιρείες και τις εταιρείες-στόχους στην ελληνική κεφαλαιαγορά συνοψίζονται στον Πίνακα 6.13, στον οποίο παρουσιάζεται η κατανομή των συγχωνεύσεων και εξαγορών για την εξεταζόμενη περίοδο.

Πίνακας 6.13
Κατανομή εξαγοραζουσών και εξαγοραζόμενων εταιρειών βάσει του ετήσιου αριθμού συγχωνεύσεων και εξαγορών (1998–2006)

Έτος	Εξαγοράζουσες εταιρείες	Εξαγοραζόμενες εταιρείες	Σύνολο
1998	19	19	38
1999	21	24	45
2000	13	13	26
2001	9	11	20
2002	17	19	36
2003	8	8	16
2004	30	38	68
2005	33	48	81
2006	26	41	67
Σύνολο	176	221	397

Τα δεδομένα που θα επεξεργαστούν στατιστικά αφορούν μόνο εκείνες τις συγχωνεύσεις και εξαγορές για τις οποίες βρέθηκαν ανακοινώσεις στην οικονομική εφημερίδα «Ναυτεμπορική», καθώς και στη βάση δεδομένων “Thomson One Banker”. Ως ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς θεωρείται η δημοσίευση στον ημερήσιο Τύπο της πληροφορίας που κοινοποιεί στο επενδυτικό κοινό την πρόθεση μιας επιχείρησης να προβεί σε συγχώνευση ή εξαγορά με μια άλλη. Από τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις τουλάχιστον η μία πρέπει να είναι εισηγμένη στο ΧΑΑ. Η μεθοδολογία που θα χρησιμοποιηθεί προκειμένου να εκτιμηθούν οι μεταβολές των τιμών των μετοχών κατά την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι η ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων. Πρέπει να σημειωθεί ότι για την εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθοδολογίας καθοριστική σημασία έχει η ημερομηνία της πρώτης ανακοίνωσης στον Τύπο της πρόθεσης για συγχώνευση ή εξαγορά και όχι η ημερομηνία υλοποίησης της συμφωνίας.

6.3 ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

Η γενικότερη διεθνής τάση υπέρ της συγκέντρωσης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων σε ενιαίως διοικούμενες εταιρείες μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών επηρέασε και τις ελληνικές εταιρείες, την περίοδο 1998 έως 2006, με αποτέλεσμα οι όμιλοι εταιρειών στο ΧΑΑ να χαρακτηρίζονται από μεγάλο αριθμό εισηγμένων θυγατρικών. Πράγματι, πολλές από τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ αποτελούν θυγατρικές ομίλων εταιρειών, των οποίων η μητρική εταιρεία είναι επίσης εισηγμένη. Οι θυγατρικές αυτές ασκούν παρεμφερείς ή συμπληρωματικές μεταξύ τους δραστηριότητες και μεγάλο μέρος του κύκλου εργασιών τους προέρχεται από διεταιρικές πωλήσεις προς άλλες συνδεδεμένες στον ίδιο όμιλο εταιρείες. Η ολοένα και μεγαλύτερη ανάπτυξη των ομίλων εταιρειών ενισχύθηκε κατά την περίοδο της μεγάλης χρηματιστηριακής ανόδου (κυρίως την τριετία 1999 έως 2001), κατά τη διάρκεια της οποίας αρκετές εταιρείες προχώρησαν σε κάποια μορφή απέκδυσης και στη συνέχεια οι νέες εταιρείες που προέκυψαν εισηχθήκαν στο χρημαστήριο με σκοπό την ενίσχυση της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας του ομίλου στον οποίο ανήκαν.

Συνέπεια της επέκτασης των ομίλων εταιρειών ήταν η αύξηση του αριθμού των εισηγμένων εταιρειών και η διακίνηση στο ΧΑΑ μεγάλου αριθμού μετοχών από εταιρείες όμως μικρής χρηματιστηριακής αξίας, συγκριτικά με τις ανεπτυγμένες ευρωπαϊκές αγορές. Η ετήσια Έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για το 2001 αναφέρει χαρακτηριστικά ότι ο αριθμός των εισηγμένων εταιρειών στο ΧΑΑ είναι σχεδόν ίδιος με αυτόν του χρηματιστηρίου του Μιλάνου, το οποίο όμως έχει πολλαπλάσια χρηματιστηριακή αξία. Επιπλέον και ο μέσος όρος της χρηματιστηριακής αξίας ανά εταιρεία στο ΧΑΑ είναι από τους χαμηλότερους – αν όχι ο χαμηλότερος – μεταξύ των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Ένα βασικό κίνητρο των ελληνικών ομίλων εταιρειών για να προχωρήσουν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές κατά την εξεταζόμενη περίοδο είναι η καθετοποίηση των δραστηριοτήτων τους με σκοπό την επίτευξη οικονομιών κλίμακας και τον εξορθολογισμό των δομών διοίκησης και λειτουργίας τους. Επίσης, με την εξωτερική ανάπτυξη οι ελληνικές εταιρείες προσπάθησαν να ενισχύσουν ή να διατηρήσουν το μερίδιό τους στην αγορά, είτε στο σύνολο της αγοράς είτε στο πλαίσιο έργων που δύνανται να αναλάβουν (π.χ. ελάχιστο απαιτούμενο μέγεθος εταιρείας προκειμένου

να αναλάβει έργο χρηματοδοτούμενο από το Γ' Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης). Επιπλέον, οι ελληνικές επιχειρήσεις επεδίωξαν να επωφεληθούν από τα πλεονεκτήματα της αύξησης της χρηματιστηριακής αξίας των εισηγμένων εταιρειών με στόχο την προσέλκυση διεθνών επενδυτών, καθώς όσο υψηλότερη είναι η χρηματιστηριακή αξία και η διασπορά των μετοχών των εταιρειών τόσο λιγότερο εκτεθειμένες αυτές είναι σε προσπάθειες χειραγώγησης των τιμών των μετοχών τους και άρα γίνονται πιο ελκυστικές στους επενδυτές. Τέλος, με την εξαγορά ή τη συγχώνευση με μια ήδη υφιστάμενη στο ΧΑΑ εταιρεία, οι νέες εταιρείες μπορούν να επιτύχουν την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο εύκολα και γρήγορα.

Οι Σουμπενιώτης, Μυλωνάκης, Φωτιάδης, Χατζηθωμάς και Μερτζιμέκης (2006) ερεύνησαν την επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις ελληνικές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ χρησιμοποιώντας ερωτηματολόγια σε διοικητικά στελέχη 64 επιχειρήσεων που είχαν εμπλακεί σε τέτοιου είδους δραστηριότητες κατά την περίοδο 1998 έως 2003. Με αυτήν την έρευνα κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι υπάρχουν βραχυπρόθεσμα, μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα κίνητρα που ωθούν τις ελληνικές επιχειρήσεις σε αναδιρθώσεις. Τα βραχυπρόθεσμα κίνητρα σχετίζονται: α) με την αύξηση των κερδών ανά μετοχή, ως αποτέλεσμα της αύξησης της τιμής της μετοχής, β) με τη μείωση του δείκτη τιμής προς κέρδη (P/E ratio), ώστε να γίνει η τιμή της μετοχής πιο ελκυστική και γ) με τα φορολογικά οφέλη. Τα μεσοπρόθεσμα οφέλη έχουν να κάνουν κυρίως με την αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης, ενώ τέλος, τα μακροπρόθεσμα κίνητρα αφορούν στην επίτευξη οικονομιών κλίμακας. Ωστόσο, οι συγγραφείς τονίζουν ότι τα μακροπρόθεσμα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην ελληνική αγορά δε μπορούν να αξιολογηθούν εύκολα διότι οι εταιρικοί αυτοί μετασχηματισμοί διαρκούν λίγο.

6.4 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Στο παρόν κεφάλαιο περιγράφηκαν λεπτομερώς τα δεδομένα που συλλέχθηκαν για τις ελληνικές εταιρείες, τα οποία θα χρησιμοποιηθούν για την εκτίμηση των έκτακτων αποδόσεων που σημείωσαν οι μετοχές των εν λόγω εταιρειών κατά την περίοδο 1998 έως 2006. Οι επιχειρήσεις που επιλέχθηκαν συμμετείχαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές είτε ως εξαγοράζουσες είτε ως εξαγοραζόμενες. Ακόμη, στις

δραστηριότητες που μελετώνται είτε η εξαγοράζουσα μόνο είτε και η εξαγοραζόμενη εταιρεία ήταν εισηγμένες στο ΧΑΑ. Παράγοντας καθοριστικής σημασίας για την αξιοπιστία της έρευνας είναι η ημερομηνία ανακοίνωσης στον Τύπο της πρόθεσης μιας επιχείρησης να προβεί σε συγχώνευση ή εξαγορά. Έτσι, τα τελικά στοιχεία που θα επεξεργαστούν στατιστικά με τη μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων αφορούν μόνο στις συγχωνεύσεις και εξαγορές για τις οποίες βρέθηκαν ανακοινώσεις στο αρχείο της Ναυτεμπορικής.

Τέλος, παρουσιάστηκαν ορισμένα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των ελληνικών εταιρειών που σε μεγάλο βαθμό επηρεάζουν την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Βασικό χαρακτηριστικό ήταν η ανάπτυξη ομίλων εταιρειών στους οποίους τόσο η μητρική όσο και οι θυγατρικές ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, με αποτέλεσμα κατά την εξεταζόμενη περίοδο να παρατηρείται αυξημένη διακίνηση μετοχών, από εταιρείες μικρής όμως χρηματιστηριακής αξίας. Επίσης, σημαντικό κίνητρο για τις ελληνικές επιχειρήσεις που ολοκλήρωσαν τις διαδικασίες συγχωνεύσεων και εξαγορών ήταν η καθετοποίηση των δραστηριοτήτων, η επίτευξη οικονομιών κλίμακας και ο γενικότερος εξορθολογισμός των δομών και λειτουργιών τους.

ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 2006
2. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 2005
3. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 2004
4. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 2003
5. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 2002
6. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 2001
7. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 2000
8. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 1999
9. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 1998

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

10. Protorapas G. Panagiotis, Travlos G. Nikolaos and Tsagarakis V. Nikolaos, 2003, "Mergers and Acquisitions in Greece : Stock Price Reaction of Acquiring and Target Firms", Spoudai – The University of Piraeus Journal of Economics, Business, Statistics and Operations Research, vol. 53, No 4, pp. 80-104

11. Soubeniotis Dimitrios, Mylonakis John, Fotiades Thomas, Chatzithomas Leonidas and Mertzimekis Christodoulos, 2006, "Evaluation of Mergers and Acquisitions in Greece", International Research Journal of Finance and Economics, issue 4, pp. 92-104

ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ INTERNET

banker.thomsonib.com

www.bloomberg.com

www.naftemporiki.gr

www.presspoint.gr

www.hcmc.gr

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

7.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα δεδομένα που συλλέχθηκαν για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές ελληνικών επιχειρήσεων κατά την περίοδο 1998 έως 2006 επεξεργάστηκαν χρησιμοποιώντας το πρόγραμμα Eventus 8.0. Η περίοδος προσδιορισμού (estimation period) για τον υπολογισμό των πραγματοποιηθέντων αποδόσεων καλύπτει το διάστημα 120 ημερών, δηλαδή από $t=-139$ μέχρι $t=-21$ ημέρες σχετικά με την ημέρα ανακοίνωσης (ημέρα 0) της συγχώνευσης ή της εξαγοράς. Οι έκτακτες αποδόσεις υπολογίζονται εντός της περιόδου ελέγχου του γεγονότος (test period) που καλύπτει το διάστημα $t=-10$ έως $t=+10$ σε σχέση με την ημέρα ανακοίνωσης. Το δείγμα που εξετάστηκε αποτελείται από 106 εξαγοράζουσες και 56 εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις. Οι έκτακτες αποδόσεις υπολογίστηκαν χρησιμοποιώντας αρχικά το υπόδειγμα της αγοράς και στη συνέχεια το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης.

Ακολούθως, παρουσιάζονται λεπτομερώς τα εμπειρικά ευρήματα της έρευνας για τις εξαγοράζουσες και εξαγοραζόμενες εταιρείες στην ελληνική κεφαλαιαγορά κατά το διάστημα 1998 έως 2006. Πιο συγκεκριμένα, αρχικά παρατίθενται οι μέσες έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζουσών εταιρειών για κάθε ημέρα στο διάστημα δέκα ημέρες πριν μέχρι δέκα ημέρες μετά την ανακοίνωση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών της συγχώνευσης ή εξαγοράς, οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις για διάφορα επιλεγμένα διαστήματα γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης, καθώς και οι αντίστοιχοι στατιστικοί έλεγχοι που χρησιμοποιήθηκαν για τον έλεγχο της σημαντικότητας αυτών των αποδόσεων. Τα ίδια στοιχεία αναλύονται στη συνέχεια και για τις εξαγοράζουσες εταιρείες. Τέλος, αναφέρονται ορισμένα συμπεράσματα που προκύπτουν από τα εμπειρικά πορίσματα της έρευνας και τα οποία σε μεγάλο βαθμό εξηγούν τη λειτουργία της ελληνικής αγοράς συγχωνεύσεων και εξαγορών.

7.2 ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1998–2006

Στον Πίνακα 7.1 παρουσιάζονται οι μέσες έκτακτες αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραζουσών εταιρειών και οι αντίστοιχοι συντελεστές t για το στατιστικό έλεγχο αυτών των αποδόσεων, για κάθε ημέρα στο διάστημα δέκα ημέρες πριν μέχρι δέκα ημέρες μετά την ανακοίνωση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) της συγχώνευσης ή εξαγοράς, για την περίοδο 1998 έως 2006. Το δείγμα περιέχει συνολικά 106 συγχωνεύσεις και εξαγορές, εκτός από τις περιπτώσεις που το Eventus δεν εντόπισε αποδόσεις μετοχών για κάποιες εταιρείες από τη βάση δεδομένων του χρηματιστηρίου, οπότε αναφέρεται στη δεύτερη στήλη του Πίνακα 7.1 το μέγεθος του δείγματος που τελικά υπέστη επεξεργασία. Στη στήλη (θετικά : αρνητικά) εμφανίζεται για κάθε ημέρα ο αριθμός των μετοχών που σημείωσαν θετική ή αρνητική μέση έκτακτη απόδοση αντίστοιχα, σε σχέση με το συνολικό μέγεθος του δείγματος.

Εκτός από τον έλεγχο για την τυπική απόκλιση χρονοσειρών (time series standard deviation test), στις δυο τελευταίες στήλες του Πίνακα 7.1 εμφανίζονται και τα αποτελέσματα δυο ακόμη ελέγχων. Ο πρώτος είναι ο έλεγχος της τυπικής απόκλισης για τα διαστρωματικά δεδομένα (cross sectional standard deviation test), ο οποίος είναι παραμετρικός. Ο δεύτερος έλεγχος που εφαρμόζεται (generalized sign test) είναι μη παραμετρικός και βασίζεται στη διωνυμική κατανομή. Η υπόθεση μηδέν για το συγκεκριμένο έλεγχο είναι ότι το ποσοστό των θετικών αποδόσεων στην περίοδο ελέγχου (test period) είναι το ίδιο με την περίοδο προσδιορισμού ή εκτίμησης (estimation period). Παραδείγματος χάριν αν το 46% των αποδόσεων είναι θετικές στην περίοδο προσδιορισμού, ενώ 60% των εταιρειών έχουν θετική απόδοση την ημέρα -1, ο έλεγχος δείχνει εάν η διαφορά μεταξύ του 60% και του 46% είναι στατιστικά σημαντική για επίπεδα σημαντικότητας 10%, 5%, 1% ή 0,1%. Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι σε όλες τις περιπτώσεις οι στατιστικοί έλεγχοι που χρησιμοποιούνται είναι δίπλευροι.

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 7.1, με βάση το υπόδειγμα της αγοράς (market model) η μέση έκτακτη απόδοση τέσσερις ημέρες πριν την ανακοίνωση (ημέρα -4) είναι 0,79% στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 1%. Το ίδιο συμβαίνει και την ημέρα -3 όπου η μέση έκτακτη απόδοση υπολογίζεται σε 0,57% στατιστικά

σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 5%. Την ημέρα ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή της εξαγοράς (ημέρα 0) η μέση έκτακτη απόδοση είναι στατιστικά μη σημαντική. Μετά την ανακοίνωση, στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις στο επίπεδο σημαντικότητας 10% σημειώνονται μόνο την ημέρα +1 και την ημέρα +3, ενώ όλες τις υπόλοιπες ημέρες οι έκτακτες αποδόσεις είναι στατιστικά μη σημαντικές. Από αυτό συνάγεται ότι κατά τις τέσσερις ημέρες πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς στο ΧΑΑ υπάρχει κάποια διαρροή πληροφοριών, που επηρεάζει τις αποδόσεις των εξεταζόμενων εταιρειών.

Πίνακας 7.1
Έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2006
βάσει του υποδείγματος της αγοράς

Ημέρα	Μέγεθος δείγματος N	Μέση Έκτακτη Απόδοση	Θετικά : Αρνητικά	t (AAR _i)	CS t	Generalized Sign Z
-10	99	0,11%	46 : 53	0,391	0,495	0,077
-9	104	0,01%	45 : 59	0,045	0,056	-0,575
-8	106	0,53%	60 : 46	1,878\$	2,206*	2,174*
-7	106	0,26%	58 : 48	0,907	0,908	1,784\$
-6	105	0,45%	55 : 50	1,584	1,747\$	1,295
-5	105	0,36%	53 : 52	1,272	1,272	0,904
-4	105	0,79%	58 : 47	2,794**	2,376*	1,883\$
-3	105	0,57%	56 : 49	2,023*	1,803\$	1,491
-2	105	-0,13%	46 : 59	-0,461	-0,391	-0,467
-1	105	0,00%	50 : 55	0,014	0,012	0,316
0	106	0,34%	55 : 51	1,214	0,987	1,199
+1	106	0,55%	57 : 49	1,949\$	1,477	1,589
+2	106	0,17%	46 : 60	0,582	0,528	-0,555
+3	106	-0,51%	48 : 58	-1,781\$	-1,951\$	-0,165
+4	105	0,08%	45 : 60	0,289	0,258	-0,663
+5	104	0,00%	46 : 58	-0,008	-0,008	-0,379
+6	105	-0,29%	44 : 61	-1,020	-1,027	-0,859
+7	103	0,29%	53 : 50	1,009	0,908	1,095
+8	103	-0,34%	39 : 64	-1,201	-1,374	-1,673\$
+9	103	-0,10%	51 : 52	-0,358	-0,391	0,699
+10	102	0,00%	43 : 59	-0,016	-0,016	-0,795

\$: στατιστικά σημαντικό στο 10%

* : στατιστικά σημαντικό στο 5%

** : στατιστικά σημαντικό στο 1%

*** : στατιστικά σημαντικό στο 0,1%

Στον Πίνακα 7.2 παρουσιάζονται οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις που προκύπτουν από την εφαρμογή του υποδείγματος της αγοράς για διάφορα επιλεγμένα διαστήματα, στο δείγμα των 106 συγχωνεύσεων και εξαγορών. Για το διάστημα (-1,+1) η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση (Cumulative Average Abnormal Return – CAR or CAAR) είναι 0,90% στατιστικά σημαντική σε επίπεδο

10%. Μεγαλύτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα διαστήματα έξι, πέντε και τεσσάρων ημερών πριν την ημέρα ανακοίνωσης (ημέρα 0). Πιο συγκεκριμένα, για το διάστημα (-6,0) η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση είναι 2,38% στατιστικά σημαντική στο επίπεδο 1%. Το ίδιο συμβαίνει και στο διάστημα (-5,0) κατά το οποίο η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση υπολογίζεται σε 1,93% στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1%. Τέλος, για το διάστημα (-4,0) η αθροιστική έκτακτη απόδοση είναι 1,93% στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%. Ουσιαστικά και από τον Πίνακα 7.2 επιβεβαιώνεται η διαρροή πληροφοριών λίγες ημέρες πριν από την ανακοίνωση της επικείμενης συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Πίνακας 7.2
Αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων
για την περίοδο 1998-2006 βάσει του υποδείγματος της αγοράς

Ημέρες	Μέγεθος δείγματος N	CAR	Θετικά : Αρνητικά	t (AAR _t)	CS t	Generalized Sign Z
(-1,0)	106	0,35%	57 : 49	0,868	0,649	1,589
(-1,+1)	106	0,90%	53 : 53	1,834\$	1,173	0,810
(-2,+2)	106	0,94%	51 : 55	1,477	0,916	0,420
(-6,0)	106	2,38%	55 : 51	3,164**	1,817\$	1,199
(-5,0)	106	1,93%	57 : 49	2,777**	1,603	1,589
(-4,0)	106	1,57%	52 : 54	2,479*	1,452	0,615
(-3,0)	106	0,79%	51 : 55	1,388	0,903	0,420

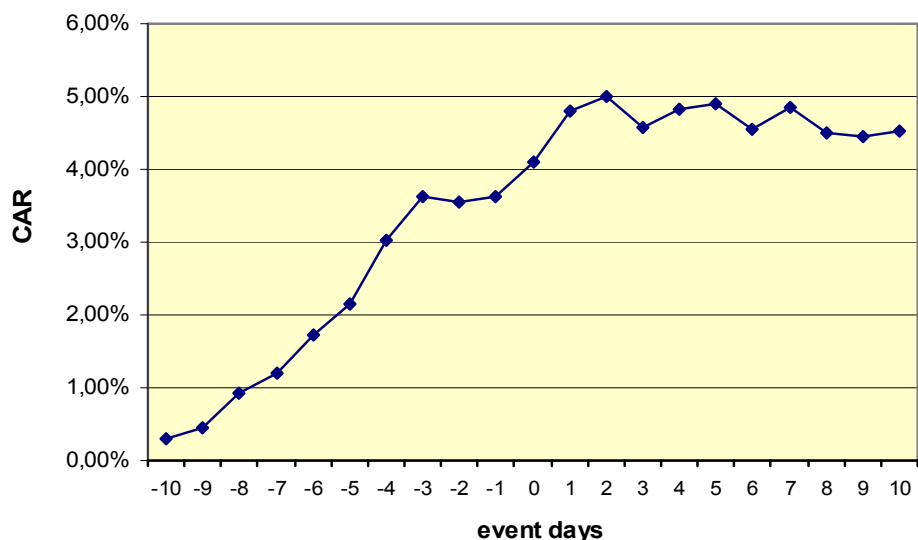
\$: στατιστικά σημαντικό στο 10%

* : στατιστικά σημαντικό στο 5%

** : στατιστικά σημαντικό στο 1%

*** : στατιστικά σημαντικό στο 0,1%

Στο Διάγραμμα 7.1 παρουσιάζεται η εξέλιξη των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων για τις εξαγοράζουσες εταιρείες στην Ελλάδα για κάθε ημέρα στο διάστημα δέκα ημέρες πριν μέχρι δέκα ημέρες μετά την ανακοίνωση της πρότασης για συγχώνευση ή εξαγορά στο Χρηματιστήριο. Οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις αρχικά αυξάνονται με αύξοντα ρυθμό μέχρι και την ημέρα -3, ενώ από την ημέρα αυτή μέχρι και την ημέρα 0 της ανακοίνωσης υπάρχει σταθερότητα στην εξέλιξή τους. Από την ημέρα ανακοίνωσης και μετά παρατηρείται σχετική αύξηση των αθροιστικών έκτακτων αποδόσεων με φθίνοντα όμως ρυθμό.



Διάγραμμα 7.1

Εξέλιξη των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων για τις εξαγοράζουσες εταιρείες βάσει του υποδείγματος της αγοράς

Στον Πίνακα 7.3 παρουσιάζονται οι μέσες έκτακτες αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραζουσών εταιρειών και οι αντίστοιχοι συντελεστές για τους στατιστικούς ελέγχους αυτών των αποδόσεων, για κάθε ημέρα στο διάστημα δέκα ημέρες πριν μέχρι δέκα ημέρες μετά την ανακοίνωση στο ΧΑΑ της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Σε αυτήν την περίπτωση, η μοναδική διαφορά είναι ότι για λόγους καλύτερης σύγκρισης των αποτελεσμάτων, το Eventus επεξεργάστηκε τα δεδομένα χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης (market adjusted returns model). Η διαφορά του συγκεκριμένου υποδείγματος με το υπόδειγμα της αγοράς έγκειται στον τρόπο υπολογισμού της αναμενόμενης απόδοσης. Πιο συγκεκριμένα, οι προσαρμοσμένες με το δείκτη της αγοράς έκτακτες αποδόσεις υπολογίζονται ως η διαφορά μεταξύ της πραγματοποιηθείσας απόδοσης της μετοχής και της απόδοσης του γενικού δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου.¹¹ Οι υπόλοιπες έννοιες της μέσης έκτακτης απόδοσης και της αθροιστικής μέσης έκτακτης απόδοσης είναι ανάλογες με τις αντίστοιχες έννοιες του υποδείγματος της αγοράς.

¹¹ $AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$ όπου AR_{jt} είναι η έκτακτη απόδοση της μετοχής j την ημέρα t και R_{mt} η τιμή του δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου την ημέρα t . Αντίθετα, στο μοντέλο της αγοράς εφαρμόζεται παλινδρόμηση εφόσον η έκτακτη απόδοση υπολογίζεται ως $AR_{jt} = R_{jt} - (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt})$ (κεφάλαιο 5).

Πίνακας 7.3
Έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2006
βάσει του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης

Ημέρα	Μέγεθος δείγματος N	Μέση Έκτακτη Απόδοση	Θετικά : Αρνητικά	t (AAR _t)	CS t	Generalized Sign Z
-10	99	0,31%	46 : 53	1,017	1,358	-0,044
-9	104	0,13%	49 : 55	0,416	0,514	0,088
-8	106	0,49%	59 : 47	1,625	1,880\$	1,852\$
-7	106	0,28%	60 : 46	0,934	0,985	2,047*
-6	105	0,52%	55 : 50	1,711\$	1,876\$	1,170
-5	105	0,41%	52 : 53	1,363	1,362	0,583
-4	105	0,88%	56 : 49	2,930**	2,628**	1,365
-3	105	0,61%	57 : 48	2,022*	1,887\$	1,561
-2	105	-0,07%	45 : 60	-0,233	-0,207	-0,786
-1	105	0,07%	49 : 56	0,225	0,196	-0,004
0	106	0,47%	58 : 48	1,559	1,381	1,657\$
+1	106	0,69%	61 : 45	2,276*	1,879\$	2,242*
+2	106	0,20%	49 : 57	0,668	0,610	-0,095
+3	106	-0,42%	43 : 63	-1,406	-1,625	-1,263
+4	105	0,25%	46 : 59	0,833	0,812	-0,591
+5	104	0,09%	51 : 53	0,302	0,306	0,481
+6	105	-0,36%	42 : 63	-1,190	-1,236	-1,373
+7	103	0,29%	49 : 54	0,948	0,884	0,181
+8	103	-0,33%	36 : 67	-1,110	-1,392	-2,387*
+9	103	-0,06%	49 : 54	-0,187	-0,226	0,181
+10	102	0,07%	45 : 57	0,219	0,224	-0,520

\$: στατιστικά σημαντικό στο 10%

* : στατιστικά σημαντικό στο 5%

** : στατιστικά σημαντικό στο 1%

*** : στατιστικά σημαντικό στο 0,1%

Τα αποτελέσματα που προκύπτουν και από τον Πίνακα 7.3 είναι παρόμοια με τα αντίστοιχα αποτελέσματα που προέκυψαν βάσει του υποδείγματος της αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, η μέση έκτακτη απόδοση 6 ημέρες πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς είναι 0,52% στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 10%. Το ίδιο παρατηρείται και τις ημέρες -4 και -3 κατά τις οποίες η μέση έκτακτη απόδοση είναι 0,88% και 0,61% στατιστικά σημαντική στο επίπεδο 1% και 5% αντίστοιχα. Αντίθετα, την ημέρα 0, δηλαδή την ημέρα ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς, η μέση έκτακτη απόδοση δεν είναι στατιστικά σημαντική. Μετά την ανακοίνωση, μόνο την ημέρα +1 σημειώνεται έκτακτη απόδοση 0,69% στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%. Έτσι, βάσει και του υποδείγματος αυτού προκύπτει ότι υπάρχει διαρροή πληροφόρησης έξι ημέρες πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς στον Τύπο.

Πίνακας 7.4
Αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων για την
περίοδο 1998-2006 βάσει του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη
της αγοράς απόδοσης

Ημέρες	Μέγεθος δείγματος N	CAR	Θετικά : Αρνητικά	t (AAR _i)	CS t	Generalized Sign Z
(-1,0)	106	0,54%	62 : 44	1,260	0,982	2,436*
(-1,+1)	106	1,22%	59 : 47	2,343*	1,579	1852\$
(-2,+2)	106	1,35%	55 : 51	2,010*	1,304	1,073
(-6,0)	106	2,86%	51 : 55	3,591***	2,108*	0,295
(-5,0)	106	2,35%	57 : 49	3,187**	1,899\$	1,463
(-4,0)	106	1,94%	58 : 48	2,888**	1,768\$	1,657\$
(-3,0)	106	1,07%	52 : 54	1,777\$	1,217	0,489

\$: στατιστικά σημαντικό στο 10%

* : στατιστικά σημαντικό στο 5%

** : στατιστικά σημαντικό στο 1%

*** : στατιστικά σημαντικό στο 0,1%

Στον Πίνακα 7.4 παρουσιάζονται οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις που προκύπτουν από την εφαρμογή του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης για διάφορα επιλεγμένα διαστήματα, στο δείγμα των 106 συγχωνεύσεων και εξαγορών. Για τα διαστήματα (-1,+1) και (-2,+2) η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση είναι 1,22% και 1,35% αντίστοιχα, στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%. Ωστόσο, τα αποτελέσματα για τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις μερικές ημέρες πριν την ανακοίνωση είναι ακόμη πιο εντυπωσιακά. Ειδικότερα, στο διάστημα (-6,0) η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση είναι 2,86% στατιστικά σημαντική στο επίπεδο 0,1%. Το ίδιο συμβαίνει και στο διάστημα (-5,0) κατά το οποίο η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση υπολογίζεται σε 2,35% στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1%. Τέλος, κατά το διάστημα (-4,0) η αθροιστική έκτακτη απόδοση είναι 1,94% στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1%. Έτσι, και από τον Πίνακα 7.4 επιβεβαιώνεται η διαρροή πληροφοριών λίγες ημέρες πριν από την ανακοίνωση της επικείμενης πρότασης για συγχώνευση ή εξαγορά.

7.3 ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1998–2006

Στον Πίνακα 7.5 παρατίθενται οι μέσες έκτακτες αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραζόμενων εταιρειών, καθώς και οι αντίστοιχοι συντελεστές για τους στατιστικούς ελέγχους για κάθε ημέρα στο διάστημα δέκα ημέρες πριν μέχρι δέκα ημέρες μετά την ανακοίνωση στο ΧΑΑ της συγχώνευσης ή εξαγοράς, για την περίοδο 1998 έως 2006. Το δείγμα περιέχει συνολικά 53 συγχωνεύσεις και εξαγορές, εκτός από τις περιπτώσεις που το Eventus δεν εντόπισε αποδόσεις μετοχών για κάποιες εξαγοραζόμενες εταιρείες από τη βάση δεδομένων του χρηματιστηρίου, οπότε αναφέρεται στη δεύτερη στήλη του Πίνακα 7.5 το μέγεθος του δείγματος που τελικά υπέστη επεξεργασία. Οι έκτακτες αποδόσεις έχουν υπολογιστεί βάσει του υποδείγματος της αγοράς.

Πίνακας 7.5
Έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2006
βάσει του υποδείγματος της αγοράς

Ημέρα	Μέγεθος δείγματος N	Μέση Έκτακτη Απόδοση	Θετικά : Αρνητικά	t (AAR _t)	CS t	Generalized Sign Z
-10	50	-0,21%	23 : 24	-0,546	-0,514	0,404
-9	53	0,82%	30 : 20	2,146*	1,689\$	1,974*
-8	53	0,46%	28 : 22	1,213	1,228	1,420
-7	52	0,20%	22 : 27	0,514	0,503	-0,126
-6	52	0,87%	34 : 15	2,282*	2,659**	3,234**
-5	53	0,04%	20 : 30	0,105	0,086	-0,799
-4	53	0,38%	27 : 23	0,985	0,713	1,143
-3	53	0,87%	30 : 20	2,272*	1,911\$	1,974*
-2	53	0,48%	28 : 22	1,254	1,042	1,420
-1	52	1,48%	26 : 23	3,882***	2,448*	0,994
0	51	1,94%	31 : 17	5,085***	3,531***	2,540*
+1	52	0,58%	24 : 25	1,528	1,171	0,434
+2	53	-0,38%	16 : 34	-0,987	-0,694	-1,908\$
+3	52	-0,14%	21 : 28	-0,358	-0,275	-0,406
+4	52	-0,66%	17 : 32	-1,715\$	-1,370	-1,526
+5	52	-0,22%	24 : 25	-0,584	-0,499	0,434
+6	52	-0,52%	20 : 29	-1,354	-1,680\$	-0,686
+7	50	-0,48%	20 : 27	-1,248	-1,370	-0,453
+8	51	-0,05%	21 : 27	-0,119	-0,150	-0,288
+9	51	-0,13%	22 : 26	-0,339	-0,348	-0,005
+10	50	0,01%	22 : 25	0,019	0,018	0,118

\$: στατιστικά σημαντικό στο 10%

* : στατιστικά σημαντικό στο 5%

** : στατιστικά σημαντικό στο 1%

*** : στατιστικά σημαντικό στο 0,1%

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 7.5, η μέση έκτακτη απόδοση τις ημέρες -6 και -3 είναι 0,87% στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 5%. Μια ημέρα πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς η μέση έκτακτη απόδοση αυξάνεται στο 1,48% στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,1%. Την ημέρα ανακοίνωσης (ημέρα 0) η έκτακτη απόδοση σημειώνει περαιτέρω αύξηση και ανέρχεται σε 1,94% στατιστικά σημαντική στο 0,1%. Έτσι, από τον Πίνακα 7.5 ενισχύεται η άποψη περί διαρροής πληροφοριών κατά τις έξι ημέρες πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς στο ΧΑΑ, η οποία επηρεάζει τις έκτακτες αποδόσεις των μετοχών των εξεταζόμενων εταιρειών.

Στον Πίνακα 7.6 παρουσιάζονται οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις που προκύπτουν από την εφαρμογή του υποδείγματος της αγοράς για διάφορα επιλεγμένα διαστήματα γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης. Τα αποτελέσματα είναι εντυπωσιακά, καθώς σε όλα τα εξεταζόμενα διαστήματα η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,1% ενισχύοντας έτσι την άποψη ότι η ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς έχει θετική επίδραση στις αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραζόμενων εταιρειών. Ενδεικτικά, στο διάστημα (-1,+1) η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση είναι 3,98%. Στο διάστημα (-6,0) η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση ανέρχεται σε 5,95% ενώ και στο διάστημα (-4,0) αγγίζει το 5,05%.

Πίνακας 7.6
Αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2006 βάσει του υποδείγματος της αγοράς

Ημέρες	Μέγεθος δείγματος N	CAR	Θετικά : Αρνητικά	t (AAR _i)	CS t	Generalized Sign Z
(-1,0)	52	3,39%	35 : 14	6,272***	4,115***	3,514***
(-1,+1)	52	3,98%	33 : 16	6,003***	3,914***	2,954**
(-2,+2)	53	4,00%	30 : 20	4,682***	3,110**	1,974*
(-6,0)	53	5,95%	35 : 15	5,880***	3,415***	3,361***
(-5,0)	53	5,09%	33 : 17	5,437***	3,080**	2,806**
(-4,0)	53	5,05%	37 : 13	5,909***	3,421***	3,916***
(-3,0)	53	4,68%	40 : 10	6,114***	4,157***	4,748***

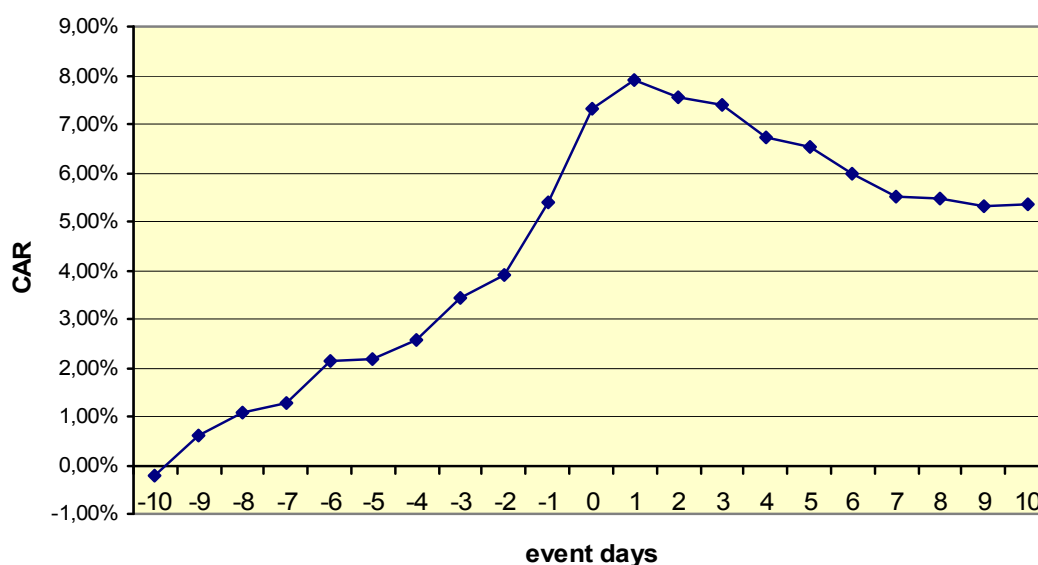
\$: στατιστικά σημαντικό στο 10%

* : στατιστικά σημαντικό στο 5%

** : στατιστικά σημαντικό στο 1%

*** : στατιστικά σημαντικό στο 0,1%

Στο Διάγραμμα 7.2 παρουσιάζεται η εξέλιξη των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες στην Ελλάδα για κάθε ημέρα στο διάστημα δέκα ημέρες πριν μέχρι δέκα ημέρες μετά την ανακοίνωση της πρότασης για συγχώνευση ή εξαγορά στο Χρηματιστήριο. Οι αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις αρχικά αυξάνονται με αύξοντα ρυθμό, ιδίως κατά το διάστημα (-2,+1), ενώ την ημέρα +1 η καμπύλη των CAR φτάνει στο μέγιστο σημείο της. Μάλιστα, ο ρυθμός αύξησης των αθροιστικών έκτακτων αποδόσεων για τις εξαγοράζουσες είναι σημαντικά μεγαλύτερος από το ρυθμό αύξησης των αντίστοιχων αποδόσεων για τις εξαγοραζόμενες. Από την ημέρα +1 μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς παρατηρείται μείωση των αθροιστικών έκτακτων αποδόσεων.



Διάγραμμα 7.2

Εξέλιξη των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες βάσει του υποδείγματος της αγοράς

Στον Πίνακα 7.7 παρουσιάζονται οι μέσες έκτακτες αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραζόμενων εταιρειών και οι αντίστοιχοι συντελεστές για τους στατιστικούς ελέγχους αυτών των αποδόσεων, για κάθε ημέρα στο διάστημα δέκα ημέρες πριν μέχρι δέκα ημέρες μετά την ανακοίνωση στο ΧΑΑ της συγχώνευσης ή της εξαγοράς, χρησιμοποιώντας όμως το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης (market adjusted returns model) για την εκτίμηση των έκτακτων αποδόσεων. Και σε αυτήν την περίπτωση τα αποτελέσματα είναι παρόμοια.

Πίνακας 7.7
Έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2006
βάσει του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης

Ημέρα	Μέγεθος δείγματος N	Μέση Έκτακτη Απόδοση	Θετικά : Αρνητικά	t (AAR _t)	CS t	Generalized Sign Z
-10	50	-0,13%	26 : 24	-0,301	-0,318	0,871
-9	53	0,72%	31 : 22	1,717\$	1,434	1,845\$
-8	53	0,56%	33 : 20	1,342	1,354	2,397*
-7	52	0,09%	22 : 30	0,220	0,224	-0,514
-6	52	1,02%	36 : 16	2,435*	2,917**	3,382***
-5	53	0,07%	26 : 27	0,171	0,149	0,467
-4	53	0,45%	28 : 25	1,074	0,877	1,018
-3	53	0,87%	28 : 25	2,091*	1,929\$	1,018
-2	53	0,44%	27 : 26	1,052	0,982	0,743
-1	52	1,43%	28 : 24	3,435***	2,450*	1,156
0	51	1,73%	33 : 18	4,135***	3,179**	2,701**
+1	52	0,50%	26 : 26	1,188	0,942	0,599
+2	53	-0,60%	19 : 34	-1,445	-1,116	-1,463
+3	52	-0,32%	17 : 35	-0,770	-0,626	-1,906\$
+4	52	-0,65%	20 : 32	-1,555	-1,510	-1,071
+5	52	-0,17%	23 : 29	-0,396	-0,366	-0,236
+6	52	-0,74%	16 : 36	-1,784\$	-2,532*	-2,184*
+7	50	-0,58%	21 : 29	-1,389	-1,493	-0,548
+8	51	-0,04%	22 : 29	-0,099	-0,127	-0,390
+9	51	0,03%	24 : 27	0,075	0,080	0,172
+10	50	-0,08%	24 : 26	-0,183	-0,174	0,304

\$: στατιστικά σημαντικό στο 10%

* : στατιστικά σημαντικό στο 5%

** : στατιστικά σημαντικό στο 1%

*** : στατιστικά σημαντικό στο 0,1%

Πιο συγκεκριμένα, όπως φαίνεται στον Πίνακα 7.7, η μέση έκτακτη απόδοση 6 ημέρες πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι 1,02% στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 5%. Το ίδιο συμβαίνει και την ημέρα -3 κατά την οποία η μέση έκτακτη απόδοση είναι 0,87% στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 5%. Ακόμα μεγαλύτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η μέση έκτακτη απόδοση μια ημέρα πριν την ανακοίνωση, καθώς ανέρχεται σε 1,43% στατιστικά σημαντική στο 0,1%. Επίσης, την ημέρα 0, δηλαδή την ημέρα ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή της εξαγοράς, η μέση έκτακτη απόδοση αυξάνεται ακόμα περισσότερο και ανέρχεται σε 1,73% στατιστικά σημαντική στο 0,1%. Έτσι, βάσει και του συγκεκριμένου υποδείγματος προκύπτει ότι υπάρχει διαρροή πληροφόρησης έξι ημέρες πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς στον Τύπο.

Πίνακας 7.8
Αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων για την
περίοδο 1998-2006 βάσει του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη
της αγοράς απόδοσης

Ημέρες	Μέγεθος δείγματος N	CAR	Θετικά : Αρνητικά	t (AAR _i)	CS t	Generalized Sign Z
(-1,0)	52	3,13%	36 : 16	5,296***	4,059***	3,382***
(-1,+1)	52	3,62%	35 : 17	5,010***	3,931***	3,104**
(-2,+2)	53	3,39%	33 : 20	3,632***	2,795**	2,397*
(-6,0)	53	5,90%	38 : 15	5,339***	3,715***	3,775***
(-5,0)	53	4,90%	33 : 20	4,791***	3,223**	2,397*
(-4,0)	53	4,83%	38 : 15	5,172***	3,530***	3,775***
(-3,0)	53	4,38%	39 : 14	5,246***	4,137***	4,051***

\$: στατιστικά σημαντικό στο 10%

* : στατιστικά σημαντικό στο 5%

** : στατιστικά σημαντικό στο 1%

*** : στατιστικά σημαντικό στο 0,1%

Στον Πίνακα 7.8 παρουσιάζονται οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες, όπως αυτές εκτιμήθηκαν χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης για διάφορα επιλεγμένα διαστήματα, στο δείγμα των 53 συγχωνεύσεων και εξαγορών. Και σε αυτήν την περίπτωση τα αποτελέσματα έχουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον, καθώς σε όλα τα εξεταζόμενα διαστήματα οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 0,1%. Ενδεικτικά, στο διάστημα (-6,0) η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση είναι 5,90% στατιστικά σημαντική στο 0,1%, ενώ στο διάστημα (-5,0) είναι 4,90% στατιστικά σημαντική στο 0,1%.

7.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην έρευνα που διεξήχθη στην παρούσα διπλωματική εργασία έγινε προσπάθεια να εκτιμηθούν οι έκτακτες αποδόσεις που σημειώνουν οι μετοχές των εξαγοραζουσών και εξαγοραζόμενων εταιρειών και κατ' επέκταση να διερευνηθούν τα οφέλη που απολαμβάνουν οι μέτοχοι των εμπλεκόμενων εταιρειών κατά την ανακοίνωση μιας πρότασης για συγχώνευση ή εξαγορά. Τα δεδομένα που συλλέχθηκαν επεξεργάστηκαν με το πρόγραμμα Eventus και τα αποτελέσματα παρουσιάστηκαν στους προαναφερθέντες πίνακες. Από τα εμπειρικά ευρήματα της παρούσας έρευνας μπορούν να εξαχθούν ενδιαφέροντα συμπεράσματα σχετικά με τις δραστηριότητες

των συγχωνεύσεων και εξαγορών που έλαβαν χώρα στην ελληνική κεφαλαιαγορά για την περίοδο 1998 έως 2006.

Κατ' αρχάς, από όλους τους Πίνακες που παρατέθηκαν στο κεφάλαιο αυτό εύκολα παρατηρεί κανείς ότι οι μετοχές τόσο των εξαγοραζουσών όσο και των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων σημειώνουν αυξημένες έκτακτες αποδόσεις λίγες ημέρες πριν από την ανακοίνωση της επικείμενης συγχώνευσης ή εξαγοράς στον ημερήσιο οικονομικό Τύπο. Αυτή η έντονα ανοδική κίνηση στο Χρηματιστήριο των μετοχών των αντίστοιχων εταιρειών, λίγο πριν την ανακοίνωση της πρότασης, ουσιαστικά συνηγορεί στο ότι υπάρχει διαρροή πληροφοριών λίγες ημέρες πριν. Αυτό συμβαίνει γιατί οι ελληνικές επιχειρήσεις δεν είναι πολυμετοχικές αλλά αντίθετα το μεγαλύτερο μέρος του μετοχικού τους κεφαλαίου κατέχεται από μικρό αριθμό μεγαλομετόχων. Η μετοχική αυτή σύνθεση των ελληνικών επιχειρήσεων εξηγείται από το ότι η πλειοψηφία αυτών των εταιρειών είναι μικρομεσαίου μεγέθους και οικογενειακού χαρακτήρα. Το γεγονός αυτό μάλιστα μειώνει την πιθανότητα οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στην ελληνική αγορά να υποκινούνται από την εκδήλωση κόστους αντιπροσώπευσης (agency cost). Πιο συγκεκριμένα, στις ελληνικές επιχειρήσεις, σε μεγάλο βαθμό, υπάρχει ταύτιση ιδιοκτησίας και διοίκησης οπότε αντίστοιχα και οι αντιθέσεις συμφερόντων μεταξύ διευθυντικών στελεχών και μετόχων είναι πολύ πιο περιορισμένες. Επιπλέον, πολλές από τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ κατά την εξεταζόμενη περίοδο αποτελούν θυγατρικές ομίλων εταιρειών, των οποίων η μητρική εταιρεία είναι επίσης εισηγμένη. Έτσι, αρκετοί από τους μεγαλομέτοχοι της μητρικής είναι επίσης μέτοχοι στις επιμέρους θυγατρικές του ομίλου. Συνεπώς, είναι πολύ πιθανόν ορισμένοι εξ αυτών, σε αντίθεση με το ευρύ επενδυτικό κοινό, να γνώριζαν εκ των προτέρων ότι σε λίγες ημέρες επρόκειτο να υποβληθεί πρόταση συγχώνευσης ή εξαγοράς. Εξ αιτίας αυτής της διαρροής πληροφοριών αναμένεται ότι κατά τις ημέρες που εντοπίζεται η διαρροή θα υπάρχει και ανάλογη αύξηση στον όγκο συναλλαγών του ΧΑΑ.

Ένα συμπέρασμα που παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον είναι ότι η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση, όπως εκτιμήθηκε τόσο βάσει του υποδείγματος της αγοράς όσο και βάσει του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης, για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις στην Ελλάδα είναι θετική και μάλιστα είναι αρκετά υψηλότερη σε σχέση με τις αντίστοιχες μέσες αθροιστικές αποδόσεις που διαπιστώνονται σε άλλες μελέτες. Πράγματι, η πλειοψηφία των μελετών που αναφέρονται στη διεθνή βιβλιογραφία καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι εξαγοράζουσες εταιρείες είτε σημειώνουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις είτε

βρίσκονται στο νεκρό σημείο. Αυτή η αντίφαση που παρατηρείται στις ελληνικές εξαγοράζουσες επιχειρήσεις μπορεί να δικαιολογηθεί από το ότι η ελληνική αγορά συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι μικρή και μη ανταγωνιστική. Άλλωστε, στην Ελλάδα, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μόλις τα τελευταία χρόνια δημιούργησαν ένα εντελώς νέο σκηνικό στο εγχώριο οικονομικό γίγνεσθαι. Η δυναμική της ελληνικής αγοράς, όμως, δεν έχει εξαντλήσει όλα τα περιθώρια ανάπτυξης και προόδου που μπορεί να εμφανίσει στον τομέα των εταιρικών αναδιορθώσεων, γι' αυτό και θεωρείται λιγότερο ανταγωνιστική σε σχέση με τις ανεπτυγμένες αγγλοσαξονικές αγορές.

Σύμφωνα με τους Δούκα και Τραυλό (1988), σε μια μη ανταγωνιστική αγορά συγχωνεύσεων οι εξαγοράζουσες εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να απορροφούν ή να εξαγοράζουν επιχειρήσεις στις οποίες προσφέρουν μικρότερο ποσοστό του συνολικού οφέλους της συγχώνευσης. Πιο συγκεκριμένα, οι εξαγοράζουσες εταιρείες στην Ελλάδα μπορούν να πληρώνουν χαμηλότερες πρόσθετες τιμές (premium) επί της αρχικής – πριν από την πρόταση συγχώνευσης – τιμής για τα χρεόγραφα της εξαγοραζόμενης εταιρείας, σε σχέση με τις αντίστοιχες πρόσθετες τιμές που καλούνται να καταβάλλουν οι εξαγοράζουσες εταιρείες σε πιο ανεπτυγμένες και ανταγωνιστικές κεφαλαιαγορές (κυρίως στις Αγγλοσαξονικές χώρες). Αυτό σημαίνει ότι οι εξαγοράζουσες εταιρείες μπορούν να εκμεταλλεύονται στο έπακρον τη διαπραγματευτική τους υπεροχή και να παρακρατούν το μεγαλύτερο μέρος της συνολικής ωφέλειας που συνεπάγεται μια συγχώνευση ή μια εξαγορά. Έτσι, απολαμβάνουν υψηλότερες έκτακτες αποδόσεις σε σχέση με τις αποδόσεις που απολαμβάνουν οι εξαγοράζουσες εταιρείες σε μια πιο ανταγωνιστική αγορά συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Αναφορικά με τις έκτακτες αποδόσεις των εξαγοραζόμενων εταιρειών, από τα αποτελέσματα της έρευνας προκύπτει ότι είναι σαφώς πιο υψηλές σε σύγκριση με τις αντίστοιχες έκτακτες αποδόσεις που σημειώνουν οι μετοχές των εξαγοραζουσών εταιρειών για την ίδια περίοδο. Και στην περίπτωση των εξαγοραζόμενων εταιρειών όμως έχει ενδιαφέρον το γεγονός ότι οι έκτακτες αποδόσεις των μετοχών τους είναι αρκετά μικρότερες συγκριτικά με τις αντίστοιχες αποδόσεις για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες που αναφέρονται στη διεθνή βιβλιογραφία. Η διαπίστωση αυτή, σε συνδυασμό μάλιστα με την αντίστοιχη διαπίστωση για τις αποδόσεις των εξαγοραζουσών εταιρειών, ενδυναμώνει ακόμα περισσότερο την άποψη περί μη ανταγωνιστικής αγοράς συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα.

Οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων εταιρειών στις ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές αποκομίζουν σημαντικά οφέλη εξ αιτίας των υψηλών πρόσθετων αμοιβών που καλούνται να καταβάλλουν οι εξαγοράζουσες προκειμένου να υλοποιηθεί η συγχώνευση ή η εξαγορά. Μάλιστα, όσο πιο ανταγωνιστική είναι η αγορά συγχωνεύσεων και εξαγορών τόσο περισσότερες είναι οι πιθανές εξαγοράζουσες εταιρείες που ανταγωνίζονται για την ίδια εταιρεία-στόχο, με αποτέλεσμα να βρίσκουν εφαρμογή οι ίδιες περίπου αρχές που ισχύουν σε έναν πλειστηριασμό: όποια εξαγοράζουσα πληρώσει την υψηλότερη πρόσθετη αμοιβή θα καταφέρει να πείσει τους μετόχους της εταιρείας-στόχου να δεχτούν τη συγχώνευση ή την εξαγορά. Στην ελληνική, ωστόσο, κεφαλαιαγορά η έλλειψη ανταγωνισμού επιτρέπει στις ελληνικές εξαγοράζουσες εταιρείες να καθορίζουν αυτές την πρόσθετη αμοιβή που επιθυμούν να πληρώσουν. Έτσι, οι εξαγοράζουσες παρακρατούν το μεγαλύτερο μέρος των συνεργιακών και άλλων ωφελειών που προκύπτουν από τη συγχώνευση ή την εξαγορά, περιορίζοντας κατ' επέκταση τα οφέλη που απολαμβάνουν οι εξαγοραζόμενες εταιρείες.

Το τελικό συμπέρασμα είναι ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν δραστηριότητες που αναμφίβολα δημιουργούν αξία τόσο στις εξαγοράζουσες όσο και στις εξαγοραζόμενες εταιρείες, αυξάνοντας έτσι τον πλούτο των μετόχων τους. Παρά το γεγονός όμως ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δημιουργούν πρόσθετη αξία για τις εμπλεκόμενες εταιρείες, η αξία αυτή δε μοιράζεται εξίσου εφόσον οι εξαγοράζουσες εταιρείες στην Ελλάδα έχουν τη δυνατότητα να αυξάνουν τα δικά τους οφέλη και κατ' επέκταση να περιορίζουν τα οφέλη των εξαγοραζόμενων εταιρειών. Εν κατακλείδι, η ελληνική κεφαλαιαγορά θα πρέπει να εκσυγχρονιστεί, έχοντας ως οδηγό τις ξένες ανεπτυγμένες αγορές συγχωνεύσεων και εξαγορών. Το παρελθόν της παγκόσμιας οικονομίας στο πεδίο αυτών των εταιρικών αναδιαρθρώσεων θα πρέπει να αποτελέσει για την ελληνική πραγματικότητα ένα υπόδειγμα λειτουργίας για επιτυχείς εξαγορές και συγχωνεύσεις, αλλά και ταυτόχρονα ένα μοντέλο στο οποίο θα μπορούσαν να βασιστούν οι εγχώριες επιχειρήσεις για τη μεγιστοποίηση των θεσμικών, οικονομικών και άλλων ωφελειών τους από τέτοιες κινήσεις.

7.5 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάστηκαν τα εμπειρικά ευρήματα της έρευνας που διενεργήθηκε σχετικά με την επίδραση της ανακοίνωσης μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς στις μετοχές των εξαγοραζουσών και εξαγοραζόμενων εταιρειών. Για την εκτίμηση των έκτακτων αποδόσεων χρησιμοποιήθηκε δείγμα 106 εξαγοραζουσών και 56 εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων που ενεπλάκησαν σε συγχωνεύσεις ή εξαγορές κατά την περίοδο 1998 έως 2006. Οι έκτακτες αποδόσεις εκτιμήθηκαν, για λόγους σύγκρισης, βάσει δυο υποδειγμάτων, του υποδείγματος της αγοράς και του υποδείγματος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης. Τα αποτελέσματα της έρευνας συνηγορούν στο ότι υπάρχουν αυξημένες έκτακτες αποδόσεις σε συγκεκριμένα διαστήματα, που καλύπτουν την περίοδο λίγων ημερών πριν την ανακοίνωση της πρότασης συγχώνευσης μέχρι την ημέρα μηδέν της ανακοίνωσης.

Στη συνέχεια, αναλύθηκαν τα συμπεράσματα που εξάγονται από τα εμπειρικά πορίσματα της έρευνας. Πιο συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα συγκλίνουν στο ότι εντοπίζεται διαρροή πληροφοριών, λίγες ημέρες πριν από την ανακοίνωση της επικείμενης συγχώνευσης ή εξαγοράς. Ένα δεύτερο συμπέρασμα που παρουσιάζει ενδιαφέρον είναι ότι οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις στην Ελλάδα είναι θετικές και μάλιστα αρκετά υψηλότερες σε σχέση με τις αντίστοιχες αποδόσεις που διαπιστώνονται σε άλλες μελέτες, οι οποίες διεξήχθησαν σε αγγλοσαξονικές κυρίως χώρες. Επιπλέον, οι μέσες αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραζόμενων εταιρειών είναι μεν σημαντικές αλλά είναι και αρκετά μικρότερες συγκριτικά με τις αντίστοιχες αποδόσεις για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες που αναφέρονται στη διεθνή βιβλιογραφία. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η αγορά συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα είναι μικρή και μη ανταγωνιστική, με αποτέλεσμα τα οφέλη που προκύπτουν από τη συναλλαγή να μη μοιράζονται εξίσου στις εμπλεκόμενες εταιρείες. Σε κάθε περίπτωση πάντως, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν δραστηριότητες που αναμφίβολα δημιουργούν αξία τόσο για τις εξαγοράζουσες όσο και για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες, αυξάνοντας έτσι τον πλούτο των μετόχων τους.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αγιακλόγλου Ν. Χρήστος και Οικονόμου Σ. Γεώργιος, 2002, «*Μέθοδοι Προβλέψεων και Ανάλυσης Αποφάσεων*», εκδ. Μπένου, Αθήνα
2. Αγιακλόγλου Ν. Χρήστος και Μπένος Ε. Θεοφάνης, 2002, «*Εισαγωγή στην Οικονομετρική Ανάλυση*», εκδ. Μπένου, Αθήνα
3. Γεωργακόπουλος Ν. Λεωνίδα, 1998, «*Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών*», εκδ. Σάκκουλα
4. Δρυλλεράκης Κ. Ιωάννης, 2006, «*Ανώνυμες Εταιρείες : Πρακτική Εφαρμογή Εταιρικού Δικαίου*», Νομική Βιβλιοθήκη
5. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσιες Εκθέσεις 2006, 2005, 2004, 2003, 2002, 2001, 2000, 1999, 1998
6. Ηλιόκαυτος Ι. Δημήτρης, 2006, «*Πρακτικός Οδηγός Ανώνυμων Εταιρειών*», Ιδιωτική Έκδοση, Αθήνα
7. Ινστιτούτο Εκπαίδευσης Σώματος Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών (ΙΕΣΟΕΛ), «*Σημειώσεις Λογιστικής : Γενική Λογιστική, Λογιστική Ανάλυση των Παγίων*»
8. Κυριαζής Αθ. Δημήτριος, 2007, «*Συγχωνεύσεις και Εξαγορές*», εκδ. Πανεπιστημιακό, Αθήνα
9. Λεοντάρης Μιλτιάδης, 2000, «*Μετατροπή, Συγχώνευση, Διάσπαση Εταιρειών*», εκδ. Πάμισος, Αθήνα
10. Ξανθάκης Μανώλης και Αλεξάκης Χρήστος, 2007, «*Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων*», εκδ. Σταμούλης, Αθήνα
11. Παπαγιάννης Μεν. Ιωάννης, 1997, «*Δίκαιο Ανωνύμων Εταιρειών*», εκδ. Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη
12. PriceWaterhouseCoopers, Μάρτιος 2006, «*Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Ελληνικών Επιχειρήσεων 2005*», Τέταρτη Ετήσια Έρευνα
13. PriceWaterhouseCoopers, 2005, «*Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Ελληνικών Επιχειρήσεων 2004*», Τρίτη Ετήσια Έρευνα
14. Ρόκας Κ. Νικόλαος, 2006, «*Εμπορικές Εταιρείες*», εκδ. Σάκκουλα
15. Σακέλλης Ι. Εμμανουήλ, 2001, «*Συγχωνεύσεις, Διασπάσεις, Εξαγορές, Μετατροπές Εταιρειών και Εκτίμηση Αξίας Επιχείρησης*», εκδ. Βρυκούς, Πειραιάς

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

16. Bibler S. Richard, 1989, *"The Arthur Young Management Guide to Mergers and Acquisitions"*, John Wiley and Sons, USA
17. Brealey Richard A. and Stewart C. Myers, 1996, *"Principles of Corporate Finance"*, McGraw Hill, USA
18. Bruner Robert, 2004, *"Applied Mergers and Acquisitions"*, John Wiley and Sons Ltd, USA
19. Cartwright Sue and Cary L. Cooper, 2001, *"Managing Mergers, Acquisitions and Strategic Alliances : Integrating People and Cultures"*, Butterworth Heinemann, UK
20. DePamphilis Donald, 2001, *"Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities"*, Academic Press, USA
21. Ehrhardt C. Michael, 1995, *"The Search for Value : Measuring the Company's Cost of Capital"*, Harvard Business School Press, USA
22. Gaughan A. Patrick, 2007, *"Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring"*, John Wiley and Sons Ltd, USA
23. Grinblatt Mark and Sheridan Titman, 2002, *"Financial Markets and Corporate Strategy"*, McGraw Hill Irwin, Europe
24. Palepu G. Krishna, Victor L. Bernard and Paul M. Healy, 1997, *"Introduction to Business Analysis and Valuation"*, Thomson South-Western, USA
25. Sticney Clyde P. and Roman L. Weil, 2005, *"Financial Accounting"*, Thomson Southwestern, USA
26. Sudarsanam Sudi, 2003, *"Creating Value from Mergers and Acquisitions, The Challenges"*, Prentice Hall, UK
27. Sudarsanam Sudi, 1995, *"The Essence of Mergers and Acquisitions"*, Prentice Hall, UK
28. Weston J. Fred, Chung S. Kwang and Hoag E. Susan, 1990, *"Mergers, Restructuring and Corporate Control"*, Prentice Hall, USA
29. Weston J. Fred and Weaver Samuel, 2004, *"Mergers and Acquisitions"*, McGraw Hill Education Europe
30. Wheelen L. Thomas and Hunger J. David, 2006, *"Concepts in Strategic Management and Business Policy"*, Pearson Prentice Hall, USA

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

31. Allen W. Jeffrey, Scott L. Lummer, John J. McConnell and Debra K. Reed, 1995, "Can Takeover Losses Explain Spin-off Firms?", Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 30 (No 4 December), pp. 465-485
32. Andre Paul, March 2004, "Good Acquisitions", CA Magazine – Canadian Institute of Chartered Accountants, pp. 45-47
33. Bruner Robert F., 2002, "Does M&A Pay? A Survey of Evidence from the Decision-Maker", Journal of Applied Finance, vol. 12 (No 1, Spring/Summer), pp. 48-68
34. Campa Jose Manuel and Simi Kedia, 2002, "Explaining the Diversification Discount", Journal of Finance, vol. 57 (No 4, August), pp. 1731-1762
35. Capron Laurence and Nathalie Pistre, 2002, "When Do Acquirers Earn Abnormal Returns?", Strategic Management Journal, vol. 23, pp. 781-794
36. Cebenoyan A. Sinan, Papaioannou J. George and Travlos G. Nickolaos, Autumn 1992, "Foreign Takeover Activity in the U.S. and Wealth Effects for Target Firm Shareholders", Financial Management Association, pp. 58-68
37. Croson T. A. Rachel, Gomes Armando, McGinn L. Kathleen and Markus Noth, 2004, "Mergers and Acquisitions : An Experimental Analysis of Synergies, Externalities and Dynamics", Review of Finance 8, pp. 481-514
38. Davidson Steve, June 2001, "Accounting for Mergers and Acquisitions", Community Banker, pp. 38-40
39. Duso Tomaso, Klaus Gugler and Burcin Yurtoglu, September 2006, "Is the Event Study Methodology Useful for Merger Analysis? A comparison of Stock Market and Accounting Data", Social Science Research Center Berlin, Research Unit: Competitive and Industrial Change (CIC working papers), paper SP II 2006-19
40. Faccio Mara and Ronald W. Masulis, June 2005, "The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions", Journal of Finance, vol. LX, No 3, pp. 1345-1388
41. Gastelu Christopher, 2002, "M&A Accounting Change Puts New Emphasis on Management of Cash", American Banker, vol. 167, issue 22
42. Goldberg R. Stephen and Joseph H. Godwin, January / February 2001, "Your Merger : Will it Really Add Value?", Journal of Corporate Accounting and Finance, pp. 27-35
43. Hussey David, August 2000, "Mergers and Acquisitions : The Fastest Way to Destroy Value?" (Guest Editorial), Strategic Change, John Wiley & Sons, vol. 9, pp. 265-267
44. Kaplan Stephen N. and Michael S. Weisbach, 1992, "The Success of Acquisitions : Evidence from Divestitures", Journal of Finance, vol. 47 (No 1, March) pp. 107-138

45. Kose John and Eli Ofek, 1995, "Asset Sales and Increase in Focus", Journal of Financial Economics, vol. 37 (No 1, January), pp. 105-126
46. Lamont A. Owen and Christopher Polk, 2002, "Does Diversification Destroy Value? Evidence from the Industry Shocks", Journal of Financial Economics, vol. 63 (No 1, January), pp. 51-77
47. Machuga M. Susan, Ray J. Pfeiffer Jr. and Kiran Verma, January 2002, "Economic Value Added, Future Accounting Earnings, and Financial Analysts' Earnings Per Share Forecasts", Review of Quantitative Finance and Accounting, vol. 18, number1, pp. 59-73
48. Manchin Miriam, September 2004, "Determinants of European Cross-Border Mergers and Acquisitions", European Commission-Directorate General For Economic and Financial Affairs, Economic Paper No 212
49. Mueller C. Dennis and Sirower L. Mark, May 2003, "The Causes of Mergers : Tests Based on the Gains to Acquiring Firms' Shareholders and the Size of Premia", Managerial and Decision Economics, vol. 24, pp. 373-391
50. Mukherjee K. Tarun, Kiyamaz Halil and H. Kent Baker, Fall / Winter 2004, "Merger Motives and Target Valuation : A Survey of Evidence from CFOs", Journal of Applied Finance, pp. 7-24
51. Mulherin J. Harold and Audra L. Boone, 2000, "Comparing Acquisitions and Divestitures", Journal of Corporate Finance, vol. 6 (No 2, July), pp. 117-139
52. Park K. Namgyoo, 2004, "A Guide to Using Event Study Methods in Multi-Country Settings", Strategic Management Journal, vol. 25, pp. 655-668
53. Παζάρσκης Μιχαήλ, Καραγιώργος Θεοφάνης, Χριστοδούλου Πέτρος και Δρογαλάς Γεώργιος, 2007, «Συγχωνεύσεις, Εξαγορές και Επιχειρηματική Επίδοση : Μια Λογιστική Θεώρηση», Διοικητική Ενημέρωση, τεύχος 42, pp. 55-69
54. Protopapas G. Panagiotis, Nikolaos G. Travlos and Nikolaos V. Tsagarakis, December 2003, "Mergers and Acquisitions in Greece : Stock Price Reaction of Acquiring and Target Firms", Spoudai, The University of Piraeus Journal of Economics, Business, Statistics and Operational Research, vol. 53, No 4, pp. 80-104
55. Rosenberg Yuval, May 2007, "Smart Ways to Play the M&A Boom", Fortune Magazine, vol. 155, issue 8
56. Schorg A. Chandra, Cecily A. Raiborn and Mark F. Massoud, May-June 2004, "Using a Cultural Audit to Pick M&A Wineers", Wiley Periodicals Inc. (published online in Wiley InterScience)
57. Schwert G. William, 2000, "Hostility in Takeovers : In the Eyes of the Beholder?", Journal of Finance, No 55, pp. 2599-2640
58. Soubeniotis Dimitrios, Mylonakis John, Fotiades Thomas, Chatzithomas Leonidas and Mertzimekis Christodoulos, 2006, "Evaluation of Mergers and Acquisitions in Greece", International Research Journal of Finance and Economics, issue 4, pp. 92-104

59. Stanwick A. Peter and Sarah D. Stanwick, 2001, "Human resources : Your secret weapon for post-merger success", Journal of Corporate Accounting and Finance, vol. 12, issue 2, pp. 9-14
60. Tehranian Hassan, Nickolaos G. Travlos and James F. Waegelein, 1987, "The Effect of Long-Term Performance Plans on Corporate Sell-of-Induced Abnormal Returns", Journal of Finance, vol. 42 (No 4), pp. 943-963
61. Tichy Gunther, 2001, "What Do We Know about Success and Failure of Mergers?", Journal of Industry, Competition and Trade, 1:4, pp. 431-440
62. Torre-Enciso Martinez Isabel and Javier Bilbao Garcia, August 1996, "Mergers and Acquisition Trends in Europe", International Advances in Economic Research, vol. 2 (No 3), pp. 279-286
63. Travlos G. Nickolaos, 1993, "Mergers and Acquisitions", Economic Bulletin of Hellenic Bank Association, vol. 39-40
64. Travlos G. Nickolaos, April-June 1991, "Mergers and Acquisitions", Economic Bulletin Commercial Bank of Greece
65. Travlos G. Nickolaos, September 1987, "Corporate Takeover Bids, Methods of Payment and Bidding Firms' Stock Return", Journal of Finance, vol. 42 (No 4), pp. 943-963
66. Travlos G. Nickolaos and Marcia Millon Cornett, 1993, "Going Private Buyouts and Determinants of Shareholders' Returns", Journal of Accounting, Auditing and Finance, vol. 8, pp. 1-30
67. Travlos N. G. and Papaioannou G., 1991, "Corporate Acquisitions : Method of Payment Effects, Capital Structure Effects and Bidding Firms' Stock returns", Quarterly Journal of Business and Economics, pp. 3-22
68. Very, P. and D. M. Schweiger, 2001, "The acquisition process as a learning process: Evidence from a study of critical problems and solutions in domestic and cross-border deals", Journal of World Business, vol. 36, pp. 11-31.
69. Villalonga Belen, 2004, "Diversification Discount of Premium? New Evidence from the Business Tracking Series", Journal of Finance, vol. 59 (No 2, April), pp. 479-506
70. Walker M. Mark, 2000, "Corporate Takeovers, Strategic Objectives and Acquiring Firm Shareholder Wealth", Financial Management, vol. 29 (No 1), pp. 53-66

ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ INTERNET

banker.thomsonib.com

www.bloomberg.com

www.hcmc.gr

www.naftemporiki.gr

www.presspoint.gr