



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ»
ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
«ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ»
(SPIN-OFFS, SELL-OFFS, EQUITY CARVE-OUTS, TRACKING STOCKS, LBO'S)

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Δ. ΚΥΡΙΑΖΗΣ

ΜΗΝΑΪΔΗ ΔΗΜΗΤΡΑ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, 5 ΙΟΥΛΙΟΥ 2004

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα ερευνητική εργασία πραγματοποιήθηκε μέσα στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος «Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Τραπεζική Διοικητική» για στελέχη επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής. Το θέμα συμφωνήθηκε με τον Λέκτορα Δ. Κυριαζή το οποίο θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά για την συνεργασία και την καθοδήγηση που μου παρείχε κατά την διάρκεια της μελέτης. Ο στόχος της εργασίας είναι η μελέτη και η αποδοτικότητα όλων των μορφών επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης που αναπτύσσονται ολοένα και περισσότερο τα τελευταία χρόνια.

Επιπλέον, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές που του Προγράμματος και ιδιαίτερα τους κ.κ. καθηγητές: Αντζουλάτο, Φίλιππα, Τσιριτάκη, Αλυφαντή και Σκιαδόπουλο για τη γνώση που μας μετέδωσαν, το ζήλο που επέδειξαν για την επιμόρφωση μας και βεβαίως τα εφόδια που μας προσέφεραν για την επιτυχή συνέχιση της επαγγελματικής μας πορείας.

Μηναΐδη Δήμητρα

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ – ΜΕΡΟΣ Α

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

2. ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

- 2.1. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές - Mergers and Acquisitions
- 2.2. Divestitures / Divestments
- 2.3. Strategic Alliances και Joint Ventures
- 2.4. LBO's, MBO's, Going Private, ESOP's, MLP's και λοιπά
- 2.5. Ιδιωτικοποίηση - Privatization

3. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

- 3.1. Κύματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών Σ&Ε σε ΗΠΑ και Ευρώπη
- 3.2. Βασικά Στάδια των Leveraged Buyouts – LBOs

4. ΣΤΟΧΟΙ - ΚΙΝΗΤΡΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

- 4.1. Κίνητρα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών
- 4.2. Κίνητρα των Divestitures
- 4.3. Κίνητρα των LBO's, MBO's, ESOP's και MLP's
- 4.4. Κίνητρα των Ιδιωτικοποιήσεων - Privatization

5. ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΣΧΙΣΕΩΝ 2003-2004

- 5.1. Η Εικόνα του 2003 Διεθνώς
- 5.2. Η Αγορά των Divestitures
- 5.3. Η Αγορά των Leveraged Buyouts
- 5.4. Η Εικόνα του 2003 στην Ελλάδα
- 5.5. Συμπεράσματα

6. ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

- 6.1. Διάσπαση και Απόσχιση Βάση Ελληνικής Νομοθεσίας
- 6.2. Ελαττωματική Διάσπαση και Ανατροπή
- 6.3. Συνέπειες Ανατροπής
- 6.4. Υποχρεώσεις Εισηγμένων Εταιρειών για Αποσχίσεις Κλάδων

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΕΜΠΕΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ - ΜΕΡΟΣ Β

7. ΜΕΘΟΔΟΙ – ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

- 7.1. Μέθοδος Μη Κανονικών Αποδόσεων -Abnormal Returns Methodology
- 7.2. Κριτική της Μεθόδου Μη Κανονικών Αποδόσεων
- 7.3. Μέθοδος Αξιολόγησης Λειτουργικής Απόδοσης Βάσει Λογιστικών Στοιχείων - Accounting Based Operational Performance Evaluation
- 7.4. Κριτική της Μεθόδου Λειτουργικής Απόδοσης Βάσει Λογιστικών Στοιχείων

8. ΜΟΝΤΕΛΑ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

- 8.1. Market Model
- 8.2. Mean Adjusted Return Model
- 8.3. Market Adjusted Return Model
- 8.4. Capital Asset Pricing Model (CAPM)
- 8.5. Three Factor Model (Fama and French, 1992)
- 8.6. Buy and Hold Average Returns (BHAR) Model
- 8.7. Εξαγωγή Συμπερασμάτων

9. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

- 9.1. Μελέτες Ex Ante
- 9.2. Μελέτες Ex Post

10. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Μετά την έντονη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών που ξεκίνησε γύρω στο 1900, δηλαδή πριν από έναν αιώνα και με δεκαετία αιχμής το '70 οι εταιρείες επιδίωκαν ολοένα και περισσότερο στην επέκταση των δραστηριοτήτων των σε πολλαπλές επιχειρηματικές δραστηριότητες και κλάδους, που δεν σχετίζονταν με το αρχικό αντικείμενο (conglomerate mergers). Ως συνέπεια των παραπάνω πολλές εταιρείες ξεπέρασαν το «βέλτιστο σημείο» επέκτασης όπου το «κόστος» ξεπερνούσε την «ωφέλεια» και στράφηκαν προς την αντίστροφη τάση de-cogglomeration, δηλαδή συγκέντρωση στις κύριες λειτουργικές δραστηριότητες και χρήση εξωτερικών υπηρεσιών (outsourcing). Από την δεκαετία του '80 αλλά και μέχρι σήμερα ο ρυθμός τέτοιων μορφών επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης επιταχύνεται και βασικό κίνητρο αποτελεί η εστίαση στις επιχειρηματικές δραστηριότητες ή ακριβέστερα επανεστίαση. Παράλληλα όμως με τις μορφές επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης που εντάσσονται στην κατηγορία demerger, πολύ δημοφιλείς έχουν γίνει και άλλες μορφές επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης όπως τα LBO's, MBO's, Going Private, ESOP's, MLP's και άλλα.

Σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες οι Ravenscraft και Scherer (1987) αναφέρουν ότι το 33% των εξαγορών που έλαβαν χώρα την περίοδο 1960-70 αργότερα οδηγήθηκαν σε divestitures, ενώ ο Porter (1987) βρήκε ότι ποσοστό μεγαλύτερο του 50% των εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν από 33 εταιρείες προς ασυσχέτιστες επιχειρηματικές δραστηριότητες – κλάδους, κατέληξαν επίσης σε divestitures. Οι Mitchell και Lehn (1990) σε δείγμα 1.158 εταιρειών ανακάλυψαν ότι οι 401 εξαγορές ολοκληρώθηκαν το χρονικό διάστημα 1982-86 και το 20% εξ' αυτών, μετά το 1988 οδηγήθηκε σε divestiture. Τέλος, οι Kaplan και Weisbach (1992), που μελέτησαν επίσης ένα σημαντικό δείγμα μεγάλων εξαγορών μεταξύ το 1971-82, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι μέχρι το τέλος του 1989 το 44% των εταιρειών στόχων είχαν αποκοπεί / διαχωριστεί με κάποιο τρόπο από τις εταιρείες που τις είχαν εξαγοράσει.

Για παράδειγμα, η εταιρεία Coca-Cola, με δεδομένη τη επιτυχία της στο κλάδο των αναψυκτικών, όπου κατέχει ηγετική θέση, αποφάσισε το 1975 να εφαρμόσει στρατηγική ανάπτυξης μέσω μίας εξαγοράς. Στα πλαίσια αυτά επέλεξε να εισχωρήσει και στον κλάδο του κρασιού, εξαγοράζοντας τρεις εταιρείες παραγωγής κρασιού. Η λογική που βρισκόταν πίσω από αυτήν την κίνηση ήταν να εκμεταλλευθεί την επιτυχία που ήδη είχε στο marketing και να κατορθώσει να επικρατήσει και στην αγορά του κρασιού. Μετά από επτά έτη, κατά τα οποία η επιχειρηματική μονάδα του κρασιού κατέγραφε οριακά κέρδη, η εταιρεία αναγκάστηκε να πουλήσει τις εταιρείες καθώς διαπίστωσε ότι παρόλο που και τα δύο προϊόντα άνηκαν στον

ευρύτερο κλάδο ποτών, είχαν σημαντικές διαφορές. Οι διαφορές σχετίζονταν με το αγοραστικό κοινό, την τιμολογιακή πολιτική και το δίκτυο διανομής.

Παράλληλα, η εξέλιξη των διάφορων μορφών LBO's, αυξάνεται με σταθερό ρυθμό και από ποσοστό 3.2% που κατείχαν στο σύνολο των συμφωνιών Συγχωνεύσεων και Εξαγορών το 1994 στις ΗΠΑ σήμερα έχουν υπερδιπλασιασθεί καλύπτοντας ποσοστό 7.4%.

Μελετώντας την λογική και τα πλεονεκτήματα της επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης, επιβεβαιώνεται ότι η λειτουργία μιας εταιρείας είναι δυναμική διαδικασία και καθώς οι επιχειρηματικές και οικονομικοκοινωνικές συνθήκες αλλάζουν, οι εταιρείες καλούνται να αναδιαμορφώσουν τις εταιρικές στρατηγικές του και να αναπροσαρμοστούν στα νέα δεδομένα. Ως απόρροια της παραπάνω αλυσίδας, οι εταιρείες να οδηγούνται στην απόφαση μεταβολής και ανασυγκρότησης των χαρτοφυλακίων των περιουσιακών τους στοιχείων, μέσω των συγχωνεύσεων, των εξαγορών και των divestitures¹.

Από το παραπάνω συνεπάγεται, ότι οι εταιρίες αναδιρθρώνονται προκειμένου να διατηρήσουν την ανταγωνιστικότητα τους και να ανταποκριθούν στις μεταβαλλόμενες δυναμικές και τις νέες επιχειρηματικές συνθήκες. Επομένως, όταν εξωτερικές δυνάμεις όπως για πχ. η τεχνολογία μεταβάλλουν το σχετικό κόστος χρήσης της αγοράς για την λειτουργία μιας επιχείρησης, υπάρχει η ανάγκη αναδιάρθρωσης. Σε αυτό το σημείο αξίζει να αναφέρουμε το συμπέρασμα του Weston αναφορικά με το λόγο εμφάνισης εξαγορών και divestitures στην Αμερικανική οικονομία που το χαρακτήρισε ως τον καθρέπτη μια υγιούς και δυναμικής αλληλεπίδρασης μεταξύ του εταιρικού στρατηγικού σχεδιασμού και των διαρκώς μεταβαλλόμενων δυνάμεων της αγοράς (*"A healthy and dynamic interplay between the strategic planning of U.S. companies and continually shifting market forces"*).

Επιπλέον, το ερώτημα που εγείρεται είναι αν και με ποιο τρόπο οι ποικίλες μορφές εταιρικές αναδιάρθρωσης δημιουργούν πλούτο. Με βάση την 'Irrelevance Theor' των Modigliani και Miller, με μηδενικά κόστη συναλλαγών και πληροφόρησης, η αξία της εταιρείας είναι ανεξάρτητη της διάρθρωσης των ιδίων και ξένων κεφαλαίων και της μερισματικής της πολιτικής. Με άλλα λόγια, τα προϊόντα και οι υπηρεσίες που παράγονται/προσφέρονται από μία εταιρεία προσδιορίζουν την αξία της και όχι η χρηματοοικονομική της πολιτική. Αν προσπαθήσουμε να εφαρμόσουμε την θεωρία αυτή στη επιχειρηματική αναδιάρθρωση, προκύπτει ότι με μηδενικά κόστη συναλλαγών και πληροφόρησης, η αναδιάρθρωση της εταιρείας δεν θα μεταβάλλει την αξία της, δηλαδή εάν η εταιρεία διασπαστεί σε δύο ή

¹ Δεν υπάρχει δόκιμος Ελληνικός όρος που να αποδίδει την έννοια του Divestiture.

περισσότερες εταιρείες, η συνολική αξία θα παραμείνει ίδια. Ως εκ τούτου προκύπτουν δύο βασικά συμπεράσματα:

- α) η αξία μίας εταιρείας δεν μπορεί να αυξηθεί, όταν αυθαιρέτως διασπάται σε επιμέρους τμήματα και
- β) η πληροφόρηση και το κόστος συναλλαγών αποτελούν πιθανές πηγές πλούτου.

Καταλήγουμε επομένως στο συμπέρασμα ότι οι διάφορες μορφές divestitures, δημιουργούν πλούτο μέσω της βελτίωσης των κινήτρων και την ακολουθούμενη αύξηση της αποδοτικότητας της εταιρείας.

Ως χαρακτηριστική περίπτωση επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης, αναφέρεται η περίπτωση της Αμερικάνικης εταιρείας τηλεπικοινωνιών AT&T που το 1996 διέσπασε τις μονάδες συστημάτων επικοινωνίας και ηλεκτρονικών υπολογιστών, σε δύο αυτόνομες εταιρείες. Στη συνέχεια ακολούθησε η RJR Nabisco με μία διαφορετική προσέγγιση εξαγοράς μέσω δανεισμού (LBO) από την KKR (Kohlberg, Kravis, Roberts & Co.). Η εταιρεία RJR Nabisco ξεκίνησε το 1875 ως καπνοβιομηχανία μέχρι που μετά από μία σειρά εξαγορών σχηματίστηκε η θυγατρική της RJR Foods το 1967. Το 1987 η RJR Nabisco κατείχε ηγετική θέση στο χώρο του καπνού και των τροφίμων, με επώνυμα προϊόντα όπως Winston, Camel, Oreo, Del Monte, Planters, πωλήσεις \$15,8 δις., και η μετοχή της τον Οκτώβριο του 1988, διαπραγματεύονταν γύρω στα \$55. Η στρατηγική της εταιρείας ήταν να πουλήσει την θυγατρική της RJR Foods και να διατηρήσει την δραστηριότητα παραγωγής τσιγάρων, με τη λογική ότι η αγορά υποτιμούσε την αξία των ταμιακών ροών που προέρχονται από την δραστηριότητα του καπνού, ενώ παράλληλα δεν εκτιμούσε την συνολική αξία της παραγωγής προϊόντων λόγω της σχέσης της με τον καπνό. Η πώληση των περιουσιακών στοιχείων της RJR Foods και η έξοδος της RJR Nabisco από το Χρηματιστήριο (Going Private) θα εξάλειφε την υποτίμηση της εταιρείας και θα δημιουργούσε σημαντικά κέρδη.

Στις 28 Οκτωβρίου του 1988, το Διοικητικό Συμβούλιο της RJR Nabisco αποκάλυψε ότι ο Ross Jonson (Chief Executive Officer) δημιούργησε μία ομάδα επενδυτών που προετοιμάζονταν να αγοράσει μετρητοίς όλες τις μετοχές της εταιρείας προς \$75 τη μία και εν συνεχεία να οργανώσει την έξοδό της από το χρηματιστήριο. Αμέσως μετά η τιμή της μετοχής κινήθηκε εντυπωσιακά ανοδικά φθάνοντας στα \$77, συγκριτικά με την προηγούμενη μέρα που είχε κλείσει στα \$56, τιμή με την οποία το επενδυτικό κοινό υποδήλωνε ότι ανέμενε ότι η τελική τιμή θα ήταν υψηλότερη από την προσφορά του Jonson.

Μετά από την ανακοίνωση αυτή η RJR Nabisco είχε ήδη ξεκινήσει την διαδικασία «πλειστηριασμού» της και οι προσφορές ακολούθησαν. Τέσσερις μέρες μετά η KKR έδωσε προσφορά για \$90 ανά μετοχή, εκ των οποίων \$79 μετρητοίς συν PIK (pay-in-kind) Preferred value στα \$11. Τα προνομιούχα μερίσματα δεν θα καταβάλλονταν τοις μετρητοίς αλλά σε ακόμα περισσότερες προνομιούχες. Η αναμέτρηση ανάμεσα στον Jonson και την KKR συνέχισε μέχρι τα τέλη Νοεμβρίου όπου, η τελευταία έκανε προσφορά για \$109 ανά μετοχή, εκ των οποίων \$81 σε μετρητά, convertible subordinated debentures αξία \$10 συν PIK Preferred value (δεν γνωρίζω πως μεταφράζεται) στα \$18. Η ομάδα του Jonson έδωσε εκ νέου προσφορά \$112 μετρητοίς και χρεόγραφα.

Το ομόλογο PIK (pay-in-kind) που θα εξέδιδε η RJR Nabisco, υπόσχονταν κουπόνι 15%, αλλά για τα δύο πρώτα χρόνια η εταιρεία μπορούσε να επιλέξει μεταξύ δύο επιλογών:

- α) να πληρώσει τον τόκο τοις μετρητοίς ή
- β) να πληρώσει με άλλα ομόλογα αντίστοιχης ονομαστικής αξίας.

Αυτό παρείχε στην εταιρεία μία πολύτιμη δυνατότητα επιλογής. Εάν η RJR αντιμετώπιζε οικονομικές δυσκολίες και οι τιμές των ομολόγων σημείωναν μεγάλη πτώση, θα έδινε ομόλογα χαμηλής αξίας αντί μετρητών. Επιπλέον, η RJR είχε και το δικαίωμα αγοράς των ομολόγων. Αυτό της έδινε ακόμα μία πολύτιμη δυνατότητα επιλογής, εάν τα επιτόκια σημείωναν πτώση και παράλληλα οι τιμές των ομολόγων άνοδο, η εταιρεία θα μπορούσε να επαναγοράσει τα ομόλογα στην τιμή εξάσκησης.

Μετά την μάχη των προσφορών, το Δ.Σ. RJR Nabisco επέλεξε την προσφορά της KKR, παρόλο που ο Jonson προσέφερε \$3 περισσότερο, διότι εκτιμήθηκε ότι τα χρεόγραφα υπερτονίσθηκαν και οι αποζημιώσεις των διευθυντικών στελεχών ήταν υπερβολικά γενναιοδωρες και προκάλεσαν θύελλα αρνητικών αντιδράσεων από τον τύπο. Είναι ευνόητο ότι ο Jonson έχασε τη θέση του, αλλά αποχώρησε με ένα ιδιαίτερα υψηλό πακέτο αποζημίωσης, το γνωστό στις ΗΠΑ golden parachute.

Το κρίσιμο όμως ερώτημα είναι από που προέρχονταν τα οφέλη της συγχώνευσης και πώς δικαιολογείται η προσφορά των \$109 που μεταφράζεται περίπου σε \$25 δις. για μια εταιρεία που μόλις ένα μήνα πριν πουλιόνταν» στα \$56 ανά μετοχή; Η KKR βασιζονταν σε δύο πράγματα. Κατά πρώτον, ανέμενε χρηματοροές από τις φοροαπαλλαγές τόκων λόγω δανεισμού (tax shields), τις μειωμένες κεφαλαιακές δαπάνες και από την πώληση στοιχείων ενεργητικού (στρατηγικών επιχειρηματικών μονάδων –SBU's) που δεν σχετίζονται με την κύρια δραστηριότητα της εταιρείας. Η πώληση στοιχείων του ενεργητικού υπολόγιζε ότι θα

εισφέρει κέρδη της τάξεως των \$5 δις. Κατά δεύτερον, η KKR ανέμενε να τονώσει την κερδοφορία της κύριας επιχειρηματικής δραστηριότητας μέσω της περικοπής δαπανών, όπως για παράδειγμα τα 10 εταιρικά αεροσκάφη που διατηρούσε.

Μόλις ανάλαβε η KKR δεν έχασε χρόνο και ξεκίνησε να αναδιαρθρώνει την RJR. Τον Ιούνιο του 1989 η RJR πούλησε πέντε Ευρωπαϊκές επιχειρήσεις στη Γαλλική BNS για \$2,5 δις. Τον Σεπτέμβριο πούλησε τη μονάδα των τροπικών φρούτων της Del Monte foods στην εταιρεία Polly Peck, εταιρεία τροφίμων με έδρα τον Λονδίνο, προς \$875 δις. Τον ίδιο μήνα πούλησε τον κλάδο κονσερβοποιημένων προϊόντων Del Monte σε ένα LBO group οδηγούμενο από την Citigroup Venture Capital, προς 1,48 δις. Τον Οκτώβριο του 1990, η RJR πούλησε τον κλάδο καραμελοποιίας (Baby Ruth, Butterfinger και Pearson) στη Nestle προς \$70 εκ. συνολικά. Η RJR στην δεκαετία του 1990, πούλησε επιχειρηματικές μονάδες αξίας \$5 δις. για να μπορέσει να ξεπληρώσει το τεράστιο χρέος που προήλθε από το LBO.

Εσωτερικά οι εξελίξεις στην εταιρεία δεν ήταν και τόσο ευνοϊκές, αλλά εξωτερικά επικρατούσε μία σύγχυση. Παράλληλα, οι τιμές στην αγορά των junk bonds σημείωναν συνεχή πτώση το οποίο σήμαινε υψηλότερα επιτόκια για την RJR και αυστηρότερους όρους για κάθε νέα χρηματοδότηση. Τον Δεκέμβριο του 1990 η KKR ανακοίνωσε προσφορά σε μετρητά και νέες μετοχές προς αντάλλαγμα \$753 εκ. σε junk bonds. Ο οικονομικός Διευθυντής της RJR το παρουσίασε ως ένα ακόμα βήμα προς την βελτίωση της μόχλευσης της εταιρείας.

Όπως όμως και οι περισσότερες εταιρείες που γίνονται ιδιωτικές – Going Private – μέσω ενός LBO, απολαμβάνουν για λίγο καιρό το καθεστώς αυτό, έτσι και η RJR το 1991 επανήλθε στο χρηματιστήριο (Went Public Again) με την έκδοση νέου κοινού μετοχικού κεφαλαίου αξίας \$1 δις. δίνοντας με αυτόν το τρόπο το 25% της ιδιοκτησίας της εταιρείας στο επενδυτικό κοινό.

Παρόλα αυτά, το τέλος της ιστορίας δεν ήταν «παραμυθένιο». Η KKR πούλησε προοδευτικά την επένδυση της και όταν πούλησε και το τελευταίο εναπομείναν μερίδιο της στις αρχές του 1995, είχε κέρδος \$60 εκ. από μια επένδυση \$3,1 δις. που ήταν αξιοσημείωτη απόδοση (IRR 39%). Παρόλο που η απόδοση της KKR ήταν αντίστοιχη της απόδοσης των εξωτερικών επενδυτών, η KKR κέρδισε ακόμα \$500 εκ. για τις συμβουλευτικές και διοικητικές υπηρεσίες που προσέφερε. Εκείνοι που επωφελήθηκαν περισσότερο από όλους ήταν οι μέτοχοι της εταιρείας σε αντίθεση με τους ομολογιούχους που ήταν φανερά οι χαμένοι της υπόθεσης.

Το συγκεκριμένο LBO είναι το πιο σημαντικό, πολυσυζητημένο αλλά και δραματικό LBO στην ιστορία, καθώς ήταν η μεγαλύτερη συμφωνία εξαγοράς αξίας \$25 δις. Όσον αναφορά τις

Ζημιές των ομολογιούχων, αναφέρεται ότι οι μεγάλοι ομολογιούχοι άσκησαν μήνυση έναντι της RJR για την ζημιά που υπέστησαν, καθώς το ποσό \$5δισ σε ομόλογα υψηλής κλάσης, σημείωσε ζημιές της τάξεως του 20% δηλαδή, \$1δισ. Η μείωση της τιμής των ομολόγων, εμφανίστηκε αμέσως μετά την ανακοίνωση της πρότασης εξαγοράς της εταιρείας μέσω δανεισμού, η οποία συμπεριλάμβανε και νέο δανεισμό αξίας \$16δισ.

Στην παρούσα μελέτη εξετάζονται οι μορφές επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης, πέραν των κοινών συγχωνεύσεων και εξαγορών, καθώς επίσης και των εξαγορών μέσω δανεισμού-LBO's. Με άλλα λόγια, θα μελετηθεί το φαινόμενο του divestiture, όπου μία εταιρεία πουλάει ένα τμήμα της επιχείρησης ή αναδιαμορφώνει την μετοχική σχέση - ιδιοκτησία ορισμένων επιχειρηματικών τμημάτων, ώστε να διαχωριστούν και να αποτιμηθούν ξεχωριστά στην χρηματιστηριακή αγορά και το φαινόμενο των εξαγορών επιχειρήσεων με κεφάλαια που προέρχονται από δανεισμό. Σκοπός της εργασίας είναι ακόμα να μελετηθεί η εξέλιξη των μορφών επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης στο χρόνο, η εμφάνιση τους στην Ελλάδα αλλά και σε διεθνές επίπεδο, τα κίνητρα τους και τα επιδιωκόμενα οφέλη, καθώς και μία σύντομη αναφορά στο Ελληνικό θεσμικό πλαίσιο που τα διέπει. Παράλληλα, θα εξετασθεί κατά πόσο η επιχειρηματική αναδιάρθρωση, αυξάνει την αξία της εταιρείας και βελτιώνει την αποδοτικότητα των εταιρειών, βάση επισκόπησης εμπειρικών μελετών που έχουν πραγματοποιηθεί σε χώρες της Ευρώπης και των ΗΠΑ τα 10 τελευταία χρόνια.

Η παρούσα εργασία αποτελείται από 2 μέρη και οργανώνεται ως εξής: στο 1^ο Τμήμα παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο, μία σύντομη ιστορική αναδρομή, η επεξήγηση των εννοιών επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης, τα είδη καθώς και τα επιδιωκόμενα οφέλη, το θεσμικό πλαίσιο και οι τελευταίες εξελίξεις επιχειρηματικών αναδιρθρώσεων στον Ελληνικό χώρο και διεθνώς. Στο 2^ο Τμήμα παρουσιάζονται αναλυτικά οι εμπειρικές μελέτες που αξιολογούν την αποδοτικότητα των μορφών επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης, την επίδραση στην αύξηση της αξίας της εταιρείας σε βραχυχρόνιο και μακροχρόνιο ορίζοντα καθώς και τα συμπεράσματα της μελέτης.

2. ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

Με τον όρο επιχειρηματική αναδιάρθρωση (corporate restructuring) εννοούμε κάθε μεταβολή στον στρατηγικό προσανατολισμό μιας επιχείρησης, για παράδειγμα η εμπλοκή της σε νέες επιχειρηματικές δραστηριότητες ή η απόσυρση της από τις υπάρχουσες δραστηριότητες.

Ακολουθεί το διάγραμμα 2 όπου απεικονίζεται σχηματικά τι περιλαμβάνει η επιχειρηματική αναδιάρθρωση και ποιες είναι οι σημαντικότερες τεχνικές που χρησιμοποιούνται από τις εταιρείες.

Διάγραμμα 2.1: Μορφές Επιχειρηματικής Αναδιάρθρωσης και χρησιμοποιούμενες τεχνικές



2.1. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές - Mergers and Acquisitions

Συγχώνευση και εξαγορά είναι η ένωση δύο εταιρειών με σκοπό να επιτευχθούν συγκεκριμένοι στρατηγικοί και επιχειρηματικοί στόχοι και αποτελούν συναλλαγές μεγάλης επιχειρηματικής σημασίας, όχι μόνο για τις εμπλεκόμενες εταιρίες αλλά για άλλες ομάδες, όπως τους εργαζόμενους, τα στελέχη, τους ανταγωνιστές και το ευρύτερο οικονομικό σύνολο. Η επιτυχία ή αποτυχία τους έχει τεράστια σημασία για τους μετόχους, τους δανειστές και όλα τα εμπλεκόμενα μέρη, κυρίως λόγω των υπέρογκων χρηματικών ποσών που επενδύονται σε αυτές τις συμφωνίες.

Βάσει του Ελληνικού Νομικού Πλαισίου, με τον όρο **Εξαγορά** εννοούμε την διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος ή μιας ολόκληρης εταιρείας, καθώς και το δικαίωμα ελέγχου αυτής, έναντι μετρητών, όπου η εταιρία εξακολουθεί να υφίσταται ως νομικό πρόσωπο. **Συγχώνευση** είναι η διαδικασία σχηματισμού μίας οικονομικής μονάδας μέσω της ενοποίησης δύο ή περισσότερων οικονομικών μονάδων, έναντι μετοχών.

2.2. Divestitures / Divestments

Με τους όρους Divestiture ή Divestment εννοούμε το αντίθετο της εξαγοράς, δηλαδή την πώληση τμήματος μιας εταιρείας που μπορεί να είναι μία γραμμή παραγωγής, μία θυγατρική ή ένα περιουσιακό στοιχείο, σε τρίτους έναντι μετρητών ή μετοχών. Όμως κάθε πώληση συνεπάγεται και αγοραστή και για το λόγο αυτό τα Divestitures αποτελούν τμήμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ειδικότερα διακρίνουμε τις παρακάτω μορφές corporate divestitures:

- α) Sell-offs ή Asset Sale
- β) Spin-offs
- γ) Equity Carve-outs
- δ) Tracking Stocks

Οι παραπάνω μηχανισμοί επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης παρόλο που έχουν πολλά κοινά σημεία, κάθε τύπος εμπεριέχει διαφορετικά χαρακτηριστικά ως προς το εύρος, τον τύπο της χρηματοδότησης, το βαθμό του επακόλουθου ελέγχου που διατηρεί η μητρική εταιρεία, την επίδραση στους ομολογιούχους και την φορολογική μεταχείριση.

α) Sell-offs ή Asset Sale

Ορίζεται ως η πώληση θυγατρικής, επιχειρηματικής μονάδας, γραμμής παραγωγής, ή άλλων περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας τα οποία απορροφώνται στην οργανωτική δομή της εξαγορασθείσας εταιρείας. Με το τρόπο αυτό η μητρική εξαλείφει την εμπλοκή της και το αντίτιμο της πώλησης είναι σε μετρητά και σε λίγες περιπτώσεις σε μετοχές της εξαγορασθείσας εταιρείας. Στην περίπτωση αυτή δεν έχουμε δημιουργία μίας νέας εταιρείας αλλά μεταφορά του περιουσιακού στοιχείου μίας εταιρείας σε άλλη.

β) Spin-offs ή Demerger

Το Spin-off ορίζεται ως η pro rata (κατ' αναλογία) διανομή μετοχών της θυγατρικής στους **υφιστάμενους μετόχους** της μητρικής εταιρείας. Με άλλα λόγια αποτελεί μία μορφή πληρωμής μερίσματος σε μετοχές. Ως αποτέλεσμα έχουμε τη δημιουργία μίας νέας εταιρείας, που δημιουργείται από την απόσχιση τμήματος της μητρικής, και οι μετοχές της διαπραγματεύονται στην αγορά και είναι τελείως διαχωρισμένη από την πρώην μητρική εταιρεία. Αυτός ο μηχανισμός αναδιάρθρωσης δεν προσφέρει κεφάλαια στη μητρική εταιρεία, παρόλο που η διάρθρωση του χρέους ανάμεσα στη μητρική και τη θυγατρική έχει επιπτώσεις στη κεφαλαιακή διάρθρωση. Παράλληλα, η μητρική εταιρεία απομακρύνει τον έλεγχο από τις επιχειρηματικές δραστηριότητες της θυγατρικής, με σκοπό να επικεντρωθεί στην κύρια επιχειρηματική δραστηριότητα.

γ) Equity Carve-outs

Ο όρος Carve-out σημαίνει *κόβω με ακρίβεια* και αποδίδει επιτυχώς την μορφή επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης κατά την οποία η μητρική προβαίνει στην προσφορά τμήματος ή ολόκληρου του μετοχικού κεφαλαίου της θυγατρικής στην πρωτογενή αγορά (IPO). Η μορφή αυτή είναι παρόμοια με το Spin-off με τη διαφορά ότι οι μετοχές της νέας εταιρείας δεν αγοράζονται από τους υφιστάμενους μετόχους αλλά γίνεται **δημόσια προσφορά**. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται «αποκοπή» της θυγατρικής από την μητρική, καθώς μητρική μειώνει ή εξαλείφει την ιδιοκτησία της και δημιουργείται μία νέα εταιρεία που οι μετοχές της διαπραγματεύονται στην αγορά, έχει διαφορετικό Διοικητικό Συμβούλιο, διαφορετική διοίκηση και διαφορετικές υποχρεώσεις και απαιτήσεις. Η προσφορά αυτή αποτελεί πηγή μετρητών για τη μητρική εταιρεία και το επενδυτικό κοινό που αγοράζει τις μετοχές έχει απαιτήσεις προς τις ταμειακές ροές της επιχειρησιακής μονάδας της μητρικής εταιρείας που έχει «αποκοπεί». Συνήθως, η μητρική διατηρεί την πλειοψηφία των μετοχών και τον έλεγχο, ώστε η θυγατρική να έχει περιορισμένη αυτονομία. Η διαφορά ανάμεσα στις μορφές Spin-off και Equity Carve-out είναι ότι στα Spin-offs η μητρική εταιρεία δεν συγκεντρώνει κεφάλαια από την συναλλαγή.

Η σχέση μητρικής και θυγατρικής στα Equity Carve-outs παραμένει ισχυρή καθώς και οι δύο έχουν σχεδόν τους ίδιους μετόχους. Σύμφωνα, με μελέτη των Schipper and Smith (1996) έχει βρεθεί ότι στις 34 εκ των 48 περιπτώσεων, ο Πρόεδρος ή Διευθύνων Σύμβουλος της θυγατρικής ήταν και Διευθυντικό στέλεχος της μητρικής. Επιπλέον, 56 εκ των 57 Διοικητικών Συμβουλίων των θυγατρικών περιλάμβανε τουλάχιστον ένα μέλος που μέλος του Δ.Σ. της μητρικής. Το γεγονός αυτό εμπεριέχει θετικές και αρνητικές συνέπειες, καθώς αφενός αυξάνεται ο έλεγχος της θυγατρικής και αυτό έχει θετική επίδραση στην απόδοση και

αφετέρου παραμένουν περιθώρια για σταυροειδείς επιδοτήσεις μεταξύ των εμπλεκόμενων επιχειρηματικών μονάδων.

δ) Tracking Stocks

Η έκδοση Tracking Stocks είναι μία ξεχωριστή κατηγορία κοινών μετοχών της μητρικής εταιρείας, των οποίων η αξία βασίζεται στις ταμειακές ροές που παράγει μία συγκεκριμένη επιχειρηματική μονάδα. Για το λόγο αυτό καλούνται tracking stocks, δηλαδή μετοχές που ακολουθούν (track) και αντανakλούν την απόδοση μιας συγκεκριμένης μονάδας (tracked unit) με την οποία συνδέονται. Οι μετοχές αυτές καλούνται επίσης και target stocks.

Σε διοικητικό επίπεδο, τα Tracking Stocks μοιάζουν με τα Equity Carve-outs, όπου η θυγατρική και η μητρική έχουν το ίδιο Δ.Σ. και ουσιαστικά παραμένει μία εταιρεία που διοικείται από το ίδιο μάνατζμεντ. Επιπλέον, οι πιθανότητες διατήρησης των συνεργιών, θετικών ή αρνητικών, παραμένουν ισχυρότερες στην περίπτωση των Tracking Stocks έναντι των Equity Carve-outs.

Το κοινό των τριών τελευταίων τύπων επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης (spin-off, equity carve-out και tracking stocks) είναι ότι μεσολαβεί η χρηματιστηριακή αγορά που λειτουργεί ως ενδιάμεσος, ενώ σε κλίμακα μεταξύ των τριών τύπων τα Spin-offs είναι συνήθως μεγαλύτερα σε αξία από Sell-offs και τα Equity Carve-outs.

2.3. Strategic Alliances και Joint Ventures

Τα Strategic Alliances και Joint Ventures αποτελούν εναλλακτικές στρατηγικές συγχωνεύσεων. Οι Στρατηγικές Συμμαχίες είναι επίσημες ή ανεπίσημες συμφωνίες συνεργασίας μεταξύ δύο ή περισσότερων ανεξάρτητων εταιρειών, με σκοπό την διεξαγωγή ενός έργου ή την συνεργασία σε συγκεκριμένες επιχειρηματικές λειτουργίες. Με τον όρο Joint Venture εννοούμε τη σύσταση μίας νέας επιχειρηματικής μονάδας που ανήκει σε δύο περισσότερους εταίρους και σχηματίζεται για συγκεκριμένους σκοπούς και ορισμένο χρονικό διάστημα.

2.4. LBO's, MBO's, Going Private, ESOP's, MLP's και λοιπά

Όλα τα παραπάνω αποτελούν καινοτόμους τρόπους χρηματοδότησης μίας εξαγοράς και θα αναλυθούν παρακάτω.

α) LBO's, MBO's, Going Private

Με τον όρο Leveraged Buyout εννοούμε την εξαγορά επιχείρησης με κεφάλαια που προέρχονται από δανειοδοτήσεις οι οποίες έχουν παρασχεθεί έναντι εγγυήσεων μέσα από τις οποίες συνήθως περιλαμβάνονται περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Επομένως, το Leveraged Buyout διαφέρει ως προς την απλή εξαγορά σε δύο βασικά σημεία. Πρώτον, ένα μεγάλο μέρος των κεφαλαίων προέρχεται από δάνειο, εκ του οποίου τμήμα ή και όλο είναι junk, δηλαδή έχει βαθμολογηθεί σε κατηγορία χαμηλότερη από την κατηγορία της επένδυσης. Δεύτερον, οι μετοχές της εταιρείας εξαγοράζονται από μία ομάδα επενδυτών (συνήθως θεσμικών) και επομένως η εταιρεία αποσύρεται από το χρηματιστήριο (going private) και οι μετοχές της δεν διαπραγματεύονται πλέον στην αγορά.

Οι επενδυτές που εξαγοράζουν την εταιρεία μέσω δανεισμού (LBO acquirers), καλούνται οικονομικοί επενδυτές για να διαχωρίζονται από τους στρατηγικούς επενδυτές. Ο στόχος των επενδυτών μετά από μία σχετικά σύντομη χρονική περίοδο (2-5 ετών) να εισάγουν πάλι την επιχείρηση στο χρηματιστήριο, προκειμένου να αποκομίσουν υπερκανονικές αποδόσεις οι οποίες σε πολλές περιπτώσεις είναι αστρονομικές.

Ένα LBO αποτελεί συνήθως ένα μέτρο άμυνας απέναντι σε επικείμενες εχθρικές εξαγορές, ενώ παράλληλα η ανακοίνωση ενός σχεδίου απόσυρσης μιας εταιρείας από το χρηματιστήριο, εγείρει ανταγωνιστικές προσφορές από μη αναμενόμενους επενδυτές.

Συναντάμε αρκετούς **τύπους LBO** και οι βασικότεροι είναι οι παρακάτω:

- α) investor buy-out (IBO)
- β) management buyout (MBO)
- γ) management buy-in (MBI)
- δ) buy-in management buy-out (BIMBO) και
- ε) going private buyouts

Οι παραπάνω μορφές διαφέρουν ως προς τα εξής σημεία:

- α) εάν το υφιστάμενο management της εταιρείας στόχος, συμμετάσχει στην αρχική πρόταση εξαγοράς μέσω δανεισμού
- β) εάν η εταιρεία στόχος είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο και το μετοχικό της κεφάλαιο ανήκει σε θεσμικούς και μη επενδυτές
- γ) εάν η διοικητική ομάδα αποτελείται μόνο από διευθυντικά στελέχη της εταιρείας στόχος ή μόνο από εξωτερικούς επενδυτές ή από μία σύνθεση και των δύο.

Στο **investor buyout (IBO)** η εταιρεία εξαγοράζεται από εξωτερικούς επενδυτές.

Στο **management buyout (MBO)** η διοίκηση μιας εταιρείας αγοράζει όλες τις μετοχές που έχουν διατεθεί στο επενδυτικό κοινό, με την προοπτική ολοκληρωτικής ιδιωτικοποίησης της εταιρείας. Η κίνηση αυτή έχει αυξημένη ανάγκη κεφαλαίου λόγω της μεγάλης ζήτησης που δημιουργείται για την μετοχή της εταιρείας και για την κάλυψη των αναγκών αυτών η εταιρεία δανείζεται.

Στο **management buyin (MBI)**, το παλιό management αντικαθίσταται από νέα στελέχη πιθανόν και κάποιους από τους επενδυτές που έχουν αναλάβει την υλοποίηση του LBO. Αυτό γίνεται είτε επειδή εκτιμάται ότι η νέα διοίκηση θα είναι περισσότερο αποτελεσματική, είτε επειδή η υφιστάμενη διοίκηση δεν θεωρείται ικανή να συνεχίσει το έργο της. Έτσι η νέα διοίκηση αναλαμβάνει να διευθύνει την εξαγορασθείσα εταιρεία. Το MBI εμπεριέχει υψηλότερο κίνδυνο από το MBO, καθώς η νέα διοικητική ομάδα δεν είναι εξοικειωμένη με την οργανωτική δομή και την κουλτούρα της εταιρείας. Παρόλα αυτά εάν η νέα διοίκηση διαθέτει εμπειρία και καλό στρατηγικό σχεδιασμό, αποτελεί μία ελκυστική επιλογή.

Στο **buyin management buyout (BIMBO)**, η διοίκηση της εταιρείας αποτελείται από ένα μγάγαλα υφιστάμενων και νέων στελεχών.

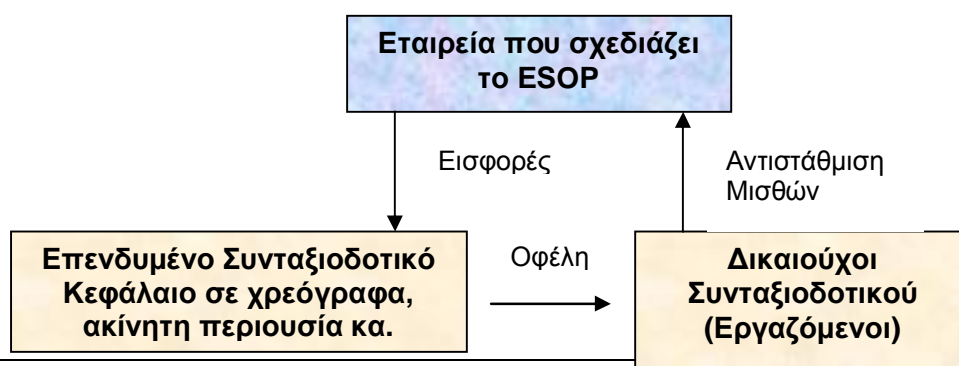
Στο **going private buyout**, εξαγοράζονται οι μετοχές που ανήκουν στο επενδυτικό κοινό, η εταιρεία ιδιωτικοποιείται και αποσύρεται από το χρηματιστήριο. Μια συμφωνία going private μπορεί να είναι μία από τις παραπάνω μορφές (MBI, MBO) που περιγράφηκαν.

β) ESOP's

Το Employee Stock Ownerships ορίζεται ως η συνεισφορά των εργαζομένων σε προνομιακά συνταξιοδοτικά προγράμματα, όπου επενδύουν τουλάχιστον το 50% των περιουσιακών τους στοιχείων **σε κοινές μετοχές της εταιρείας** που είναι ο εγγυητής. Για τον σχεδιασμό του συνταξιοδοτικού προγράμματος καθίσταται υπεύθυνη μία ανεξάρτητη εταιρεία.

Η λειτουργία ενός ESOP απεικονίζεται στο διάγραμμα που ακολουθεί:

Διάγραμμα 2.2: Λειτουργία ενός ESOP



Συναντάμε τρεις **τύπους ESOP's** με βάση τα αποκομισθέντα οφέλη των εργαζομένων :

- α) stock bonus plans, όπου οι εργαζόμενοι λαμβάνουν μετοχές
- β) money purchase plans, όπου οι εργαζόμενοι λαμβάνουν μετρητά και
- γ) combined stock bonus plans, όπου οι εργαζόμενοι λαμβάνουν μετοχές και μετρητά

Υπάρχει περαιτέρω κατηγοριοποίηση των ESOP's με βάση το τρόπο χρηματοδότησης τους:

- α) leveraged, όπου η αγορά χρεογράφων για την δημιουργία του προγράμματος γίνεται με τη χρήση δανειακών κεφαλαίων. Η εταιρεία καταβάλει στο ESOP πληρωμές που να καλύπτουν το δόσεις του δανείου και τους πιστωτικού τόκους, οι οποίοι σημειώνεται ότι εκπίπτουν φορολογικά
- β) leveragable, όπου δεν γίνεται η χρήση δανειακών κεφαλαίων
- γ) nonleveraged, όπου επίσης δεν χρησιμοποιείται δανεισμός αλλά απαιτείται αρχική επένδυση στις μετοχές της εταιρείας του εργαζομένου και
- δ) tax credit, όπου οι εισφορές της μισθοδοσίας εκπίπτουν φορολογικά.

γ) MLP's

Τα Master Limited Partnerships, είναι ένας τύπος περιορισμένου συνεταιρισμού του οποίου οι μετοχές διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο αξιών και το γεγονός της εμπορευσιμότητας αποτελεί και το πλεονέκτημα των εταίρων και παρέχει διάρκεια στο χρόνο. Τα MLP's διατηρούν όλα τα πλεονεκτήματα μιας κοινής εταιρείας, αλλά έχουν το πλεονέκτημα ότι δεν φορολογούνται ως ανεξάρτητες οντότητες και κατά συνέπεια αποφεύγουν την διπλή φορολόγηση των κερδών.

2.5. Ιδιωτικοποίηση - Privatization

Η Ιδιωτικοποίηση αποτελεί επίσης μία μορφή επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης και ορίζεται ως η πώληση δημόσιας εταιρείας σε ιδιωτικούς επενδυτές.

3. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

3.1. Κύματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών Σ&Ε σε ΗΠΑ και Ευρώπη

Την μεγαλύτερη ιστορία στη δραστηριότητα Σ&Ε που ξεπερνάει 100 χρόνια έχουν οι ΗΠΑ, ακολουθεί το Ηνωμένο Βασίλειο που ξεκίνησε από τις αρχές του 1960 και τέλος η υπόλοιπη Ευρώπη που ξεκίνησε κυρίως στις αρχές του 1990. Το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό που έχει παρατηρηθεί στην εξέλιξη των Σ&Ε είναι ότι εμφανίζονται κατά κύματα, καθώς υπάρχουν περίοδοι έντονης δραστηριότητας και περίοδοι αδράνειας. Οι αιτίες που προκαλούν αυτά κύματα δεν έχουν προσδιορισθεί πλήρως, καθώς επηρεάζονται από ένα συνδυασμό παραγόντων. Τέτοιοι παράγοντες μπορεί να είναι οι παρακάτω:

- α) αναδιρθρώσεις σε ομοειδείς βιομηχανικούς κλάδους
- β) ανάπτυξη νέων τεχνολογιών
- γ) παγκοσμιοποίηση προϊόντων υπηρεσιών και κεφαλαιαγορών και
- δ) νομοθετικές ρυθμίσεις αλλά και απελευθέρωση των αγορών

Στις ΗΠΑ διακρίνουμε πέντε κύματα:

α) **1890-1905** συγχώνευση για επιδίωξη μονοπωλίων

Το πρώτο κύμα εμφανίστηκε την περίοδο της έντονης οικονομικής ανάπτυξης, όπου η βιομηχανική παραγωγή διπλασιάστηκε. Το χαρακτηριστικό των Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν εκείνη την περίοδο ήταν ότι ήταν οριζόντιες (στον ίδιο κλάδο) και για το λόγο αυτό θεωρήθηκε η εποχή των μεγάλων μονοπωλίων. Μεγάλες εταιρείες όπως General Electric, Kodak κ.α. δημιουργήθηκαν την ίδια περίοδο.

β) **1920-1929** συγχώνευση για επιδίωξη ολιγοπωλίων

Το δεύτερο κύμα ήταν μικρότερο και οι συγχωνεύσεις ήταν κάθετες, λόγω της αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας. Ουσιαστικά ήταν μία κίνηση προς την ολιγοπωλιακή δομή και σταμάτησε το 1929 λόγω της κρίσης που ακολούθησε.

γ) **1960-1969** συγχώνευση με σκοπό την ανάπτυξη

Οι Σ&Ε που ολοκληρώθηκαν την δεκαετία του '60 ήταν προς ασυσχέτιστες επιχειρηματικές δραστηριότητες (conglomerates), καθώς η αντιμονοπωλιακή νομοθεσία έγινε ακόμα αυστηρότερη. Οι συγχωνεύσεις αυτές στόχευαν στην ανάπτυξη μέσω της διαφοροποίησης και της επέκτασης σε νέες αγορές.

δ) 1980-1989 εχθρικές εξαγορές και αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων

Το τέταρτο και πέμπτο κύμα χαρακτηρίζεται από δύο τύπους επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης τις εξαγορές (κυρίως εχθρικές) και τις αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων επιχειρήσεων (divestitures), όπου και οι δύο τύποι παρουσίαζαν υψηλό βαθμό συσχέτισης με συντελεστή 0.95. Συγκεκριμένα τα divestitures αποτελούσαν το 20-40% της δραστηριότητας των Σ&Α. Με άλλα λόγια η ιδιαιτερότητα αυτής της περιόδου είναι ότι εμφανίστηκε η αντίστροφη τάση των συγχωνεύσεων, δηλαδή το de-conglomeration, όπου πολλές εταιρείες πουλούσαν τμήματα τους με σκοπό να επικεντρωθούν στην κύρια επιχειρησιακή τους δραστηριότητα, στην οποία έκριναν ότι διέθεταν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Με αυτόν το τρόπο οι εταιρείες ουσιαστικά αντέστρεψαν τις συγχωνεύσεις των προηγούμενων κυμάτων που στόχευαν στην διαφοροποίηση. Η κίνηση αυτή χαρακτηρίστηκε από τους Shleifer and Vishny (1992) ως ταξίδι μετ' επιστροφής «round trip». Για την υλοποίηση των εξαγορών, πολλές εταιρείες επέλεξαν την χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου (junk bonds) ως μηχανισμούς χρηματοδότησης που για το λόγο αυτό οι εξαγορές ονομάστηκαν και LBO's και αναλύονται εκτεταμένα στη συνέχεια.

ε) 1993-2000 επανεστίαση επιχειρηματικών δραστηριοτήτων

Το πρώτο κύμα είναι το πιο πρόσφατο κύμα που εμφανίστηκε στην Αμερικάνικη οικονομία και το μεγαλύτερο και για το λόγο αυτό έχει χαρακτηριστεί ως μητέρα όλων των κυμάτων, καθώς η αξία των συναλλαγών ανήλθε στα \$1,3 τρις. έναντι \$ 324 δις. το 1989, ενώ η αξία των divestitures το 2000 ήταν \$358 δις. συγκριτικά με \$108 δις. το 1988. Το χαρακτηριστικό των συναλλαγών ήταν πάλι η επικέντρωση στις κύριες δραστηριότητες και η εξειδίκευση που θα είχαν ως αποτέλεσμα την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων.

Στην Ευρώπη διακρίνουμε δύο κύματα μετά την δεκαετία του 1980 και οι λόγοι εμφάνισης τους είναι αντίστοιχοι των λόγων εμφάνισης του τέταρτου και πέμπτου κύματος των ΗΠΑ. Τη μεγαλύτερη δραστηριότητα με διαφορά παρουσίασε το Ηνωμένο Βασίλειο που κατέχει μερίδιο 30% επί της συνολικής δραστηριότητας.

Ειδικότερα τα αναγνωρίζουμε στις εξής περιόδους:

α) 1987-1992 το διάστημα αυτό ήταν κρίσιμο για την Ευρώπη καθώς συνέβησαν σημαντικά ιστορικά γεγονότα όπως η δημιουργία της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης και η εισαγωγή του ευρώ, η λήξη του Ψυχρού Πολέμου, η πτώση του τοίχους του Βερολίνου και ως απόρροια των παραπάνω, υπήρχε διάχυτη η τάση απελευθέρωσης των αγορών και ιδιωτικοποίησης εταιρειών κοινής ωφέλειας. Η αξία των συναλλαγών κατά το πρώτο κύμα ήταν σχετικά μικρή \$158 δις. το 1989 και μειώθηκε στα \$90 δις. το 1992.

β) **1995-2001** στο δεύτερο κύμα η αξία των συναλλαγών ήταν μεγαλύτερη και ανήλθε στα \$1.083 δις. το 2000 και μειώθηκε κάτω από το ήμισυ στα \$462 δις. Και στα δύο κύματα τα divestitures αποτελούσαν το 5%-20% της συνολικής δραστηριότητας Σ&Ε, δηλαδή ο ρόλος τους δεν ήταν όσο έντονος ήταν στις ΗΠΑ αλλά σε σχέση με το παρελθόν σημείωσε αύξηση.

3.2. Βασικά Στάδια των Leveraged Buyouts – LBOs

Οι λόγοι που συνέβαλλαν στην ανάπτυξη των LBO's σχετίζονταν με τις οικονομικές εξελίξεις καθώς και τις αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο. Βασική επιρροή, ήταν η σταθερή οικονομική ανάπτυξη μεταξύ 1982-1990, η οποία σηματοδότησε περίοδο αιχμής για την επέκταση της δραστηριότητας συγχωνεύσεων και εξαγορών και επομένως και όλων των μορφών εταιρικής αναδιάρθρωσης.

Ένας άλλος παράγοντας -μη αναμενόμενος- που άσκησε σημαντική επιρροή στην ανάπτυξη των LBO's, ήταν ο καλπάζων πληθωρισμός που ξεκίνησε το 1960 και συνεχίστηκε μέχρι το 1982. Οι συνέπειες του υψηλού πληθωρισμού ήταν η απότομη πτώση του q-ratio (Χρηματιστηριακή Αξία Εταιρείας / Κόστος Αντικατάστασης Ενεργητικού) στο 0.52 το 1981 έναντι 1.3 το 1965. Αυτό σήμαινε ότι η εταιρεία μπορούσε να αγορασθεί στην αγορά σε σχεδόν μισή τιμή, από όσο θα κόστιζε να αντικατασταθούν τα περιουσιακά της στοιχεία. Αναμφισβήτητα, αυτό υποκινούσε επίδοξους αγοραστές-επενδυτές.

Επιπλέον, ο επίμονος πληθωρισμός παρείχε δυνατότητες φοροαπαλλαγών μέσω της αναδιάρθρωσης της κεφαλαιακής δομής. Οι πληρωμές των κουπονιών των υφιστάμενων ομολόγων, δεν αναπροσαρμόζονταν με βάση τον τρέχον πληθωρισμό, το πραγματικό χρέος μειώνονταν και ο δείκτης δανειακών προς ιδίων κεφαλαίων μειώνονταν σταδιακά. Το γεγονός αυτό δημιουργούσε ευκαιρίες για υψηλότερες φοροαπαλλαγές (tax shields), μέσω περαιτέρω μόχλευσης.

Πέραν όμως των οικονομικών παραγόντων συνέβαλαν και οι νέες νομοθετικές ρυθμίσεις στην ανάπτυξη των LBO's. Νέοι φορολογικοί νόμοι ευνόησαν την γενικότερη δραστηριότητα της επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης. Σημαντικό ρόλο για την ενθάρρυνση των MBO's ήταν τα employee stock ownership plans –ESOPs, δηλαδή η δυνατότητα δανεισμού, με ευνοϊκούς όρους, από ένα πιστωτικό ίδρυμα με σκοπό την αγορά μετοχικών τίτλων της εταιρείας. Η εταιρεία για φορολογικούς λόγους αντιμετωπίζονταν ως δαπάνη εκπιπτόμενη φορολογικά για το ESOP, ώστε να καλύπτονταν οι τόκοι και οι δόσεις του δανείου.

Η δραστηριότητα των Leveraged Buyouts – LBOs μπορεί να διαχωριστεί σε τρεις χρονικές περιόδους: την δεκαετία του 1980, τις αρχές του 1990 και την περίοδο μετά το 1992. Πριν από το 1980, αναφέρονται ως αυτόνομες προσπάθειες - συναλλαγές (bootstrap transactions) που χαρακτηρίζονταν ως συμφωνίες υψηλού δανεισμού.

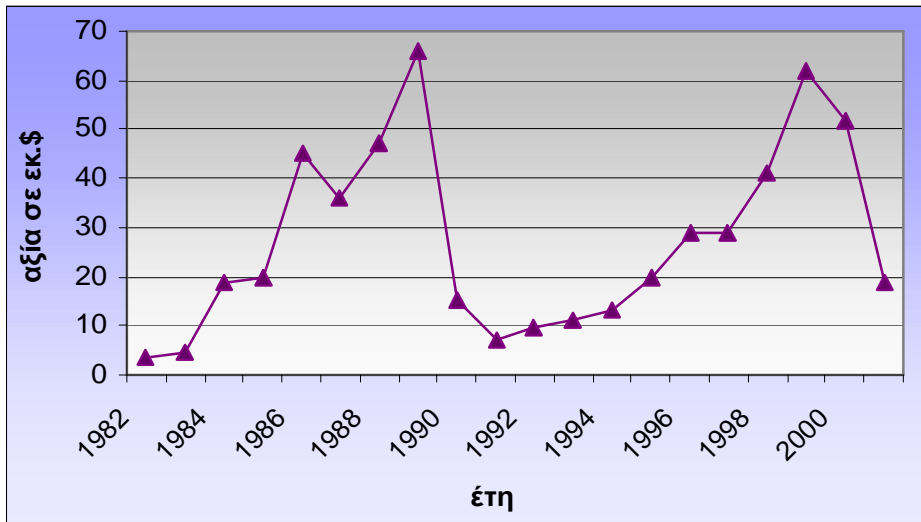
Κατά την δεκαετία του '80 οι οικονομικές εξελίξεις που ενθάρρυναν την δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών και γενικότερα τις μορφές εταιρικές αναδιάρθρωσης, δημιούργησαν και τις κατάλληλες συνθήκες για την ανάπτυξη των LBO's. Παρατηρώντας τον πίνακα 3.1 που ακολουθεί, βλέπουμε ότι η περίοδος μεταξύ 1986-1989 ήταν περίοδος αιχμής, καθώς η αξία των συμφωνιών LBO αυξάνονταν προοδευτικά από \$ 36.2 εκ. το 1987, σε \$47 εκ. το 1988 και με αποκορύφωμα το 1989 που η αξία έφτασε στα \$65.7 εκ. Ως ποσοστό του σύνολο των συμφωνιών συγχωνεύσεων και εξαγορών, οι συμφωνίες LBO, αποτελούσαν το 21% την περίοδο 1986-88, το οποίο ανήλθε στο 29,7% το 1989.

Πίνακας 3.1: Αξία Συναλλαγών LBO's σε ΗΠΑ και Ευρώπη (ποσά σε εκ. \$)

Έτος	Συνολική Αξία Σ&Ε	Leveraged Buyouts	% LBO's στη Συνολική Αξία Σ&Ε	
1982	53,8	3,5	6,5%	α' περίοδος
1983	73,1	4,5	6,2%	
1984	122,2	18,7	15,3%	
1985	179,8	19,7	11,0%	
1986	173,1	45,2	26,1%	
1987	163,7	36,2	22,1%	
1988	246,9	47,0	19,0%	
1989	221,1	65,7	29,7%	
1990	108,2	15,2	14,0%	
1991	71,2	7,0	9,8%	
1992	96,7	9,6	9,9%	
1993	176,4	11,0	6,2%	γ' περίοδος
1994	226,7	13,0	5,7%	
1995	356,0	20,0	5,6%	
1996	495,0	29,0	5,9%	
1997	657,1	28,7	4,4%	
1998	1191,0	41,0	3,4%	
1999	1425,9	62,0	4,3%	
2000	1325,7	51,5	3,9%	
2001	699,4	18,6	2,7%	

Πηγή: J. Weston, M. Mitchell, J. Mulherin - 'Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance'

Διάγραμμα 3.1: Εξέλιξη Αξίας Συμφωνιών Leveraged Buyouts



Πηγή: J. Weston, M. Mitchell, J. Mulherin - 'Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance'

Την δεύτερη περίοδο, δηλαδή τις αρχές του 1990 η αξία των συναλλαγών LBO άρχισε να μειώνεται σημαντικά, καθώς οι δανειστές είχαν γίνει πλέον πολύ προσεχτικοί μετά τα προβλήματα και τις αποτυχίες που εμφανίστηκαν σε ορισμένα μεγάλα LBO's του 1980. Ειδικότερα, την διετία 1990-92, η αξία των συμφωνιών LBO's αντιπροσώπευε το 11.3% του σύνολο της αξίας των συμφωνιών συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Την τρίτη περίοδο, μετά το 1992 τα LBO's άρχισαν να μειώνονται σταδιακά από 6.2% της συνολικής αξίας Σ&Ε το 2001 στο 2.7%. Στην πτώση αυτή συνέβαλλε σημαντικά, η εξασθένηση της οικονομίας το 2001 και η ακολουθούμενη ύφεση στη γενικότερη δραστηριότητα Σ&Ε. Σωρευτικά κατά την περίοδο 1996-2000, τα LBO's αντιπροσώπευαν το 4.4% της συνολικής δραστηριότητας συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η μεγαλύτερη αγορά LBO ήταν των ΗΠΑ και ακολουθούσε η αγορά της Μ. Βρετανίας και τέλος της υπόλοιπης Ευρώπης. Η συνολική αξία συναλλαγών την περίοδο 1990-2002, ήταν \$200δισ στις ΗΠΑ, \$139δισ στη Μ.Βρετανία και \$121δισ στην λοιπή Ευρώπη.

Στην ανάπτυξη της δραστηριότητας Σ&Ε με χρήση δανεισμού (LBO's), σε επιθετικές εξαγορές αλλά και στην άμυνα των εταιρειών έναντι σε εξαγορές, συνέβαλλαν ουσιαστικά τα junk bonds. Τα junk bonds είναι ομόλογα υψηλής απόδοσης που έχουν βαθμολογηθεί από τους Διεθνείς Οίκους αξιολόγησης σε χαμηλή κλίμακα, δηλαδή κάτω του BBB και δεν ενδείκνυνται για αγορά. Για να αποζημιωθούν οι επενδυτές που τα αγοράζουν οι εταιρείες υπόσχονταν απόδοση υψηλότερη της αντίστοιχης των ομολόγων κατηγορίας AAA και των US Treasuries bonds.

Η ανάπτυξη της αγοράς εταιρικών ομολόγων, χαμηλής βαθμολογικής κλίμακας, οφείλεται στην τράπεζα επενδύσεων “Drexel Burnham Lambert” και τον ιδρυτή της Michael Milken. Πολλές μικρομεσαίες εταιρείες χωρίς πιστοληπτική ικανότητα που δεν είχαν τα τυπικά προσόντα για την έκδοση ομολόγων, χρησιμοποίησαν τα junk bonds, ως άμεσο τρόπο πρόσβασης στους επενδυτές, παρέχοντας χαμηλότερο κόστος συγκριτικά με τη χρηματοδότηση από μεσάζοντες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Οι εταιρείες που εκδίδανε τα συγκεκριμένα ομόλογα, χαρακτηρίζονταν από εξαιρετικά υψηλό δείκτη δανειακών κεφαλαίων που έφθανε το 90% – 95% που σήμαινε ότι ο κίνδυνος ήταν υπερβολικά υψηλός και υπήρχαν πιέσεις για τη λήψη νομοθετικών μέτρων για την απαγόρευση των junk bonds. Με άλλα λόγια η αγορά των junk bonds, αποτελούσε εύκολη πηγή συγκέντρωσης κεφαλαίων, ενώ οδηγούσε τον εταιρικό δανεισμό σε μη ευσταθή επίπεδα.

Αξίζει να αναφερθεί ότι μεταξύ 1990-91 ο δείκτης κινδύνου χρεοκοπίας (default risk) των junk bonds είχε ξεπεράσει το 10%. Την περίοδο 1983-86, τα junk bonds αποτελούσαν κατά μέσο όρο το 17% του συνόλου των ομολόγων που είχαν εκδοθεί από εταιρείες των ΗΠΑ και το μέγεθος της αγοράς των junk bonds την περίοδο εκείνη εκτιμάται στα \$ 93δισ. Το αντίστοιχο ποσοστό junk bonds επί του συνόλου το διάστημα μεταξύ 1977-1982, ήταν κάτω του 7%.

4. ΣΤΟΧΟΙ - ΚΙΝΗΤΡΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

4.1. Κίνητρα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Με σκοπό να κατανοηθεί η λογική που υπαγορεύει τις Σ&Ε καθώς και οι επιδιωκόμενοι στόχοι έχουν αναπτυχθεί, από την χρονική στιγμή που πρωτοεμφανίστηκαν μέχρι και σήμερα, ποικίλες θεωρίες που μπορούν να κατηγοριοποιηθούν στις παρακάτω:

- α) οικονομικές θεωρίες
- β) διοικητικές θεωρίες
- γ) χρηματοοικονομικές θεωρίες
- δ) στρατηγικές θεωρίες
- ε) συμπεριφορικές θεωρίες Οργανισμών

α) Σύμφωνα με τις **Οικονομικές Θεωρίες** οι Σ&Ε υποκινούνται από κριτήρια οικονομικής φύσεως και στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι επιμέρους θεωρίες:

1. Μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης και του πλούτου των μετόχων κατά την θεωρία αυτή οι επιχειρήσεις προκειμένου να επιβιώσουν στο ανταγωνιστικό περιβάλλον προβαίνουν σε Σ&Ε ώστε να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους και κατ' επέκταση τον πλούτο των μετόχων. Η μεγιστοποίηση των κερδών που ακολουθεί τις Σ&Ε οφείλεται είτε στην αύξηση της αποτελεσματικότητας που αντιστοιχεί σε μείωση του άμεσου και έμμεσου κόστους παραγωγής, είτε στην αύξηση της δύναμης στην αγορά που οδηγεί σε αύξηση της τιμής των προσφερόμενων προϊόντων/υπηρεσιών.

Πιο συγκεκριμένα, η **αύξηση της αποτελεσματικότητας** επιτυγχάνεται μέσω συνεργειών που πραγματοποιούνται σε λειτουργικό, διοικητικό και χρηματοοικονομικό επίπεδο.

Οι **λειτουργικές συνεργίες** προκύπτουν από οικονομίες κλίμακας, οικονομίες φάσματος και οικονομίες εκμάθησης ή εμπειρίας. Οι οικονομίες κλίμακας είναι αποτέλεσμα της αύξησης του μεγέθους της εταιρίας και επιτυγχάνεται στις οριζόντιες συγχωνεύσεις, ενώ οι άλλες οικονομίες επιτυγχάνονται κυρίως μέσω συγχωνεύσεων με συσχετισμένες ή ασυσχέτιστες δραστηριότητες.

Οι **διοικητικές συνέργιες** προκύπτουν από την βελτίωση των διοικητικών ομάδων είτε λόγω αντικατάστασης αυτών ή λόγω αυξημένων κινήτρων.

Οι **χρηματοοικονομικές συνέργιες** δημιουργούνται από αυξημένη δανειακή ικανότητα καθώς οι ταμειακές ροές μίας επιχείρησης λειτουργούν ως εγγύηση-ασφάλεια για την άλλη, μειώνοντας τον κίνδυνο χρεοκοπίας της ενιαίας εταιρείας, τις φορολογικές εξοικονομήσεις και τη διαφορά μεταξύ πλεοναζόντων ταμειακών ροών στην επιχείρηση του bidder και επενδυτικών ευκαιριών στην επιχείρηση του target.

Αναφορικά με την **αύξηση της δύναμης στην αγορά** ισχύει και στις περιπτώσεις οριζόντιων συγχωνεύσεων όπου μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της τιμής λόγω έλλειψης ανταγωνισμού, αλλά και στις κάθετες όπου για πχ. η εξαγορά ενός βασικού προμηθευτή αυξάνει τα εμπόδια εισόδου στην συγκεκριμένη αγορά.

- 2. Ασυμμετρία Πληροφόρησης** κατά την θεωρία αυτή οι συγχωνεύσεις προκαλούνται από τις διαφορετικές εκτιμήσεις της αξίας των επιχειρήσεων-στόχων που πηγάζουν από την ασύμμετρη κατανομή των πληροφοριών μεταξύ των επενδυτών στην αγορά. Αυτό σημαίνει ότι μια επιχείρηση κάνει πρόταση εξαγοράς σε μια άλλη διότι κατέχει προνομιακές πληροφορίες που εκτιμούν ότι η εταιρεία είναι υποτιμημένη και πραγματοποιώντας την εξαγορά θα αξιοποιήσει την εταιρεία και θα έχει περιθώρια για κέρδη.
- 3. Θεωρία Οικονομικής Διαταράξεως** σύμφωνα με τη θεωρία αυτή οι αγορές τείνουν να αντιδρούν υπερβολικά στις ανακοινώσεις καλών ή κακών πληροφοριών σε μικρο και μακρο οικονομικό επίπεδο. Η θεωρία αυτή αναπτύχθηκε από τους De Bondt και Tharel (1985) και επηρεάστηκε από τα ευρήματα των Shiller (1984,1989) και Geroski (1984).
- 4. Θεωρία Παιγνίων** η εφαρμογή αυτής της θεωρίας στο πεδίο των επιχειρήσεων αναπτύχθηκε από τον Nash και περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις αντιδρούν στις πιθανές κινήσεις των ανταγωνιστών τους. Η θεωρία αυτή εξηγεί το φαινόμενο συγχωνεύσεων κατά βιομηχανικούς κλάδους, όπως για παράδειγμα οι συγχωνεύσεις πετρελαϊκών εταιρειών την περίοδο 1998-2001, μεταξύ BP-Amoco, Mobil-Exxon, Chevron-Texaco και BP-Conoco.

β) Σύμφωνα με τις **Διοικητικές Θεωρίες** οι Σ&Ε στοχεύουν στον περιορισμό της αυθαιρεσίας των διοικητικών στελεχών όπου σε αγορές που δεν επικρατεί τέλειος ανταγωνισμός επιδιώκουν στόχους αύξησης μεγέθους έναντι αύξησης κερδών.

- 1. Πρόβλημα Αντιπροσώπησης** Η θεωρία αυτή αναπτύχθηκε από τους Fama και Jensen (1983) και υποστηρίζει ότι υπάρχουν συγκρουόμενα συμφέροντα ανάμεσα στους ιδιοκτήτες-μέτοχους και των εκπροσώπων-managers- εργαζομένων. Ως συνέπεια οι managers επιδιώκουν την μεγέθυνση της εταιρείας και όχι την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων που εξυπηρετεί τα προσωπικά τους συμφέροντα. Έτσι επιλέγουν να επενδύσουν σε εξαγορές και να ισχυροποιήσουν τη θέση τους στην εταιρεία αντί να διανέμουν αυξημένα μερίσματα.

2. **Αλαζονεία Διοικητικών Στελεχών** πηγάζει και αυτό από το κόστος της αντιπροσώπευσης και υποστηρίζει ότι πολλές φορές οι managers υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους και τείνουν να καταβάλουν υπερβολικό τίμημα για τις εξαγορές επιχειρήσεων.

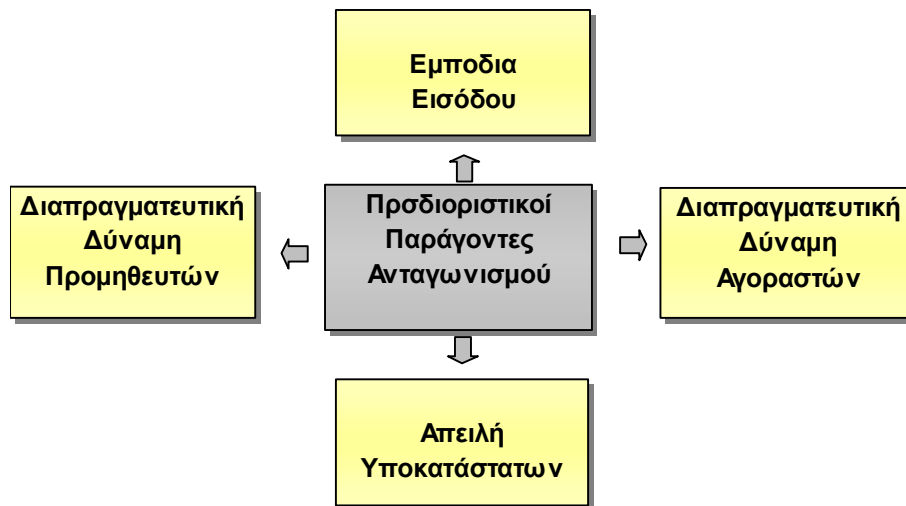
γ) Οι **Χρηματοοικονομικές Θεωρίες** συνδυάζει στοιχεία των δύο παραπάνω θεωριών με την έννοια ότι το στόχο μεγιστοποίησης των κερδών, υπό τους περιορισμούς του προβλήματος της αντιπροσώπευσης αναλαμβάνει η ίδια η αγορά χρησιμοποιώντας τον μηχανισμό των εξαγορών.

1. **Εταιρικός Έλεγχος της Αγοράς** κατά την οποία στις τέλει ανταγωνιστικές αγορές υπάρχει ένας μηχανισμός εταιρικού ελέγχου. Έτσι όταν οι managers λαμβάνουν αποφάσεις που βλάπτουν τα συμφέροντα των μετόχων, η αγορά επεμβαίνει με το μηχανισμό των εξαγορών ώστε να απομακρύνει την αναποτελεσματική διοικητική ομάδα ή να λειτουργήσει προειδοποιητικά για την βελτίωση της ου απόδοσης της εταιρείας.

2. **Θεωρία Πραγματικών Επιλογών η Δικαιωμάτων** η θεωρία αυτή αποτελεί μία επέκταση του Option Pricing Theory, όπου δηλαδή η επιλογή μίας εξαγοράς αντιμετωπίζεται ως μία από τις εναλλακτικές λύσεις έναντι άλλων στρατηγικών επιλογών. Επομένως, η πιθανή εξαγορά αντιμετωπίζεται ως ένα δικαίωμα αγοράς (call option) πάνω στα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης, ενώ το divestment αποτελεί ένα δικαίωμα πώλησης (put option) πάνω στα ίδια περιουσιακά στοιχεία.

δ) Οι **Στρατηγικές Θεωρίες** με βάση τις οποίες η επιλογή συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι απόρροια της επιλογής κατάλληλης εταιρικής στρατηγικής που έχει ως απώτερο σκοπό την απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Επομένως η στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτελεί ένα γρήγορο τρόπο απόκτησης ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και μπορεί να επεξηγηθεί καλύτερα με βάση το μοντέλο των 5 δυνάμεων ανταγωνισμού του M.Porter.

Διάγραμμα 4.1 Μοντέλο 5 Δυνάμεων Ανταγωνισμού M.Porter



Σύμφωνα με τη θεωρία του M.Porter, ο ανταγωνισμός είναι μία δυναμική διαδικασία και οι εταιρείες μπορούν να ανασχεδιάζουν την επιχειρηματική τους δομή, μέσω την δημιουργίας νέων τεχνολογιών, υποκατάστατων προϊόντων ή καναλιών διανομής. Για παράδειγμα αν η κερδοφορία της εταιρείας συμπιέζεται από την απειλή εισόδου νέων επιχειρήσεων στον κλάδο, η συγχώνευση θα οδηγήσει σε σημαντικές οικονομίες κλίμακας, δημιουργώντας αποτρεπτικές συνθήκες για την εισαγωγή νέων εταιρειών, οι οποίες θα είναι δύσκολο να αντεπεξέλθουν.

ε) Με βάση τις Θεωρίες Συμπεριφοράς η διαδικασία λήψης αποφάσεων σε μια εταιρεία αντιμετωπίζεται ως μη απόλυτα ορθολογική διαδικασία που υπόκειται σε πληθώρα πιέσεων πολιτικής φύσεως. Μέσα σε μια εταιρεία δεν έχουν όλοι ίδια κίνητρα, ίδιες προοπτικές και προσδοκίες σχετικά με μία συγχώνευση. Για το λόγο αυτό η πολυπλοκότητα των Σ&Ε πρέπει να αναλογισθεί κατά τη λήψη αποφάσεων.

4.2. Κίνητρα των Divestitures

Οι εξαγορές και τα Divestitures εντάσσονται στην ίδια στρατηγική κατά την οποία οι εταιρείες αλλάζουν κατεύθυνση ή επανεστιάζουν το χαρτοφυλάκιο των εταιρειών τους. Σε πολλές περιπτώσεις μάλιστα τα έσοδα από τα Divestitures χρησιμοποιούνται για την χρηματοδότηση των εξαγορών. Η κύρια λογική που διέπει τα **Divestitures** έχει εντοπιστεί στους παρακάτω λόγους:

α) Το τμήμα που αποσχίζεται (divested division) μπορεί να έχει μεγαλύτερη αξία για τον αγοραστή

- β) Η μητρική εταιρεία χρειάζεται να συγκεντρώσει ταμειακές ροές (cash flow) είτε για την υλοποίηση ενός στρατηγικού σχεδίου, είτε επειδή βρίσκεται δυσμενή οικονομική κατάσταση ή ακόμα και για να αποφύγει επικείμενη εκκαθάριση
- γ) Το υφιστάμενο νομικό πλαίσιο και η αντιμονοπωλιακή νομοθεσία επιτάσσουν τις εταιρείες να προβαίνουν σε divestitures
- δ) Το τμήμα που αποσχίζεται (divested division) έχει μειωμένη απόδοση σε σχέση με τις αντίστοιχες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο
- ε) Το τμήμα που αποσχίζεται (divested division) παρουσιάζει μεν ικανοποιητική απόδοση αλλά η τοποθέτηση του μέσα στον κλάδο δεν θα μπορέσει μακροχρόνια να του προσδώσει συγκριτικό πλεονέκτημα
- στ) Το τμήμα που αποσχίζεται (divested division) δεν ταιριάζει στην νέα εταιρική στρατηγική που έχει χάραξε η εταιρεία
- ζ) Η μητρική εταιρεία έχει πολύ διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο εταιρειών και αντιμετωπίζει δυσκολίες στο συντονισμό της απόδοσης των διοικητικών στελεχών κάθε εταιρείας
- η) Οι εταιρείες που αποσχίζονται άνηκαν σε εταιρεία που εξαγοράσθηκε και η μητρική εταιρεία δεν έχει πρόθεση να την κρατήσει
- θ) Οι εταιρείες που αποσχίζονται άνηκαν σε εταιρεία που εξαγοράσθηκε και η μητρική εταιρεία πρέπει να την αποσχίσει προκειμένου να συγκεντρώσει κεφάλαια για να πληρώσει για την εξαγορά
- ι) Η συγχώνευση και η επακόλουθη εξαγορά ήταν μέρος της στρατηγικής εξαγοράς μίας εταιρείας με χαμηλή απόδοση, να την αναδιαρθρώσει και να ανατρέψει την πορεία της (turnaround) για να την πουλήσει σε υψηλή τιμή και να αποκομίσει κέρδος (buy-operate-sell strategy)
- κ) Η μητρική εταιρεία θεωρεί ότι η επιχειρηματική μονάδα που αποσχίζεται θα αποτιμηθεί υψηλότερα στην αγορά εάν αποκτήσει ξεχωριστή εταιρική οντότητα, καθώς θα είναι διαθέσιμες περισσότερες πληροφορίες για αυτήν
- κα) Από στρατηγικής απόψεως το τμήμα που αποσχίζεται ταιριάζει περισσότερο σε κάποια άλλη εταιρεία που θα την απορροφήσει και θα αυξήσει την αξία της
- κβ) Αποτελεί τρόπο άμυνας της εταιρείας απέναντι σε επιθετικές εξαγορές

Sell-offs

Οι λόγοι που οδηγούν την **μητρική-πωλητή** να προβεί σε ένα **Sell-off** είναι οι εξής:

- α) συγκέντρωση κεφαλαίων (cash flow proceeds) που πιθανόν να είναι περισσότερο κερδοφόρα εάν χρησιμοποιηθούν σε κάποια άλλη επενδυτική δραστηριότητα του

ομίλου ή μπορούν να μετριάσουν μία δυσχερή οικονομική κατάσταση στην οποία να έχει περιέλθει η μητρική

β) εξάλειψη πιθανών αρνητικών συνεργειών

γ) αποδέσμευση ανθρώπινων πόρων, κυρίως σε διευθυντικές θέσεις, που απασχολούνταν από την εταιρεία που αποσχίσθηκε

δ) έμφαση και εστίαση στο στρατηγικό στόχο της μητρικής και ενδυνάμωση των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων της αποσχισθείσας εταιρείας/κλάδους

ε) πώληση μη κερδοφόρας επιχειρηματικής μονάδας ή αργά αναπτυσσόμενης

ζ) για την χρηματοδότηση συγχώνευσης ή επέκτασης

η) εξάλειψη ελέγχου.

Από την πλευρά του **αγοραστή** η εταιρεία/κλάδος που αποσχίσθηκε

α) εναρμονίζεται καλύτερα στην στρατηγική του και

β) θα συμβάλει στην αύξηση του μεριδίου της αγοράς και της θέσης του στην αγορά, όταν το αντικείμενο της αποσχισθείσας σχετίζεται με την υφιστάμενη δραστηριότητα του αγοραστή.

Με άλλα λόγια η εταιρεία/κλάδος που αποσχίζεται αξίζει περισσότερο για τον αγοραστή από ότι για τον πωλητή.

Γενικότερα, τα sell-offs, παρόλα τα κόστη συναλλαγών προτιμώνται από τις εταιρείες που χρειάζονται κεφάλαια αλλά δεν μπορούν να τα αντλήσουν από την αγορά χρήματος λόγω υψηλού κόστους (έξοδα κεφαλοποίησης) και ταυτόχρονα δεν μπορούν να προσφύγουν σε δανεισμό, γιατί ήδη τα δανειακά κεφάλαια είναι υψηλά.

Spin-offs

Τα **Spin-offs** ξεκίνησαν να γίνονται γνωστά στην Ευρώπη κατά το 2^ο μισό της δεκαετίας του 1990. Μεταξύ 1987 και 1994 πραγματοποιήθηκαν μόνο 62 Spin-offs, ενώ από το 1995 μέχρι το 2000 καταγράφηκαν 170. Ένας πιθανός λόγος για την καθυστερημένη εφαρμογή των Spin-offs στην Ευρώπη (συγκριτικά με τις Η.Π.Α.) έγκειται στο γεγονός ότι οι Ευρωπαϊκές χώρες χρειάστηκαν σχετικό μεγάλο χρονικό διάστημα για να θέσουν το θεσμικό πλαίσιο που θα τα διέπει.

Όπως προαναφέρθηκε, το spin-off αποτελεί ακριβώς το αντίθετο των συγχωνεύσεων εξαγορών και χρησιμοποιείται για να αναστραφεί μία προηγούμενη εξαγορά. Οι λόγοι που οδηγούν την μητρική στη υλοποίηση ενός **Spin-off** συνοψίζονται παρακάτω:

- α) επανεστίαση στη βασική επιχειρηματική δραστηριότητα
- β) μείωση της οργανωτικής πολυπλοκότητας
- γ) εξάλειψη ελέγχου
- δ) εξάλειψη πιθανών αρνητικών συνεργιών και περιορισμός των ασυσχέτιστων-conglomerates συγχωνεύσεων και της διαφοροποίησης
- ε) αύξηση διαφάνειας και των δύο εταιρειών (μητρικής και αποσχισθείσας) στην χρηματιστηριακή αγορά, μέσω διαφορετικών οικονομικών καταστάσεων
- ζ) παρέχει στους επενδυτές τη δυνατότητα να επεκτείνουν τις επιλογές του επενδύοντας σε ένα μόνο τμήμα της επιχειρηματικής δραστηριότητας και εν γένει τους δίνεται η δυνατότητα αναπροσαρμογής και ευελιξίας του χαρτοφυλακίου τους.

Equity Carve-outs

Οι λόγοι που οδηγούν την μητρική στη πραγματοποίηση ενός **Equity Carve-out** είναι οι παρακάτω:

- α) πρόσβαση στην χρηματιστηριακή αγορά και συγκέντρωση κεφαλαίων για τη μητρική. Αναφέρεται ότι είναι και ο κυριότερος λόγος καθώς αποτελεί αποδοτικό μέσο χρηματοδότησης των μητρικών εταιρειών
- β) εστίαση στη δραστηριότητα της εταιρείας
- β) δημιουργία ενός αυτόνομου οργανισμού που θα λειτουργεί περισσότερο αποτελεσματικά
- γ) κατάρτιση αυτόνομων οικονομικών καταστάσεων της θυγατρικής που συνεπάγεται βελτίωση της δυνατότητας συγκέντρωσης πληροφοριών προς το επενδυτικό κοινό
- δ) αποτίμηση της αξίας της εταιρείας από τους επενδυτές και τους οίκους αξιολόγησης, λόγω της πληροφορίας που διαχέεται στην αγορά
- ε) παροχή κινήτρων για την υποκίνηση της διοίκησης
- ζ) ελαχιστοποίηση της επίδρασης των ασυσχέτιστων-conglomerates συγχωνεύσεων

Σε γενικές γραμμές θεωρείται ότι τα διευθυντικά στελέχη των μητρικών εταιρειών προβαίνουν σε Equity Carve-outs όταν θέλουν να συγκεντρώσουν κεφάλαια και πιστεύουν ότι οι επενδυτές θα υπερτιμήσουν τις νέες μετοχές συγκριτικά με την αξία που εκτιμούν οι ίδιοι.

Tracking Stocks

Η έκδοση των **Tracking Stocks**, άρχισε να γίνεται ιδιαίτερα δημοφιλής τα τελευταία χρόνια. Μετά από το πέρας έκδοσης Tracking Stocks από την General Motors, στα μέσα της δεκαετίας του 1980, ακολούθησε μία ήσυχη περίοδος μέχρι το 1991 που ο αριθμός των Tracking Stocks άρχισε να αυξάνεται με σταθερούς ρυθμούς.

Ο βασικός λόγος που ωθεί την μητρική εταιρεία στην έκδοση **Tracking Stocks** είναι η δυνατότητα καλύτερης αξιολόγησης και αποτίμησης της εταιρείας από τους επενδυτές και τους οίκους αξιολόγησης. Όπως χαρακτηριστικά έχουν επισημάνει οι Schipper and Smith (1996), μέσω των *divestitures* επιτυγχάνεται «ξεκλείδωμα» της κρυμμένης αξίας της θυγατρικής που ενσωματώνεται στη μητρική – *‘unlocking value hidden in parent firms*.

4.3. Κίνητρα των LBO's, MBO's, ESOP's και MLP's

LBO's

Το βασικότερο πλεονέκτημα ενός LBO είναι ότι μπορεί να θεωρηθεί ως πρωτοποριακή οργανωτική δομή μέσα από την οποία μπορεί να λυθεί το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης (*agency theory*), καθώς αναιρεί την διχοτόμηση μεταξύ της ιδιοκτησίας και του ελέγχου που είναι και η πηγή των συγκρουόμενων συμφερόντων. Οι εταίροι που έχουν επενδύσει τα κεφάλαια τους στην εταιρεία κατέχουν παράλληλα και την πλειοψηφία στο Δ.Σ. Έχουν δεσμευτεί να αποπληρώσουν τα δάνεια και τους τόκους και να εξασφαλίσουν όσο το δυνατόν μεγαλύτερες αποδόσεις για τους λοιπούς εταίρους. Αποτυχία εκπλήρωσης στόχων για την διοίκηση, σημαίνει όχι μόνο διακινδύνευση των θέσεων τους αλλά και απώλεια των επενδεδυμένων τους κεφαλαίων.

Για να εξασφαλισθεί μεγαλύτερη εναρμόνιση μεταξύ των *managers* και της ομάδας / εταιρείας του LBO, η διοίκηση παρακινείται με *stock options* και *ratchet payments*. Τα *ratchet payments* σχετίζονται με την επίτευξη στόχων επιπέδου κερδών, αποπλήρωσης δανείων και χρόνου αποχώρησης από τον εγχείρημα και πραγματοποιηθείσα αξία κατά την έξοδο. Όλα τα παραπάνω, αυξάνουν το μερίδιο της διοίκησης στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας.

Επιπρόσθετα, καθοριστικό κίνητρο στις εξαγορές μέσω δανεισμού, διαδραμάτισε η αγορά των *junk bonds*. Τα *junk bonds* αποτελούσαν μία εύκολη και φθηνή λύση άντλησης κεφαλαίων και οι επενδυτές τα αγόραζαν λόγω της υψηλής απόδοσης που υπόσχονταν, υποεκτιμώντας τον ενδεχόμενο κίνδυνο χρεοκοπίας. Δευτερεύον, κίνητρο για την εξάπλωση των LBO's, ήταν οι φοροαπαλλαγές που είχαν οι μοχλευμένες εταιρείες για τους τόκους των δανείων.

MBO's

Τα κίνητρα που οδηγούν μία διοικητική ομάδα να εξαγοράσει του μετοχικό κεφαλαίο μιας εταιρείας και να αναλάβει την διοίκηση της έχουν εντοπιστεί στα παρακάτω σημεία:

- α) ευκαιρία να αναλάβει το έλεγχο της δικής του εταιρείας
- β) μακροχρόνια αφοσίωση στην εταιρεία
- γ) υψηλότερες χρηματικές απολαβές
- δ) δυνατότητα να αναπτύξει τις ικανότητες του
- ε) απουσία περιορισμών από την κεντρική διοίκηση
- ζ) φόβος της απόλυσης
- η) φόβος επικείμενης συγχώνευσης και νέων ιδιοκτητών.

ESOP's και MLP's

Τα **ESOP's** αποτελούν ένα εναλλακτικό μηχανισμό συγκέντρωσης κεφαλαίων καθώς επίσης και μέσο άμυνας απέναντι σε εξαγορές. Αναφορικά με τα **MLP's** το βασικότερο κίνητρο δημιουργίας του είναι η ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση.

4.4. Κίνητρα των Ιδιωτικοποιήσεων – Privatization

Τα κίνητρα των ιδιωτικοποιήσεων είναι τα παρακάτω:

α) Αύξηση της αποδοτικότητας.

Με την αλλαγή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος, η εταιρεία εκτίθεται στον ανταγωνισμό και αναγκάζεται να «πειθαρχήσει», απομονώνεται από τις πολιτικές επιρροές αναφορικά με τον τρόπο λειτουργίας, τις επενδύσεις κα., παρέχονται ισχυρά κίνητρα προς τη διοίκηση και τους εργαζόμενους για περικοπή δαπανών και παράλληλη αύξηση της αξίας της εταιρείας.

β) Απόκτηση Μετοχικής Σχέσης με την εταιρεία

Σε πολλές ιδιωτικοποιήσεις παρέχονται ειδικοί όροι και μερίδια στους εργαζομένους ή τους μικροεπενδυτές.

γ) Έσοδα για την κυβέρνηση

Οι ιδιωτικοποιήσεις αποτελούν πολύ σημαντική πηγή εσόδων για τις κυβερνήσεις και αναφέρεται ενδεικτικά ότι η Γαλλία συγκέντρωσε \$17.6 δις. το 1997-98 από την εταιρεία τηλεπικοινωνίας France Telecom, ενώ η Ιαπωνία συγκέντρωσε \$80 δις. το 1987-88 από την ιδιωτικοποίηση της Nippon Telephone and Telegraph.

5. ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΣΧΙΣΕΩΝ 2003-2004

5.1. Η Εικόνα των Σ&Ε το 2003 Διεθνώς

Το 2003 ήταν μία χρονιά ήπιας ανάπτυξης στη δραστηριότητα εξαγορών και συγχωνεύσεων παγκοσμίως σε σχέση με το 2002. Η αρχή της ανάκαμψης της αγοράς κατόπιν της κρίσης των τελευταίων ετών ήταν αισθητή, με το τελευταίο τρίμηνο του 2003 να παρουσιάζεται για τις εξαγορές και συγχωνεύσεις στις ΗΠΑ το καλύτερο μετά από το Σεπτέμβριο του 2001. Η ευρωπαϊκή δραστηριότητα, ωστόσο, παρουσιάστηκε πιο συγκρατημένη, παρά το γεγονός ότι το μεγαλύτερο deal του έτους αφορούσε ευρωπαϊκές εταιρείες.

Ο Πίνακας 5.1 συνοψίζει τον όγκο συναλλαγών και τον αριθμό των εξαγορών και συγχωνεύσεων στις **Ηνωμένες Πολιτείες, την Ευρώπη και την Ασία** το 2003.

Πίνακας 5.1 Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Ανά Γεωγραφικό Τομέα (ποσά σε χιλ.\$)

Γεωγραφική περιοχή	2003			2002			Μεταβολές		
	Αξία Συναλλαγών	Αριθμός deals	Μέσο μέγεθος	Αξία Συναλλαγών	Αριθμός deals	Μέσο μέγεθος	Αξία Συναλλαγών	Αριθμός deals	Μέσο μέγεθος
Ευρώπη	505.971	9.552	53,0	481.552	9.458	50,9	5,1%	1,0%	4,0%
ΗΠΑ	525.592	7.570	69,4	439.494	7.026	62,6	19,6%	7,7%	11,0%
Λοιπή Αμερική	65.589	1.738	37,7	89.172	2.365	37,7	-26,4%	-26,5%	0,1%
Ασία / Αυστραλία	138.881	6.639	20,9	136.675	5.528	24,7	1,6%	20,1%	-15,4%
Αφρική / Μέση Ανατολή	22.345	438	51,0	11.558	307	37,6	93,3%	42,7%	35,5%
Ιαπωνία	74.897	1.816	41,2	48.795	1.587	30,7	53,5%	14,4%	34,1%
ΣΥΝΟΛΟ	1.333.275	27.753	48,0	1.207.246	26.271	46,0	10,4%	5,6%	4,5%

Πηγή: *Acquisitions Monthly*

Από τον παραπάνω πίνακα μπορεί να αντληθούν τα εξής συμπεράσματα:

α) Για μία ακόμη χρονιά, οδηγοί των εξελίξεων ήταν οι αγορές των ΗΠΑ και της Ευρώπης. Η παγκόσμια ανάπτυξη των δραστηριοτήτων εξαγορών και συγχωνεύσεων οδηγήθηκαν κυρίως από τη σημαντική ανάπτυξη στις ΗΠΑ.

β) Παρ' όλο που τα μεγέθη είναι κατά πολύ μικρότερα, η μεταβολή σε αξία, αριθμό και μέσο μέγεθος συναλλαγών στην Ιαπωνία και την Αφρική από χρόνο σε χρόνο παρουσιάζεται ιδιαίτερα εντυπωσιακή.

5.2. Η Αγορά των Divestitures

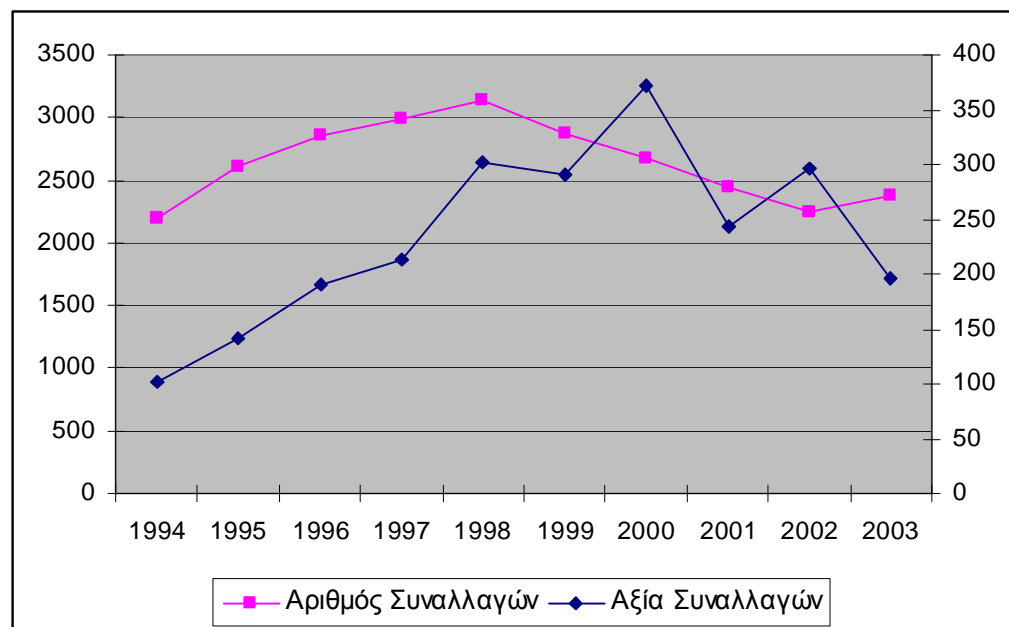
Ακολουθεί ο πίνακας 5.2 όπου παρουσιάζονται όλες οι συμφωνίες που αφορούσαν Divestitures και πραγματοποιήθηκαν στις ΗΠΑ από το 1994 μέχρι το 2003. Η πιο ενεργή χρονιά ήταν το 1998 με αριθμό συμφωνιών 3.139, ενώ ο υψηλότερος όγκος συναλλαγών σε αξίες επιτεύχθηκε το 2000 με συνολική αξία \$372.2. Από το 1998 και μετά παρατηρείται μία πτώση. Αναφέρεται ενδεικτικά ότι η μεγαλύτερη συμφωνία divestiture την χρονιά που μας πέρασε (2003) ήταν μεταξύ των εταιρειών Citigroup (αγοραστής) και της Sears, Roebuck & Co. (Credit business-στόχος), αξίας \$7.1

Πίνακας 5.2: Πραγματοποιηθέντα Divestitures την περίοδο 1994-2003

Completed Divestitures 1994 to 2003				
Year	No.of Deals	% of All M&A Deals	Value (\$bil)	% of Total M&A Value
1994	2.190	41,3%	\$ 102,6	36,4%
1995	2.604	38,8%	\$ 142,2	36,4%
1996	2.863	36,5%	\$ 190,9	33,7%
1997	2.980	32,7%	\$ 213,8	27,5%
1998	3.139	29,0%	\$ 302,7	22,1%
1999	2.870	29,8%	\$ 290,4	20,3%
2000	2.677	28,8%	\$ 372,2	20,9%
2001	2.438	37,2%	\$ 243,2	21,2%
2002	2.249	39,2%	\$ 295,5	48,0%
2003	2.377	39,7%	\$ 195,8	39,0%

Πηγή: Mergers & Acquisitions (February 2004)

Διάγραμμα 5.2 Συμφωνίες Divestitures vs Αξία Συναλλαγών 1994-2003



Στον πίνακα 5.3 παρουσιάζεται η δραστηριότητα των divestitures ανά κλάδο και όπως φαίνεται τη μεγαλύτερη κινητικότητα εμφανίζει ο κλάδος των υπηρεσιών που καλύπτει το 12.7% και ακολουθούν οι εταιρείες παραγωγής λογισμικού με ποσοστό 4.9%. Από πλευράς αξίας όμως την πρωτιά την κατέχει ο κλάδος κτηματομεσιτικών υπηρεσιών.

Πίνακας 5.3: Δραστηριότητα Divestiture ανά Κλάδο -2003

10 Most Active Divesting Industries in 2003			
By Number of Deals			
Industry	No.of Deals	% of All Divestitures	Value (\$bil)
Business Services	303	12,7%	\$ 8,6
Software	116	4,9%	\$ 0,8
Real Estate	98	4,1%	\$ 16,5
Investment & Commodity Firms	97	4,1%	\$ 9,0
Chemicals	94	4,0%	\$ 11,2
Oil & Gas	91	3,8%	\$ 9,4
Electronic & Electrical Equipment	82	3,4%	\$ 2,9
Utilities	82	3,4%	\$ 12,7
Insurance	74	3,1%	\$ 10,1
Measuring, Medical & Photographic Equipment	70	2,9%	\$ 1,8

Πηγή: Mergers & Acquisitions (February 2004)

5.3. Η Αγορά των Leveraged Buyouts

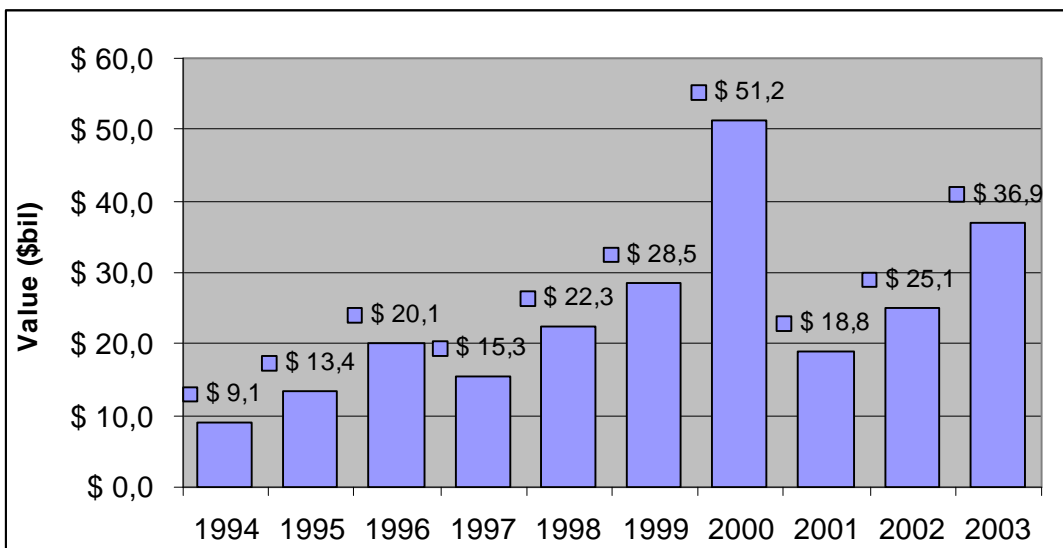
Στο πίνακα 5.4 που ακολουθεί παρουσιάζονται οι συμφωνίες LBO's που πραγματοποιήθηκαν στις ΗΠΑ το διάστημα μεταξύ 1994 και 2003. Η σημαντικότερη χρονιά σε ανάπτυξη LBO's ήταν το 2000 με αριθμό συμφωνιών 315 και αξία συναλλαγών \$51.2. Στο σύνολο της δραστηριότητας συγχωνεύσεων και εξαγορών τα LBO's αποτελούν το περίπου το 3%. Η πιο μεγάλη συμφωνία για το 2003 ήταν μεταξύ των εταιρειών Blackstone Group, Apollo Management & Goldman Sachs Capital Partners (αγοραστής) και Suez SA - Ondeo Co.(στόχος).

Πίνακας 5.4: : Πραγματοποιηθέντα LBO's την περίοδο 1994-2003

The Leveraged Buyout Market 1994 to 2003				
Year	No.of Deals	% of All M&A Deals	Value (\$bil)	% of Total M&A Value
1994	174	3,3%	\$ 9,1	3,2%
1995	206	3,1%	\$ 13,4	3,4%
1996	193	2,5%	\$ 20,1	3,5%
1997	193	2,1%	\$ 15,3	2,0%
1998	188	1,7%	\$ 22,3	1,6%
1999	197	2,1%	\$ 28,5	2,0%
2000	315	3,4%	\$ 51,2	2,9%
2001	163	2,5%	\$ 18,8	1,6%
2002	164	2,9%	\$ 25,1	4,1%
2003	146	2,4%	\$ 36,9	7,3%

Πηγή: Mergers & Acquisitions (February 2004)

Διάγραμμα 5.3 Αξία Συναλλαγών 1994-2003

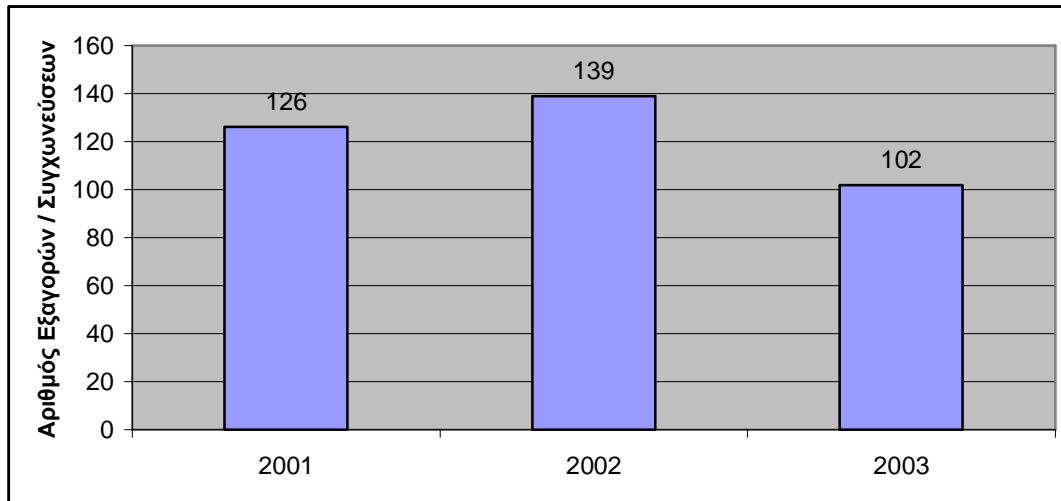


5.4. Η Εικόνα του 2003 στην Ελλάδα

Αναφορικά με την **Ελλάδα**, ο συνολικός αριθμός των εξαγορών και συγχωνεύσεων ανήλθε σε 102, περιλαμβάνοντας τόσο την δραστηριότητα Ελληνικών επιχειρήσεων στο εσωτερικό και εξωτερικό, όσο και τις κινήσεις διεθνών επιχειρήσεων στον Ελλαδικό χώρο. Όπως και στο παρελθόν ο μεγαλύτερος αριθμός εταιρικών συναλλαγών προήλθε από ελληνικές εταιρείες, ενώ από πλευράς όγκου η προσέλευση ξένων επενδυτών είχε σαν αποτέλεσμα την εισροή 50% των συνολικών διακινηθέντων κεφαλαίων.

Στο Διάγραμμα 5.4 που ακολουθεί αναλύεται η εξέλιξη των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα κατά την τελευταία τριετία με βάση τον αριθμό των εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Διάγραμμα 2.1 Εξέλιξη Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στην Ελλάδα, 2001-2003



Πηγή: *Mergerstat Custom Report*

Από το παραπάνω διάγραμμα διαφαίνεται μια αισθητή τάση μείωσης στον αριθμό των συναλλαγών το 2003 σε σχέση με τις δύο προηγούμενες χρονιές.

Αναφορικά με τα divestitures που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 2003-2004 στην Ελλάδα ήταν αρκετά και παρουσιάζονται αναλυτικά στον Πίνακα 5.5 που ακολουθεί.

Πίνακας 5.5 Divestitures στην Ελλάδα 2003-2004

Closed	Seller	Unit Sold	Buyer	Percent Sought
2-Ιαν-03	ContiGroup Cos Inc	SwissChemGas Ltd	Swiss Marine Inc	100,00%
15-Ιαν-03	Pegasus Publishing SA	Orapress SA	Lambrakis Press SA	100,00%
26-Φεβ-03	Efklidis SA	Efklidis Rom	Aegek SA	100,00%
7-Μαρ-03	Elektra Importing Sa	Antium Touristiki	Piraeus Bank SA	41,64%
12-Μαρ-03	Vision & Sound Sa	Vision & Sound Southern Greece	Sikaris	94,00%
15-Μαϊ-03	Greek National Tourism Organization	Mont Parnes Casino	Hyatt Regency SA	100,00%
19-Μαϊ-03	Societe Generale SA	Societe Generale Asset Management Hellas	Omega Bank SA	100,00%
28-Μαϊ-03	Agricultural Bank of Greece	Agno Dairy Industry	Kolios SA	100,00%
29-Μαϊ-03	Euro Merchant Balkan Fund	Balkan Restaurants SA	Goodys SA	27,94%
25-Ιουν-03	Teletypos SA	Multichoice Hellas	NetMed NV	42,00%
8-Ιουλ-03	Hermes Real Estate SA / General Construction Co	Michalakopoulou Ktimatiki Touristiki	Lambrakis Press SA	100,00%
14-Ιουλ-03	Datamedia Sa	Diadikasia	Private Group Led By Kenourgios	9,00%
14-Ιουλ-03	Datamedia Sa	Diadikasia	Bank of Piraeus SA	19,00%
10-Σεπ-03	Vogiatzoglou Systems SA	Shoptech SA	Glenraven Management	47,50%
21-Σεπ-03	Lavinia Corp Ltd	Rigas Transporta Flote	Laskaridis Shipping Co Ltd	28,14%
30-Σεπ-03	Romanian-American Enterprise Fund	Banca Romaneasca SA	National Bank of Greece SA	81,65%
30-Σεπ-03	Loulis Mills SA	Loulis Mills Romanian Subsidiaries	Katselis & Sons Sa	-1,00%
2-Οκτ-03	Maspex SP zoo	Multivita SP zoo	Coca Cola Hellenic Bottling Co	100,00%
23-Οκτ-03	Daring (O.) & Co SAIN	Ipiros Wire Operation of O Daring & Co	Private Group Led by Stefanos, Vassilios and Alexa	100,00%
31-Οκτ-03	Telecom Italia SpA	Mediterranean Broadband Access SA	Forthnet SA	40,00%
31-Οκτ-03	Standard Chartered Bank	Banking Operations of Standard Chartered Grindlays Bank Greece	Aspis Bank	100,00%
17-Νοε-03	Banco Portugues de Investimento SA	Banc Post SA	EFG Eurobank Ergasias SA	17,00%
8-Δεκ-03	HeidelbergCement AG	Zlatna Panega Cement	Titan Cement Co SA	99,90%
12-Δεκ-03	Kinross Gold Corp	TVX Hellas SA	Consortium Led By Eur	100,00%
30-Δεκ-03	Plias SA	Tsakiris SA	Coca Cola Hellenic Bottling Co	100,00%
31-Δεκ-03	Delta Singular SA	Internet Hellas SA	Forthnet SA	100,00%
9-Ιαν-04	Aventis SA	Operations	Marinopoulos Group	100,00%
21-Ιαν-04	Permasteelisa SpA	Aluminum Profiles Extrusion Operations Of Permasteelisa SpA	Alco Hellas SA	100,00%
28-Ιαν-04	Elgeka SA	Field SA	Bouros Zisis	70,33%

Πηγή: Mergerstat Custom Report

5.5. Συμπεράσματα

Καθώς όμως η αγορά στην Ελλάδα ωριμάζει, είναι πιθανόν η δραστηριότητα εξαγορών και Divestitures από εταιρείες του εξωτερικού να αυξηθεί. Η σύγκλιση της ελληνικής με την ευρωπαϊκή οικονομία, καθώς και ο συνεχώς ενισχυμένος ρόλος της Ελλάδας στις εξελίξεις του Βαλκανικού χώρου θεωρείται ότι θα ισχυροποιήσουν εταιρείες της χώρας. Παράλληλα, η μέτρια πορεία του ΧΑ μπορεί να δημιουργήσει ευκαιρίες εξαγοράς υποτιμημένων εταιρειών που όμως κρύβουν αξία στις δραστηριότητές τους. Κατά συνέπεια, η τάση που παρατηρήθηκε διεθνώς κατά το 2003 της ενίσχυσης των δραστηριοτήτων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων (τράπεζες, venture capitals) θεωρείται πιθανόν να επεκταθεί και στην Ελλάδα κατά τα επόμενα χρόνια.

Κάτι τέτοιο προϋποθέτει βεβαίως αλλαγές τόσο στο θεσμικό πλαίσιο (σύγκλιση με τις ευρωπαϊκές πρακτικές) όσο και στη νοοτροπία των διοικήσεων κάποιων ελληνικών εταιρειών, με μία στροφή από την προσωποπαγή διοίκηση των παραδοσιακά ατομικών / οικογενειακών επιχειρήσεων σε πιο σύγχρονα μοντέλα διοίκησης. Η αλλαγή και σταθεροποίηση του θεσμικού πλαισίου κρίνεται ιδιαίτερα σημαντική, καθώς αποτελεί κύριο ανασταλτικό παράγοντα της εισόδου ξένων επενδυτών στην ελληνική αγορά. Η σταδιακή σύγκλιση της ελληνικής με την ευρωπαϊκή νομοθεσία, που αναπόφευκτα θα πραγματοποιηθεί, σε συνδυασμό με τις ευκαιρίες που μπορεί να αναγνωρισθούν στην ελληνική αγορά αναμένεται να δημιουργήσουν ένα ενδιαφέρον σκηνικό για τις εξελίξεις εξαγορών και συγχωνεύσεων στα προσεχή έτη.

6. ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

6.1. Διάσπαση και Απόσχιση Βάση Ελληνικής Νομοθεσίας

Η **διάσπαση** ανωνύμων εταιριών εισήχθη στην ελληνική νομοθεσία με το π.δ. 498/87, το οποίο προσάρμοσε το ν .2190/20 με τις απαιτήσεις της 6ης κοινοτικής οδηγίας του δικαίου των εταιριών. Οι διατάξεις αυτής της οδηγίας βασίστηκαν στην αντίστοιχη ρύθμιση της 3ης οδηγίας, για τη συγχώνευση ανωνύμων εταιριών. Κατ' ακολουθία, τα άρθρα 81 επ. του ν .2190/20 περιέχουν ανάλογες διατάξεις με αυτές που ισχύουν για τη συγχώνευση. **Ωστόσο, η ιδιαιτερότητα της διάσπασης ώθησε και στην επιλογή λύσεων που εκφράζουν αυτό τον ιδιαίτερο χαρακτήρα της και αποσκοπούν στην καθιέρωση ειδικών μέτρων προστασίας των μετόχων των εταιριών που μετέχουν στην πράξη και των τρίτων.**

Η **διάσπαση**, κατά κάποιο τρόπο, τοποθετείται στον αντίποδα της συγχώνευσης. Ενώ, με την τελευταία, τουλάχιστον δύο εταιρείες συνενώνονται σε μία, στη διάσπαση, μία εταιρεία χωρίζεται σε περισσότερα τμήματα, που είτε θα συγκροτήσουν αυτοτελείς επιχειρηματικές μονάδες είτε θα ενταχθούν στους κόλπους μίας άλλης επιχείρησης. Η διάσπαση, επομένως, εμφανίζεται ως «αποκέντρωση» μίας επιχείρησης, σε αντίθεση με τη συγχώνευση, η οποία φανερώνει έντονα το χαρακτήρα της συγκέντρωσης. Ωστόσο, και η διάσπαση, στο μέτρο που ένα τμήμα της διασπώμενης εταιρείας «προσκολλάται» σε μία άλλη, εκδηλώνεται ως συγκέντρωση. Σε κάθε περίπτωση, τόσο η συγχώνευση όσο και η διάσπαση εμφανίζονται ως μέσα αναδιάρθρωσης επιχειρήσεων και, συνακόλουθα, ανακατανομής της εξουσίας στο εσωτερικό τους.

Βασικό χαρακτηριστικό της διάσπασης συνιστά το γεγονός της νομικής εξαφάνισης της διασπώμενης εταιρείας. Ο χωρισμός αυτής σε περισσότερα τμήματα σηματοδοτεί το πέρας της νομικής της προσωπικότητας, χωρίς όμως, κατά το υπόδειγμα της συγχώνευσης να ακολουθήσει εκκαθάρισή της. Αυτό το χαρακτηριστικό της διάσπασης τη διακρίνει από συγγενείς έννοιες, οι οποίες δεν υπάγονται στο πεδίο εφαρμογής των διατάξεων των άρθρων 81 επ. ν. 2190/20. Ο χωρισμός της διασπώμενης εταιρείας σε τμήματα υποδηλώνει τη μεταβίβαση κάθε τμήματος, ως συνόλου, σε άλλη, υφιστάμενη ή νέα, κατά περίπτωση εταιρεία.

Η ελληνική νομοθεσία αντιλαμβάνεται την **απόσχιση** ως την εισφορά ενός αυτοτελούς τμήματος της περιουσίας της επιχείρησης σε μια άλλη εταιρεία ή σε μια εταιρεία που ιδρύεται κατ' αυτό τον τρόπο. Αντίθετα, η διάσπαση επιφέρει τη λύση της εισφέρουσας εταιρείας,

χωρίς όμως να ακολουθήσει η εκκαθάρισή της. Στην απόσχιση, τις μετοχές που θα εκδώσει η επωφελούμενη εταιρεία, λαμβάνει η εταιρεία μέρος της οποίας αποσπάται και όχι οι μέτοχοι ή οι εταίροι της, κατά τον οποίο, στην απόσχιση, οι μετοχές περιέρχονται σε μετόχους της εταιρείας, μέρος της οποίας αποσπάται. Με αυτό τον τρόπο όμως, πραγματοποιείται χαριστική δικαιοπραξία προς τους μετόχους της εταιρείας, δηλαδή μεταβίβαση στους μετόχους εταιρικής περιουσίας, χωρίς αντάλλαγμα. Μία τέτοια πράξη αντιβαίνει στα συμφέροντα των δανειστών της εταιρείας, ο οποίος δεν αποδέχεται τη νομιμότητα τέτοιων πράξεων, χωρίς τη μείωση του κεφαλαίου της εταιρείας. Παρόλο αυτά μπορούμε να δεχθούμε και διαφορετική λύση, όταν, μαζί με στοιχεία ενεργητικού, μεταβιβάζονται και στοιχεία παθητικού της εταιρείας, οπότε δεν πρόκειται για χαριστική πράξη, αλλά για συναλλαγή που οδηγεί σε αναδιάρθρωση της εταιρείας και της μετοχικής της σύνθεσης.

Με την απόσχιση, η μεταβίβαση θεωρείται ότι πραγματοποιείται με ειδική διαδοχή. Η εταιρεία που εισφέρει τον κλάδο ή το τμήμα, θα αποκτά μετοχές της εταιρείας στην οποία εισφέρεται ο κλάδος ή το τμήμα επιχείρησης. Η απόσχιση συνιστά εισφορά σε είδος από την εταιρεία, μέρος της οποίας αποσπάται. Αυτή η εταιρεία, για τη συγκεκριμένη εισφορά, αποκτά μετοχές της επωφελούμενης από την απόσχιση εταιρείας. Η εταιρεία, μέρος της οποίας αποσπάται, επομένως, στον ισολογισμό της, θα εμφανίζει, αντί για τα στοιχεία που θα έχουν εισφερθεί στην επωφελούμενη εταιρεία, μετοχές αυτής της εταιρείας.

Η απόσχιση, ως πράξη, ξεπερνά το όριο της συνήθους διαχείρισης και απαιτεί συναίνεση της γενικής συνέλευσης. Η συνέλευση αποφασίζει σχετικά με απλή απαρτία και πλειοψηφία, εκτός εάν, με την απόσχιση, τροποποιείται το καταστατικό.

6.2. Ελαττωματική Διάσπαση και Ανατροπή

Η συγχώνευση και η διάσπαση αποτελούν σύνθετες δικαιοπραξίες του εταιρικού δικαίου, οι οποίες επιφέρουν μια βαθιά μεταβολή στις περιουσιακές και σωματειακές έννομες σχέσεις καθώς και στη νομική προσωπικότητα των εταιριών που τις πραγματοποιούν. Πράγματι, με την ολοκλήρωσή τους, ορισμένες εταιρείες χάνουν την ιδιότητά τους ως υποκειμένων δικαίου, ενώ ορισμένες άλλες, οι επωφελούμενες, είτε διευρύνουν το περιουσιακό και σωματειακό τους "υπόστρωμα" (απορρόφηση, εξαγορά) είτε δημιουργούνται για πρώτη φορά (δημιουργία νέας εταιρείας).

Μετά την καταχώριση της συγχώνευσης και της διάσπασης στο Μ.Α.Ε., οι επωφελούμενες εταιρείες προβαίνουν σε συναλλαγές, διαθέτουν τα περιουσιακά στοιχεία που απέκτησαν από τις συγχωνευθείσες ή διασπασθείσες, αποκτούν με αυτά νέα περιουσιακά στοιχεία και δημιουργούν από τη δραστηριότητά τους κέρδη και ζημίες. Οι μετοχές που εκδίδουν για τους νέους τους μετόχους, μεταβιβάζονται και αναμεταβιβάζονται στο χρημαστήριο ή και εκτός χρηματιστηρίου. Με λίγα λόγια, οι επωφελούμενες εταιρείες αποκτούν πολύ γρήγορα περιουσιακή δομή, μετοχική σύνθεση και ενδεχομένως φερεγγυότητα, πολύ διαφορετική από εκείνη των "προκατόχων" τους. Έτσι, η κατάσταση που δημιουργείται με την πραγματοποίηση της συγχώνευσης και της διάσπασης είναι πολύ δύσκολα αναστρέψιμη.

Μελετώντας το Ευρωπαϊκό δίκαιο διαπιστώθηκε ότι ορισμένες νομοθεσίες αναγνωρίζουν τη δυνατότητα ανατροπής της διάσπασης (και συγχώνευσης) όπως για παράδειγμα η Γαλλία και ορισμένες νομοθεσίες που δεν αναγνωρίζουν τη δυνατότητα ανατροπής όπως για παράδειγμα η Γερμανία.

Αναφορικά με την Ελληνική νομοθεσία οι **λόγοι ανατροπής της ανώμαλης συγχώνευσης και διάσπασης** εντοπίζονται στην παραβίαση και μη τήρηση των διατάξεων του άρθρου 74 κ.ν. 2190/1920 και στην ακυρότητα ή ακυρωσία των αποφάσεων των Γενικών Συνελεύσεων που ενέκριναν το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης ή διάσπασης.

Αναφορικά με την πρώτη περίπτωση **παραβίασης του Ν. 2190/1920**, περιλαμβάνονται οι ακόλουθες περιπτώσεις:

- α) τη μη δημοσίευση κατά το άρθρο 7β της απόφασης της γενικής συνέλευσης κάθε συμβαλλόμενης εταιρείας
- β) τη μη σύναψη ή μη συμβολαιογραφική σύναψη της σύμβασης συγχώνευσης και της σύμβασης ή πράξης διάσπασης
- γ) τη μη δημοσίευση κατά το άρθρο 7β της συμβολαιογραφικής σύμβασης συγχώνευσης και της συμβολαιογραφικής σύμβασης ή πράξης διάσπασης για καθεμία από τις συγχωνευόμενες ή διασπώμενες εταιρείες
- δ) τη μη προσάρτηση στο παραπάνω συμβολαιογραφικό έγγραφο και τη μη δημοσίευση για καθεμία από τις συμβαλλόμενες εταιρείες υπεύθυνης δήλωσης ότι δεν προβλήθηκαν αντιρρήσεις δανειστών ή ότι οι τυχόν προβληθείσες επιλύθηκαν
- ε) την παράλειψη έγκρισης της συγχώνευσης ή της διάσπασης από την αρμόδια εποπτική αρχή

- στ) τη μη δημοσίευση της διοικητικής έγκρισης κατά το άρθρο 7β για καθεμία από τις συγχωνευόμενες ή διασπώμενες εταιρείες και
- ζ) την έγκριση της συγχώνευσης και της διάσπασης, χωρίς προηγούμενη εξακρίβωση της ύπαρξης και της νομιμότητας όλων.

Αναφορικά με την δεύτερη περίπτωση **ακυρότητας των αποφάσεων των Γ.Σ.** περιλαμβάνονται οι περιπτώσεις ακυρότητα εξαιτίας παραβίασης διατάξεων και αρχών του δικαίου της συγχώνευσης και διάσπασης όπως:

- α) έλλειψη και πλημμέλειες της έκθεσης του Δ.Σ.
- β) έλλειψη και πλημμέλειες της έκθεσης της Επιτροπής Εμπειρογνομώνων
- γ) παραβίαση άλλων διατάξεων που στοχεύουν στην προετοιμασία των Γ.Σ. και στην ενημέρωση μετόχων και τρίτων
- δ) ουσιαστικός δικαστικός έλεγχος των αποφάσεων των Γ.Σ. που εγκρίνουν τη συγχώνευση και τη διάσπαση και
- ε) λοιποί λόγοι ακυρότητας, όπως:
 - i) λόγοι που αφορούν την ανταλλαγή των μετοχών των συμβαλλόμενων εταιρειών
 - ii) λόγοι που αφορούν την αύξηση του κεφαλαίου της επωφελούμενης εταιρείας
 - iii) πραγματοποίηση της συγχώνευσης και της διάσπασης κατά παράβαση του συστήματος προστασίας των δανειστών
 - iv) πραγματοποίηση της συγχώνευσης και της διάσπασης παρά την εναντίωση μετόχων ιδιαίτερων κατηγοριών και κομιστών τίτλων μη μετοχικού χαρακτήρα
 - v) πραγματοποίηση της συγχώνευσης και της διάσπασης χωρίς να ληφθεί υπόψη αίτημα εξαγοράς μετοχών που υπέβαλαν οι μέτοχοι της διασπώμενης εταιρείας

Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι το δικαστήριο προβαίνει σε ανατροπή αφού εξετάζει όλες τις πιθανές διεξόδους αποφυγής της ανατροπής των σωματειακών αποτελεσμάτων της συγχώνευσης και της διάσπασης και θα κάνει δεκτή τη σχετική αίτηση αποκλειστικά και μόνο υπό τη προϋπόθεση ότι καμιά από τις υπάρχουσες λύσεις δεν ευδοκίμησε. Με άλλα λόγια, η ανατροπή της συγχώνευσης και της διάσπασης απαγγέλλεται από το δικαστήριο σε εντελώς εξαιρετικές περιπτώσεις και μόνο ως "ultimum remedium" κύρωσης των υφιστάμενων ελαττωμάτων.

6.3. Συνέπειες Ανατροπής

Στην περίπτωση που το δικαστήριο απαγγέλλει την ανατροπή, οι σωματειακές συνέπειες της συγχώνευσης και της διάσπασης και η καθολική διαδοχή των επωφελούμενων εταιρειών στις έννομες σχέσεις των διασπώμενων ή συγχωνευόμενων εταιρειών αίρονται αναδρομικά.

Ειδικότερα πραγματοποιούνται τα παρακάτω:

- α) "Αναβίωση" των εταιρειών που περατώθηκαν
- β) Τροποποιήσεις του οργανισμού και των επωφελούμενων εταιρειών
- γ) Επανάκτηση της ιδιότητας του μετόχου στις εταιρείες που διασπάστηκαν ή συγχωνεύθηκαν

Σχετικά με την κατανομή του κέρδους και της ζημιάς που δημιούργησαν οι επωφελούμενες εταιρείες, η εκ μέρους οποιασδήποτε συμβαλλόμενης εταιρείας διατήρηση κερδών, τα οποία δεν ανταποκρίνονται στην πραγματική συμμετοχή που είχε η επιχείρησή της στα συνολικά αποτελέσματα των επωφελούμενων εταιρειών μέχρι την ανατροπή της συγχώνευσης και της διάσπασης, θα στερείται ουσιαστικής δικαιολόγησης και θα αποτελεί "καρπό" αποδοτέο στις λοιπές εταιρείες. Από την άλλη πλευρά, όμως, ο καταλογισμός, σε κάποια συμβαλλόμενη εταιρεία, μέρους της ζημιάς που δημιούργησε η επωφελούμενη, χωρίς να ληφθεί υπόψη η πραγματική συμβολή της στη ζημία αυτή, θα έχει ως αποτέλεσμα οι λοιπές συμβαλλόμενες εταιρείες να πλουτίζουν αδικαιολόγητα "επί ζημιά" της. Και σε αυτή την περίπτωση λοιπόν, η εταιρεία στην οποία καταλογίσθηκε αδικαιολόγητα η ζημία, θα αποκτά έναντι των λοιπών αξίωση αδικαιολόγητου πλουτισμού.

6.4. Υποχρεώσεις Εισηγμένων Εταιρειών για Αποσχίσεις Κλάδων

Σύμφωνα με την απόφαση που έχει δημοσιευθεί στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (ΦΕΚ 40/Β'/27.01.1999), σε περίπτωση απόσχισης κλάδου εταιρείας της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο και ο οποίος **αντιπροσωπεύει το 25% τουλάχιστον του κύκλου εργασιών της κατά την τελευταία απολογιστική χρήση**, απαιτείται η έγκαιρη υποβολή στο Χρηματιστήριο πληροφοριακού σημειώματος στο οποίο πρέπει να αναφέρεται η νέα κύρια δραστηριότητα της εταιρείας, η διασπορά των μετοχών της, τα οικονομικά της στοιχεία, η περιουσιακή της διάρθρωση, το επενδυτικό της πρόγραμμα, το χρονοδιάγραμμα υλοποίησής του και οι προοπτικές της.

7. ΜΕΘΟΔΟΙ – ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Σκοπός του 2ου τμήματος της μελέτης αποτελεί η συγκέντρωση και μελέτη των υφιστάμενων εμπειρικών μελετών που ασχολούνται με την αποδοτικότητα των μορφών επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης και κατά πόσο συμβάλλουν στην αύξηση της αξίας της εταιρείας. Η επιλογή των μελετών έχει γίνει με κριτήρια την ημερομηνία δημοσίευσης αυτών αλλά και την σημαντικότητα τους. Συγκεκριμένα, έχουν επιλεγεί μελέτες που έχουν δημοσιευθεί στην τελευταία δεκαετία 1994-2004, ώστε οι έρευνες να είναι σχετικά πρόσφατες και να ανταποκρίνονται στις πρόσφατες εξελίξεις και παράλληλα να είναι αρκετές ώστε να είναι εφικτή η εξαγωγή ενός συμπεράσματος. Αναφορικά με τα άρθρα που έχουν συμπεριληφθεί στην ανάλυση, έχουν δημοσιευθεί στα γνωστότερα οικονομικά περιοδικά όπως: Journal of Business, Journal of Finance, Journal of Financial Economics, Mergers and Acquisitions, European Financial Management κ.α.

Μία συχνά χρησιμοποιούμενη μέθοδος για την μέτρηση της αποτελεσματικότητας είναι η **‘Event Study Analysis’** ή **‘Abnormal Returns Methodology’** όπου εκτιμάται η επίπτωση του γεγονότος της επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης πάνω στον πλούτο των μετόχων της μητρικής και της θυγατρικής. Η μέθοδος αυτή ονομάζεται **ex ante ανάλυση** και είναι ουσιαστικά μελέτη των προσδοκιών της αγοράς σχετικά με την επίπτωση του γεγονότος και όπως γνωρίζουμε οι προσδοκίες διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στην οικονομία.

Μία άλλη μέθοδος που χρησιμοποιείται στην αξιολόγηση της αποδοτικότητας των μορφών της επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης είναι η **μέτρηση λογιστικών και χρηματοοικονομικών μεγεθών** όπως κέρδη, παραγόμενες ταμιακές ροές, αριθμοδείκτες κ.α. όπου εξετάζονται τα μεγέθη πριν και μετά το γεγονός και διαπιστώνεται εάν και σε ποιο βαθμό έχουν βελτιωθεί. Η μέθοδος αυτή ονομάζεται **ex post ανάλυση** καθώς μελετάει τις επιπτώσεις που ακολουθούν το γεγονός.

7.1 Μέθοδος Μη Κανονικών Αποδόσεων -Abnormal returns Methodology

Η μέθοδος αυτή συγκρίνει τις **πραγματικές αποδόσεις (actual returns)** των μετοχών των αγοραστών και των πωλητών ή της μητρικής και της θυγατρικής, κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης του γεγονότος μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσης του, με τις αντίστοιχες **προβλεπόμενες αποδόσεις (predicted or expected returns)** στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, που έχουν υπολογισθεί βάση μιας περιόδου (συνήθως 3-5 έτη πριν το γεγονός) και δεν έχουν επηρεασθεί από το γεγονός. Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων λέγεται **abnormal return (AR)** ή **residual** και οφείλεται στο συγκεκριμένο γεγονός. Εάν η

διαφορά είναι θετική τότε το divestiture δημιουργεί αξία και εάν είναι αρνητική συμβαίνει το αντίθετο. Στην περίπτωση που η απόδοση είναι μηδέν η επίδραση είναι ουδέτερη. Για να ελεγχθεί εάν ισχύουν οι επιπτώσεις αυτές για το δείγμα των παρατηρήσεων γίνονται στατιστικοί έλεγχοι σημαντικότητας.

Η μη κανονική απόδοση-Abnormal return δίνεται από τον τύπο:

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

$j = 1, 2, 3, \dots, N$ μετοχές του δείγματος

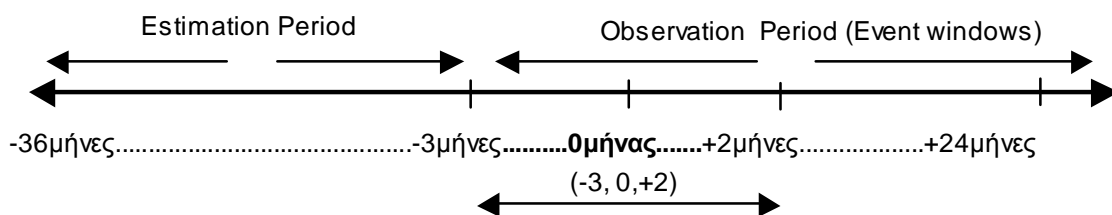
$t = 1, 2, 3, \dots, T$ (μήνες ή ημέρες)

R_{jt} = αποδόσεις μετοχών j σε t χρονικά διαστήματα

$E(R_{jt})$ = προβλεπόμενες αποδόσεις μετοχών j σε t χρονικά διαστήματα

Υπάρχουν δύο χρονικές περίοδοι, η περίοδος του υπολογισμού (estimation period) και η περίοδος παρατηρήσεως (observation period) που μπορεί να καταμηθεί σε ξεχωριστές υποπεριόδους, που καλούνται event windows. Η ημερομηνία του γεγονότος (ημέρα ή μήνας δημόσιας ανακοινώσεως του divestiture) λέγεται event day/month, και τοποθετείται στην όλη χρονική περίοδο εξέτασης στο σημείο 0. Συνήθως, η περίοδος του υπολογισμού (estimation period) ξεκινάει 1-3 μήνες πριν ο σημείο εξέτασης 0 για να αντιμετωπισθεί το φαινόμενο της προεξόφλησης του γεγονότος από την αγορά που μπορεί να οφείλεται σε διαρροή πληροφοριών. Η σχηματική απεικόνιση παρουσιάζεται στο διάγραμμα 7.1 που ακολουθεί.

Διάγραμμα 7.1: Estimation και Observation period



Ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων γίνεται με βάση τις τιμές των μετοχών και τα μερίσματα (με την υπόθεση ότι επανεπενδύονται), ενώ ο υπολογισμός των προβλεπόμενων αποδόσεων, που λέγονται και benchmark returns, είναι κάπως πολύπλοκος και γίνεται με την ανάλυση παλινδρομήσεως, όπως το market model (απλούστευση CAPM), το mean adjusted return model και το market adjusted return model, τα οποία αναλύονται στην ενότητα 8.

7.2 Κριτική της Μεθόδου μη Κανονικών Αποδόσεων

Όπως όλες οι μέθοδοι έτσι και η μέθοδος αυτή έχει ορισμένα μειονεκτήματα που θα πρέπει να γνωρίζουμε όταν την εφαρμόζουμε. Τα μειονεκτήματα συνοψίζονται παρακάτω:

- α) Εξαρτάται από την υποτιθέμενη αποτελεσματικότητα της αγοράς για τις σωστές προβλέψεις των τιμών των μετοχών με βάση το παρελθόν
- β) Εξαρτάται από το υπόδειγμα CAPM που έχει δεχθεί σοβαρή κριτική για την ικανότητα του beta να εξηγεί τον κίνδυνο της αγοράς
- γ) Είναι ευάλωτη στην επιλογή του κατάλληλου benchmark (market index) με το οποίο σχετίζεται η πορεία των μετοχών στο παρελθόν, με αποτέλεσμα να μην μπορεί να αντιμετωπίσει το size effect anomaly των μετοχών μικρής κεφαλοποίησης
- δ) Είναι ευάλωτη στη μεταβλητότητα των χαρακτηριστικών απόδοσης και κινδύνου των επιχειρήσεων που παρουσιάζεται διαχρονικά
- ε) Είναι ευάλωτη στο πρόβλημα της χαμηλής εμπορευσιμότητας (thin trading) των μετοχών μικρής κεφαλοποίησης και
- ζ) Συγκριτικά με τις λογιστικές μεθόδους ή με μελέτες τύπου case studies, δεν υπεισέρχεται εις βάθος στη μελέτη των μεγεθών των εταιρειών μετά το divestiture.

Όμως παρά τα αδύνατα σημεία που αναφέρθηκαν η μέθοδος αυτή έγινε ιδιαίτερα δημοφιλής για τους εξής λόγους:

- α) Ευκολία χρήσης μεγάλου δείγματος και εξαγωγής συμπερασμάτων σχετικά με την επίπτωση πολλών μεταβλητών
- β) Απομόνωση της επιπτώσεως των διαφορετικών λογιστικών μεθόδων (χειρισμός αποσβέσεων) επί της κερδοφορίας της επιχείρησης από χώρα σε χώρα και
- γ) Δυνατότητα απομόνωσης της επίπτωσης άλλων γεγονότων, εάν η περίοδος παρατηρήσεως είναι βραχυχρόνια.

7.3 Μέθοδος Αξιολόγησης Λειτουργικής Απόδοσης Βάσει Λογιστικών Στοιχείων- Accounting Based Operational Performance Evaluation

Η μέθοδος αυτή εφαρμόσθηκε πρώτη ιστορικά, για την μελέτη των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων, πολύ πριν καθιερωθεί η θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών και το CAPM και αναβαθμισθεί η σημασία της αξιοποίησης στοιχείων της αγοράς. Χρησιμοποιεί διάφορα μέτρα σύγκρισης που υπολογίζονται βάσει κυρίως λογιστικών στοιχείων (π.χ. λειτουργικά κέρδη-EBIT, πωλήσεις, ταμειακές ροές, δείκτες ROA, ROE κα.) Με τον τρόπο αυτό:

- α) αποφεύγονται τα προβλήματα των στοιχείων της μεθόδου των μετοχικών αποδόσεων
- β) επιχειρείται εις βάθος ανάλυση της πραγματικής επίπτωσης των Σ&Ε και Divestitures και
- γ) αποφεύγονται τα προβλήματα έλλειψης στοιχείων για τις μη εισήγμενες εταιρείες.

7.4 Κριτική της Μεθόδου Λειτουργικής Απόδοσης Βάσει Λογιστικών Στοιχείων

Τα μειονεκτήματα της μεθόδου εντοπίζονται στα παρακάτω σημεία:

- α) ο διαχωρισμός των επιπτώσεων των Divestitures από τα άλλα γεγονότα και επιχειρηματικές αποφάσεις είναι δύσκολος
- β) τα μέτρα λειτουργικής απόδοσης είναι ευάλωτα σε προβλήματα μέτρησης, όπως χρήση διαφορετικών λογιστικών κανόνων σε περιπτώσεις εξαγορών και asset sales
- γ) τα μέτρα αυτά είναι ευαίσθητα στη λογιστική αρχή δεδουλευμένων και στην κατανομή εσόδων και κόστους σε διαφορετικές χρονικές περιόδους από τις στιγμές πραγματοποίησης των ταμιακών ροών
- δ) τα μέτρα αυτά είναι ευαίσθητα στις μεθόδους 'δημιουργικής λογιστικής' πχ. Αποτίμηση αποκτηθέντων στοιχείων ενεργητικού, κόστη και προβλέψεις αναδιαρθρώσεως κ.α.
- ε) η επιλογή του κατάλληλου μέτρου ελέγχου της απόδοσης είναι υποκειμενική π.χ. EBIT ή E/S
- ζ) το μέτρο σύγκρισης για την απόδοση (benchmark) είναι επίσης υποκειμενικό
- η) υπάρχει θετική σχέση μεταξύ βελτίωσης στη λειτουργική απόδοση και μετοχικών αποδόσεων, αλλά δεν έχει μεγάλη επεξηγηματική δύναμη
- θ) η επιλογή του κατάλληλου χρονικού ορίζοντα μέτρησης δεν είναι εύκολη και σαφής. Σε αντίθεση με τις τιμές των μετοχών που εκφράζουν άμεσα τις προσδοκίες της αγοράς, για το μέλλον μπορεί να απαιτείται πολλά χρόνια για να απεικονισθούν οι επιπτώσεις στις λογιστικές καταστάσεις και
- ι) τα λογιστικά στοιχεία καταγράφουν το παρελθόν σε αντίθεση με τις τιμές των μετοχών που ενσωματώνουν πληροφορίες τόσο για το παρελθόν όσο και το μέλλον.

Πρέπει όμως να αναφερθεί ότι παρά τα μειονεκτήματα και τις ατέλειες της μεθόδου χρήσης λογιστικών στοιχείων, ιδίως αυτών που στηρίζονται περισσότερο σε ταμειακές ροές και παράλληλα περιλαμβάνει και κάποια στοιχεία της αγοράς (πχ. Market value of assets, MB κ.α.) εξακολουθεί να έχει αξία και να συνεισφέρει σημαντικά στις μελέτες ανάλυσης επιπτώσεων των Σ&Ε και των divestitures.

8. ΜΟΝΤΕΛΑ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

8.1 Market Model

Το Υπόδειγμα της Αγοράς εφαρμόζεται συνήθως στα event studies και συσχετίζει την απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων του δείγματος με την απόδοση ενός benchmark portfolio (proxy of the true market portfolio) που συνήθως είναι ο Γενικός Δείκτης της αγοράς (π.χ. Ο Γ.Δ. του ΧΑ). Με αυτή τη διαδικασία οι αποδόσεις λαμβάνουν υπόψη το κίνδυνο της αγοράς (risk adjusted).

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + e_{jt}$$

Όπου:

α_j = σταθερός όρος (intercept term)

β_j = το beta της αγοράς που δείχνει τη μεταβλητότητα της μετοχής σε σχέση με την αγορά (systematic risk)

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

e_{jt} = error term

Οι παράμετροι α_j και β_j που υπολογίζονται κατά τη διάρκεια του estimation period με την παλινδρόμηση του R_{jt} στο R_{mt} , αποθηκεύονται για να χρησιμοποιηθούν στη συνέχεια για να υπολογίσουν τις προβλεπόμενες αποδόσεις (Expected ή Forecasted returns) για το observation period. Η νέα εξίσωση παλινδρόμησης για τις προβλέψεις των αποδόσεων των αποδόσεων δίδεται από τον τύπο:

$$E(R_{jt}) = E(\alpha_j) + E(\beta_j) R_{mt} + e_{jt}, \text{ όπου}$$

Όπου:

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

Επιπλέον, εφαρμόζονται τα εξής υποδείγματα με την προαναφερόμενη διαδικασία για τον υπολογισμό των abnormal returns.

8.2 Mean Adjusted Return Model

$$\bar{R}_{jt} = R_{jt}, \text{ όπου}$$

\bar{R}_{jt} η μέση απόδοση της μετοχής j (mean adjusted return) κατά τη διάρκεια του χρόνου t

8.3 Market Adjusted Return Model

$$R_{jt} = R_{mt}$$

Η απόδοση των μετοχών j τίθεται ίση με την απόδοση της αγοράς. Ο όρος α είναι ίσος με το 0 και το β με 1.

8.4 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

$$R_{jt} = R_f + \beta_j * (R_{mt} - R_f) + e_{jt}$$

Όπου:

R_f = risk free rate, απόδοση των κρατικών ομολόγων 10ετούς διάρκειας μηδενικού κινδύνου,
($R_{mt} - R_f$) = risk premium, επιπλέον απόδοση της αγοράς που πρέπει να υπάρχει για να αποζημιώσει τον επενδυτή από τον να μην αγοράσει ομολόγα Δημοσίου μηδενικού κινδύνου

8.5 Three Factor Model (Fama & French, 1992)

$$R_{ij} = \alpha_j + R_f + \beta_j (R_{Mt} - R_f) + h_i MV_t + s_i MB_t \quad \text{όπου:}$$

MV = το μέγεθος των εταιρειών σε αγοραίες αξίες (market values)

MB = ο δείκτης αγοραίας προς λογιστική αξία (market to book ratio)

8.6 Buy and Hold Average Returns (BHAR) Model

Πριν από μερικά χρόνια, προτάθηκε από τους **Barber και Lyon (1997)** να υπολογίζονται αντί για τις αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις (CAAR's) οι μη κανονικές αποδόσεις της διαφοράς των αποδόσεων αρχής και τέλους της εξεταζόμενης περιόδου, σαν οι μέτοχοι να είχαν επενδύσει σε ένα χαρτοφυλάκιο αγοράς και διακράτησης μέχρι το τέλος – Buy and Hold Average Returns – BHAR), με το σκεπτικό ότι αυτό ταιριάζει καλύτερα στη φύση μιας μακροπρόθεσμης επένδυσης όπως είναι οι τα divestiture. Όμως η προσέγγιση αυτή δεν είναι καθολικής αποδοχής από τους εμπειρικούς μελετητές καθώς έχει δεχθεί σοβαρή κριτική από τον Fama (1998) για την αξιοπιστία των στατιστικών ελέγχων που αυτή συνεπάγεται. Το υπόδειγμα των Barber και Lyon έχει ως εξής:

$$BHAR_{jt} = \prod_{T=1}^T (1+R_{jt}) - \prod_{T=1}^T (1+E(R_{jt}))$$

8.7 Εξαγωγή Συμπερασμάτων

Για να εξαχθούν τα κατάλληλα συμπεράσματα θα πρέπει αφού υπολογισθούν τα ARs, για κάθε μία εταιρεία j του δείγματος N , σε κάθε χρονικό σημείο t , στη συνέχεια να υπολογισθεί ο μέσος όρος αυτών των αποδόσεων και το άθροισμα των μέσων όρων μέσα στο χρόνο $t = 1, \dots, T$, αφού γίνουν βέβαια και οι κατάλληλοι έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας. Οι έννοιες αυτές δίνονται από τους παρακάτω τύπους:

Μέση μη κανονική Απόδοση (Average Abnormal Return)

$$AAR_t = \sum_{j=-n}^N \frac{AR_{jt}}{N}$$

Αθροιστική Μέση μη κανονική Απόδοση (Cumulative Average Abnormal Return)

$$CAAR_t = \sum_{t=-n}^T ARR_t$$

9. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

9.1 Μελέτες Ex Ante

Πίνακας 9.1. Συνοπτική Παρουσίαση Εμπειρικών Μελετών-Ex Ante²³

Υπόδειγμα Υπολογισμού	Συνδυασμένη Απόδοση - Combined Return	Μη Κανονική Απόδοση Μητρικής ή Αγοραστής ²	Μη Κανονική Απόδοση θυγατρικής ή Πωλητή ²	Χρόνος από το γεγονός (ημέρες)	T-Statistic Μητρικής ή Αγοραστή	T-Statistic θυγατρικής ή Πωλητή	Μέγεθος Δείγματος Μητρικών ή Αγοραστών (N)	Μέγεθος Δείγματος θυγατρικών ή Πωλητών (N)	Περίοδος
Market Model - Average Cumulative Return	n.a.	1,50%	0,40%	(-1,0)	n.a.	n.a.	167	258	1986-88
Market Model - Average Cumulative Return	n.a.	n.a.	1,41%	(-1,0)	n.a.	z-statistic 3,61	n.a.	93	1984-89
			2,80%	(-5,+5)		z-statistic 2,80			
Brown & Warner	n.a.	n.a.	1,71%	(-15,0)	n.a.	2,67	n.a.	188	1984-93
Market Model	n.a.	1,23%	n.a.	(0,+1)	2,32	n.a.	32	n.a.	1980-91
		1,32%			2,46		37		
		1,70%			8,55		179		
Market Model Value Weighed Market Index Return	n.a.	n.a.	3,40%	(-1,0)	n.a.	n.a.	n.a.	85	1975-91
Barber & Lyon Buy-Hold Average Return (AHAR)	1,29%	n.a.	n.a.	(-1,+1)	0,48		146		1975-91
Market Model Cumulative Average Abnormal Return (CAR)	n.a.	2,54%	n.a.	(-1,+1)	7,35	n.a.	210	n.a.	1990-98
Market Model Cumulative Average Abnormal Return (CAR)	n.a.	2,27%	n.a.	(-1,+1)	3,54	n.a.	125	n.a.	1990-99
		4,51%	n.a.		7,55	n.a.	106	n.a.	
		n.a.	2,60%		n.a.	3,75	n.a.	139	
Market Model Cumulative Average Abnormal Return (CAR)	3,09%	n.a.	n.a.	(-1,+1)	n.a.	n.a.	19	n.a.	1984-85 & 1991-98
	2,11%	n.a.	n.a.				19		
	1,96%	n.a.	n.a.				19		
Barber & Lyon Buy-Hold Average Return (BHAR)	n.a.	0,48%	n.a.	(0,+2)	n.a.	n.a.	877	n.a.	1987-93
Barber & Lyon Buy-Hold Matched Firm Adjusted Return (MFAR)	n.a.	8,64%	8,90%	6 μήνες	0,91	0,90	80	96	1989-95
		13,48%	7,21%	12 μήνες	0,90	0,61			
		19,21%	5,75%	24 μήνες	0,69	0,29			
		5,14%	-20,87%	36 μήνες	0,13	0,75			
Market Model - Average Cumulative Return	n.a.	2,62%	n.a.	(-1,+1)	z-statistic 10,23	n.a.	156	n.a.	1987-2000
Market Model - Mean Market Adjusted Excess Returns	n.a.	1,94%	n.a.	(-1,+1)	5,64	n.a.	336	n.a.	1980-97
Market Model - Stocks Excess Returns (SER)	n.a.	-0,18%	1,63%	(-1,0)	z-statistic -0,48	z-statistic 5,68	96	113	1982-92
Bond Event Methodology Hadjinicolaou & Kalay - Returns (BER)		0,40%	0,54%		z-statistic -2,08	z-statistic 4,21			

² Η συνδυασμένη (combined) απόδοση είναι η απόδοση μητρικής και θυγατρικής.

³ Στην περίπτωση του sell-off υπολογίζουμε απόδοση αγοραστή και πωλητή, ενώ στις περιπτώσεις spin-off equity carve-out υπολογίζουμε απόδοση μητρικής και θυγατρικής. Για λόγους ευκολίας δεν δημιουργούμε 4 στήλες για τις αποδόσεις, αλλά δύο που διαφοροποιούνται ανάλογα με τον τύπο του divestiture.

Οι **Eli & Ofek (1995)** ερεύνησαν την αποδοτικότητα των **asset sales** μέσα από ένα δείγμα 169 αγοραστών και 258 πωλητών στις ΗΠΑ την περίοδο 1986-88 και απέδειξαν ότι για περίοδο ανακοινώσεως (-2,0) η **μέση απόδοση**, με βάση το **Υπόδειγμα της Αγοράς (Market Model)** είναι **θετική** για τον πωλητή ανέρχεται σε 1,5% και για τον αγοραστή, αλλά χαμηλότερη σε 0,4%, με επίπεδο σημαντικότητας 1% και για τους δύο. Η μεγαλύτερη απόδοση για τον πωλητή έρχεται από την ημέρα -1, που είναι η μέρα που το γεγονός ανακοινώνεται στο επενδυτικό κοινό. Η θετική απόδοση του πωλητή προέρχεται από:

- α) την αναμενόμενη βελτίωση των λειτουργικών ροών της εταιρείας και
- β) την επανεστίαση στην κύρια δραστηριότητα.

Αντίθετα, η θετική απόδοση του αγοραστή οφείλεται στο γεγονός ότι το divested asset ταιριάζει περισσότερο στην νέα εταιρεία και χρησιμοποιείται πιο αποδοτικά.

Οι **Lang, Poulsen & Stulz (1995)** ασχολήθηκαν με την απόδοση των **asset-sales** μέσα από ένα δείγμα 93 εταιρειών που πραγματοποίησαν sell-off την περίοδο 1984-198. Οι μέσες αποδόσεις των πωλητών για δύο χρονικά διαστήματα 2 ημερών (-1, 0) και 10 ημερών (-5,5) κατά την περίοδο της ανακοινώσεως, βρέθηκαν θετικές **1,41%** και **2,80%** αντίστοιχα, με βάση το **Μοντέλο της Αγοράς**.

Με σκοπό να ερευνήσουν τις πηγές πλούτου που καταγράφηκαν στο asset sale, διαχώρισαν το δείγμα των εταιρειών σε δύο υποομάδες:

- α) εταιρείες που χρησιμοποίησαν τα έσοδα της πώλησης για εξόφληση πιστωτών και μετόχων και
- β) εταιρείες που επανεπένδυσαν τα κέρδη.

Το συμπέρασμα ήταν ότι οι **αποδόσεις** των μετοχών είναι σημαντικά **θετικές μόνο για τις εταιρείες που σχεδίαζαν να χρησιμοποιήσουν τα κέρδη για την εξόφληση υποχρεώσεων**, καθώς αυτό θα συμβάλει στην μείωση χρήσης ξένων κεφαλαίων και στην αποφυγή μίας δυσμενούς χρηματοοικονομικής κατάστασης. Η παραπάνω έρευνα ενισχύει την θεωρία ότι μία εταιρεία πραγματοποιεί asset sale, όταν χρειάζεται κεφάλαια με χαμηλό κόστος – **'Financing Hypothesis'**. Σύμφωνα, με την υπόθεση αυτή ισχύουν τα παρακάτω:

- α) πραγματοποιούν asset sale εταιρείες που έχουν υψηλό δείκτη μόχλευσης και/ή χαμηλή απόδοση
- β) ένα επιτυχές asset sale αποτελεί καλή είδηση

γ) η αγορά προεξοφλεί τα έσοδα της πώλησης.

Οι **Kaiser & Stouraitis (1995)** ασχολήθηκαν με τα divestitures και συγκεκριμένα τα **Sell-off** που πραγματοποιήθηκαν στην Ευρώπη, μεταξύ 1984-93. Οι χώρες που εξέτασαν ήταν Γαλλία, Γερμανία, Ηνωμένο Βασίλειο και Σουηδία και όπως έδειξαν τα αποτελέσματα οι μεγαλύτερες αποδόσεις σημειώθηκαν στη Σουηδία, ακολουθεί το Ηνωμένο Βασίλειο, η Γερμανία και η Γαλλία. Το δείγμα ήταν 188 εταιρείες που πραγματοποίησαν spin-off την περίοδο 1984-93 και η μέση απόδοση για το χρονικό διάστημα (-15,0) ήταν **θετική 1.70%**. Τα αποτελέσματα της έρευνας είναι συμβατά με τα αποτελέσματα αντίστοιχων μελετών που έχουν πραγματοποιηθεί σε εταιρείες που εδρεύουν στις ΗΠΑ. Ακόμα, παρατήρησαν ότι το μέγεθος της αποσχισθείσας μονάδας επηρεάζει σημαντικά τις αποδόσεις των εταιρειών.

Οι **Slovin, Sushka & Ferraro (1995)** μελέτησαν τις αποδόσεις των μητρικών κατά την ανακοίνωση **32 Equity Carve-outs, 37 Spin-offs και 179 sell-offs** που πραγματοποιήθηκαν το χρονικό διάστημα 1980-1991. Χρησιμοποιώντας το **Μοντέλο της Αγοράς** οι αποδόσεις που προέκυψαν για τις μητρικές εταιρείες, κατά την περίοδο ανακοινώσεως (0,+1) είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές. Ειδικότερα, σημειώθηκαν οι παρακάτω αποδόσεις: 1,23% στα carve-outs, 1,32% στα spin-offs και 1,70% στα sell-offs. Τα αποτελέσματα των ερευνών υποστηρίζουν την άποψη ότι οι μάνατζερ πραγματοποιούν equity carve-outs, όταν πιστεύουν ότι οι επενδυτές είναι πιθανότερο να εκτιμήσουν ακριβότερα τις νέες μετοχές από ότι οι ίδιοι οι μάνατζερ.

Οι **Daley, Mehrotra & Sivakumar (1996)** μελέτησαν τις αποδόσεις 85 **spin-off**, εκ των οποίων τα 25 ανήκαν στον ίδιο βιομηχανικό κλάδο και το 60 σε διαφορετικό, που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο μεταξύ 1975-1991 και έδειξαν ότι υπάρχει **θετική υπερβάλλουσα απόδοση 3,4%**, για χρονικό διάστημα 2 ημερών (-1,0) με επίπεδο σημαντικότητας 1%. Επίσης, η έρευνα έδειξε ότι οι υψηλές και σημαντικές αποδόσεις εμφανίστηκαν στα spin-offs που έγιναν σε διαφορετικούς κλάδους το οποίο ουσιαστικά ερμηνεύεται από το γεγονός ότι τα spin-offs δημιουργούν αξία όταν στοχεύουν στην εστίαση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

Οι **Desai & Jain (1999)** μελέτησαν ένα δείγμα 146 **spin-offs** που έλαβαν χώρα μεταξύ 1975 και 1991 και τα αποτελέσματα παρουσιάζουν **θετική μη κανονική απόδοση 1,28%**, για διάστημα 3 ημερών και με t -stat 0,48. Για την εκτίμηση των μη κανονικών αποδόσεων χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα BHAR των **Barber & Lyon**.

Επίσης, μελέτησαν και τις μακροχρόνιες αποδόσεις των μετοχών οι οποίες σχολιάζονται στην επόμενη ενότητα 9.2. Διαχωρίζοντας το δείγμα σε δύο υποομάδες μελέτησαν τις αποδόσεις που των spin-off που στοχεύουν στην επανεστίαση (focus increasing), έναντι εκείνων που δεν στοχεύουν στη επανεστίαση (non-focus increasing), προκειμένου να διαπιστώσουν εάν η επανεστίαση είναι η πηγή του πλούτου για τις μη κανονικές αποδόσεις και βελτιώνει την λειτουργία των εταιρειών. Από το δείγμα το 155 εταιρειών **μόνο** οι 111 που είχαν στόχο την εστίαση στις βασικές δραστηριότητες παρουσίασαν θετικές αποδόσεις (1,32%) με ικανό στατιστικό επίπεδο σημαντικότητας. Αντίθετα, οι 44 εταιρείες που δεν πραγματοποίησαν το spin-off με σκοπό την επανεστίαση είχαν αρνητική απόδοση (-1,70%). Συμπεραίνεται επομένως, ότι οι τα spin-offs που δεν στοχεύουν σε εστίαση στην κύρια επιχειρηματική δραστηριότητα δεν έχουν θετική απόδοση.

Παράλληλα εξετάστηκε αν τα spin-offs υποκινούνται από τις επικρατούσες τάσεις στους κλάδους (industry clustering) και βρέθηκε ότι **δεν** υπάρχει συγκέντρωση σε συγκεκριμένους κλάδους.

Οι **Vroom & Frederikslust (2000)** ασχολήθηκαν με την απόδοση των **spin-offs** από ένα δείγμα 210 εταιρειών, τα οποία ανακοινώθηκαν μεταξύ 1990-1998 και πραγματοποιήθηκαν σε όλο τον κόσμο και βρήκαν ότι έχουν **θετική απόδοση 2.6%** για χρονικό διάστημα 3 ημερών (-1,+1) με επίπεδο σημαντικότητας 1%. Το μοντέλο που χρησιμοποίησαν ήταν το **Μοντέλο της Αγοράς** διότι λαμβάνει υπόψη του τη μέση απόδοση της μετοχής και την ευαισθησία στις μεταβολές της αγοράς με την μέτρηση των μη κανονικών αποδόσεων και υπολόγισαν την αθροιστική μη κανονική απόδοση.

Τα αποτελέσματα των αποδόσεων δεν περιορίστηκαν στο χρονικό διάστημα 3 ημερών αλλά υπολογίστηκαν και για διάφορα διαστήματα μεταξύ 30 ημερών πριν και 30 ημερών μετά. Η υψηλότερη απόδοση βρέθηκε για το χρονικό διάστημα (-30,30) που ήταν 2,88% με επίπεδο σημαντικότητας 10% και t-statistics 1,85, ενώ για κάποια διαστήματα όπως για το (1,5) η CAR ήταν οριακά αρνητική στο 0,44%.

Παράλληλα, επιχείρησαν να μελετήσουν τις πηγές πλούτου των spin-offs προσδιορίζοντας δύο κατηγορίες: Επιπλέον **μεταβλητές ελέγχου (control variables) που ακολουθούν τις συναλλαγές**, οι οποίες είναι τα φορολογικά προνόμια (tax status), η επιτυχής ολοκλήρωση της αναδιάρθρωσης, το σχετικό μέγεθος της αποσχισθείσας μονάδας έναντι της μητρικής, και **μεταβλητές α-συνέργιας (a-synergy)** -όταν οι εταιρείες λειτουργούν ξεχωριστά-, οι οποίες σχετίζονται με τα κίνητρα των spin-offs και είναι η επανεστίαση των δραστηριοτήτων, τα φορολογικά προνόμια, η βελτίωση της εσωτερικής δομής της εταιρείας κ.α. Θετική συσχέτιση

στην απόδοση βρέθηκε για τις μεταβλητές του μεγέθους και της προέλευσης και αρνητική για τη φορολογική κατάσταση της συναλλαγής. Επιπλέον, η μεταβλητή της επανεστίασης φαίνεται να είναι βασική αιτία που οδηγεί στις αποδόσεις των spin-offs.

Σύμφωνα με την έρευνα των **Mulherin & Boone (2000)** τα divestitures που πραγματοποιήθηκαν την δεκαετία του 1990, δημιούργησαν πλούτο και η συνδυασμένη (combined) **απόδοση όλων των μορφών αναδιάρθρωσης** ήταν **θετική** και ανήλθε σε **3,04%**. Το μέγεθος του δείγματος που εξετάστηκε ήταν 370 εταιρείες που πραγματοποίησαν equity carve-outs, spin-offs και sell-offs την περίοδο μεταξύ 1990-1999. Η μεθοδολογία μέτρησης της απόδοσης ήταν η **Cumulative Average Abnormal Return (CAR)** και βρέθηκε ότι υψηλότερη απόδοση 4,51% έχουν τα spin-off, ακολουθούν με 2,60% τα asset sales και τη χαμηλότερη σημειώνουν τα equity carve-outs με 2,27%. Επιπλέον, συμπέραναν ότι υπήρχε έντονη τάση στους κλάδους (industry clustering) την δεκαετία του 1990 για Σ&Ε και divestitures και ότι η απόδοση συνδέεται άμεσα με το μέγεθος της συμφωνίας.

Οι **Chemmanur & Paeglis (2000)** ερεύνησαν την αποδοτικότητα των Tracking Stocks, έναντι δύο άλλων μορφών επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης τα Equity Carve-outs και τα Spin-offs. Παράλληλα προσπάθησαν να μελετήσουν τα κίνητρα έκδοσης Tracking Stocks, τους παράγοντες που οδηγούν σε καλύτερη απόδοση και τις πηγές πλούτου. Το δείγμα που μελετήθηκε ήταν **19 Tracking Stocks, 19 Equity Carve-outs και 19 Spin-offs** που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ 1984-85 (προκειμένου να συμπεριληφθεί η έκδοση Tracking Stocks από την General Motors) και μεταξύ 1991-1998. Για την εκτίμηση των σωρευτικών μη κανονικών αποδόσεων-Cumulative Average Abnormal Return χρησιμοποιήθηκε το **Μοντέλο της Αγοράς** για διάφορες περιόδους ανακοινώσεως 30 ημερών πριν και 30 ημερών μετά την ανακοίνωση του γεγονότος (-30,+30). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι όλες οι μορφές αναδιάρθρωσης έχουν μη κανονικές αποδόσεις σημαντικά μεγαλύτερες από το μηδέν για ένα χρονικό διάστημα τουλάχιστον 3 ημερών (-1,+1) από την ανακοίνωση. Για τα χρονικά διαστήματα (-1,0), (0) και (-1,1) οι αποδόσεις των tracking stocks ήταν υψηλότερες και στατιστικά σημαντικότερες από τις αντίστοιχες των spin-off, οι οποίες με τη σειρά τους ήταν υψηλότερες από εκείνες των equity carve-outs.

Ειδικότερα, η **μεγαλύτερη απόδοση των Tracking Stocks σημειώθηκε το διάστημα (-1,1)** δηλαδή 3 ημερών που έφτασε **3,09%** με επίπεδο σημαντικότητας 1%, τα **spin-off σημείωσαν υψηλότερη απόδοση το διάστημα 2 ημερών (-1,0)** που ανήλθε σε **4,45%** με επίπεδο σημαντικότητας 1% και τα **Equity Carve-outs το διάστημα (-1,1)** που ήταν **2,36%** με επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Επιπλέον, προσπάθησαν να εκτιμήσουν τις πηγές πλούτου και από ποια θεωρία υποστηρίζονται. Μελετώντας τις μεταβλητές της ασύμμετρης πληροφόρησης που έχουν εισαχθεί από τους **Krishnaswami & Subramaniam (1999)**, θα περιμέναμε μετά τα divestitures να μειωθεί το επίπεδο της ασύμμετρης πληροφόρησης, ενώ αντίθετα φαίνεται ότι στις tracking stocks οι μεταβλητές αυξάνονται παρόλο που δεν είναι στατιστικά σημαντικές, ενώ στις άλλες δύο μορφές αναδιάρθρωσης παρατηρείται μείωση **μόνο σε μία μεταβλητή** (τυπική απόκλιση σφάλματος) και δεν είναι στατιστικά σημαντική. Τα αναλυτικά αποτελέσματα ακολουθούν στον πίνακα 9.2 και όπως βλέπουμε οι μεταβλητές που επηρεάζουν την ασύμμετρη πληροφόρηση **αυξάνονται** μετά το γεγονός, ενώ θα αναμέναμε να **μειώνονται**.

Πίνακας 9.2 Επίπεδο Ασύμμετρης Πληροφόρησης Πριν και Μετά την Αναδιάρθρωση

Μεταβλητές Ασύμμετρης Πληροφόρησης	Tracking Stocks			
	Πριν	Μετά	Διαφορά	N
Forecast Error	0,00684	0,01618	0,00934	14
Normalized Forecast Error	0,27724	0,75046	0,47322	12
Standard Deviation of Forecast Error	0,15056	0,29000	0,13944	14
Residual Standard Deviation	0,01773	0,01779	0,00006	16
Μεταβλητές Ασύμμετρης Πληροφόρησης	Spin-offs			
	Πριν	Μετά	Διαφορά	N
Forecast Error	0,00465	0,00907	0,00442	19
Normalized Forecast Error	0,39968	0,39700	-0,00268	19
Standard Deviation of Forecast Error	0,15474	0,10737	-0,04737	19
Residual Standard Deviation	0,01719	0,01962	0,00243	19
Μεταβλητές Ασύμμετρης Πληροφόρησης	Equity Carve-outs			
	Πριν	Μετά	Διαφορά	N
Forecast Error	0,00373	0,00371	-0,00002	19
Normalized Forecast Error	0,28819	0,27934	-0,00885	19
Standard Deviation of Forecast Error	0,08526	0,06421	-0,02105	19
Residual Standard Deviation	0,01766	0,02020	0,00254	19

Πηγή: Chemmanur & Paeglis (June 2000)

Καταλήγουν επομένως, στο συμπέρασμα ότι οι πηγές πλούτου εξηγούνται από την θεωρία του εταιρικού ελέγχου και κινήτρων - **Corporate Control and other Incentive-Related Hypothesis** σύμφωνα με την οποία υπάρχουν 4 κύριες πηγές πλούτου οι οποίες προέρχονται από:

- α) την αυξημένη απειλή της εξαγοράς και απώλειας των θέσεων τους
- β) την καλύτερη υποκίνηση της διοίκησης
- γ) την εξάλειψη αρνητικών συνεργειών και
- δ) την επανεστίαση στην κύρια δραστηριότητα.

Τα ευρήματα της μελέτης αντικρούουν τα αποτελέσματα των Krishnaswami and Subramaniam που παρουσιάζουν σημαντική μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Οι **Alexandrou & Sudarsanam (2001)** μελέτησαν την απόδοση που λαμβάνουν οι **αγοραστές** από τα corporate divestitures και ειδικότερα τα sell-offs, που έλαβαν χώρα στο Ηνωμένο Βασίλειο την περίοδο μεταξύ 1987-1993. Τα αποτελέσματα της έρευνας τους ήταν ότι οι **αγοραστές έχουν θετική απόδοση**. Το μέγεθος του δείγματος που εξετάστηκε ήταν 877 Βρετανικές εταιρείες που πραγματοποίησαν sell-offs τα οποία ανακοινώθηκαν στο περιοδικό Acquisitions Monthly. Η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε είναι η καθιερωμένη event study methodology και οι αποδόσεις προέκυψαν από δύο μοντέλα, το BHAR **Barber & Lyon** που έδωσε απόδοση **0,48%** (επίπεδο σημαντικότητας 1%) για περίοδο 3 ημερών από την ανακοίνωση του γεγονότος. Επίσης χρησιμοποιήθηκε και το μοντέλο **Size and Market to Book Adjusted Model** βάση του οποίου υπολογίσθηκαν οι μη κανονικές ημερήσιες αποδόσεις για κάθε αγοραστή (ARs) και η μεγαλύτερη ημερήσια μη κανονική απόδοση σημειώθηκε στα Sell-offs κατά την ημέρα της ανακοίνωσης (0) και ανήλθε σε 0,19%, με επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Τα αποτελέσματα της έρευνας σχετίζονται και με άλλες μεταβλητές και δίνουν διαφορετικά ποσοστά απόδοσης ανάλογα με τη συσχετιζόμενες μεταβλητές που είναι οι παρακάτω:

- α) το μέγεθος του divestiture
- β) τη χρηματοοικονομική κατάσταση της αποσχισθείσας μονάδας και
- γ) το οικονομικό περιβάλλον

Τα συμπεράσματα που προέκυψαν είναι ότι οι αγοραστές λαμβάνουν υψηλότερες αποδόσεις όταν αποκτούν μία επιχειρηματική μονάδα οικονομικά υγιούς εταιρείας έναντι επιχειρηματικής μονάδας μιας εταιρείας που βρίσκεται σε δεινή οικονομική κατάσταση. Επίσης, οι αποδόσεις των αγοραστών είναι υψηλότερες σε περιόδους οικονομικής ύφεσης και το οικονομικό περιβάλλον είναι η αιτία που οδηγεί σε υψηλότερες αποδόσεις παρά οι προοπτικές ανάπτυξης της συγκεκριμένης εταιρείας. Ακόμα όπως και οι **Mulherin & Boone (2000)** έτσι και οι Alexandrou και Sudarsanam συμφωνούν ότι **υψηλότερες συμφωνίες οδηγούν σε υψηλότερες αποδόσεις**.

Οι **McConnell, Ozbilgin & Wahal (2001)**, προσέγγισαν το φαινόμενο των αποδόσεων των spi-offs από μία διαφορετική σκοπιά. Στηριζόμενοι στα **ex post** αποτελέσματα των **Cusatis, Miles & Woolridge (1993)** προσπάθησαν να εξακριβώσουν κατά πόσο μία στρατηγική trading βασισμένη στα **ex post** αποτελέσματα τους, θα έχει υπερβάλλουσα απόδοση σε

βάση **ex ante** για την περίοδο 1989-95, με σκοπό να μην υπάρχει επικάλυψη με την περίοδο 1965-88 που έχει χρησιμοποιηθεί στη συγκρινόμενη μελέτη. Σύμφωνα με τα ευρήματα της μελέτης, όταν συγκριθούν τα αποτελέσματα **matched firm benchmark** των **Cusatis, et.al. (1993)** με το **Three-factor Model των Fama & French (1992)**, η στρατηγική αγοράς μετοχών εταιρειών που αργότερα πραγματοποιούν **spin-off** αυτή δεν κερδίζει το **benchmark**. Όταν τα αποτελέσματα συγκριθούν με τα **book-to-market matched portfolios**, η στρατηγική μας κερδίζει οριακά το **benchmark**. Συμπεραίνεται επομένως ότι **ex ante**, οι αποδόσεις **ex post** παρέχουν αναξιόπιστη βάση για την απόρριψη της αποδοτικότητας της αγοράς.

Μέσα από ένα δείγμα 80 μητρικών εταιρειών και 90 θυγατρικών για χρονικά διαστήματα 6, 12, 24 και 36 μηνών μετά το γεγονός, χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία **raw buy-and-hold returns** και εκτιμώντας τη μέση **matched-firm adjusted return (MFARs)** για τις θυγατρικές και τις μητρικές. Η μεγαλύτερη απόδοση για τις μητρικές είναι 19,21% και δίνεται στους 24 μήνες και των θυγατρικών είναι πολύ χαμηλότερη στο 8,9% και δίνεται στους 6 μήνες μετά το **spin-off**. Όμως οι σωρευτικές αποδόσεις-**cumulative monthly returns CMFAR's** είναι εξαιρετικά διαφορετικές για την ακρίβεια τα αποτελέσματα αντιστρέφονται και οι αποδόσεις δεν είναι απλά χαμηλότερες αλλά **αρνητικές**. Παρόλα αυτά όταν συγκρίνουμε το δείγμα των εταιρειών παρόμοιου μεγέθους που ανήκουν στον ίδιο κλάδο, ανεξάρτητα αν υπολογίζονται οι αποδόσεις **buy-and-hold** ή οι **cumulative monthly αποδόσεις**, **σε βάση ex ante ένας επενδυτής δεν θα μπορούσε να κερδίσει από μία στρατηγική αγοράς spin-off εταιρειών μητρικών και θυγατρικών για μια περίοδο 7 ετών, μετά την περίοδο που ακολούθησε την περίοδο που αναλύθηκε από τους Cusatis, et.al. (1993)**, παρά μόνο από τύχη.

Επίσης, ο Cusatis και λοιποί, αναφέρουν ότι μεγάλο μέρος των θετικών αποδόσεων, προήλθε από τις μετοχές των εταιρειών που εξαγοράστηκαν ή συγχωνεύθηκαν μετά το **spin-off**. Ως εκ τούτου οι διαφορές στις αποδόσεις μεταξύ των **McConnell, et.al. (2001)** και **Cusatis, et.al. (1993)**, οφείλονται στο γεγονός ότι την εξεταζόμενη περίοδο που άνηκε το δείγμα, υπήρχε μία ιδιαίτερα χαμηλή δραστηριότητα Σ&Ε ή επειδή τα καταβαλλόμενα **premiums** της περιόδου ήταν πολύ χαμηλά. Παρόλο αυτά σχεδόν αντίστοιχο ποσοστό (14%) των εταιρειών την περίοδο 1989-98 εξαγοράστηκαν ή συγχωνεύθηκαν μετά το **spin-off** και επομένως οι διαφορές δεν οφείλονται σε αυτό. Αναφορικά με τα **premiums** της περιόδου 1989-95, βρέθηκε ότι προσθέτουν 1%-2% στις αποδόσεις, ενώ την περίοδο 1965-88 των **Cusatis, et.al. (1993)**, τα **premiums** προσέθεταν 4%-6% στις αποδόσεις. **Ακόμα όμως και με αυτές τις πληροφορίες δεν εξηγείται η διαφορά στις αποδόσεις που παρατηρείται μεταξύ των δύο περιόδων 1965-88 και 1989-95.**

Οι **Veld & Merkoulouva (2002)** μελέτησαν ένα δείγμα 156 spin-offs που έλαβαν χώρα σε 15 Ευρωπαϊκές χώρες μεταξύ 1987-2000 και βρήκαν ότι η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση-Cumulative Average Abnormal Return που προέκυψε με βάση το **Μοντέλο της Αγοράς** ήταν **2.62%** κατά την περίοδο ανακοινώσεως 3 ημερών (-1,1) με επίπεδο σημαντικότητας 1%. Η απόδοση ανέρχεται σε υψηλότερα επίπεδα 3,75% για τα spin-off που συντέλεσαν σε επανεστίαση στην κύρια δραστηριότητα της εταιρείας (increase industrial focus), ενώ είναι σημαντικά χαμηλότερη 0,76% στην αντίθετη περίπτωση (non focus increasing). Επίσης, επιβεβαίωσαν ότι τα αποτελέσματα των αποδόσεων είναι συμβατά με τα αντίστοιχα των ΗΠΑ.

Ο **Vijh (2002)** έχει ασχοληθεί εκτενώς με την απόδοση που εμφανίζουν τα Equity Carve-outs σε βραχυχρόνιο και μακροχρόνιο ορίζοντα και οι μελέτες του αποτελούν σημείο αναφοράς στη βιβλιογραφία. Στην αναφερόμενη έρευνα του μελέτησε την απόδοση 336 Equity Carve-outs που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ 1980-1997, σημειώθηκε για περίοδο ανακοινώσεως 3 ημερών (-1,1) **θετική** απόδοση 1,93% με t-statistics 5,64 και επίπεδο σημαντικότητας 1%. Τα αποτελέσματα της έρευνας δεν είναι συμβατά με τη θεωρία της Ασύμμετρης Πληροφόρησης - **'Asymmetric Information Hypothesis'** που αναπτύχθηκε από την **Nanda (1991)** ως επέκταση της θεωρίας των **Myers & Majluf (1984)**, που υποστηρίζει ότι τα Carve-outs πραγματοποιούνται όταν τα περιουσιακά στοιχεία (assets) της θυγατρικής είναι υπερτιμημένα σε αντίθεση με τα περιουσιακά στοιχεία της μη θυγατρικής που είναι υποτιμημένα και επειδή συνήθως τα περιουσιακά στοιχεία της δεύτερης είναι περισσότερα, η θετική πληροφορία που διαχέεται είναι μεγαλύτερη. Αντίθετα, ο συγγραφέας ισχυρίζεται ότι οι θετικές αποδόσεις που ακολουθούν τα Carve-outs, εξηγούνται από την θεωρία Κερδών των Divestitures- **'Divestiture Gains Hypothesis'**, βάση της οποίας οι πηγές των θετικών αποδόσεων είναι:

- α) στρατηγική επανεστίασης στις κύριες δραστηριότητες
- β) στρατηγική επενδύσεων
- γ) στρατηγική χρηματοδότησης
- δ) ξεχωριστές οικονομικών καταστάσεων και διαφάνεια και
- ε) υποκίνηση διοίκησης.

Οι **Datta & Raman (2003)** μελέτησαν το φαινόμενο των **asset sales** από την πλευρά των μετόχων και των ομολογιούχων και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι βελτιώνουν την αξία της εταιρείας του πωλητή, αλλά είναι ουδέτερα σε προστιθέμενη αξία για την εταιρεία του αγοραστή. Οι συναλλαγές μεταξύ εταιρειών που διακρίνονται από χαμηλής αποδοτικότητας διοικητική ομάδα καταστρέφουν αξία, ενώ εταιρείες με αποδοτική διοικητική ομάδα και με έλεγχο είναι πιθανότερο να επωφεληθούν από συναλλαγές asset sales. Η μέγιστη αξία

δημιουργείται για τον αγοραστή όταν ο αυτός έχει καλή διοικητική ομάδα και ο πωλητής όχι. Προέκυψε επίσης το συμπέρασμα ότι τα κέρδη της εταιρείας που πουλάει είναι συνδεδεμένα με την ικανότητα της διοίκησης το οποίο πρακτικά σημαίνει ότι η αγορά θεωρεί ότι οι αποδοτικοί μάνατζερ θα μπορέσουν να χρησιμοποιήσουν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα έσοδα της πώλησης ώστε να αυξήσουν την αξία της εταιρείας, σε αντίθεση με τους μάνατζερ μέτριας απόδοσης. Στον πίνακα 9.3 παρουσιάζεται η συνδυασμένη απόδοση (πωλητή και αγοραστή) για χρονικό διάστημα δύο ημερών, που προκύπτει βάση του δείκτη Tobin's q.

Πίνακας 9.3. Συνδυασμένη Απόδοση Asset Sale με βάση την απόδοση της Διοίκησης

Μεταβλητές Αποδοτικότητας Διοίκησης	Συνδυασμένη Απόδοση Εταιρειών	Μέγεθος Δείγματος (N)
High-q bidder/high-q seller Καλό μάνατζμεντ και των δύο	0,25%	70
High-q bidder/low-q seller Καλό μάνατζμεντ αγοραστή/ μέτριο πωλητή	0,76%	70
low-q bidder/High-q seller Μέτριο μάνατζμεντ αγοραστή/ καλό πωλητή	0,26%	70

Πηγή: *Journal of Banking & Finance* 27 (2003)

Ένα ακόμα ουσιαστικό συμπέρασμα που προέκυψε από τη μελέτη είναι ότι εταιρείες που ελέγχονται από ανεξάρτητους πιστωτές (private lender monitoring) είναι πιθανότερο να επωφεληθούν από τη συναλλαγή. Στον πίνακα 9.4 παρουσιάζεται η συνδυασμένη απόδοση, βάση της αποδοτικότητας της διοίκησης και το βαθμό του πιστωτικού ελέγχου και φαίνεται ότι οι εταιρείες με υψηλό πιστωτικό έλεγχο και αποδοτική διοίκηση έχουν την υψηλότερη δυνατή απόδοση από την πώληση της παραγωγικής μονάδας/θυγατρικής .

Πίνακας 9.4. Συνδυασμένη Απόδοση βάση την απόδοση της Διοίκησης και πιστωτικό έλεγχο

Συνδυασμένη Απόδοση Εταιρειών	Low Monitoring Χαμηλός Πιστωτικός Έλεγχος	High Monitoring Υψηλός Πιστωτικός Έλεγχος
low-q seller Μέτριο μάνατζμεντ πωλητή	-0,21%	3,30%
High-q seller Καλό μάνατζμεντ πωλητή	0,22%	4,90%

Πηγή: *Journal of Banking & Finance* 27 (2003)

Ειδικότερα, η έρευνα έγινε πάνω σε ημερήσια στοιχεία αποδόσεων σε δείγμα 113 εταιρειών που πραγματοποίησαν asset sale την χρονική περίοδο μεταξύ 1982-1992. Για την εκτίμηση των αποδόσεων των μετοχών χρησιμοποιήθηκε το **μοντέλο της αγοράς** για διάστημα (-250,-46) και για τις αποδόσεις των ομολόγων το μοντέλο μέσης απόδοσης των ομολόγων που

αναπτύχθηκε από τους **Hatzinikolaou & Kalay (1984)**. Με βάση την έρευνα που πραγματοποιήθηκε προκύπτει ότι οι μέτοχοι και οι ομολογιούχοι των εταιρειών που διασπώνται κερδίζουν από την πώληση. Ειδικότερα, για τον **πωλητή** κατά την περίοδο ανακοινώσεως (-1,0) η υπερβάλλουσα απόδοση των μετοχών ήταν **θετική 1,61%** με z-statistics 5,68 και των ομολογιούχων επίσης θετική αλλά χαμηλότερη στο 4,21% με z-statistics 4,21. Από την πλευρά του **αγοραστή** το ίδιο χρονικό διάστημα (-1,0) η υπερβάλλουσα απόδοση των μετοχών ήταν οριακά **αρνητική στο 0,18%** με z-statistics -0,48 και των ομολογιούχων επίσης αρνητική αλλά περισσότερο στο 0,0% με z-statistics -2,08. Αναφέρεται επίσης ότι για όλα τα χρονικά διάστημα εκτός του (+2,+10) οι αποδόσεις των αγοραστών είναι αρνητικές, ενώ ακριβώς το αντίθετο παρατηρείται στους πωλητές που μόνο το ίδιο διάστημα η απόδοση είναι αρνητική.

9.2 Μελέτες Ex Post

Πίνακας 9.5. Συνοπτική Παρουσίαση Εμπειρικών Μελετών – Ex Post

Α/Α	Μελέτη/ Έτος	Τύπος Divestiture	Μέτρο Απόδοσης	Μέτρο σύγκρισης απόδοσης (Benchmark)	Μεταβολή Μέσης Απόδοσης μετά το Divestiture	Απόδοση Μητρικής ή Αγοραστή μετά το Divestiture	Απόδοση Ουγαρικής ή Παλιήρη μετά το Divestiture	1- Στατιστική Μητρικής ή Αγοραστή	1- Στατιστική Ουγαρικής ή Παλιήρη	Χρόνος από το γεγονός (μήνες)	Μέγθος Λειτουργιών Μητρικών ή Αγοραστήων (N)	Μέγθος Ουγαρικών ή Παλιήρων (N)	Περίοδος
1	Cassidy T., Miles J and Woolridge J.R. (2002)	EQUITY	Event & Long-Run Abnormal Returns From Adjusted Returns (MGAAR)	Απόδοση προ-επιμετά	33,0%	- 0,00%	1,75	-0,19	3	116	1965-88		
					17,4%	4,41%	1,24	1,7	17				
					26,70%	25,00%	2,55	n.s.	21				
2	Chittur H., Choudhury, Jha, Venkatesh (2002)	EQUITY	-- Portfolio	Απόδοση προ-επιμετά	15,41%	-	1,59	2,0	30	11	1985-95		
					11,5%	21,4%	-	-	11	24			
					20%	30%	-	-	14	42			
3	Phillip C. Berger and Eli Cole (2005)	EQUITY	EQUITY	Απόδοση προ-επιμετά	12,72%	-	-	-	21	16	1966-8		
					12,22%	-	-	-	22	16			
					11,0%	18,7%	-	-	22	21			
4	Fama E. and French K. (1995)	EQUITY	EQUITY	Απόδοση προ-επιμετά	0,015	19,3%	-	-	24	202	1966-88		
					11,0%	12,1%	-	-	24	184			
					-	-	-	-	24	184			
5	Fama E. and French K. (1995)	EQUITY	EQUITY	Απόδοση προ-επιμετά	0,02	-	-	-	24	202	1966-88		
					0,02	-	-	-	24	184			
					0,02	-	-	-	24	184			
6	García Osorio, Niklas Melén and Bengt Erik Swokman (2002)	EQUITY	EQUITY	Απόδοση προ-επιμετά	3,30%	-	-	-	12	12	1975-8		
					1,41%	-	-	-	12	12			
					0,10%	-	-	-	12	12			
7	Anand M. et al. (2004)	EQUITY	EQUITY	Επίσημοι δείκτες αγοράς/παραπώλησης	1,36%	-	-	-	36	67	1981-86		
					-	-	-	-	36	67			
					-	-	-	-	36	67			
8	Hemant, Deep and Preeti Jha (2006)	EQUITY	Average Holding Period Abnormal Return (AHAR)	Απόδοση προ-επιμετά	3,51%	15,89%	1,21	2,9	12	192	1975-8		
					1,11%	14,14%	1,5	1,26	21	62			
					5,8%	32,31%	1,42	2,66	36	62			
9	Lambert J. Chermisnick, Kermis (sept 2007)	Trading Stocks	Trading	Απόδοση προ-επιμετά	7,72%	17,91%	-	-	17	1%	1964-00		
					-86,6%	-3,20%	-	-	21	4			
					0,00%	54,30%	-	-	30	1			
		Equity Conversion	Equity Conversion	Απόδοση προ-επιμετά	1,22%	n.a.	-	-	12	12	n.s.		
					19,45%	n.a.	-	-	24	4	n.s.		
					1,91%	n.a.	-	-	36	9	n.s.		
10	Lambert J. Chermisnick, Kermis (sept 2007)	Equity Conversion	Equity Conversion	Απόδοση προ-επιμετά	17,67%	n.a.	-	-	17	12	n.s.		
					47,77%	n.a.	-	-	24	12	n.s.		
					46,9%	n.a.	-	-	36	8	n.s.		
11	Lambert J. Chermisnick, Kermis (sept 2007)	Trading Stocks	Trading	Απόδοση προ-επιμετά	3,33%	11,7%	0,27	0,66	3	106	1967-81		
					0,25%	12,68%	0,2	0,82	12	106			
					11,94%	11,77%	1,41	1,11	21	1			
		Value Marginal Returns	Value Marginal Returns	Απόδοση προ-επιμετά	-0,41%	15,15%	-0,10	0,30	36	65	53		
					1,32%	-24,45%	0,18	-2,17	3	106	72		
					4,43%	-15,75%	1,44	-1,17	12	106	72		
12	Lambert J. Chermisnick, Kermis (sept 2007)	Value Marginal Returns	Value Marginal Returns	Απόδοση προ-επιμετά	14,01%	17,14%	1,1	1,81	24	1	1967-81		
					-3,26%	1,32%	-1,27	0,2	36	65			
					-	-	-	-	36	65			

Μία από τις σημαντικότερες μελέτες που αποτελεί σημείο αναφοράς στη βιβλιογραφία είναι των **Cusatis, Miles & Woolridge (1993)** και αναφέρεται κατ' εξαίρεση καθώς έχει δημοσιευθεί πριν το 1994 και η προσέγγιση μας αφορά τις έρευνες που έχουν δημοσιευθεί την τελευταία δεκαετία. Παρόλα αυτά, η συγκεκριμένη μελέτη είναι πολύ σημαντική και αυτό φαίνεται από την συχνή αναφορά που γίνεται από άλλους ερευνητές. Το δείγμα συλλέχθηκε από 146 **spin offs** που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ 1965-1988 και υπολογίσθηκαν οι μη κανονικές αποδόσεις της διαφοράς των αποδόσεων αρχής και τέλους της εξεταζόμενης περιόδου (BHAR) για τις μητρικές και τις θυγατρικές εταιρείες. Με βάση το **υπόδειγμα των Barber & Lyon (1997)**, εκτίμησαν τις **μακροχρόνιες αποδόσεις** για 6, 12, 24, 36 μήνες μετά το γεγονός και οι αποδόσεις **μητρικών και θυγατρικών ήταν σημαντικά θετικές** εκτός της απόδοσης 6 μηνών για τις θυγατρικές που ήταν -1%. Οι μεγαλύτερες αποδόσεις σημειώθηκαν μετά από διάστημα 24μηνών στις μητρικές που ήταν 26,7% και σε διάστημα μεγαλύτερο των 36μηνών στις θυγατρικές και ήταν 33,6%.

Οι **Smart & Waldfogel (1994)**, ασχολήθηκαν με την μακροχρόνια επίδραση των **Management Buyouts (MBO'S)** στην απόδοση της εταιρείας με βάση τον δείκτη EBIT/Sales και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι υπάρχουν **σημαντικές βελτιώσεις της τάξεως του 10%**. Για τον πρώτο χρόνο η απόδοση βελτιώθηκε κατά 6,8% συγκριτικά με τον τελευταίο χρόνο πριν το buyout, ενώ το δεύτερο χρόνο η απόδοση ήταν πολύ μεγαλύτερη και κυμάνθηκε μεταξύ 11,5% και 21,4%. Η απόδοση αυξήθηκε ακόμα περισσότερο τον τρίτο χρόνο, καθώς κινήθηκε μεταξύ 20%-30%.

Οι **Berger & Ofek (1995)**, εξέτασαν την **επίδραση των divestments** υπολογίζοντας την εκτιμώμενη αξία των αυτόνομων επιχειρηματικών μονάδων και συγκρίνοντας το άθροισμα τους με την πραγματική αξία της εταιρείας πριν το divestment. Το μέγεθος του δείγματος αποτελείται από 16.181 παρατηρήσεις, μεταξύ 1986-1991 και τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η **μέση αξία των επιμέρους τμημάτων είναι κατά 13%-15% χαμηλότερη από την αξία όταν η εταιρεία λειτουργούσε ως μία**. Το ύψος της απώλειας όμως είναι χαμηλότερο για τα συσχετιζόμενα divestments. Η εκτιμώμενη αξία γκάθε τμήματος υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας τα λογιστικά μεγέθη (πωλήσεις, ενεργητικό και κέρδη) με ένα δείκτη που ισχύει για τον κλάδο. **Μία πηγή που προκαλεί τη μείωση της αξίας είναι οι υπερβολικές επενδύσεις που πραγματοποιούν οι εταιρείες που έχουν διασπασθεί, έναντι των άλλων**.

Οι **Eli & Ofek (1995)** ερεύνησαν την αποδοτικότητα των **asset sales** μέσα από ένα δείγμα 169 αγοραστών και 261 πωλητών στις ΗΠΑ την περίοδο 1986-88, με σκοπό να διαπιστώσουν εάν η κερδοφορία, οι εναπομείνουσες επιχειρηματικές μονάδες και τα στοιχεία

του ενεργητικού αυξάνουν. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η εταιρεία που πραγματοποιεί το divestiture γίνεται **πιο κερδοφόρα** μετά σε σχέση με όλα τα εξεταζόμενα μεγέθη **μόνο** όμως αν στοχεύει σε επαν-εστίαση. Τα λογιστικά μεγέθη που χρησιμοποιήθηκαν ως benchmarks για τη μέτρηση της απόδοσης ήταν:

- α) EBITD/Sales,
- β) EBITD/Book Value of Assets και
- γ) EBITD/Market Value of Assets

Σύμφωνα με το άρθρο αυτό, η πώληση τμημάτων της εταιρείας που δεν συσχετίζονται με τις κύριες δραστηριότητες της, οδηγούν σε καλύτερη απόδοση και επαν-εστίαση στους στόχους της, καθώς εξαλείφονται αρνητικές συνέργιες μεταξύ των επιχειρηματικών μονάδων ή των θυγατρικών που υφίστανται πριν την πώληση.

Οι **Daley, Mehrotra & Sivakumar (1996)** μελέτησαν την απόδοση των **spin-offs**, εκ των οποίων τα 25 ανήκαν στον ίδιο βιομηχανικό κλάδο και τα 60 σε διαφορετικό, (cross industry) που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο μεταξύ 1975-1991 κατά την περίοδο ανακοινώσεως του φαινομένου και μακροχρόνια. Για την μέτρηση της απόδοσης χρησιμοποιήθηκαν τα δύο παρακάτω μεγέθη:

- α) λειτουργικά κέρδη προς ενεργητικό (ROA) και
- β) Capital Expenditure-to-sales (CAP)

Τα αποτελέσματα έδειξαν **σημαντικές αυξήσεις των μεγεθών** και σε μη προσαρμοσμένα μεγέθη και σε μεγέθη προσαρμοσμένα στο μέγεθος της εταιρείας, στον κλάδο και την απόδοση. Στον συνοπτικό πίνακα παρουσιάζονται οι αποδόσεις (μη προσαρμοσμένα μεγέθη) που πραγματοποιήθηκαν σε **διαφορετικούς κλάδους** (cross industry) καθώς αποδείχθηκε ότι εκείνα δημιουργούν μεγαλύτερη αξία. Η υψηλότερη βελτίωση σημειώθηκε στο ROA την περίοδο (-12,+12) μήνες και ανήλθε σε 3%.

Ο **Vijh (1998)** εξέτασε την απόδοση των νέων εκδιδόμενων μετοχών της θυγατρικής για τρία έτη μετά το **equity carve-out**, σε σύγκριση με την απόδοση κατάλληλων benchmarks (απόδοση επιχειρήσεων ίδιου κλάδου κατά την τριετία μετά την έκδοση). Η έρευνά του στηρίχθηκε σε δείγμα 628 carve-out κατά την περίοδο 1981-1995, καθώς και στις αποδόσεις των μετοχών αυτών, ως ακολούθως:

- α) book – to – market price και
- β) earnings – to – market price

Τα συμπεράσματα της έρευνας κατέδειξαν ότι οι αποδόσεις των μετοχών των υπό εξέταση θυγατρικών για τα πρώτα τρία έτη μετά το γεγονός, δεν παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικά χαμηλότερη απόδοση έναντι των benchmarks, για την ίδια περίοδο. Σε πολλές περιπτώσεις υποομάδων carve-out, η απόδοση ήταν σημαντικά υψηλότερη έναντι των benchmarks. Επιπρόσθετα, η έρευνα έδειξε ότι η μέση ετήσια απόδοση του 14,33% μέσω carve-out, είναι σημαντικά υψηλότερη σε σύγκριση με τη χαμηλή απόδοση του 3,4% και 4,7% μέσω IPO (Initial Price Offerings) και SEO (Seasoning Price Offerings) αντίστοιχα (**Loughran & Ritter, 1995**).

Ο Vijh εξέτασε διάφορες πιθανές εξηγήσεις για την υπέρτερη απόδοση των μετοχών μέσω carve-out σε σύγκριση με τη απόδοση των μετοχών μέσω IPO και SEO. Η μητρική εταιρεία η οποία διεξάγει το carve-out, είναι σημαντικά λιγότερο επικεντρωμένη στη δραστηριότητα λόγω τις ύπαρξης και των λοιπών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της. Τα carve-out, δίνουν τη δυνατότητα τόσο στη θυγατρική και όσο στη μητρική εταιρεία να επικεντρωθούν σε λιγότερες επιχειρηματικές δραστηριότητες. Επιπλέον, οι θυγατρικές λαμβάνουν μερική ελευθερία στο να αποφασίζουν για το μέλλον τους αν και η μητρική εξακολουθεί να κατέχει το μεγαλύτερο μέρος του μετοχικού της κεφαλαίου. Τέλος, η προσφερόμενη τιμή της μετοχής κατά το carve-out αποτελεί ένα μικρό κομμάτι της αγοραίας αξίας της μετοχής της μητρικής και κατά συνέπεια η τιμή των νέων μετοχών της θυγατρικής για το carve-out δεν επηρεάζεται από φήμες της αγοράς.

Οι **Desai & Jain (1999)** μελέτησαν ένα δείγμα 155 spin offs μητρικών και 162 θυγατρικών που έλαβαν χώρα μεταξύ 1975-1991 και τα αποτελέσματα παρουσιάζουν θετική **μη κανονική απόδοση**. Η **συνδυασμένη** μέση μη κανονική απόδοση (AHAR) Average Holding Period Abnormal Return (AHAR) κατά τον 1ο χρόνο που ακολούθησε το spin off, ήταν 7,69% με t-statistics 1,62, ενώ μετά από 2 και 3 χρόνια η απόδοση ήταν 12,70% (t-statistics 1,46) και 19,82% (t-statistics 2,17) αντίστοιχα. Ξεχωριστά οι αποδόσεις για τις μητρικές και τις θυγατρικές παρουσιάζονται στον αναλυτικό πίνακα 9.5. Πρέπει όμως να αναφερθεί ότι οι αποδόσεις αυτές αν και υψηλές δεν είναι στατιστικά σημαντικές, παρά μόνο για τα 3 χρόνια. Επίσης, οι συγγραφείς χώρισαν το δείγμα σε δύο υποομάδες, εταιρείες που στόχευσαν στην επικέντρωση την κύρια δραστηριότητα (increasing focus) και εταιρείες που δεν στοχεύουν στην επικέντρωση (non focus increasing) και απέδειξαν ότι μόνο οι αποδόσεις των εταιρειών που άνηκαν στην πρώτη κατηγορία ήταν θετικές.

Οι **Chemmanur & Paeglis (2000)** ερεύνησαν την αποδοτικότητα των **Tracking Stocks**, έναντι δύο άλλων μορφών επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης τα Equity Carve-outs και τα Spin-offs κατά την περίοδο ανακοινώσεως αλλά και μακροχρόνια. Οι μακροχρόνιες αποδόσεις

εκτιμήθηκαν για 12, 24 και 36μήνες μετά το divestiture με βάση την περίοδο διακράτησης των μετοχών - **Holding Period Return σταθμισμένες στον δείκτη S&P**. Οι αποδόσεις της μητρικής από τα tracking stocks και τα equity carve-outs είναι **αρνητικές** για όλες τους μήνες και μόνο τα spin off παρουσιάζουν **θετικές αποδόσεις** 24 και 36μήνες μετά και οριακά αρνητική απόδοση στους 12 μήνες. Αναφέρεται ακόμα ότι οι αποδόσεις των equity carve-outs είναι χειρότερες συγκριτικά με τις δύο άλλες μορφές divestitures.

Οι μακροχρόνιες αποδόσεις των θυγατρικών δίνονται μόνο για τα tracking stocks και είναι θετικές μόνο 12 μήνες και σημαντικά αρνητικές 24 και 36 μήνες μετά. Επιπλέον, τα tracking stocks οι αποδόσεις έχουν σταθμιστεί ισόποσα αλλά και με βάση την αξία και όπως είναι αναμενόμενο οι αποδόσεις είναι πολύ διαφορετικές. Ακόμα για τα tracking stocks εκτιμήθηκε η απόδοση με βάση τους παρακάτω δείκτες:

- α) P/E
- β) P/S
- γ) ROE
- δ) ROA

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι δείκτες P/E και P/S αυξήθηκαν μετά την έκδοση των μετοχών, σε αντίθεση με τους δείκτες αποδοτικότητας που χειροτέρευαν.

Οι **Veld & Merkoulouva (2002)** μέσα από ένα δείγμα 156 spin-offs που έλαβαν χώρα σε 15 Ευρωπαϊκές χώρες μεταξύ 1987-2000 μελέτησαν τις μη κανονικές αποδόσεις των μητρικών και των θυγατρικών βραχυχρόνια και μακροχρόνια. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιεί για την εκτίμηση των μακροχρόνιων μέσων ετήσιων αποδόσεων είναι των **Barber & Lyon (1997)** Matching-Firm Approach και παρόλο που θεωρεί ότι η μέθοδος ίσης στάθμισης των αποδόσεων-Equal Weighted Returns είναι σωστότερη, υπολογίζει και την απόδοση σταθμισμένη με βάση την αξία-Value Weighted Returns και συγκρίνει τα αποτελέσματα. Το ουσιαστικό πρόβλημα που συναντάμε κατά τη μελέτη αυτής της έρευνας είναι οι **σημαντικότερες διαφορές στις αποδόσεις που προκύπτουν από τις δύο μεθόδους**. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στις μητρικές εταιρείες για τα 2 χρόνια η Equal Weighted απόδοση είναι 6,49% και η Value Weighted απόδοση είναι **υπερδιπλάσια** στο 14,28%.

Οι αποδόσεις της μητρικής για 6 μήνες και για 2 χρόνια είναι θετικές, αλλά όχι στατιστικά σημαντικές, ενώ είναι αρνητικές για 1 και 3 χρόνια, βάση της ίσης σταθμισμένης απόδοσης. Το δείγμα χωρίζεται σε δύο υποομάδες, εταιρείες που στόχευσαν στην επικέντρωση την κύρια δραστηριότητα (increasing focus) και εταιρείες που δεν στοχεύουν στην επικέντρωση

(non focus increasing). Τα αποτελέσματα έδειξαν σημαντικά **αρνητικές αποδόσεις** στους 6 μήνες και τον 1 χρόνο. Μόνο μετά από 2 χρόνια η απόδοση είναι θετική 10,74% και στατιστικά σημαντική, ενώ στα 3 χρόνια η απόδοση είναι μεν θετική αλλά πολύ χαμηλότερη και μη στατιστικά σημαντική. Στη δεύτερη υποομάδα εταιρειών (non focus increasing) η απόδοση είναι θετική αλλά μη στατιστικά σημαντική, ενώ 3 χρόνια μετά το spin-off η απόδοση είναι αρνητική στο 12,96%. **Τα ευρήματα της έρευνας δεν συνάδουν με τις μελέτες των Cusatis et al (1993), Desai et al (1999)** που αναλύθηκαν παραπάνω και αναφέρουν σημαντικές αποδόσεις στις μητρικές 3 χρόνια μετά το spin off.

Σταθμίζοντας τις αποδόσεις των μητρικών βάση της αξίας, προκύπτει μη σημαντική απόδοση στους 6 και 12 μήνες και σημαντική απόδοση στα 2 χρόνια (14,28%), η οποία όμως γίνεται αρνητική 3 χρόνια μετά το spin off.

Σχετικά με τις αποδόσεις των θυγατρικών για όλες τις περιόδους είναι θετικές σταθμισμένες ίσα και μη στατιστικά σημαντικές και αρνητικές σταθμισμένες βάση της αξίας. Εκείνο που είναι αξιοσημείωτο είναι ότι η δεύτερη υποομάδα εταιρειών (non focus increasing) σημειώνει σημαντικά θετική απόδοση μετά το spin off , σε αντίθεση με την πρώτη υποομάδα που παρουσιάζει πολύ χαμηλότερες αποδόσεις. Τα αποτελέσματα αυτά δεν είναι συμβατά με αντίστοιχα αποτελέσματα ερευνών που αφορούν εταιρείες στις ΗΠΑ. Τα συμπεράσματα που εξάγονται από την παραπάνω έρευνα είναι:

- α) ότι τα spin offs στην Ευρώπη δεν αποφέρουν θετικές αποδόσεις μακροχρόνια
- β) δεν φαίνεται να υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των μη κανονικών αποδόσεων και επιπέδου πληροφόρησης κατά το spin off.

10. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα εργασία παρουσιάστηκε η ανάλυση 31 εμπειρικών μελετών για την περίοδο 1994 – 2004, βασισμένες σε στοιχεία των ΗΠΑ και Ευρώπης. Οι μελέτες αναλύουν αφενός την απόδοση των εταιρειών που πραγματοποιούν το divestiture (μητρικές) και αφετέρου των νέων εταιρειών που δημιουργούνται μετά το γεγονός. Οι αποδοτικότητα των divestitures αναφέρεται σε δύο χρονικές περιόδους:

- α) λίγες ημέρες πριν ή μετά την ανακοίνωση του γεγονότος, (ex ante) και
- β) 6 έως 36 μετά την ολοκλήρωση του γεγονότος (ex post)

Ο πίνακας 10.1 παρουσιάζει συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα των μελετών.

Πίνακας 10.1: Συγκεντρωτική Παρουσίαση Αποτελεσμάτων Μελετών

	<u>ΜΕΛΕΤΕΣ Ex</u>	<u>ΜΕΛΕΤΕΣ Ex</u>
Αριθμό	20	11
Περίοδος από το	- 30 ημέρες έως 30	6 μήνες έως 36
Θετική	20	7
Αρνητική	-	4

Το σύνολο των 20 **ex ante** μελετών παρουσιάζουν θετική απόδοση, ενώ από το σύνολο των 11 **ex post** μελετών, οι 7 παρουσιάζουν θετική απόδοση και οι υπόλοιπες 4 αρνητική. Οι θετικές αποδόσεις ερμηνεύονται από τις παρακάτω δύο θεωρίες:

- α) η θεωρία της **Ασύμμετρης Πληροφόρησης** - ‘**Asymmetric Information Hypothesis**’, αναπτύχθηκε από την Nanda (1999), αλλά η αρχική ιδέα ήταν των Myers & Majluf (1984), και υποστηρίζει ότι οι εταιρείες που διενεργούν divestitures μεταδίδουν μηνύματα τους επενδυτές ‘**Signaling Theory**’. Τα μηνύματα αυτά διαφέρουν μεν ανάλογα με τον τύπο του divestiture αλλά όλα διαχέουν πληροφορία στην αγορά και οδηγούν σε αύξηση της τιμής της μετοχής, καθώς μετά από κάθε τύπο επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης ο βαθμός της ασύμμετρης πληροφόρησης μειώνεται. Αναφέρουμε ότι με βάση την θεωρία των Modigliani και Miller οι επενδυτές έχουν ίδια πληροφόρηση για τις προοπτικές της εταιρείας με τα διευθυντικά στελέχη, το οποίο λέγεται συμμετρική πληροφόρηση. Όμως τις περισσότερες φορές τα διευθυντικά

στελέχη έχουν καλύτερη πληροφόρηση από τους επενδυτές, καθώς οι πληροφορίες των εταιρειών είναι εμπιστευτικές και διοχετεύονται με υστέρηση στην αγορά (ημισχυρή μορφή αποτελεσματικού αγοράς). Επομένως, κατά την θεωρία αυτή στα spin-off, που αποτελούν την πιο γνήσια και ξεκάθαρη διαχώριση των εταιρειών, ο βαθμός της ασύμμετρης πληροφόρησης μειώνεται σημαντικά και αυτό αντανακλάται στην τιμή της μετοχής. Αυτό ισχύει και στην περίπτωση έκδοσης tracking stocks που διαχωρίζεται η συγκεκριμένη επιχειρηματική μονάδα και η πληροφόρηση των επενδυτών είναι καλύτερη. Καλά νέα για τους επενδυτές είναι και τα equity carve-outs καθώς πραγματοποιούνται όταν τα περιουσιακά στοιχεία της θυγατρικής είναι υπερτιμημένα σε αντίθεση με τα περιουσιακά στοιχεία της μητρικής που είναι υποτιμημένα και επειδή συνήθως τα περιουσιακά στοιχεία της μητρικής είναι περισσότερα, η θετική πληροφορία που διαχέεται είναι μεγαλύτερη.

β) η θεωρία Κερδών των Divestitures- 'Divestiture Gains Hypothesis', βάση της οποίας οι πηγές πλούτου των Divestitures προέρχονται από τα παρακάτω :

i) στρατηγική επανεστίασης στις κύριες δραστηριότητες

Στα divestitures αποσχίζεται ή διασπάται ένα τμήμα της εταιρείας και η εναπομένουσα εταιρεία επικεντρώνεται στον αρχικό της στρατηγικό στόχο, τον υπηρετεί αποδοτικότερα και κατά αυτόν τον τρόπο αυξάνει την αξία της. Η άποψη αυτή ενισχύεται από αρκετές μελέτες που παρουσιάστηκαν στην ενότητα 9, όπως των Daley, Mehrotra & Sivakumar (1996).

ii) στρατηγική επενδύσεων και χρηματοδότησης

Τα carve-outs και τα asset sales αποτελούν ένα μηχανισμό χρηματοδότησης καθώς οι πρόσοδοι χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή υποχρεώσεων. Η θεωρία αυτή υποστηρίζεται και από την έρευνα των Lang, Poulsen & Stulz (1995). Παράλληλα, τα έσοδα από την αναδιάρθρωση μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την χρηματοδότηση επενδύσεων επέκτασης, βελτίωσης και αναβάθμισης της παραγωγικής διαδικασίας. Ο συνδυασμός των δύο παραπάνω οδηγεί τις εταιρείες σε μειωμένα κόστη και καθιστά περισσότερο ανταγωνιστικές.

iii) υποκίνηση διοίκησης

Ένας από τους βασικότερους λόγους για τους οποίους τα divestitures αυξάνουν την αξία της εταιρείας είναι η υποκίνηση της διοίκησης και η σύγκλιση των επιδιώξεων των μάνατζερ της θυγατρικής με τα συμφέροντα των μετόχων. Πάνω σε αυτό η Arron (1991) ανέπτυξε μία θεωρία, σύμφωνα με την οποία ακόμα και το ενδεχόμενο πραγματοποίησης ενός spin-off στο μέλλον μπορεί να δημιουργήσει ισχυρά κίνητρα στα στελέχη της εταιρείας. Επίσης, οι μάνατζερ γίνονται περισσότερο αποδοτικοί διότι ο φόβος της εξαγοράς είναι αυξημένος και είναι πολύ πιο εύκολο να εξαγορασθεί μία

μικρή εταιρεία έναντι μίας μεγάλης. Επιπρόσθετα στα carve-outs οι εταιρείες συνδυάζουν τις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών με βάση την απόδοση τους - stock based compensation.

iv) διαφάνεια και δίκαιο παιχνίδι – ‘fair play’

Η αντίδραση της αγοράς απέναντι στα divestitures είναι ενθουσιώδης, διότι η νέα εταιρεία θα δημοσιεύει ξεχωριστές οικονομικές καταστάσεις θα υπάρχει μεγαλύτερη διαφάνεια και το παιχνίδι της αγοράς θα είναι πιο δίκαιο για τους επενδυτές.

Παρόλα αυτά οι αρνητικές αποδόσεις που αναφέρονται σε 4 περιπτώσεις, αντιτίθενται στις παραπάνω θεωρίες. Οι πηγές των αρνητικών αποδόσεων εντοπίζονται στα παρακάτω σημεία:

- α) στην έντονη επενδυτική δραστηριότητα που χαρακτηρίζει τις εταιρείες που πραγματοποιούν divestitures και οι οποίες δεν αποβαίνουν αποδοτικές
- β) στην έλλειψη επικέντρωσης – επανεστίασης στην κύρια δραστηριότητα
- γ) στην χαμηλή απόδοση της διοίκησης της μητρικής εταιρείας

Είναι ιδιαίτερα σημαντικό να αναφερθεί ότι τα συμπεράσματα των μελετών υπόκεινται σε προβλήματα στατιστικής φύσεως. Σύμφωνα με τον Brav (2000) υπάρχει ο κίνδυνος να προκύψει λανθασμένη συμπερασματολογία για την απόδοση των divestitures, δεδομένου ότι είναι αρκετά δύσκολο να εξασφαλισθεί το ασυσχέτιστο των παρατηρήσεων ενός δείγματος. Με άλλα λόγια, ενδεχομένως να υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ των εταιρειών που διενεργούν divestitures και ιδίως σε μελέτες που επικεντρώνονται στην μακροχρόνια απόδοση (overlapping long run returns).

Συμπερασματικά καταλήγουμε στο γεγονός ότι, ανεξαρτήτως των χρησιμοποιούμενων μεθόδων εκτίμησης της απόδοσης και της περιόδου παρατηρήσεως, τα divestitures προσθέτουν αξία στην εταιρεία που τα πραγματοποιεί όταν γίνονται με σκοπό:

- α) την επικέντρωση στην κύρια δραστηριότητα και τον στρατηγικό στόχο της εταιρείας και ταυτόχρονα
- β) η διοικητική ομάδα είναι αποδοτική και ικανή να αξιοποιήσει τις ευκαιρίες και τις προοπτικές που προσφέρουν όλες οι μορφές της επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης.

Ενδιαφέρον για την ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας, θα ήταν να διερευνηθούν το κατά πόσο και με ποιο τρόπο οι αποδόσεις των divestitures επηρεάζονται από την οικονομική συγκυρία της χώρας – ευρύτερης περιοχής στην οποία πραγματοποιούνται, καθώς επίσης και την διάρθρωση του κλάδου που δραστηριοποιείται η εταιρεία (μέγεθος, ρυθμός ανάπτυξης και ένταση ανταγωνισμού).

ΠΗΓΕΣ

1. J. Fred Weston, Mark L. Mitchell, J. Harold Mulherin - **'Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance'**, Prentice Hall 2004
2. Sudi Sudarsanam- **'Creating Value From Mergers and Acquisitions'**, Prentice Hall 2003
3. Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt - **'Financial Management: Theory and Practice'**, South-Western Thomson Learning 2002
4. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers - **'Principles of Corporate Finance'**, Mc Graw-Hill 2003
5. Κυριαζής Δ. **'Συγχωνεύσεις και Εξαγορές'** - Σημειώσεις Πανεπιστημιακών Παραδόσεων (2004).
6. Βασίλης Παπαδάκης - **'Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία'**, Αθήνα, Μάιος 2002
7. Απόστολος Α. Καραγκουνίδης - **'Ανώμαλη συγχώνευση και διάσπαση Ανώμαλων Εταιριών'**, Εκδόσεις Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη
8. Νομική Βιβλιοθήκη - **'Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας: Μετασχηματισμοί εταιριών Μετατροπή, Συγχώνευση, Διάσπαση, Εξαγορά'**, Έκδοση 2001
9. **'The LBO Market'** - Mergers and Acquisitions 2004, vol. 39 no 2
10. **'Divestiture Activity'** -Mergers and Acquisitions 2004, vol. 39 no 2
11. **'RJR Nabisco'** - Harvard Business School
12. S. C. Gilson, P. M. Healy, C. F. Noe, K. G. Palepu - **'Information effects of spin-offs, equity carve-outs, and targeted stock offerings'**, Harvard Business School, working paper
13. Cusatis P, Miles J and Woolridge J.R. - **'Restructuring through spin offs: The stock market evidence'**, Journal of Financial Economics 1993, vol. 33 (293-311)
14. Scott B. Smart and Joel Waldfogel - **'Measuring the Effect of Restructuring on Corporate Performance: The Case of Management Buyouts'**, The Review of Economics and Statistics, 1994 vol. 76, no 3 (503-511)
15. Larry Lang, Annette Poulsen and Rene Stulz - **'Asset sales, firm performance and the agency costs of managerial discretion'**, Journal of Financial Economics 1995, vol.37 (3-37)
16. Kose John Eli and Ofek - **'Asset sales and increase in focus'**, Journal of Financial Economics 1995, vol. 37 (105-126)
17. Philip G. Berger and Eli Ofek - **'Diversification's effect on firm value'**, Journal of Financial Economics 1995, vol.37 (39-65)

18. Kevin Kaiser and Aris Stouraitis - **'Value creation through corporate restructuring: European Divestitures'**, European Management Journal 1995, vol.13, no2 (164-174)
19. Myron B. Slovin, Marie E. Sushka, Steven R. Ferraro - **'A comparison of the information conveyed by equity carve-outs, spin-offs and asset sales-offs'**, Journal of Financial Economics 1995, vol. 37 (87-104)
20. Robert W. Holthausen, David F. Larcker - **'The financial performance of reverse leveraged buyouts'**, Journal of Financial Economics 1996, vol. 42 (293-332)
21. Lane Daley, Vikas Mehrotra and Ranjini Sivakumar - **'Corporate focus and value creation Evidence from spinoffs'**, Journal of Financial Economics 1997, vol. 45 (257-281)
22. Anand M. Vijh - **'Long-term returns from equity carveouts'**, Journal of Financial Economics 1999, vol. 51 (273-308)
23. Z. Fluck and A. Lynch - **'Why do Firms Merge and then Divest?: A theory of Financial Synergy'**, Journal of Business 1999, vol. 72, no 3 (319-346)
24. Hemang Desai and Prem C.Jain - **'Firm performance and focus: long-run stock market performance following spinoffs'**, Journal of Financial Economics 1999, vol. 54 (75-101)
25. Mulherin, J.Harold, and Audra L.Boone - **'Comparing Acquisitions and Divestitures'**, Journal of Finance 2000, vol. 6 (117-139)
26. H.J.de Vroom and R. van Frederikslust_Rotterdam - **'Shareholder Wealth Effects of Corporate Spinoffs: The world-side Experience'**, School of Management, Erasmus University 2000, Working Paper
27. G. Alexandrou and Sudarsanam - **'Shareholder Wealth Effects of Corporate Selloffs: Impact of growth opportunities, economic cycle and bargaining power'**, European Financial Management 2001, vol. 7, no2 (237-258)
28. M. Vijh, Anand M - **'The Positive Announcements-period returns of equity carveouts: asymmetric information of divestitures gains'**, Journal of Business 2002, vol. 57 & 75(1), (153-190 & 2379-2403)
29. M.Sikora - **'Tracking stocks: Do they Create Value?'**, Mergers and Acquisitions 2000, vol. 35
30. Thomas J. Chemmanur and Imants Paeglis - **'Why Issue Tracking Stock: Insights from a Comparison with Spin-offs and Carve-outs'**, 2000
31. J. S. Abarbanell, B.J. Bushee, J. S. Raedy - **'Institutional Investor Preferences and Price Pressure: The Case of Corporate Spin-offs'**, 2001
32. K.M.J. Kaiser and A. Stouraitis - **'Agency Costs and Strategic Consideration behind Sell-offs: The UK evidence'**, European Financial Management 2001, vol. 7, no 3 (319-349)

33. John J. McConnell, Mehmet Ozbilgin and Sunil Wahal - '**Spin-offs, Ex ante**', Journal of Business 2001 vol. 74, no 2
34. Hulburt, Heather M., James A. Miles, and J. Randall Woolridge - '**Value Creation from Equity Carveouts**', Financial Management 2002, 31 (83-100)
35. Eric A. Powers - '**Deciphering the Motives for Equity Carve-outs**', University of South Carolina
36. Chris Veld and V. Veld-Merkoulova - '**Do spin-offs really create value? The European Case**', 2002
37. Anand M. Vijh '**The Positive Announcement-Period Returns of Equity Carveouts: Asymmetric Information or Divestiture Gains?**', Journal of Business 2002, vol. 75
38. David C. Hyland and J. David Dilitz - '**Why Firms Diversify: An Empirical Examination**', Financial Management 2002
39. Sudip Datta, Mai Iskandar Datta and Kartik Raman - '**Value creation in corporate asset sales: The role of managerial performance and lender monitoring**', Journal of Banking and Finance 2003, vol. 27 (351-375)