



Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής



Διατριβή για το ΜΠΣ
στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση

**“Η εξέταση των μετοχικών αποδόσεων των
διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών”**

της Ροδάνθης Αγγελοπούλου (ΜΧΑΝ 0701)

Επιβλέπων Καθηγητής
Επικ. Καθηγητής Δημήτριος Κυριαζής

Τριμελής Επιτροπή:
Επικ. Καθηγητής Δημήτριος Κυριαζής
Επικ. Καθηγητής Γεώργιος Σκιαδόπουλος
Λέκτορας Νικόλαος Κουρογένης

Πειραιάς 2009

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα της παρούσας εργασίας Επίκουρο Καθηγητή του τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. Κυριαζή Δημήτριο για τις πολύτιμες συμβουλές του και την καθοδήγησή του, καθώς και το οικογενειακό και φιλικό μου περιβάλλον για τη στήριξη που μου προσέφερε κατά το χρονικό διάστημα συγγραφής της διπλωματικής αυτής διατριβής.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Πρόλογος.....	1
Εισαγωγή.....	2

ΕΝΟΤΗΤΑ I

ΕΓΧΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΕΣ Σ&Ε: ΕΞΕΛΙΞΗ, ΚΙΝΗΤΡΑ , ΕΠΙΤΥΧΙΑ

Κεφάλαιο I	Τι είναι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές	5
	A. Ορισμοί.....	5
	B. Τύποι – Μορφές Ε&Σ.....	7
	Γ. Δημιουργία Αξίας από συνδεδεμένες επιχειρήσεις.....	10
Κεφάλαιο II	Κύματα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων.....	11
	A. Εξέλιξη Συγχωνύσεων και Εξαγορών στο χρόνο σε όρους αξίας.....	12
Κεφάλαιο III	Κίνητρα για εγχώριες και διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές.....	17
	A. Κατηγοριοποίηση κινήτρων για εξαγορές και συγχωνεύσεις.....	17
	B. Πιθανά κίνητρα συμμετοχής σε Ε&Σ παρόλο που συνήθως δεν αποφέρουν κέρδη για τις αγοράστριες εταιρείες.....	21
	Γ. Αντικίνητρα εξαγορών και συγχωνύσεων.....	23
	Δ. Διαφοροποίηση κινήτρων στις διασυνοριακές Σ&Ε.....	24
Κεφάλαιο IV	Ανασταλτικοί παράγοντες οργάνωσης των Ε&Σ μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής.....	30
Κεφάλαιο V	Χαρακτηριστικά επιτυχίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων.....	34
	A. Κανόνες επιτυχίας για τους managers των αγοραστριών εταιρειών που εμπλέκονται σε διασυνοριακές Σ&Ε.....	35
	B. Κανόνες επιτυχίας για τους managers των εξαγοραζόμενων εταιρειών που εμπλέκονται σε διασυνοριακές Σ&Ε.....	37

ΕΝΟΤΗΤΑ II

Η ΕΞΕΤΑΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Κεφάλαιο I	Εναλλακτικές προσεγγίσεις για τη μελέτη των Ε&Σ.....	39
Κεφάλαιο II	Εξέταση των μετοχικών αποδόσεων των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	42
	A. Επιπτώσεις των Ε&Σ στην απόδοση μετοχών των εταιρειών με τη μέθοδο event study.....	42

Β. Σύνοψη Αποτελεσμάτων –Σύγκριση ανάμεσα σε εγχώριες και διασυνοριακές Σ&Ε.....	68
Γ. Επιπτώσεις των Ε&Σ στους λογιστικούς – χρημ/κους δείκτες των εταιρειών με τη μέθοδο accounting studies.....	70
Δ. Σύνοψη αποτελεσμάτων.....	75

ΕΝΟΤΗΤΑ ΙΙΙ

Α. Συμπεράσματα.....	77
Β. Προοπτικές εξαγωγών και συγχωνεύσεων.....	79
Βιβλιογραφία-Αρθρογραφία.....	82

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η εξέταση των μετοχικών αποδόσεων των διασυννοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών προβαίνοντας σε μια εις βάθος επισκόπηση της βιβλιογραφίας. Πρωτίστως, γίνεται αναφορά στα κίνητρα που οδηγούν τις επιχειρήσεις να προβούν σε τέτοιου είδους στρατηγικές. Έπειτα, αναλύονται διάφορες μελέτες που έχουν ολοκληρωθεί με το πέρασμα των ετών, οι οποίες χρησιμοποιούν ίδιες ή διαφορετικές μεθόδους εξέτασης των δεδομένων, προκειμένου να εξαχθούν συμπεράσματα σχετικά με τις αποδόσεις των μετοχών και τη χρηματοοικονομική κατάσταση των εταιρειών που συμμετέχουν σε διασυννοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις. Λαμβάνοντας, κάθε φορά, υπόψιν διαφορετικούς παράγοντες αναλύεται η αντίδραση της αγοράστριας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης κατά τη χρονική περίοδο που περιβάλλει την ανακοίνωση κάποιας διασυννοριακής συγχώνευσης ή εξαγοράς. Συμπεραίνεται ότι γενικά οι μέτοχοι της εταιρείας-στόχου απολαμβάνουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις, ενώ το αποτέλεσμα μιας τέτοιας στρατηγικής ως σύνολο είναι θετικό για την οικονομία. Όσον αφορά στις επιπτώσεις που υπάρχουν στην αγοράστρια εταιρεία οι απόψεις των μελετητών ποικίλουν και αυτή τη διάσταση απόψεων θα προσπαθήσουμε να εξηγήσουμε.

Λέξεις κλειδιά: διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, μετοχικές αποδόσεις, μη κανονικές αποδόσεις (abnormal returns- ARs), αξία αγοράστριας και εξαγοραζόμενης επιχείρησης, πλούτος μετόχων

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η εξέταση της αξίας που λαμβάνουν οι επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις. Οι Ε & Σ αποτελούν εναλλακτικό τρόπο υλοποίησης στρατηγικών επέκτασης και ανάπτυξης της δραστηριότητας μιας επιχείρησης. Το ενδιαφέρον μας επικεντρώνεται στην επίπτωση που έχουν αυτού του είδους οι στρατηγικές στην απόδοση των μετοχών των αγοραστριών και εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων, καθώς και στην χρηματοοικονομική κατάσταση αυτών μετά από την ολοκλήρωση της διαδικασίας. Επίσης σκοπός μας είναι να εξετάσουμε το κατά πόσο οι διασυνοριακές Ε&Σ δημιουργούν μεγαλύτερη αξία από τις εγχώριες.

Στην προσπάθειά τους να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητά τους και να ενισχύσουν τον πλούτο των μετόχων τους μέσω μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησής τους, οι managers προβαίνουν σε προτάσεις εξαγοράς άλλων επιχειρήσεων. Αυτό που πρέπει να εξακριβωθεί, όμως, είναι αν όντως αυτού του είδους οι στρατηγικές δημιουργούν αξία για τις αγοράστριες εταιρείες ή απλά υφίστανται το κόστος της διαδικασίας χωρίς ουσιαστικά να καταφέρνουν να επιτύχουν το στόχο τους. Επιπλέον, γεννάται το ερώτημα αν οι εξαγοραζόμενες εταιρείες ωφελούνται. Αυτά τα ερωτήματα θα προσπαθήσουμε να απαντήσουμε μέσα από την ανάλυση που θα ακολουθήσει.

Τα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις να προβούν σε τέτοιου είδους στρατηγικές ποικίλουν και ενώ, σε γενικές γραμμές, είναι ίδια για εγχώριες και διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, υπάρχουν κάποιες διαφοροποιήσεις. Βασικό κίνητρο όλων των επιχειρήσεων, τόσο σε εγχώριο όσο και σε διεθνές επίπεδο, είναι η εκμετάλλευση οικονομικών κλίμακας και φάσματος και η επίτευξη συνεργιών. Ειδικότερα όμως, ένας σημαντικός λόγος για τον οποίο οι αγοράστριες εταιρείες ενδιαφέρονται να αποκτήσουν διεθνείς στόχους είναι η μείωση του κινδύνου και η σταθεροποίηση των χρηματικών τους ροών (Madura and White, 1990). Τα κίνητρα των Ε&Σ αναλύονται στη συνέχεια της εργασίας.

Είναι γεγονός πως οι διασυνοριακές Σ&Ε είναι πιο πολύπλοκες, λόγω διαφορών που παρατηρούνται στο πολιτικό και οικονομικό περιβάλλον, στην οργάνωση των επιχειρήσεων, στα φορολογικά, λογιστικά και νομικά συστήματα καθώς και στην κουλτούρα μεταξύ των χωρών της αγοράστριας εταιρείας και της εταιρείας - στόχου.

Μάλιστα, εξαιτίας αυτών των διαφορών η εφαρμογή και ολοκλήρωση μιας εξαγοράς σε μια ξένη χώρα είναι, σε κάποιες περιπτώσεις, δύσκολη έως και ακατόρθωτη.

Ο ρυθμός ανάπτυξης των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών υπήρξε αλματώδης κατά τη διάρκεια των προηγούμενων ετών και πιο συγκεκριμένα έως το τέλος του 2007. Χαρακτηριστικά αναφέρεται, σύμφωνα με στοιχεία του Bloomberg, ότι η αξία των συναλλαγών το έτος 2007 έφτασε στο επίπεδο ρεκόρ των 4,06 τρις δολαρίων. Η ολοκλήρωση της Ενιαίας Αγοράς το 1992, η ίδρυση της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης με την είσοδο του Ευρώ ως κοινού νομίσματος για τις 12 χώρες- μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης το 1999, και η παγκοσμιοποίηση των αγορών εξηγούν την έκρηξη των συναλλαγών που παρατηρήθηκε κατά τη δεκαετία του '90 έως και το 2007. Επίσης η αύξηση του διεθνούς ανταγωνισμού, η έκρηξη των τεχνολογικών καινοτομιών που αφορούν στις επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη, στο σχεδιασμό, στο marketing και στο δίκτυο διανομής, η διαθεσιμότητα κεφαλαίων, η ενίσχυση των διεθνών οργανισμών και διάφοροι άλλοι οικονομικοί παράγοντες συνέβαλαν στην πραγματοποίηση μεγάλου όγκου συναλλαγών.

Κατά το 2008 όμως (σύμφωνα με στοιχεία του Bloomberg), ως απόρροια της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, η συνολική αξία των ανακοινωμένων Σ&Ε παγκοσμίως διαμορφώθηκε σε 2,50 τρισ. δολάρια, 38% χαμηλότερα από το 2007. Επίσης, ο αριθμός των ανακοινωμένων Σ&Ε μειώθηκε κατά 17% σε σχέση με το 2007, φθάνοντας τις 27.400 (αναφέρονται αναλυτικά στοιχεία στον πίνακα 1, μέρος 1^ο). Στις μέρες μας οι επιχειρήσεις που σκέφτονται να προχωρήσουν σε κάποια συγχώνευση ή εξαγορά δεν το κάνουν για λόγους αποδοτικότητας, καθώς τα κόστη είναι ήδη χαμηλά, και τα κέρδη θα είναι υψηλά το 2009, αλλά είναι γάμος εξ ανάγκης, καθώς θα πραγματοποιηθεί μόνο όπου λόγω νόμου απαιτείται ύψος κεφαλαίων, για την τέλεση κάποιων εργασιών, που δεν πληρείται για το μεσοδιάστημα από τη στιγμή δημοσίευσης ισολογισμού. Την επόμενη χρονιά αυτό δεν θα χρειάζεται. Η συγχώνευση, επομένως, είναι λύση προσωρινής ανάγκης, κάτι σαν λευκός γάμος, και για αυτό δημιουργεί προβληματισμό.

Μέσα από μελέτη κάποιας αρθρογραφίας σχετικά με την πορεία των αποδόσεων των μετοχών των εταιρειών που εμπλέκονται σε εξαγορές και συγχωνεύσεις προκύπτει ότι οι εγχώριες Ε&Σ κατά το χρόνο ανακοίνωσής τους γενικεύουν κέρδη και υπεραποδόσεις για τους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρείας ενώ οι μέτοχοι της αγοράστριας εταιρείας

δεν υφίστανται κάποια σπουδαία μεταβολή σε όρους απόδοσης μετοχών. Επίσης, γίνεται αναφορά στη διάσταση μεταξύ εγχώριων και διασυνοριακών Ε & Σ και διαπιστώνεται διαφορά ανάμεσα στις αποδόσεις που δημιουργούνται από την ολοκλήρωση μιας επιχείρησης εγχωρίως ή διεθνώς.

Αναφορικά με τις διασυνοριακές Ε&Σ, η ανάλυση αρκετών εμπειρικών μελετών για εξαγορές και συγχωνεύσεις στις διεθνείς αγορές καταλήγουν σε σημαντικά κεφαλαιακά κέρδη για τους μετόχους των εταιριών που εξαγοράζονται καθώς και σε θετικές αποδόσεις μετοχών, ενώ σε συγκρατημένα, περιορισμένα ή και αρνητικά κεφαλαιακά κέρδη για τους μετόχους των εταιριών που εξαγοράζουν. Παρά το γεγονός αυτό, η ανάγκη για ενίσχυση του εταιρικού μεγέθους καθώς και για διαρκή ανάπτυξη των εν γένει δραστηριοτήτων στο σημερινό διεθνοποιημένο περιβάλλον, εξακολουθεί να προτρέπει σε σταθερή κινητικότητα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων τις μεγάλες αλλά και τις μικρότερες επιχειρήσεις των ανεπτυγμένων οικονομιών του εξωτερικού, με αποτέλεσμα οι προσδοκίες των χρηματιστηριακών αγορών να διαμορφώνονται πολλές φορές βάσει αυτού του είδους των εξελίξεων.

Η εργασία είναι οργανωμένη σε δύο μέρη. Στο πρώτο μέρος, αρχικά δίνονται οι ορισμοί των εννοιών και γίνεται διαχωρισμός των διαφόρων ειδών. Στη συνέχεια περιγράφονται κάποια ιστορικά στοιχεία σχετικά με την πορεία των εγχώριων και διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά τη διάρκεια των περασμένων ετών και δίνεται έμφαση στην ανακοπή της αλματώδους ανόδου τους που παρατηρήθηκε κατά το 2008. Τέλος, αναφέρονται τα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις σε τέτοιες στρατηγικές καθώς και κάποια χαρακτηριστικά για την επιτυχία αυτών. Στο δεύτερο μέρος, γίνεται επισκόπηση της βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας. Συγκεκριμένα, εξετάζεται η επίπτωση των διασυνοριακών Ε&Σ στην απόδοση των μετοχών των συμβαλλομένων εταιριών και στους λογιστικούς και χρηματοοικονομικούς δείκτες αυτών μετά την ανακοίνωση κάποιας εξαγοράς ή συγχώνευσης. Επίσης γίνεται σύγκριση των κερδών ή απωλειών που υφίστανται οι συμβαλλόμενες εταιρείες ανάμεσα σε διασυνοριακές και εγχώριες συναλλαγές. Στο τελευταίο κομμάτι, γίνεται μια μικρή περίληψη των συμπερασμάτων και αναφέρονται οι προοπτικές των διασυνοριακών Ε&Σ στα επόμενα έτη.

ΕΝΟΤΗΤΑ Ι

ΕΓΧΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΕΣ Σ&Ε: ΕΞΕΛΙΞΗ, ΚΙΝΗΤΡΑ, ΕΠΙΤΥΧΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΟΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Α. ΟΡΙΣΜΟΙ

Οι σύγχρονες εξελίξεις στην τεχνολογία, η παγκοσμιοποίηση των αγορών και η μείωση των κρατικών παρεμβάσεων, έχουν επιφέρει αναταραχή στο χώρο της οικονομίας. Αυτές οι δυνάμεις έχουν δημιουργήσει την ανάγκη για αναδιοργάνωση των δεξιοτήτων, των πόρων και των δραστηριοτήτων των εταιριών. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις (mergers and acquisitions) είναι μια κοινή στρατηγική που ακολουθούν αρκετές επιχειρήσεις προκειμένου να επιτύχουν το στόχο κάθετης ολοκλήρωσής τους, διαφοροποίησης και επέκτασης σε νέες αγορές. Φυσικά οι λόγοι και τα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις σε τέτοιες πρακτικές είναι πολυάριθμα και αναφέρονται στη συνέχεια της παρούσας εργασίας. Συγχωνεύσεις και εξαγορές που έχουν πραγματοποιηθεί σε εγχώριο και διεθνές επίπεδο επαληθεύουν αυτά τα κίνητρα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η περίπτωση της DaimlerChrysler και της Renault οι οποίες στόχευαν στην επέκταση των δραστηριοτήτων τους σε διεθνές επίπεδο και το κατάφεραν επιτυχώς ως ένα βαθμό.

Οι όροι «συγχωνεύσεις» και «εξαγορές» συνήθως χρησιμοποιούνται εναλλακτικά, παρόλο που δεν είναι συνώνυμες.

Ως εξαγορά (acquisition or takeover)¹ ορίζεται η διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος ή και ολόκληρης της επιχείρησης έναντι χρηματικού ανταλλάγματος, κατά την οποία η αγοράστρια εταιρεία αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, η οποία μπορεί και να εξακολουθεί να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου. Η εξαγορά μπορεί να είναι ολική ή μερική. Αντίστοιχα, στην πρώτη περίπτωση, η αγοράστρια επιχείρηση αποκτά την πλήρη κυριότητα και τον αποκλειστικό έλεγχο της προς εξαγορά επιχείρησης. Στην περίπτωση της μερικής εξαγοράς, η εξαγοράστρια επιχείρηση κατέχει ένα μέρος της εταιρίας “στόχου”, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι αποκτά απαραίτητα τον έλεγχο της δεύτερης. Η εξαγορά εταιριών ως μέσο ανάπτυξης λαμβάνει συνήθως χώρα μεταξύ εταιριών άνισου

¹ Οι ορισμοί αυτοί είναι με βάση το Ν.2190/20 που εξετάζει τον τρόπο πληρωμής.

μεγέθους. Ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η εξαγορά μπορεί να διαφέρει. Για παράδειγμα, η αγοράστρια επιχείρηση μπορεί είτε να χρησιμοποιήσει μετρητά που κερδίζει από τις δραστηριότητές της, είτε να προβεί σε δανεισμό προκειμένου να αγοράσει μια επιχείρηση στόχο. Επίσης μπορεί να χρησιμοποιήσει μέρος του μετοχικού της κεφαλαίου ή ακόμα και ένα συνδυασμό των ανωτέρω. Ακόμη, η αγοράστρια εταιρεία μπορεί να αγοράσει όλα τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης στόχου ή ένα σεβαστό ποσοστό των μετοχών αυτής (π.χ. το 51%) προκειμένου να αποκτήσει το δικαίωμα άσκησης διοίκησης και ανάληψης στρατηγικών αποφάσεων. Γενικά, η εξαγορά αφορά την περίπτωση που μια εταιρεία μεγαλύτερου μεγέθους, σε όρους πωλήσεων και περιουσιακών στοιχείων, κατακτά μικρότερου μεγέθους επιχειρήσεις. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η εξαγορά της Mitsubishi από την DaimlerChrysler το 2001 και η εξαγορά της Nissan από τη Renault το 1998.

Ως συγχώνευση (merger)² ορίζεται η ενοποίηση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία της απορροφώμενης εταιρείας μεταβιβάζονται στην απορροφώσα επιχείρηση, έναντι μετοχών βάσει μιας καθορισθείσας σχέσης ανταλλαγής και προκύπτει ένα νέο νομικό πρόσωπο. Οι συγχωνεύσεις πραγματοποιούνται με αρκετούς από τους ίδιους τρόπους που πραγματοποιούνται οι εξαγορές, δηλαδή με μετρητά ή ανταλλαγή μετοχών. Τυπικά, όμως, οι συγχωνεύσεις δεν είναι εχθρικές, καθώς ουσιαστικά μια εταιρεία αγοράζει κάποιο ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων μιας άλλης εταιρείας ενώ ταυτόχρονα η τελευταία αγοράζει κάποιο ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων της πρώτης. Για παράδειγμα, η DaimlerChrysler δημιουργήθηκε ως συγχώνευση της Daimler-Benz, η οποία προέκυψε από την ενοποίηση της Mercedes-Benz και της Chrysler. Η Daimler-Benz επένδυσε μέρος του κεφαλαίου της στην Chrysler και αυτή με τη σειρά της επένδυσε μέρος του κεφαλαίου της στην Daimler-Benz.

Ενώ οι συγχωνεύσεις τυπικά ξεκινούν ως συναλλαγή μεταξύ ίσων, δηλαδή μεταξύ επιχειρήσεων ίσου μεγέθους και κερδοφορίας, συχνά εξελίσσονται με τέτοιο τρόπο ώστε η μία επιχείρηση να έχει μεγαλύτερο ρόλο στη διοίκηση της συγχωνευμένης εταιρείας από την άλλη. Για παράδειγμα, πολλοί μελετητές πιστεύουν ότι η Daimler, το γερμανικό μέρος

² Οι ορισμοί αυτοί είναι με βάση το Ν.2190/20 που εξετάζει τον τρόπο πληρωμής.

της DaimlerChrysler, εμφανίζει μεγαλύτερη κυριαρχία στη διοίκηση της νέας εταιρίας από το αμερικάνικο μέρος αυτής, την Chrysler. Πράγματι, ενώ η διοίκηση της Daimler προτίθεται να ξεγράψει τα συμφέροντά της προς τη Mitsubishi θεωρώντας τη ως μια κακή επένδυση, τα στελέχη της Chrysler διστάζουν να προβούν σε κάτι τέτοιο γιατί έχουν συνεργαστεί με τη Mitsubishi για την κατασκευή κάποιων αυτοκινήτων της Chrysler. Είναι, λοιπόν, εμφανής η εύνοια της Chrysler και η δυσαρέσκεια της Daimler από την εμπλοκή της Mitsubishi και έτσι καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι, παρόλο που οι συγχωνεύσεις ξεκινούν ως διαφορετική στρατηγική από τις εξαγορές, καταλήγουν στο τέλος να μοιάζουν περισσότερο με αυτές.

Συνεπώς, δεν υπάρχουν ουσιαστικές διαφορές ανάμεσα στις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις παρά μόνο :

1. στο είδος ανταλλάγματος που προσφέρεται για την πραγματοποίησή τους και στον τρόπο με τον οποίο γίνεται αυτό και
2. στο «δικαίωμα λόγου» των παλαιών ιδιοκτητών της εξαγοραζόμενης επιχείρησης στο νέο καθεστώς ιδιοκτησίας, αφού στην περίπτωση της εξαγοράς είναι ανύπαρκτο, ενώ στην περίπτωση της συγχώνευσης υπάρχει, και η βαρύτητα του λόγου αυτού εξαρτάται από το ποσοστό συμμετοχής τους στην επιχείρηση που είναι το αποτέλεσμα της συγχώνευσης.

B. ΤΥΠΟΙ – ΜΟΡΦΕΣ Ε & Σ

Ανάλογα με το είδος τους οι εξαγορές χωρίζονται σε :

- *Οριζόντιες* : όταν και οι δύο επιχειρήσεις απασχολούνται στο ίδιο στάδιο της παραγωγικής διαδικασίας και παράγουν τα ίδια προϊόντα , όπως ήταν η συγχώνευση των βρετανικών φαρμακευτικών βιομηχανιών Glaxo PLC και Welcome PLC το 1995, με στόχο την ενίσχυση της αγοράστριας εταιρείας σε υπάρχουσες αγορές.

- *Κάθετες*: όταν απασχολούνται σε διαφορετικό στάδιο της παραγωγικής διαδικασίας, δηλαδή οι εταιρείες έχουν μεταξύ τους σχέση πελάτη - προμηθευτή και αποσκοπούν στην καθετοποίηση της παραγωγής , τον πλήρη έλεγχο των τιμών και τη μείωση του κόστους παραγωγής. Σύμφωνα με το FTC(Federal Trade of Commission) η κάθετη ολοκλήρωση μπορεί να γίνει *είτε προς τα εμπρός*, δηλαδή αγοράζοντας εταιρείες που ασχολούνται με τα δίκτυα διανομής ή με συγκεκριμένη πελατεία, *είτε προς τα πίσω* που

περιλαμβάνει την αγορά μιας εταιρείας παραγωγής πρώτων υλών ή προμήθειας προϊόντων από κάποια άλλη. Ένα παράδειγμα κάθετης ολοκλήρωσης προς τα πίσω είναι η εξαγορά της JDI από την Micro Circuit. Η εξαγορά της Capital Cities/ ABC από την Disney αποτελεί μια προσπάθεια της Disney -μέσω κάθετης ολοκλήρωσης προς τα εμπρός- να εισέλθει στη βιομηχανία διανομής στον κλάδο της διασκέδασης ,ενώ η εξαγορά της EPN από την Disney αποτελεί μια προσπάθεια κάθετης ολοκλήρωσης προς τα πίσω για την είσοδό της στο δίκτυο παραγωγής του κλάδου διασκέδασης.

- *Εξαγορές που αφορούν στην επέκταση προϊόντος:* όταν οι επιχειρήσεις αποκτούν συμπληρωματικά προϊόντα μέσω της δραστηριότητας των Ε&Σ. Ενδεικτικά παραδείγματα είναι η εξαγορά της Rawlings Sporting Goods από την K2 και η εξαγορά της McLaren Performance Technology από τη Linamar.

- *Εξαγορές που αφορούν επέκταση σε νέες αγορές:* Ο πρωταρχικός σκοπός των επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε τέτοιου είδους εξαγορές είναι να αποκτήσουν πρόσβαση σε νέες γεωγραφικές αγορές. Ενδεικτικά παραδείγματα αποτελούν η εξαγορά της εταιρείας Hollywood Casinos από την Penn National Gaming.

- *Συμπληρωματικές(conglomerates):* όταν οι δραστηριότητες τους είναι αλληλοσυμπληρούμενες, και ασυσχέτιστες, όταν δεν υφίσταται σχέση μεταξύ εξαγοράζοντα-εξαγοραζόμενου.

Ανάλογα με τη διαδικασία πραγματοποίησής τους οι εξαγορές διακρίνονται σε :

- *Φιλικές :* όταν οι δύο εταιρείες επιθυμούν τη συγχώνευση ή εξαγορά και καθορίζουν από κοινού το αντίτιμό της. Σύμφωνα με τους **Markides και Daniel (1998)** , οι φιλικές εξαγορές αποδεικνύονται κατά κανόνα πιο επιτυχημένες από τις επιθετικές, γιατί επιτυγχάνεται ευκολότερη και γρηγορότερη ενοποίηση των δύο επιχειρήσεων.

- *Εχθρικές / Επιθετικές :* όταν η διοίκηση της εταιρείας – στόχου δεν εγκρίνει την προταθείσα εξαγορά .Π.χ. η εξαγορά της Τράπεζας Εργασίας από τη Eurobank το 1999. Με τον όρο «επιθετική εξαγορά» χαρακτηρίζεται η διαδικασία συγκέντρωσης μετοχών μιας εισηγμένης εταιρείας από μια ανταγωνιστική συνήθως επιχείρηση, με σκοπό η

δεύτερη να αποκτήσει σταδιακά - και παρά τις όποιες αντιδράσεις- τον έλεγχο της πρώτης. Βέβαια, για να πραγματοποιηθεί αυτό του είδους η εξαγορά , απαραίτητη προϋπόθεση είναι να υπάρχει μεγάλη διασπορά στη σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου της εισηγμένης εταιρείας. Επισημαίνεται ότι όσο πιο μικρό ποσοστό μετοχών διαθέτει η διοίκηση της συγκεκριμένης εταιρείας, τόσο πιο εύκολο είναι για εκείνους που την εποφθαμιούν να πετύχουν το στόχο τους, αφού έτσι μπορούν να εξασφαλίσουν σε σύντομο διάστημα σημαντικό μέρος του μετοχικού κεφαλαίου μέσω της αγοράς του από τους διάφορους μικρομετόχους. Σημειώνεται, επίσης, ότι η επιθετική εξαγορά είναι πολλές φορές έσχατο “όπλο” για τις επιχειρήσεις που επιθυμούν να συνεργαστούν ή ακόμα και να συνενωθούν με κάποια ομοειδή εταιρεία, αλλά η διοίκηση της τελευταίας αποκλείει κατηγορηματικά ένα τέτοιο ενδεχόμενο.

Δύο ειδικές περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι:

- Η μοχλευμένη εξαγορά (Leveraged Buy – Out)

Χαρακτηριστικό αυτής της μορφής είναι ότι η χρηματοδότηση προέρχεται κατά ένα μεγάλο ποσοστό (75%) από τραπεζικό δανεισμό κι όχι από τα ίδια κεφάλαια της εξαγοράστριας εταιρείας. Θεωρείται ως ένας από τους πλέον επιθετικούς τρόπους μεγέθυνσης της εξαγοράστριας εταιρείας με ταυτόχρονη ανάληψη ιδιαίτερα υψηλού ρίσκου, καθώς είθισται οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης να ωθούνται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα , με έντονα αρνητικές συνέπειες σε περιπτώσεις αποτυχίας της επιχειρηματικής αυτής προσπάθειας. Με σκοπό τη μείωση του κινδύνου, η μοχλευμένη εξαγορά θεωρητικά πρέπει να χρησιμοποιείται περισσότερο για ώριμες εταιρείες με προβλέψιμες ταμειακές ροές παρά για καινούριες επιχειρήσεις με υψηλό κίνδυνο.

- Η εξαγορά επιχειρήσεων από τη διοίκησή τους (Management Buy – Out)

Σε αυτήν την περίπτωση η επιχείρηση εξαγοράζεται από τα διευθυντικά της στελέχη. Σε περιπτώσεις μεγάλων επιχειρήσεων, οι οποίες έχουν και υψηλή κεφαλαιοποίηση, επειδή η εξαγορά ολόκληρης της επιχείρησης είναι πολύ δύσκολο να χρηματοδοτηθεί από τα διευθυντικά στελέχη, η εξαγορά αναφέρεται σε μια περιφερειακή θυγατρική ή παραγωγική μονάδα της επιχείρησης.

Γ. ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΑΞΙΑΣ ΑΠΟ ΣΥΝΔΕΔΕΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

Οι επιπτώσεις που έχουν οι Ε&Σ στις αγοράστριες και εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις έχουν αξιολογηθεί σε πολλές μελέτες. Σύμφωνα με τη μελέτη των Jensen και Ruback το 1983, οι εξαγορές, κατά μέσο όρο, δημιουργούν οφέλη και συγκεκριμένα, αυξάνουν την αξία της επιχείρησης στόχου ενώ αφήνουν αμετάβλητη την αξία της αγοράστριας επιχείρησης. Επίσης έχει γίνει προσπάθεια να εκτιμηθούν οι πηγές δημιουργίας αυτής της αξίας. Οι Lubatkin (1987) και Sing και Montgomery (1987) έδειξαν ότι όσο πιο στρατηγικά συνδεδεμένες είναι μεταξύ τους οι επιχειρήσεις τόσο μεγαλύτερη οικονομική αξία δημιουργείται από τις Ε&Σ. Συνέχισαν λέγοντας πως αυτή η οικονομική αξία περνάει στους μετόχους της εταιρείας στόχου, ανεξάρτητα από το βαθμό συγγένειας μεταξύ των συμβαλλόμενων εταιρειών. Οι μέτοχοι της αγοράστριας εταιρείας, ακόμα και όταν προσπαθούν να αποκτήσουν στρατηγικά συνδεδεμένες εταιρείες, έχουν μηδενικά οικονομικά οφέλη. Όσον αφορά σε εξαγορές που περιλαμβάνουν επιχειρήσεις που δε συνδέονται μεταξύ τους με κανένα τρόπο, το οικονομικό όφελος που προκύπτει είναι μηδενικό.

Όλα τα κίνητρα, που θα αναλυθούν στη συνέχεια, έχουν σκοπό τη δημιουργία αξίας. Το κατά πόσο όμως αυτή επιτυγχάνεται θα εξεταστεί στο 2^ο μέρος της εργασίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΚΥΜΑΤΑ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Ο πιο γνωστός τρόπος στρατηγικής ανάπτυξης για πολλά χρόνια στην αγορά των Η.Π.Α. ήταν μέσω εξαγορών. Σύμφωνα με τον [Salleo \(2008\)](#), οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις συνήθως συμβαίνουν σε κύματα, καθένα από τα οποία έχει τα δικά του χαρακτηριστικά. Μάλιστα με το πέρασμα του χρόνου μπορούμε να διακρίνουμε 6 «κύματα» εξαγορών και συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α. : το πρώτο, που κορυφώθηκε τα χρόνια μεταξύ 1880 και 1904, χαρακτηρίζεται από πληθώρα συγχωνεύσεων που είχαν ως στόχο να δημιουργήσουν μονοπώλια. Το δεύτερο, από το 1919 έως το 1929, χαρακτηρίζεται από τις εξαγορές συμπληρωματικών–συσχετιζόμενων επιχειρήσεων που δε δημιούργησαν όμως μονοπώλια. Δηλαδή το δεύτερο «κύμα» οδήγησε σε αύξηση της κάθετης ολοκλήρωσης των επιχειρήσεων. Το τρίτο ξεκίνησε από τη δεκαετία του 1950 αλλά έφτασε την κορύφωσή του στα μέσα της δεκαετίας του 1960, όπου δημιουργήθηκαν μεγάλοι κολοσσοί, κυρίως από μη συσχετιζόμενες επιχειρήσεις με σκοπό τη διαφοροποίηση έτσι ώστε να αντιμετωπίσουν την παγκόσμια αγορά. Το τέταρτο, κατά την περίοδο 1983 -1989, που χαρακτηρίστηκε ως «η περίοδος της μανίας των συγχωνεύσεων» (merger mania) μεγάλων επιχειρήσεων. Στις Η.Π.Α., τη δεκαετία του 1980, ο αριθμός των Ε ή Σ που πραγματοποιήθηκε (ανάλογα με το αν ήταν πλήρης ή μερική εξαγορά) κυμαίνεται από 31.000 έως 55.000. Αυτή η περίοδος χαρακτηρίζεται από τεχνολογική πρόοδο στη βιοχημεία και στην ηλεκτρονική, καθώς και από την ανάπτυξη νέων χρηματοοικονομικών οργανισμών και αγορών όπως π.χ the junk bond market.

Το πέμπτο «κύμα» αφορά στην περίοδο 1993-2000 και είχε ως κίνητρο την καινοτομία τόσο σε επίπεδο τεχνολογίας όσο και σε επίπεδο προϊόντος ([Andrade et al, 2001](#)), ενώ υπάρχει και το 6^ο κύμα την περίοδο από το 2003 μέχρι και το 2007 που ήταν το μεγαλύτερο όλων από πλευράς αξίας συναλλαγών και χαρακτηριζόταν από μεγάλη συχνότητα προσφορών με μετρητά (σε αντίθεση με το προηγούμενο που χαρακτηριζόταν από προσφορές με ανταλλαγή μετοχών) και έντονη δραστηριότητα των private equity funds.

A. Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΟ ΧΡΟΝΟ ΣΕ ΟΡΟΥΣ ΑΞΙΑΣ

Είναι γεγονός ότι η δεκαετία του 1990 ήταν αυτή στην οποία ο αριθμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών γνώρισε πραγματικά αλματώδη αύξηση φτάνοντας το ποσό των \$6,5 τρισεκατομμυρίων σε αξία. Είναι μάλιστα χαρακτηριστικό ότι μόνο κατά το 1998 και 1999 η αξία των 22.100 περίπου κινήσεων Ε ή Σ στις Η.Π.Α. ανήλθε σε \$1,63 και \$1,75 τρις αντίστοιχα. Αξίζει να αναφερθεί ότι το 1999 αποτέλεσε σημαντική χρονιά για την Ευρωπαϊκή αγορά συγχωνεύσεων και εξαγορών, καθώς ήταν σε θέση να συναγωνιστεί την αμερικάνικη από άποψη μεγέθους. Η κυριότερη επιχειρηματική κίνηση που πραγματοποιήθηκε κατά το 1999 ήταν η πρωτόγνωρη για τα ευρωπαϊκά δεδομένα εξαγορά του γερμανικού ομίλου τηλεπικοινωνιών Mannesmann από τη βρετανική Vodafone και AirTouch Communications της οποίας η αξία ανήλθε σε \$148 δις. Η ανοδική αυτή τάση συνεχίστηκε αμείωτη και κατά το πρώτο εξάμηνο του 2000, με την αξία των ΕήΣ να παρουσιάζει αύξηση κατά 20% περίπου σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 1999. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρουν οι [Lepetit, Patry και Rous \(2002\)](#), κατά τη διάρκεια των δεκαετιών του '80 και '90 η Ευρώπη αντιμετώπισε μια «έκρηξη» Ε&Σ και στον τραπεζικό τομέα. Σύμφωνα με τη Securities Data Corporation (SDC), μόνο τα τελευταία 10 χρόνια πραγματοποιήθηκαν 1223 Ε&Σ στην Ευρωπαϊκή αγορά.

Το βασικό χαρακτηριστικό των τελευταίων ετών ήταν επίσης η αλματώδης αύξηση του αριθμού των επιθετικών Εή Σ, η αξία των οποίων το 1999 αντιπροσώπευε το 14% της συνολικής αξίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν. Συγκεκριμένα αναφέρεται ότι το 1999 στην Ευρώπη πραγματοποιήθηκαν 369 προσφορές εξαγοράς σε αντίθεση με τα προηγούμενα έτη οπότε ο αριθμός ήταν αρκετά περιορισμένος. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι το 1996 πραγματοποιήθηκαν μόνο 14 προσφορές εξαγοράς, το 1997 μόνο 7 ενώ το 2000 ανακοινώθηκαν 35 προσφορές. Ανάμεσα στις πιο επιθετικές εξαγορές της περιόδου αυτής μπορούμε να ξεχωρίσουμε αυτή της αγγλικής εταιρείας τσιμέντου Blue Circle από τη Γαλλική Lafarge καθώς και την αποτυχημένη προσπάθεια επιθετικής εξαγοράς της τράπεζας National Westminster από την Royal Bank of Scotland.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό της δεκαετίας του '90 ήταν η αύξηση του αριθμού των Ε&Σ μεταξύ επιχειρήσεων που εδρεύουν και δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές χώρες. Είναι

ενδεικτικό ότι σταδιακά παύουν να υπάρχουν αμερικάνικες, γερμανικές ή ιαπωνικές επιχειρήσεις και αρχίζουν να δημιουργούνται πολυδαίδαλοι όμιλοι εταιρειών (π.χ. Daimler – Chrysler). Κι αυτό γιατί η ολοένα και μεγαλύτερη απελευθέρωση του διεθνούς εμπορίου, σε συνδυασμό με τις νέες συνθήκες που δημιουργήθηκαν από την παγκοσμιοποίηση, προσέφεραν πλήθος επιχειρηματικών ευκαιριών και ταυτόχρονα κατέστησαν επιτακτική την ανάγκη ενδυνάμωσης και ισχυροποίησης των επιχειρήσεων. Όσον αφορά στους επιμέρους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών έχει αναμφισβήτητα την πρωτοκαθεδρία στις Ε&Σ, καθώς το 1/6 της αξίας των επιχειρηματικών συμφωνιών που πραγματοποιήθηκαν το 1999 αφορούσε επιχειρήσεις του κλάδου αυτού. Κατά την ίδια χρονική περίοδο, ακολουθεί ο τραπεζικός κλάδος, ο κλάδος των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στα ΜΜΕ, οι φαρμακοβιομηχανίες, οι εταιρείες λογισμικού και οι αυτοκινητοβιομηχανίες.

Αντίθετα η συνεχιζόμενη χρηματιστηριακή πτώση και αβεβαιότητα μείωσε τις κινήσεις ΕήΣ εντός του 2001. Μάλιστα κάποιοι μιλούν για συντριβή του μεγάλου κύματος των Ε & Σ, καθώς κατά το 2001 αυτές μειώθηκαν περίπου κατά 36%. Ένα τυπικό φαινόμενο, πάντως, του τελευταίου «κύματος» είναι ότι οι συγχωνεύσεις είναι τώρα μεγαλύτερες σε μέγεθος και τείνουν να είναι παγκόσμιες (Cosh and Hughes, 1996). Παγκοσμίως, κατά τα έτη 2000, 2001 και 2002 η συνολική αξία των Ε&Σ ξεπέρασε τα \$1,5 τρις, ενώ κατά την επόμενη διετία παρατηρήθηκε σημαντική άνοδος με την αξία των συναλλαγών να φτάνει τα 2,5\$ τρις. Μόνο το 2005 ολοκληρώθηκαν 11.013 συμφωνίες με αγοραία αξία της τάξης των \$12 τρις. Οι εταιρείες που συμμετείχαν σε αυτές τις συμφωνίες διέφεραν στο μέγεθος. Υπήρχε ένα μεγάλο εύρος από την Procter&Gamble και την Bank of America έως την Inflazyme Pharmaceuticals, μια σχετικά μικρού μεγέθους επιχείρηση βιοτεχνολογίας που απέκτησε τη Glycodesign, Inc.

Η λίστα των εταιρειών που συμμετείχαν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις το 2005 ήταν μεγάλη και περιείχε αρκετούς κλάδους. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι το 2005 συνέβησαν οι εξής συναλλαγές: η Procter & Gamble αγόρασε τη Gillette έναντι \$57 δισεκατομμυρίων, η eBay αγόρασε την Skype για \$2 δις, η Adidas αγόρασε την Reebok έναντι \$4δις, η Verizon απέκτησε την HCL έναντι \$6,8δις, η Viacom απέκτησε την DreamWorks έναντι \$1,5 δις.

Οι λόγοι για τους οποίους σημειώνεται μια τέτοια έκρηξη ΕήΣ έως και το 2007 είναι: η υπερβάλλουσα ρευστότητα στην αγορά(π.χ. η απελευθέρωση της αγοράς τηλεπικοινωνιών

στην Ευρώπη), οι στρατηγικές επιταγές της διεθνοποίησης και τέλος το χρηματιστηριακό περιβάλλον που διήνυε περίοδο άνθισης.

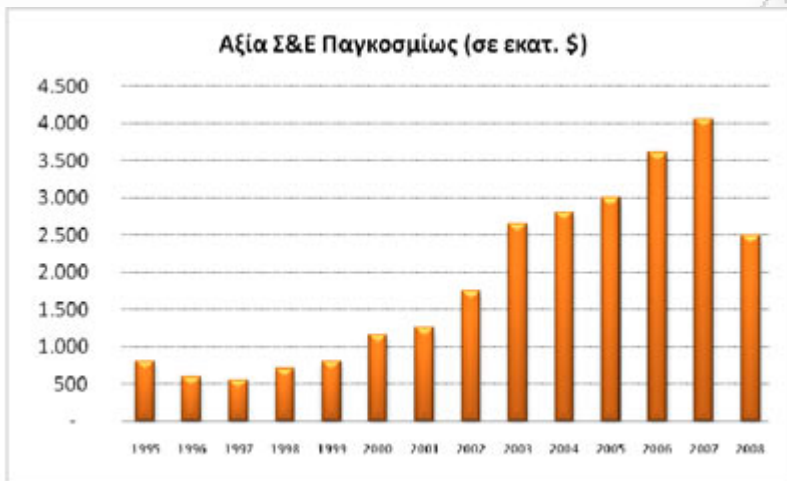
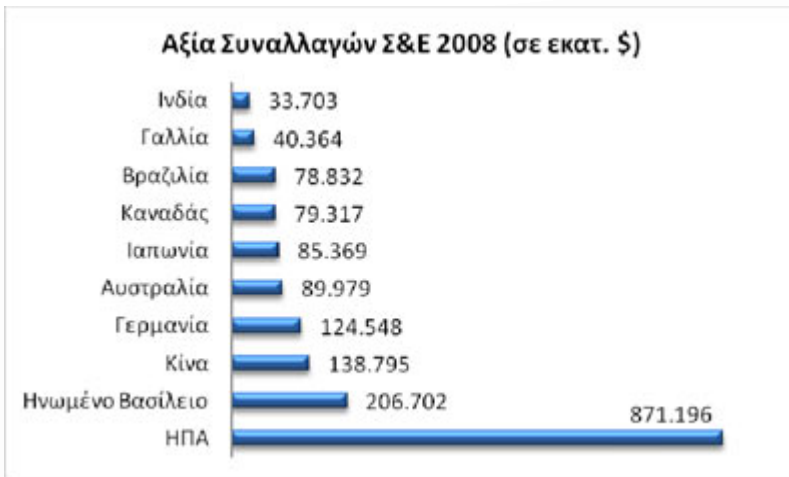
Η ανάπτυξη αυτή φαίνεται να συνεχίζεται μέχρι τα τέλη του 2007. Με την έλευση όμως του 2008, και την εμφάνιση της πιστωτικής κρίσης που ξεκίνησε από τις ΗΠΑ και εξαπλώθηκε σε όλον τον κόσμο με τη μορφή της χρηματοπιστωτικής κρίσης, η πραγματική οικονομία επηρεάστηκε αρνητικά σε διεθνές επίπεδο και τελικά η αλματώδης άνοδος των Ε&Σ σταμάτησε. Παρατηρήθηκε λοιπόν μία μείωση των συναλλαγών σε διεθνές αλλά και σε εγχώριο επίπεδο. Οποιοσδήποτε εξαγορές έλαβαν χώρα, έγιναν για καθαρά αμυντικούς σκοπούς και όχι για να ικανοποιηθούν στρατηγικοί στόχοι ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Πραγματοποιήθηκαν, δηλαδή, συγχωνεύσεις εταιρειών που αποσκοπούσαν στη διάσωση μερικών από αυτών από τη διαφαινόμενη χρεωκοπία.

Ισχυρή η συρρίκνωση εξαγορών και συγχωνεύσεων το 2008

Εξελίξεις στην Παγκόσμια Αγορά Συγχωνεύσεων & Εξαγορών το 2008

Σύμφωνα με τη μελέτη της εταιρείας «Υποδομή Σύμβουλοι Α.Ε.», έτος σημαντικής μείωσης της δραστηριότητας στον κυκλικό τομέα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών (Σ&Ε) αποτέλεσε το 2008, τερματίζοντας μία πολυετή ανοδική πορεία, η οποία διεκόπη απότομα από την έλλειψη κεφαλαίων, την καταβάρθρωση των χρηματιστηριακών αγορών, την απροθυμία ανάληψης κινδύνου και την πρωτοφανούς εύρους γενικευμένη παγκόσμια οικονομική κρίση.

Κατά το 2008 (σύμφωνα με στοιχεία του Bloomberg) η συνολική αξία των ανακοινωμένων Σ&Ε παγκοσμίως διαμορφώθηκε σε 2,50 τρισ. δολάρια, 38% χαμηλότερα από το 2007, που η αξία συναλλαγών είχε φθάσει στα επίπεδα ρεκόρ των 4,06 τρισ. δολαρίων. Ο αριθμός των ανακοινωμένων Σ&Ε μειώθηκε κατά 17% σε σχέση με το 2007, φθάνοντας τις 27.400. Το μέσο premium των συναλλαγών διαμορφώθηκε σε 37%, αυξημένο κατά 68% σε σχέση με το 2007, όπου είχε ανέλθει στο 22%.



Γεωγραφικός Χώρος	2008		2007		% Διαφορά 2008 - 2007
	Αξία Συναλλαγών (σε εκατ. \$)	Αριθμός Συναλλαγών	Αξία Συναλλαγών (σε εκατ. \$)	Αριθμός Συναλλαγών	
Αμερική	1.064.319	9.519	1.681.110	11.935	-43,42%
Λατινική Αμερική	110.106	865	89.587	755	22,90%
Βόρειος Αμερική	962.473	8.765	1.818.415	11.349	-47,07%
Καναδάς	79.317	1.369	211.872	1.669	-62,56%
ΗΠΑ	871.196	7.226	1.543.846	9.248	-43,57%
ΕΜΕΑ	914.746	8.557	1.601.823	10.495	-42,89%
Ανατολική Ευρώπη	96.486	1.352	177.481	1.551	-45,64%
Δυτική Ευρώπη	774.076	6.461	1.334.195	8.139	-41,98%
Ηνωμένο Βασίλειο	206.702	1.999	355.221	2.630	-41,81%
Γερμανία	124.548	864	145.002	1.140	-14,11%
Γαλλία	40.364	622	125.324	805	-67,79%
Ασία - Ειρηνικός	433.000	7.244	458.319	8.354	-5,54%
Αυστραλία	89.979	1.151	122.509	1.560	-26,55%
Νέα Ζηλανδία	3.321	151	4.623	197	-28,15%
Κίνα	138.795	2.185	105.527	2.404	31,53%
Χονγκ Κονγκ	33.600	589	38.211	761	-12,07%
Νοτιο-ανατολική Ασία	82.641	1.415	74.985	1.552	10,21%
Ινδία	33.703	698	41.977	828	-19,71%
Ιαπωνία	85.369	1.885	112.974	2.153	-24,44%
Σύνολο	2.497.917	27.400	4.057.948	33.146	-38,44%

Εξελίξεις στην Ελληνική Αγορά Συγχωνεύσεων & Εξαγορών το 2008

Η ελληνική αγορά επηρεάστηκε σε μικρότερο βαθμό από τις διεθνείς αγορές. Η Marfin Investment Group (MIG) πρωταγωνίστησε κατά το 2008, με τη μεγαλύτερη σε αξία

συναλλαγή, η οποία αφορά τη μεταβίβαση του 20% του μετοχικού κεφαλαίου του ΟΤΕ, αρχικά προς τη MIG και έπειτα από τη MIG προς τη Deutsche Telekom. Ακολούθησε ο κλάδος της ποντοπόρου ναυτιλίας με την εξαγορά της Quintana Maritime από την Excel Maritime Carriers έναντι 1,4 δισ. ευρώ, ενώ κινητικότητα παρατηρήθηκε επίσης και στον χώρο της τουριστικής ναυτιλίας, με συναλλαγές οι οποίες πλησιάζουν το 1 δισ. ευρώ. Στον χώρο των φαρμάκων υπήρξαν ανακατατάξεις δυνάμεων, με την εξαγορά από την Alaris του ομίλου Γερολυμάτου, προσφέροντας 200 εκατ. ευρώ, ενώ στον χώρο της υγείας, η Global Finance μέσω της επενδυτικής εταιρίας της South Eastern Europe Fund LP προχώρησε στην εξαγορά του 75% της Medicon System (Ευρωκλινική Αθηνών, Ευρωκλινική Παιδών) από τον όμιλο Eureko.

Ακυρωθείσες Συμφωνίες Συγχωνεύσεων & Εξαγορών το 2008

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

Είναι βέβαιο πως η μεγάλη πτώση των τιμών μετοχών παγκοσμίως θα αναγκάσει και άλλους έως πριν λίγους μήνες υποψήφιους αγοραστές να αναθεωρήσουν τις τιμές αγοράς τις οποίες έχουν προσφέρει, και οι οποίες θεωρούνταν εύλογες τη στιγμή της προσφοράς, ή ακόμη και να ακυρώσουν προσυμφωνημένες εξαγορές πληρώνοντας το απαραίτητο πρόστιμο (break-up fee). Πρόσφατο παράδειγμα αποτελεί η αγωγή ύψους 1,2 δισ. δολαρίων από την Bell Canada Enterprises (BCE) προς την κοινοπραξία αγοραστών οι οποίες αθέτησαν την αρχική συμφωνία εξαγοράς της.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ ΕΓΧΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Είναι γεγονός ότι τα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις να προβαίνουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι πολυάριθμα. Κατά γενική ομολογία, η συγχώνευση θεωρείται ένας εναλλακτικός τρόπος επένδυσης τον οποίο προτιμούν οι επιχειρήσεις καθώς αποτελεί έναν αρκετά επικερδή τρόπο ενίσχυσης των δυνατοτήτων της, διάχυσης τεχνογνωσίας, εισαγωγής νέων προϊόντων κι επέκτασης σε νέες αγορές.

Αυτή η άποψη, όμως, ότι οι εξαγορές είναι μια ειδική περίπτωση επιχειρηματικής επένδυσης δεν είναι παγκοσμίως αποδεκτή. Για παράδειγμα, ο Scheffman πιστεύει ότι οι managers σπάνια λαμβάνουν υπόψιν τους τη μείωση του κόστους ή την αύξηση των τιμών όταν παίρνουν αποφάσεις για εξαγορά και θεωρεί ότι η απόφαση αυτή στηρίζεται σε ένα ευρύτερο στρατηγικό σχέδιο που έχει πιο μακροπρόθεσμους στόχους. Ανεξάρτητα από τα γενικότερα κίνητρα για συγχωνεύσεις, υπάρχει μια κατηγορία παραγόντων που παίζουν σημαντικό ρόλο, τουλάχιστο σε κάποιες από αυτές. Μερικοί από αυτούς τους παράγοντες αναφέρονται στη συνέχεια της παρούσας εργασίας.

A. ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΚΙΝΗΤΡΩΝ ΓΙΑ ΕΞΑΓΟΡΕΣ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

Ο Γεωργιάδης στην έρευνα που υλοποίησε το 1999 ομαδοποίησε τα κίνητρα για την πραγμάτωση Εξαγορών & Συγχωνεύσεων σε τρία επίπεδα. Το πρώτο είναι το βραχυπρόθεσμο, το δεύτερο είναι το μεσοπρόθεσμο και το τρίτο είναι το μακροπρόθεσμο επίπεδο.

- I. Στο βραχυπρόθεσμο επίπεδο, οι Εξαγορές & Συγχωνεύσεις μπορούν να προκύψουν από κίνητρα όπως:
- **Αύξηση των κερδών ανά μετοχή** (Earnings Per Share, EPS). Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες για την αύξηση της τιμής της μετοχής και τη δημιουργία υπεραξίας στους μετόχους.
 - **Μείωση του δείκτη P/E.** Ο δείκτης P/E, πολλαπλασιαστής των κερδών της επιχείρησης, είναι ένας ευρέως διαδεδομένος χρηματοοικονομικός δείκτης. Η

“χρηστική” αξία του εν λόγω δείκτη, εντοπίζεται στο γεγονός ότι παριστάνει το “premium”, το οποίο είναι διατεθειμένος ο επενδυτής να πληρώσει για κάθε χρηματική μονάδα κέρδους που επιτυγχάνει η επιχείρηση. Σε πολλές περιπτώσεις Εξαγορών & Συγχωνεύσεων, το δυναμικό κίνητρο είναι η μείωση του δείκτη P/E της εξαγοράστριας εταιρίας, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις μειωμένης κερδοφορίας.

- Οι **συνέργιες που δημιουργούνται σε θέματα ρευστότητας**. Πολλές επιχειρήσεις οι οποίες αντιμετωπίζουν προβλήματα σε δείκτες ρευστότητας επιδιώκουν τη συνένωση με κάποια εταιρία, η οποία διαθέτει πιο “υγιή” χρηματοοικονομική διάρθρωση.
- Τα **φορολογικά οφέλη** που προκύπτουν, είτε μέσω της αλλαγής της κλίμακας φορολόγησης επί των κερδών, είτε μέσω της αύξησης του ορίου των αποθεματικών, είτε μέσω ενός συνδυασμού των δύο παραπάνω παραγόντων.

II. Αντίστοιχα, τα μεσοπρόθεσμα κίνητρα παρουσιάζονται ως εξής:

- **Αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης**. Η αύξηση των μεγεθών του ενοποιημένου, πλέον, ισολογισμού οδηγεί σε μεγαλύτερο ύψος ιδίων κεφαλαίων, μειώνοντας τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν τόσο οι μέτοχοι, όσο και οι δανειστές της επιχείρησης (προμηθευτές, χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, κ.ά.).
- **Μείωση του συνολικού δανεισμού του νέου σχήματος** με παράλληλη βελτίωση της χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης σε μεσοπρόθεσμο επίπεδο.

III. Τέλος, τα κίνητρα για Εξαγορές & Συγχωνεύσεις σε μακροπρόθεσμο επίπεδο μπορούν να συνοψιστούν ως εξής:

- **Δημιουργία και εκμετάλλευση οικονομικών κλίμακας και φάσματος** που εμφανίζονται σε επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους. Οι *οικονομίες κλίμακας* μεταφράζονται σε οικονομική αξία, μέσω του αυξημένου μεγέθους και της αυξημένης παραγωγικής ικανότητας, την οποία αποκτά η επιχείρηση για το χαρτοφυλάκιο των αγαθών και υπηρεσιών της. Επιπλέον, σε μακροχρόνιο επίπεδο, **επιτυγχάνεται αύξηση της ανταγωνιστικότητας της επιχείρησης σε επίπεδο τόσο κλάδου, όσο και αγοράς**, ενώ ταυτόχρονα η επιχείρηση αυξάνει τη διαπραγματευτική της ικανότητα σε επίπεδο προμηθειών ενδιάμεσων υποπροϊόντων. Με αυτό τον τρόπο, η επιχείρηση επιτυγχάνει τη μείωση του λειτουργικού της κόστους με παράλληλη αύξηση των περιθωρίων κέρδους της. Η μείωση του κόστους είναι μια συνέργια η οποία είναι σχεδόν σίγουρο ότι θα επιτευχθεί σε μια εξαγορά, γι'αυτό αποτελεί συνήθως τον κυριότερο λόγο πραγματοποίησης μιας

εξαγοράς ή συγχώνευσης. Αντίστοιχα, οι *οικονομίες φάσματος* επιτρέπουν στην επιχείρηση να κινηθεί σε νέες “κατευθύνσεις” προϊόντων και σε νέους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας. Έτσι, η επιχείρηση επεκτείνει το χαρτοφυλάκιο των προϊόντων της, καλύπτοντας ολοένα και μεγαλύτερο μέρος (φάσμα) των καταναλωτικών αναγκών μιας οικονομίας, ενώ ταυτόχρονα επεκτείνεται σε νέες αγορές αυξάνοντας έτσι το ρυθμό ανάπτυξής της και μειώνοντας την εξάρτησή της από συγκεκριμένες αγορές και προμηθευτές.

- **Μακροχρόνια ενδυνάμωση της επιχείρησης**, μέσω της μειωμένης έντασης του ανταγωνισμού που αναπτύσσεται σε έναν κλάδο. Σε μια αγορά ολιγοπωλιακής διάρθρωσης δύο σημαντικοί “παίκτες” έχουν συμφέρον να ενώσουν τις δυνάμεις τους, παρά να αναλωθούν σε έναν πόλεμο μεταξύ τους, ο οποίος πιθανόν να μην οδηγήσει σε κάποιο τελικό νικητή, μέσω της μείωσης των τιμών των τελικών προϊόντων.
- **Απόκτηση αποκλειστικής τεχνολογικής γνώσης αλλά και ειδικών επιχειρηματικών ικανοτήτων – δεξιοτήτων.** Επιχειρήσεις μικρού μεγέθους, λόγω της άμεσης επαφής μεταξύ των διοικητικών στελεχών αναπτύσσουν ένα “ομαδικό κεφάλαιο” (team capital) σημαντικής δυναμικής, το οποίο η μεγάλη επιχείρηση λόγω του μεγέθους της δεν μπορεί να το επιτύχει (λειτουργεί σε αυτήν την περίπτωση το μεγάλο μέγεθος, ως αντικίνητρο για την ανάπτυξη ομαδικού πνεύματος εργασίας).
- **Δημιουργούνται δυνατότητες συνέργιας** μέσω του μεγαλύτερου μεγέθους, μεταξύ των δύο επιχειρήσεων το οποίο κατά τη διάρκεια της αρχικής διαπραγματεύσεως δεν μπορούσε να υπολογιστεί και να συνεκτιμηθεί στην αποτίμηση της αρχικής συμφωνίας. Παρόλα αυτά, σε μακροχρόνιο επίπεδο ανακαλύπτονται σταδιακά νέοι επιχειρηματικοί σχεδιασμοί, οι οποίοι μπορούν να οδηγήσουν σε επιπρόσθετα στρατηγικά οφέλη. Οι συνέργιες δημιουργούν αξία και μπορεί να είναι 2 ειδών: **λειτουργικές συνέργιες** αν υπάρχουν οικονομίες κλίμακος και **πληροφοριακές συνέργιες** αν η αξία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης είναι μεγαλύτερη από το σύνολο των αξιών των ατομικών επιχειρήσεων. Οι **λειτουργικές συνέργιες** χρησιμοποιούνται για τη δημιουργία μιας εσωτερικής αγοράς κεφαλαίου και για την ελαχιστοποίηση του συναλλακτικού κόστους και κόστους χρεωκοπίας. (Κίνητρο και για εγχώριες και για διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις)
- **Δημιουργούνται μεγάλοι πολυσχιδείς επιχειρηματικοί όμιλοι**, οι οποίοι είναι ικανοί να ανταποκριθούν σε νέες μελλοντικές Εξαγορές & Συγχωνεύσεις. Με αυτόν τον τρόπο, οι επιχειρήσεις ανταποκρίνονται στις συνεχώς αυξανόμενες συνθήκες

ανταγωνισμού, ενώ παράλληλα είναι σε θέση να διαχειριστούν καταστάσεις ανεπιθύμητων προτάσεων συνεργασίας / επιθετικής εξαγοράς (από άλλη επιχείρηση ανταγωνιστή). Με τον τρόπο αυτό, η επιχείρηση ουσιαστικά επιτυγχάνει τη μείωση της μεταβλητότητας – κινδύνου σε μια αθέλητη εξαγορά.

- **Δυνατότητες μεγαλύτερου ρυθμού ανάπτυξης**, οι οποίες δημιουργούνται σε πολλές περιπτώσεις μέσω των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων για την επιχείρηση.

Στον παρακάτω πίνακα παρατίθενται συνοπτικά οι επιδράσεις των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην αποτελεσματικότητα των εταιρειών βάσει του χρονικού ορίζοντα.

Πίνακας 1

**ΚΑΤΑΤΜΗΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ
ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΧΡΟΝΙΚΟΥ ΟΡΙΖΟΝΤΑ**

Βραχυπρόθεσμες Οικονομικές Συνέργιες	Μεσοπρόθεσμες Οικονομικές Συνέργιες	Μακροπρόθεσμες Οικονομικές Συνέργιες
<ul style="list-style-type: none"> • Επιδράσεις στα Κέρδη ανά Μετοχή • Επιδράσεις στο δείκτη P/E • Βελτίωση της Ρευστότητας • Φορολογικές Επιδράσεις 	<ul style="list-style-type: none"> • Αιχμημένη Ικανότητα Δανεισμού • Βελτίωση Καταλογικών Πηγών • Μείωση του Δανεισμού και των Εξόδων • Διατήρηση Κερδοφορίας 	<ul style="list-style-type: none"> • Οικονομίες Κλίμακας • Αύξηση των Ρυθμών Ανάπτυξης της Επιχείρησης • Μείωση του Ανταγωνισμού • Απόκτηση Τεχνολογικής και Επιχειρηματικής Γνώσης • Αύξηση Παραγωγής ή Μεριδίου Αγοράς • Μείωση του "Ρίσκου" και της Αβεβαιότητας"

Πηγή: Έρευνα Γεωργιάδη (1999)

Σύμφωνα με τους Jensen και Ruback (1983) ένας σημαντικός λόγος που ωθεί τις αγοράστριες εταιρείες να προβούν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι η **δυνατότητα μείωσης του κόστους παραγωγής και του κόστους διανομής**, μέσω των οικονομιών κλίμακας, της κάθετης ολοκλήρωσης, της υιοθέτησης αποτελεσματικότερης τεχνολογίας, της χρησιμοποίησης της διοικητικής ικανότητας της αγοράστριας εταιρείας και της μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης. Επίσης, στη μελέτη τους αναφέρουν πως υπάρχουν και **χρηματοοικονομικά κίνητρα** που προκαλούν το ενδιαφέρον για εξαγορές, όπως η αποφυγή του κόστους χρεωκοπίας της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, η απόκτηση φορολογικών πλεονεκτημάτων – φοροαπαλλαγών και η αύξηση των ευκαιριών δανεισμού.

B. ΠΙΘΑΝΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ ΣΕ Ε&Σ ΠΑΡΟΛΟ ΠΟΥ ΣΥΝΗΘΩΣ ΔΕΝ ΑΠΟΦΕΡΟΥΝ ΚΕΡΔΗ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

Δεδομένου ότι η εμπειρική έρευνα έχει δείξει ότι το μεγαλύτερο μέρος της οικονομικής αξίας που δημιουργείται από τις εξαγορές και συγχωνεύσεις περνάει στους μετόχους των εταιρειών στόχων, γεννάται το ερώτημα γιατί οι αγοράστριες εταιρείες εμπλέκονται σε τέτοιες πρακτικές (Black, Carnes, Jandik – 2001) . Μερικοί από τους λόγους που τους ωθούν σε Ε&Σ αναφέρονται παρακάτω:

1. *Διατήρηση της επιχείρησης στον αγορά.* Ακόμα και αν η αγοράστρια επιχείρηση δεν αποκομίζει οφέλη από μια ενδεχόμενη εξαγορά, πιθανότατα θα προβεί σε μια τέτοια ενέργεια προκειμένου να ενισχύσει το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα, ή μάλλον την ανταγωνιστική της ισότητα, έναντι άλλων επιχειρήσεων που έχουν προβεί σε κάποιου είδους εξαγορά κι έχουν βελτιώσει την αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητά τους. Πολλές αμερικάνικες τράπεζες, κατά το παρελθόν, είχαν ως στόχο την επίτευξη ανταγωνιστικής ισότητας και κανονικών οικονομικών κερδών, προκειμένου να επιζήσουν στον ενοποιημένο τραπεζικό χώρο που είχε αρχίσει να δημιουργείται. Παρά το γεγονός ότι δεν αποκόμιζαν προστιθέμενη αξία από τέτοια εγχειρήματα ,και μάλιστα απολάμβαναν χαμηλότερες αποδόσεις, σκεφτόμενοι την αλλαγή που επήλθε στους κανονισμούς των τραπεζών, τον αυξημένο ανταγωνισμό από μη τραπεζικούς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και τη μειωμένη ζήτηση συμμετείχαν σε Ε &Σ.

2. *Απελευθέρωση χρηματικών ροών.* Όπως υποστηρίζουν οι Miles και Cameron (1982) οι ελεύθερες χρηματικές ροές είναι το ποσοστό των χρημάτων που μια επιχείρηση διαθέτει για επενδύσεις μετά από τη χρηματοδότηση όλων των επενδύσεων που παρουσιάζουν θετική καθαρή παρούσα αξία. Οι ελεύθερες χρηματικές ροές προκύπτουν όταν οι δραστηριότητες μιας επιχείρησης είναι αρκετά επικερδείς, αλλά υπάρχουν λίγες ευκαιρίες για επιπρόσθετες επενδύσεις. Μια επιχείρηση που εμφανίζει ελεύθερες χρηματικές ροές κατά τα τελευταία χρόνια είναι η Phillip Morris. Οι δραστηριότητες της Phillip Morris (επιχείρηση λιανικής πώλησης καπνού) είναι εξαιρετικά επικερδείς. Όμως, οι ρυθμιστικοί περιορισμοί , οι ανησυχίες που προκύπτουν για την υγεία και η μειωμένη ανάπτυξη στη ζήτηση περιορίζουν τις ευκαιρίες επένδυσης στη βιομηχανία καπνού. Οι πλεονάζουσες χρηματικές της ροές μπορούν να μοιραστούν στους μετόχους της εταιρείας με τη μορφή μερίσματος ή επαναγοράς μετοχών. Μερικές φορές όμως οι μέτοχοι δεν επιθυμούν κάτι

τέτοιο. Έτσι, δεδομένων των συνθηκών που επικρατούν στην αγορά καπνού, οι Ε&Σ φαίνεται να αποτελούν μια διέξοδο αξιοποίησης των χρηματικών διαθεσίμων μιας επιχείρησης. Πράγματι η Phillip Morris έχει προβεί σε μια σειρά από εξαγορές υπό διάφορες μορφές τα τελευταία χρόνια. Ενδεικτικά αναφέρουμε την εξαγορά της εταιρείας καπνού Rothmans το 2008, καθώς και την πρόσφατη σύναψη συμμαχίας (joint venture) με την Swedish Match AB για να επεκταθεί η αγορά προϊόντων καπνού διεθνώς, πέρα από τη Σκανδιναβία και τις ΗΠΑ.

3. *Προβλήματα/ κίνητρα αντιπροσώπευσης.* Η διαμάχη μεταξύ των στελεχών της επιχείρησης και των μετόχων αποτελεί κίνητρο για Ε&Σ. Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις ωφελούν τους managers τουλάχιστον με 2 τρόπους. Πρώτον, μέσω αυτής της πρακτικής οι managers έχουν τη δυνατότητα να προβούν σε διαφοροποίηση των επενδύσεων σε ανθρώπινο κεφάλαιο εφόσον αποκτούν επιχειρήσεις με ελεύθερες χρηματικές ροές. Δεύτερον, οι managers μπορούν να αυξήσουν το μέγεθος της επιχείρησής τους σε όρους πωλήσεων ή περιουσιακών στοιχείων. Αυξάνοντας το μέγεθος της εταιρείας τους, αυξάνουν την αποζημίωσή τους σε περίπτωση χρεοκωπίας. Ακόμα και αν δεν υπάρχουν οικονομίες φάσματος μεταξύ της αγοράστριας και εξαγοραζόμενης επιχείρησης, μία εξαγορά βεβαιώνει ότι η αγοράστρια εταιρεία θα αυξηθεί κατά το μέγεθος της εταιρείας στόχου. Αν υπάρχουν οικονομίες φάσματος, το μέγεθος της αγοράστριας μπορεί να αυξηθεί σε μεγαλύτερο ποσοστό, όπως και η αξία της αποζημίωσης των στελεχών, παρόλο που, κατά μέσο όρο, οι εξαγορές δεν προσφέρουν κέρδη στους ιδιοκτήτες των αγοραστριών εταιρειών.

4. *Διοικητική αλαζονεία.* Σύμφωνα με κάποιες μελέτες, μεταξύ άλλων, οι Dodd (1980), Varaiya (1985) και Ruback (1982), έδειξαν ότι η πεποίθηση των στελεχών μιας εταιρείας πως μπορούν να διαχειριστούν τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας στόχου πιο αποτελεσματικά από τα παρόντα στελέχη, τους οδηγεί στην στρατηγική της εξαγοράς ή συγχώνευσης. Η ύπαρξη της διοικητικής αλαζονείας προτείνει ότι η οικονομική αξία των αγοραστριών εταιρειών θα μειωθεί αμέσως μόλις ανακοινωθεί μια στρατηγική Ε ή Σ, καθώς οι επενδυτές που δραστηριοποιούνται στην αγορά κεφαλαίου δε συμερίζονται την πεποίθηση των managers για αποτελεσματικότερη διαχείριση. Αυτό το συμπέρασμα έρχεται σε αντίθεση με όσα αναφέραμε παραπάνω σχετικά με τη διατήρηση της οικονομικής αξίας της επιχείρησης. Είναι όμως εφικτό, όταν πρόκειται για την υπόθεση της διοικητικής αλαζονείας.

5. *Η δυνατότητα οικονομικού κέρδους.* Παρόλο που οι αγοράστριες εταιρείες δεν αποκομίζουν οφέλη από την συμμετοχή τους σε μια εξαγορά, υπάρχουν περιπτώσεις που αυτές οι εταιρείες μπορεί να κερδίσουν σε ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι άλλων επιχειρήσεων.

Γ. ΑΝΤΙΚΙΝΗΤΡΑ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Πέρα από τα μεγάλα κίνητρα που εμφανίζονται κατά καιρούς, θα πρέπει να αναφερθούν και τα αντικίνητρα ή οι λόγοι αποτυχίας των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων.

Οι σημαντικότεροι λόγοι που δημιουργούν αποτυχίες, καθώς και αντικίνητρα στις Εξαγορές & Συγχωνεύσεις είναι οι παρακάτω:

- **Προσωπικοί λόγοι των διευθυντικών στελεχών** για την εξαγορά και πιθανόν λόγοι προβολής και ιδίων συμφερόντων.
- Σε πολλές περιπτώσεις Εξαγορών & Συγχωνεύσεων **έχει παρατηρηθεί έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού και ορθής επενδυτικής λογικής**, η οποία να βασίζεται σε ρεαλιστικά στοιχεία.
- **Μη ρεαλιστικές προσδοκίες.** Έχουν αναπτυχθεί θεωρίες σχετικά με τον τρόπο που θα πρέπει να υπολογίζονται οι πιθανές συνέργιες. Σε αρκετές περιπτώσεις, οι υπερβολικές προσδοκίες δημιουργούν λανθασμένη εικόνα στην αγορά σχετικά με τις ικανότητες του νέου σχήματος και τελικά οδηγούν στην αποτυχία ανάπτυξης των αρχικών του δεσμεύσεων.
- **Υπερβολικό κόστος εξαγοράς.** Σύννηθες φαινόμενο αποτελεί η “σύγκρουση” μεταξύ των μεθόδων αποτίμησης μιας Εξαγοράς & Συγχώνευσης. Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ως καλύτερη μέθοδο τη μέθοδο της Καθαρής Παρούσης Αξίας (Net Present Value). Επίσης σε πολλές περιπτώσεις έχουν παρατηρηθεί Εξαγορές & Συγχωνεύσεις, οι οποίες στηρίζονται είτε στην Εσωτερική Αξία (Book Value), είτε στη Χρηματιστηριακή Αξία - Τρέχουσα Αξία (Market Capitalization).
- Σε μεσοπρόθεσμο διάστημα παρατηρούνται **συγκρουόμενες επιχειρηματικές κουλτούρες**, οι οποίες δεν επιτρέπουν στην ενοποιημένη επιχείρηση, πλέον, να αναπτύξει εκείνα τα πλεονεκτήματα που θεωρητικά διαθέτει.

- **Αποτυχία γοργής συνένωσης κατά τη διάρκεια της Εξαγοράς & Συγχώνευσης**, με αποτέλεσμα η καθυστέρηση που επέρχεται να αναστέλλει τα αρχικά σχέδια συγχώνευσης.
- **Συγκρουόμενα συμφέροντα και εσωτερικός ανταγωνισμός.**
- Το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, όπως είναι το θεσμικό πλαίσιο που ρυθμίζεται από τις κυβερνητικές παρεμβάσεις, όπως και οι παράγοντες που αφορούν **μεταβλητές τις οποίες η επιχείρηση δεν μπορεί να ελέγξει.**
- **Η οικονομική συγκυρία που επικρατεί.** Μία Εξαγορά & Συγχώνευση μπορεί να μην γίνει ποτέ, ή και αν γίνει μπορεί να μην επιτύχει τους στόχους της, ως αποτέλεσμα αποκλειστικά εξωεπιχειρησιακής κατάστασης και των μακρο-οικονομικών συνθηκών.

Δ. ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΚΙΝΗΤΡΩΝ ΣΤΙΣ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΕΣ Ε&Σ

Τα κίνητρα που οδηγούν σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι παρόμοια με εκείνα που οδηγούν σε απλές εγχώριες εξαγορές. Στις διασυνοριακές εξαγορές, όμως, εμπλέκεται και ο παράγοντας των συναλλαγματικών ισοτιμιών καθώς επηρεάζουν την τιμή εξαγοράς, τα εμπόδια των δασμών και φόρων και γενικά οι διαφορετικοί θεσμικοί – κυβερνητικοί κανόνες και συστήματα που επικρατούν σε κάθε χώρα όπως π.χ. το φορολογικό σύστημα.

Ειδικότερα οι λόγοι που μια επιχείρηση προβαίνει σε διασυνοριακή συγχώνευση ή εξαγορά αναλύονται ακολούθως.

1. Ανάπτυξη

Η ανάπτυξη της επιχείρησης στη διεθνή αγορά αποτελεί ένα από τα κυριότερα κίνητρα των επιχειρήσεων για διασυνοριακές συγχωνεύσεις και έχει ζωτική σημασία για την ευημερία κάθε επιχείρησης. Οι διεθνείς συγχωνεύσεις προσδίδουν μια καινούρια διάσταση στη στιγμιαία ανάπτυξη που υφίσταται η εταιρεία. Το μέγεθος της αγοράς καθώς και το επίπεδο ανάπτυξης της συγκεκριμένης αγοράς, στην οποία η επιχείρηση ελεγκτεί τις δραστηριότητές της, παίζουν σημαντικό ρόλο στην επίτευξη ενός επιθυμητού επιπέδου ανάπτυξης. Οι ΗΠΑ θεωρούνταν, μέχρι πριν από ένα χρόνο περίπου όταν ξεκίνησε η χρηματοπιστωτική κρίση, μια ιδιαίτερα ελκυστική αγορά για άμεσες επενδύσεις και για

Ε&Σ καθώς εμφάνιζε υψηλό επίπεδο ανάπτυξης. Χαρακτηριστικό παράδειγμα διεθνούς εξαγοράς που είχε ως κίνητρο την ανάπτυξη ήταν η εξαγορά της One2One, της μικρότερης βρετανικής εταιρείας κινητής τηλεφωνίας από τη γερμανική Deutsche Telekom το 1999. Η συμφωνία αυτή επέτρεψε στην Deutsche Telekom να εδραιώσει τη θέση της στο μεταβαλλόμενο Ευρωπαϊκό χώρο της τηλεπικοινωνίας εφόσον κατάφερε να εξαπλωθεί πέρα από τη γερμανική αγορά και να εισέλθει σε περιοχές υψηλής ανάπτυξης όπως ήταν τότε η βρετανική αγορά.

2. Απόκτηση νέας τεχνολογίας

Το κίνητρο της διάχυσης τεχνολογίας επιδρά στις διεθνείς εξαγορές με 2 τρόπους: i) μια τεχνολογικά ανώτερη επιχείρηση μπορεί να προβεί σε εξαγορές στο εξωτερικό εταιρειών με λιγότερο ανεπτυγμένη τεχνολογία, εξαιτίας της οποίας χάνουν μερίδιο αγοράς, προκειμένου να εκμεταλλευτεί το τεχνολογικό της πλεονέκτημα, ή ii) μια τεχνολογικά κατώτερη επιχείρηση μπορεί να αποκτήσει μια επιχείρηση του εξωτερικού που χρησιμοποιεί πιο ανεπτυγμένη τεχνολογία προκειμένου να ενισχύσει την ανταγωνιστική της θέση στο εσωτερικό αλλά και στο εξωτερικό. Είναι γενικά αποδεκτό ότι για να είναι αποδεκτή μία συγχώνευση ή εξαγορά θα πρέπει το κέρδος που αποκομίζεται να ξεπερνά το κόστος και γενικότερα θα πρέπει να δημιουργείται κάποιου είδους συνέργεια ανάμεσά τους. Στις εγχώριες συγχωνεύσεις, οφέλη προκύπτουν, συνήθως, όταν η αποτελεσματικότητα της καλύτερης διοίκησης της αγοράστριας εταιρείας εφαρμόζεται στη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων της εξαγοραζόμενης. Στις διεθνείς συγχωνεύσεις, η αγοράστρια εταιρεία μπορεί να έχει πλεονέκτημα σε διοικητικά θέματα όπως ο προγραμματισμός ή η έρευνα και η ανάπτυξη τα οποία θα μεταδώσει στην εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Πολλές από τις συγχωνεύσεις στον κλάδο της φαρμακευτικής, των χημικών προϊόντων, του πετρελαίου και των αυτοκινήτων είχαν ως κίνητρο την απόκτηση νέας τεχνολογίας. Για παράδειγμα, η επένδυση της Renault στη Nissan ενεργοποιήθηκε, κατά ένα μέρος, από την επιθυμία εκμάθησης των τεχνικών που χρησιμοποιούσε η Nissan αλλά και από την επιθυμία εδραίωσης της παρουσίας της Renault στην Ιαπωνική αγορά.

3. Πλεονεκτήματα σε διαφοροποιημένα προϊόντα

Σύμφωνα με τον Caves (1982) υπάρχει στενή συσχέτιση μεταξύ πολυεθνικότητας και διαφοροποίησης προϊόντος. Μια επιχείρηση που έχει αναπτύξει καλή φήμη για συγκεκριμένα προϊόντα στην εγχώρια αγορά είναι πιο εύκολο να γίνουν αποδεκτά τα

προϊόντα της και στις ξένες αγορές. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η βιομηχανία αυτοκινήτων. Η βιομηχανία αυτοκινήτων αναπτύχθηκε στις ΗΠΑ τη δεκαετία του 1920 , ενώ η παρουσία τέτοιων βιομηχανιών στην Ευρώπη δεν είχε ακόμη εδραιωθεί. Η χρήση των αυτοκινήτων ξεκίνησε εκείνη την περίοδο στην Αμερική και άρχισαν και οι εξαγωγές αυτοκινήτων στην Ευρώπη. Το πλεονέκτημα της μαζικής παραγωγής αυτοκινήτων καθώς και η τεχνογνωσία για την κατασκευή των αυτοκινήτων στην Αμερική, τα κατέστησε φθηνότερα και στην Ευρώπη παρά τους υψηλούς δασμούς που υπήρχαν. Έτσι γενικεύτηκε η παρουσία αμερικάνικων προϊόντων σε ξένο έδαφος. Η εξαγορά της Jaguar από τη Ford ήταν μια κίνηση διαφοροποίησης προϊόντος.

4. **Roll – ups**

Ο συνδυασμός εταιρειών που έχουν αποσπασμένους κλάδους βιομηχανιών, η ενοποίηση δηλαδή βιομηχανιών αποτελεί ένα σημαντικό κίνητρο για διεθνείς εξαγορές. Στη βιομηχανία παραγωγής ενέργειας προέκυψαν εξαγορές υποκινούμενες από το προαναφερόμενο κίνητρο. Συγκεκριμένα, η εξαγορά της UK Energy Group από την Texas Utilities το 1998 δημιούργησε ευκαιρίες για roll-ups στον τομέα της ενέργειας τόσο στο εξωτερικό όσο και στις ΗΠΑ.

5. **Κυβερνητική Πολιτική**

Η κυβερνητική πολιτική κάθε χώρας μπορεί να επηρεάσει τις διεθνείς εξαγορές και συγχωνεύσεις με πολλούς τρόπους. Η απειλή περιορισμών που θέτει η εκάστοτε κυβέρνηση στην εισαγωγή προϊόντων από το εξωτερικό, ενθαρρύνει διεθνείς συγχωνεύσεις και ειδικότερα όταν η προστατευόμενη αγορά είναι μεγάλη, όπως η Ευρωπαϊκή Κοινή Αγορά. Η εξαγορά της One2One από την Deutsche Telekom είναι ένα παράδειγμα των πολλών επιρροών της κυβερνητικής πολιτικής. Η Deutsche Telekom αποτελούσε μονοπώλιο και προστατευόταν από τη Γερμανική κυβέρνηση. Η εξαγορά της One2One έγινε προκειμένου η Deutsche Telekom να επεκταθεί σε νέες αγορές και να κερδίσει από την τεχνογνωσία της One2One.

6. **Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες**

Η σχετική δύναμη ή αδυναμία του εγχώριου νομίσματος έναντι του ξένου μπορεί να επιδράσει στην τιμή στην οποία θα πραγματοποιηθεί μια εξαγορά, στη χρηματοδότησή της , στο κόστος παραγωγής της εξαγοραζόμενης επιχείρησης καθώς και στην αξία των

κερδών που επιστρέφουν στην αγοράστρια εταιρεία. Η διαχείριση του κινδύνου της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι ένα επιπρόσθετο κόστος της συνεργασίας με μια πολυεθνική επιχείρηση. Επομένως το ύψος της συναλλαγματικής ισοτιμίας καθορίζει σε αρκετές περιπτώσεις τη διενέργεια ή όχι διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων. Ένα ισχυρό δολάριο καθιστά τα αμερικάνικα προϊόντα πιο ακριβά στο εξωτερικό, αλλά μειώνει το κόστος απόκτησης ξένων εταιρειών. Για παράδειγμα, οι εξαγορές Καναδικών επιχειρήσεων από την Union Pacific Resources και από την CIT Group (και οι δύο αμερικάνικες εταιρείες) διευκολύνθηκαν από την πτώση στην αξία του Καναδέζικου Δολαρίου το 1998 και 1999.

7. Πολιτική και οικονομική σταθερότητα

Η πολιτική και οικονομική σταθερότητα μιας χώρας αποτελούν σημαντικό κριτήριο επιλογής του τόπου επέκτασης μιας επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις προτιμούν να προβαίνουν σε εξαγορές άλλων επιχειρήσεων που δρουν σε ένα σταθερό πολιτικά περιβάλλον που δε χαρακτηρίζεται από εναλλαγές στα κυβερνώντα πρόσωπα και κρατική παρέμβαση είναι συγκεκριμένη. Οι επιθυμητοί οικονομικοί παράγοντες αφορούν χαμηλό, ή έστω προβλέψιμο, πληθωρισμό και καλές εργασιακές σχέσεις. Οι ΗΠΑ θεωρούνταν κατά το παρελθόν, ο καλύτερος στόχος λόγω της πολιτικής και οικονομικής σταθερότητας που τη διέκρινε και του μεγέθους και της ομοιογένειας της αγοράς της. Πρόσφατα το τοπίο άλλαξε όμως, καθώς η οικονομία της Αμερικής φάνηκε να καταρρέει λόγω της πιστωτικής κρίσης η οποία εξαπλώθηκε σε όλον τον κόσμο.

8. Διατήρηση μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών σχέσεων και πελατείας

Όταν οι πελάτες μιας χρηματοοικονομικής επιχείρησης / τράπεζας μετακομίσουν στο εξωτερικό, η ίδια η επιχείρηση σκέφτεται σοβαρά να εξαπλωθεί επίσης προκειμένου να διατηρήσει τις επικερδείς συνεργασίες που διατηρεί και ενδεχομένως να επεκτείνει και το δίκτυό της. Διατρέχει όμως τον κίνδυνο να μη μπορέσει να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις της εγχώριας αγοράς. Εξαιτίας της αδύναμης παρουσίας της στις ΗΠΑ, η Deutsche Bank εξαγόρασε την Bankers Trust και η UBS εξαγόρασε την PaineWebber. Ομοίως, οι διεθνείς εξαγορές της Ownes – Illinois έγιναν για να στηρίξουν κάποιες μεγάλες βιομηχανίες – πελάτες καθώς οι τελευταίες εξαπλώσαν τις δραστηριότητές τους διεθνώς.

9. Διαφοροποίηση

Οι διεθνείς εξαγορές μπορούν να πετύχουν γεωγραφική διαφοροποίηση και διαφοροποίηση στις γραμμές προϊόντος. Επίσης οι διεθνείς εξαγορές μειώνουν το συστηματικό και μη συστηματικό κίνδυνο. Οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις στον κλάδο πετρελαίου πέτυχαν γεωγραφική διαφοροποίηση και δημιούργησαν ευκαιρίες μείωσης κόστους και ενίσχυσης του μεγέθους των επιχειρήσεων που συμμετείχαν σε αυτές.

Σύμφωνα με την έρευνα των J. Collins, T. Holcomb, S. Certo, M. Hitt, R. Lester (2008) , οι οποίοι εξέτασαν ένα δείγμα 500 επιχειρήσεων της S&P σχετικά με τη δραστηριότητα διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών υπό το πρίσμα του στρατηγικού momentum και του organizational learning, βρήκαν ότι το μέγεθος της επιχείρησης, ο βαθμός της διεθνοποίησης, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και η διαφοροποίηση του προϊόντος είναι θετικά συσχετισμένα με τη δραστηριότητα διεθνούς εξαγοράς. Επίσης η πιθανότητα ύπαρξης ικανού εργατικού δυναμικού στη χώρα όπου η επιχείρηση ενδιαφέρεται να προβεί σε εξαγορά είναι θετικά συνδεδεμένη με την πιθανότητα μια αμερικάνικη επιχείρηση να θέλει να εξαγοράσει κάποια εταιρεία που λειτουργεί σε αυτή τη χώρα. Παράγοντες όπως η πολιτική αβεβαιότητα ενός τόπου καθώς και οι πολιτισμικές διαφορές συσχετίζονταν αρνητικά με τη δραστηριότητα διεθνούς εξαγοράς. Γενικό συμπέρασμα είναι ότι οι επιχειρήσεις μαθαίνουν από τις στρατηγικές τους ενέργειες οι οποίες αποτελούν πάτημα και για μελλοντικές ενέργειες Ε&Σ.

Μια πρόσφατη περίπτωση διασυνοριακής συγχώνευσης αναμένεται να λάβει χώρα στον τραπεζικό τομέα τον Ιούνιο του 2009. Σύμφωνα με άρθρο που δημοσιεύτηκε στον Ελεύθερο Τύπο (24/05/2009), πρόκειται για την απόφαση συγχώνευσης της Marfin Popular Bank και της θυγατρικής της Marfin Egnatia Bank και τη μεταφορά της έδρας του ομίλου από την Κύπρο στην Αθήνα. Η έναρξη της διαδικασίας συγχώνευσης θα έχει ημερομηνία μετασχηματισμού 30/6/2009. Όσο για τη σχέση ανταλλαγής μεταξύ των μετοχών των δύο τραπεζών θα υπολογιστεί σε χρόνο μεταγενέστερο. Για την ολοκλήρωση της διαδικασίας εκτιμάται ότι θα απαιτηθούν περίπου 7 μήνες από την ημερομηνία μετασχηματισμού.

Με τη συγχώνευση αυτή η Marfin στοχεύει:

- α) στη βελτίωση της στρατηγικής ευελιξίας του ομίλου εν όψει ενδεχόμενης επέκτασής του σε Ελλάδα ή ΝΑ Ευρώπη,
- β) στην ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης του ομίλου κατά 10%, το οποίο αντιστοιχεί σε βελτίωση του δείκτη συνολικών εποπτικών κεφαλαίων κοντά στο 12% από 11,3%,
- γ) στην υλοποίηση προγραμμάτων αγοράς ιδίων μετοχών για λόγους στρατηγικής επέκτασης, καθώς και στη διενέργεια συναλλαγών από τους βασικούς μετόχους με απόλυτη διαφάνεια και ανακοινώσεις, αλλά χωρίς τους περιορισμούς των κλειστών περιόδων που ισχύουν στην Κύπρο.

Η προτεινόμενη συγχώνευση θα συμβάλει μεσοπρόθεσμα και στην ενίσχυση της κερδοφορίας του ομίλου λόγω ενισχυμένης κεφαλαιακής βάσης και επέκτασης του χαρτοφυλακίου χορηγήσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ IV

ΑΝΑΣΤΑΛΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΤΩΝ Ε&Σ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗΣ

Όσο σημαντική είναι η διαδικασία που πρέπει να ακολουθήσουν οι επιχειρήσεις προκειμένου να επιτύχουν μια συγχώνευση ή εξαγορά διεθνώς, τόσο ουσιώδης είναι και η διαδικασία που πρέπει να ακολουθηθεί μετά από την ολοκλήρωση αυτής για την επιτυχημένη λειτουργία της νέας επιχείρησης. Η αγοράστρια και η εξαγοράζουσα εταιρεία πρέπει να συνεργαστούν και να ενοποιηθούν αρμονικά προκειμένου να υλοποιήσουν τους στόχους που είχαν αρχικά θέσει. Όμως, γενικά, η οργάνωση στρατηγικών μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων μπορεί να είναι δύσκολη και να δημιουργήσει αρκετά προβλήματα. Αρκετά από αυτά τα προβλήματα αντικατοπτρίζουν το γεγονός ότι *επιχειρηματικές, λειτουργικές, στρατηγικές και πολιτισμικές διαφορές* μεταξύ της αγοράστριας εταιρείας και της εταιρείας στόχου που συμμετέχουν σε μια εξαγορά είναι πολύ μεγαλύτερες από τις ίδιες διαφορές που προκύπτουν μεταξύ διαφορετικών τμημάτων μιας διαφοροποιημένης επιχείρησης που δε δημιουργήθηκε από κάποια εξαγορά. Ο λόγος αυτής της διαφοράς έγκειται στο γεγονός ότι οι επιχειρήσεις που συμμετείχαν σε κάποια Ε ή Σ ήταν ξεχωριστές οντότητες, είχαν ξεχωριστή ιστορία, διοικητική φιλοσοφία και στρατηγική. Ανάμεσα στις λειτουργικές, επιχειρηματικές και στρατηγικές διαφορές αναφέρονται η χρησιμοποίηση διαφορετικής τεχνολογίας, η ύπαρξη διαφορετικών πολιτικών διαχείρισης ανθρώπινου δυναμικού και επιβράβευσης, η ανάπτυξη διαφορετικής πελατειακής σχέσης κτλ.

Η μελέτη του [Geert Hofstede \(1980\)](#) διατείνεται ότι οι πολιτισμοί των χωρών εμφανίζουν διαφορές σε 5 διαστάσεις, οι οποίες δημιουργούν προβλήματα όταν ολοκληρώνεται η εξαγορά μεταξύ των χωρών. Συγκεκριμένα γίνεται αναφορά στην κοινωνική διάσταση, στη διάσταση της αβεβαιότητας, στο χρόνο, στη δύναμη της διοίκησης της εταιρείας και στο στόχο που θέτει κάθε εταιρεία στην εκάστοτε χώρα. Για παράδειγμα, μία εταιρεία που λειτουργεί σύμφωνα με το ατομικιστικό μοντέλο μπορεί να έχει ένα σχέδιο αποζημίωσης για τα στελέχη της επιβραβεύοντας την ατομική προσπάθεια. Αν αυτή η εταιρεία αποκτήσει μια άλλη που λειτουργεί σε συλλογικό περιβάλλον, επιβάλλοντας μια πολιτική ατομικής επιβράβευσης των στελεχών μπορεί να οδηγήσει σε παρεξήγηση και διαφωνία. Επίσης, μια άλλη διαφορά προκύπτει από τον τρόπο με τον οποίο οι εργαζόμενοι αντιλαμβάνονται την εξουσία και την ανωτερότητα κάποιων προσώπων εντός

επιχείρησης. Ακόμη, μια επιχείρηση που είναι συνηθισμένη στις καινοτομίες και στην αναζήτηση του κινδύνου μπορεί να δυσαρεστηθεί από την εξαγορά κάποιας επιχείρησης που λειτουργεί υπό την κουλτούρα αποφυγής της αβεβαιότητας.

Άλλο ένα χαρακτηριστικό είναι η ποιότητα της εργασίας και συνεπώς η ποιότητα ζωής των εργαζομένων κάθε χώρας. Για παράδειγμα, οι εργαζόμενοι μιας εταιρείας μπορεί να εργάζονται πολλές ώρες με αποτέλεσμα να υφίστανται κόστος στην προσωπική τους ζωή και αυτή η πρακτική να μην ανήκει στη φιλοσοφία της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Τέλος, είναι πολύ δύσκολο για τους εργαζομένους που απασχολούνται σε μια εταιρεία που κοιτάει στο μέλλον έχοντας μακροπρόθεσμους στόχους, να συνεργαστεί με μια άλλη εταιρεία που έχει επικεντρωθεί στις πρακτικές του παρελθόντος.

Οι P. Very και D. Schweiger (2001), έπειτα από έρευνα σε 26 αγοράστριες εταιρείες μεσαίου μεγέθους από τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ιταλία και τις ΗΠΑ που προβαίνουν σε διασυνοριακές εξαγορές, διαπίστωσαν ότι τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι προαναφερόμενες επιχειρήσεις κατά την είσοδο και την εδραίωσή τους σε μια νέα χώρα δεν περιορίζονται στις πολιτισμικές διαφορές, οι οποίες αναφέρονται στη συνέχεια. Παρατήρησαν ότι η έλλειψη γνώσης και εμπειρίας της χώρας στόχου επηρεάζει τη διαχείριση της όλης της διαδικασίας εξαγοράς, από την επιλογή του στόχου έως την ολοκλήρωση του εγχειρήματος. Συγκεκριμένα, η έλλειψη γνώσης του νομικού και φορολογικού συστήματος της χώρας στόχου και ο τοπικός περιβαλλοντολογικός κανονισμός εμπόδισαν την αποτελεσματική αξιολόγηση των ευκαιριών για εξαγορές των υπό εξέταση εταιρειών. Άλλες δυσκολίες που εντοπίστηκαν από τη συγκεκριμένη έρευνα αναφέρονται στα διαφορετικά λογιστικά συστήματα και σε προβλήματα επικοινωνίας λόγω διαφορετικής νοοτροπίας και διαφορετικής φιλοσοφίας σχετικά με τη διαχείριση των εταιρειών. Η λύση σε αυτά τα προβλήματα περιλαμβάνει την ανάπτυξη καλής γνώσης της τοπικής αγοράς και νοοτροπίας, η συλλογή αξιόπιστων πληροφοριών και η ύπαρξη τοπικής παρουσίας από την αρχή, χρησιμοποιώντας υπαλλήλους που γνωρίζουν τις ιδιαιτερότητες και τα χαρακτηριστικά των συστημάτων της χώρας στόχου.

Πολιτισμικές Διαφορές (Cultural differences)

Ίσως, η πιο σημαντική πρόκληση που οι επιχειρήσεις έχουν να αντιμετωπίσουν μετά την ολοκλήρωση μιας διασυνοριακής Ε ή Σ είναι οι πολιτισμικές διαφορές, οι οποίες μπορεί να

διαρκέσουν για αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα. Το γεγονός ότι μια εταιρεία έχει εξαγοραστεί δε σημαίνει απαραίτητα ότι η κουλτούρα αυτής θα αλλάξει άρδην για να προσαρμοστεί στην κουλτούρα της αγοράστριας εταιρείας. Αξίζει να αναφέρουμε, εδώ, ότι η διαφορά μεταξύ της εξαγοράς της Nissan από τη Renault και της εξαγοράς της Mitsubishi από την DaimlerChrysler αποδίδεται στην ανικανότητα της Mitsubishi να διαφοροποιήσει την παραδοσιακή διοικητική της κουλτούρα. Επίσης, οι πολιτισμικές διαφορές ήταν προφανώς ένας σημαντικός παράγοντας για τα προβλήματα ενοποίησης που δημιουργήθηκαν μετά την εξαγορά μεταξύ της Bank One και της First Chicago Bank. Η Bank One είχε πολλά καταστήματα σε μικρές και μεσαίου μεγέθους πόλεις. Από την άλλη, η First Chicago ήταν αστική τράπεζα. Αυτές οι διαφορετικές εταιρείες ενδεχομένως προσέλκυαν εργαζομένους διαφορετικού είδους/ ποιότητας, οδηγώντας σε σημαντικές πολιτισμικές συγκρούσεις καθώς αυτές οι δύο επιχειρήσεις απέτυχαν να οργανώσουν λογικά τις δραστηριότητές τους. Πολλές έρευνες αναφέρουν ότι οι εργαζόμενοι της First Chicago είναι οι κυρίαρχοι αυτής της συγχώνευσης.

Έχουμε ήδη δει ότι η ολοκλήρωση μετά τη συγχώνευση συνήθως περιλαμβάνει επίλυση διαφορών μεταξύ των πολιτισμών των συγχωνευμένων επιχειρήσεων. Η ολοκλήρωση της εταιρείας που προέκυψε από κάποια συγχώνευση ή εξαγορά σε διεθνές επίπεδο συγχέεται συχνά με την ανάγκη να δει κανείς κατά πόσο χώρες με διαφορετική κουλτούρα μπορούν να συνεργαστούν.

Φυσικά, οι αγοράστριες εταιρείες μπορούν να προβούν σε διάφορες δραστηριότητες προκειμένου να διαφοροποιήσουν μερικές πτυχές της κουλτούρας των εταιρειών που αποκτούν και να μειώσουν, έτσι, τις δυσκολίες που ενδεχομένως να αντιμετωπίσουν μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς.

Κόστος λειτουργίας μετά την εξαγορά

Οι δυσκολίες που σχετίζονται με την οργάνωση της εφαρμογής των εξαγορών και συγχωνεύσεων μπορούν να θεωρηθούν ως επιπρόσθετο κόστος της διαδικασίας εξαγοράς. Οι αγοράστριες εταιρείες εκτιμούν το βαθμό συγγένειας μεταξύ αυτών και της επιχείρησης-στόχου πριν προβούν σε οποιαδήποτε συναλλαγή, αλλά πρέπει να συνεκτιμούν και το κόστος οργάνωσης μιας τέτοιας στρατηγικής μετά την ολοκλήρωσή της. Η αξία που οι εταιρείες στόχοι προσδίδουν στην αγοράστρια εταιρεία μέσω της

εξαγοράς θα έπρεπε να προεξοφληθεί από το κόστος οργάνωσης εφαρμογής αυτής της στρατηγικής. Σε μερικές περιπτώσεις, το κόστος από την οργάνωση της εξαγοράς μπορεί να υπερβαίνει την αξία που προέρχεται από τη στρατηγική συγγένεια των επιχειρήσεων και τότε η εξαγορά δεν πρέπει να υλοποιηθεί. Για αυτό το λόγο, πολλοί παρατηρητές συνηγορούν στο ότι οι πιθανές οικονομίες φάσματος μεταξύ των συμβαλλομένων εταιρειών δεν πραγματοποιούνται πλήρως. Για παράδειγμα, παρά τις πολυάριθμες συγχωνεύσεις στον τομέα των πολυμέσων κατά τη δεκαετία του 1990 (Time Warner, Turner Broadcasting and AOL, The Walt Disney Company, Capital Cities/ ABC and ESPN, GE and NBC, Westinghouse and CBS) , μόνο η Viacom και η News Corporation φαίνεται να έχουν πραγματοποιήσει κάποιες σημαντικές οικονομίες φάσματος, σύμφωνα με τον Landro (1995).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ ΤΩΝ Ε&Σ

Ο Steiner (1975) αναφέρει ότι οι λόγοι που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε μια στρατηγική ανάπτυξης μέσω Ε ή Σ είναι ποικίλοι και περίπλοκοι, με αποτέλεσμα να μη μπορούμε να αποδώσουμε την πραγματοποίησή τους σε ένα μόνο παράγοντα. Όσον αφορά όμως στην επιτυχία μιας τέτοιας στρατηγικής, τα βήματα που πρέπει να ακολουθήσουν τα στελέχη των επιχειρήσεων που σκοπεύουν να εμπλακούν σε κάποια Ε ή Σ εστιάζουν στην προσεκτική αξιολόγηση των εταιριών-στόχων καθώς και στους ξεκάθαρους στόχους που ίδιοι θέτουν εξ'αρχής. Στον παρακάτω πίνακα αναφέρονται ορισμένα χαρακτηριστικά επιτυχίας των Ε και Σ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 - ΟΡΙΣΜΕΝΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ Ε&Σ

ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ
Σωστή αξιολόγηση των επιχειρήσεων-στόχων.	Επιλογή της επιχείρησης που πληρεί όλες τις προϋποθέσεις σχετικά με την απόδοση και τα κέρδη που θα αποφέρει.
Εξαγορά επιχειρήσεων – στόχων που διαθέτουν στοιχεία συμπληρωματικά με αυτά της μητρικής επιχείρησης.	Μεγάλη πιθανότητα ύπαρξης ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και συνεργιών.
Συμβατότητα εταιρικής κουλτούρας των επιχειρήσεων.	Καλύτερη συνεργασία, ευκολότερη διαδικασία ενοποίησης.
Φιλική εξαγορά.	Ευκολότερη και γρηγορότερη ενοποίηση των δύο επιχειρήσεων.
Οικονομική άνεση ή δυνατότητα ανάληψης χρέους, εκ μέρους της εξαγοράζουσας επιχείρησης.	Ευκολότερη χρηματοδότηση της εξαγοράς και μικρότερο χρέος μετά.
Εμπειρία στελεχών που θα ασχοληθούν με την ΕήΣ.	Ευελιξία κατά τις διαπραγματεύσεις και καλύτερη εκμετάλλευση ευκαιριών για βελτίωση της απόδοσης και των δύο επιχειρήσεων.

Προσαρμογή από : Hitt M.A., D.R., Ireland, and R.E. Hoskisson, “Strategic Management: Competitiveness and Globalization”, South-Western College Publishing, 2001, 4th edition, pp 298

Σε διεθνές επίπεδο οι managers των εμπλεκόμενων εταιρειών πρέπει να ακολουθούν ορισμένους κανόνες επίσης, προκειμένου να πραγματοποιηθούν επιτυχημένες εξαγορές και συγχωνεύσεις. Αυτοί οι κανόνες αναφέρονται στη συνέχεια.

A. ΚΑΝΟΝΕΣ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ MANAGERS ΤΩΝ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΕΜΠΛΕΚΟΝΤΑΙ ΣΕ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΕΣ Σ&Ε.³

Πρώτα από όλα, οι managers πρέπει να προσανατολιστούν στην *αναζήτηση σπάνιων και αξιόλογων οικονομιών φάσματος*. Ουσιαστικά, δεν πρέπει να λάβουν υπόψιν τους μόνο την αξία της επιχείρησης στόχου που συνδέεται με τη δική τους επιχείρηση, αλλά και την αξία της επιχείρησης στόχου που συνδέεται με άλλες πιθανές αγοράστριες εταιρείες. Αυτό είναι πολύ σημαντικό γιατί η διαφορά στην αξία που προκύπτει μεταξύ της σχέσης της επιχείρησης στόχου με την αγοράστρια εταιρεία και της σχέσης μεταξύ της ίδιας εταιρείας στόχου με άλλες πιθανές αγοράστριες εταιρείες προσδιορίζει το μέγεθος του οικονομικού κέρδους από την εξαγορά.

Επίσης, ένας τρόπος αποκόμισης μεγαλύτερης απόδοσης είναι η αποφυγή ύπαρξης πολλών αγοραστριών εταιρειών για τον ίδιο στόχο. Προκειμένου να επιτευχθεί αυτό, οι managers πρέπει να *κρατούν την πληροφορία για τη διαδικασία της εξαγοράς μακριά από τις άλλες πιθανές αγοράστριες εταιρείες*. Για να εμπλακούν και άλλες επιχειρήσεις στην εξαγορά του ίδιου στόχου, πρέπει να γνωρίζουν την αξία των οικονομιών φάσματος μεταξύ των ίδιων και του στόχου. Αν μόνο μια αγοράστρια εταιρεία γνωρίζει αυτήν την πληροφορία, και αν μπορεί να κλείσει τη συμφωνία πριν γνωστοποιηθεί η αξία αυτής της συναλλαγής, τότε μπορεί να κερδίσει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα από την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Πολλές φορές, βέβαια, αυτό είναι δύσκολο και συχνά παράνομο.

³ Jay B. Barney and William S. Hesterly (2008), “Strategic Management and Competitive Advantage: Concepts and Cases, 2nd Edition, Prentice Hall

Εκτός από την απόκρυψη πληροφοριών προς τις άλλες πιθανές αγοράστριες εταιρείες, εταιρεία που ενδιαφέρεται να αποκτήσει μια άλλη πρέπει να *κρατάει την πληροφορία σχετικά με την αξία των οικονομικών φάσματος που πραγματοποιεί με την εταιρεία στόχο μακριά από άλλες εταιρείες στόχους*. Αυτό πρέπει να συμβεί διότι η εταιρεία στόχος μόλις αντιληφθεί ότι βρίσκεται στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος προς εξαγορά, και μάλιστα, μόλις μάθει την αξία στην οποία πρόκειται να αγοραστεί, ενδέχεται να «καλέσει» κι άλλες αγοράστριες εταιρείες προκειμένου να επιτευχθεί μια καλύτερη προσφορά.

Τέταρτον, οι αγοράστριες εταιρείες θα πρέπει να *αποφεύγουν να κερδίζουν σε πολέμους προσφορών*. Για να κερδίσει μια εταιρεία έναν τέτοιο «πόλεμο», θα πρέπει να πληρώσει μια τιμή τουλάχιστο ίση με την πλήρη αξία της επιχείρησης στόχου. Η πραγματοποίηση μιας τέτοιας εξαγοράς, ως απόρροια του ανταγωνισμού, θα μειώσει σίγουρα την οικονομική απόδοση της αγοράστριας εταιρείας.

Επίσης, οι managers θα πρέπει να *ολοκληρώσουν γρήγορα τη συμφωνία εξαγοράς*. Ο χρόνος παίζει σημαντικό ρόλο στην επιτυχία μιας εξαγοράς. Χρειάζεται χρόνος για να διαρρεύσει η πληροφορία στην αγορά και να δημιουργηθεί ανταγωνισμός για την ίδια επιχείρηση-στόχο. Έτσι μια αγοράστρια εταιρεία που κλείνει τη συμφωνία γρήγορα μπορεί να αποκτήσει μεγαλύτερη απόδοση καθώς αποφεύγει να εμπλακεί σε «πόλεμο» με άλλες αγοράστριες εταιρείες. Βεβαίως, αυτό δε σημαίνει ότι οι αγοράστριες εταιρείες θα πρέπει να λαμβάνουν τις αποφάσεις εξαγοράς γρήγορα. Απεναντίας σε αυτή τη φάση θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεχτικές, αλλά αργότερα θα πρέπει να είναι ταχείς στην αξιολόγηση και ολοκλήρωση αυτών.

Τέλος, μια εξαγορά μπορεί να αποτελέσει πηγή οικονομικού κέρδους για την αγοράστρια εταιρεία αν η τελευταία εφαρμόσει αυτή τη στρατηγική σε *μια αγορά όπου λίγες εταιρείες εμπλέκονται σε εξαγορές*. Ο ανταγωνισμός σε αυτές τις αγορές γίνεται σε τοπικό επίπεδο, οι εταιρείες είναι ιδιωτικές και μάλιστα, πολλές φορές, είναι μονοπρόσωπες. Παραδείγματα τέτοιων αγορών είναι η αγορά μεταχειρισμένων αυτοκινήτων, η βιομηχανία fast-food, τα κομμωτήρια κτλ.

**Β.ΚΑΝΟΝΕΣ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ MANAGERS ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΩΝ
ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΕΜΠΛΕΚΟΝΤΑΙ ΣΕ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΕΣ Σ&Ε.⁴**

Αν και οι managers των αγοραστριών εταιρειών μπορούν να κάνουν αρκετά πράγματα για να μεγιστοποιήσουν την πιθανότητα επίτευξης οικονομικού κέρδους από τη στρατηγική των συγχωνεύσεων και εξαγορών, και οι managers των επιχειρήσεων στόχων μπορούν να ακολουθήσουν κάποιες πρακτικές προκειμένου να επιβεβαιώσουν ότι θα ωφεληθούν και οι ίδιοι με κάποιο τρόπο.

Αρχικά, οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις πρέπει να ζητούν πληροφορίες από τις αγοράστριες σχετικά με την αξία που αυτές αποδίδουν στην επιχείρησή τους. Όταν οι managers της επιχείρησης στόχου γνωρίζουν την πλήρη αξία των περιουσιακών τους στοιχείων, τότε είναι σε πλεονεκτική θέση για να αποκτήσουν αυτήν την αξία κατά την ολοκλήρωση της εξαγοράς.

Μόλις η εταιρεία στόχος μάθει την φύση και την αξία των οικονομιών φάσματος που υπάρχουν μεταξύ της ίδιας και της ενδιαφερόμενης αγοράστριας εταιρείας, η πρώτη είναι σε θέση να εκμεταλλευτεί αυτήν την πληροφορία αναζητώντας άλλες εταιρείες που μπορεί να έχουν την ίδια σχέση με αυτή και καλώντας τις σε μια διαδικασία εξαγοράς. Καλώντας και άλλες αγοράστριες εταιρείες στη διαδικασία της προσφοράς, η εταιρεία στόχος αυξάνει την ανταγωνιστικότητα της αγοράς για επιχειρηματικό έλεγχο, και αυξάνοντας έτσι την πιθανότητα η αξία που δημιουργείται από την εξαγορά να ενσωματωθεί από την εταιρεία στόχο.

Τέλος, είδαμε και παραπάνω ότι οι αγοράστριες εταιρείες έχουν κίνητρο την επίσπευση της διαδικασίας της εξαγοράς για να εμποδίσουν άλλες επιχειρήσεις να εμπλακούν σε μια εξαγορά. Από την άλλη, οι εταιρείες στόχοι επιθυμούν να καθυστερήσουν αυτή τη διαδικασία προκειμένου να δώσουν χρόνο και σε άλλες ενδιαφερόμενες εταιρείες να κάνουν προσφορά. Σκοπός, όμως, είναι να καθυστερήσει απλώς η εξαγορά προκειμένου να δημιουργηθεί μια πιο ανταγωνιστική αγορά για επιχειρηματικό έλεγχο, κι όχι να σταματήσει. Αν η αγορά στην οποία λαμβάνει χώρα η εξαγορά είναι ανταγωνιστική, τότε

⁴ Jay B. Barney and William S. Hesterly (2008), “Strategic Management and Competitive Advantage: Concepts and Cases, 2nd Edition, Prentice Hall

οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου θα οικειοποιηθούν όλη την αξία των οικονομικών φάσματος. Εμποδίζοντας την εξαγορά σε αυτή τη φάση μπορεί να είναι έχει ιδιαίτερο κόστος στους μετόχους της εταιρείας στόχου.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

ΕΝΟΤΗΤΑ ΙΙ

Η ΕΞΕΤΑΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Σε αυτήν την ενότητα θα εξετάσουμε την επίπτωση που έχουν οι διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις στις μετοχικές αποδόσεις αλλά και στην καθαρή θέση, και γενικότερα, στη χρηματοοικονομική κατάσταση των εταιρειών που συμμετέχουν σε τέτοιου είδους στρατηγικές, λαμβάνοντας υπόψιν διάφορου είδους μεθοδολογίες και διαφορετικούς παράγοντες που επηρεάζουν κάθε φορά τα αποτελέσματα. Ας δούμε όμως πρώτα, συνοπτικά, τις μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται για την εξαγωγή των συμπερασμάτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗ ΜΕΛΕΤΗ ΤΩΝ Ε&Σ

Στη μελέτη του ο [Paul A. Pautler, 2001](#), αναφέρει ότι συμπεράσματα σχετικά με τις επιπτώσεις των εξαγορών και συγχωνεύσεων προκύπτουν από διάφορες πηγές. Η σχετική βιβλιογραφία και αρθρογραφία είναι η κυριότερη πηγή, καθώς επικεντρώνεται στις επιπτώσεις που μια συγχώνευση ή εξαγορά έχει στον πλούτο των μετόχων της αγοράστριας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Μία κοινή τεχνική εξέτασης των αποτελεσμάτων αφορά στην αντίδραση των μετοχών και γενικότερα της χρηματιστηριακής αγοράς στην ανακοίνωση του γεγονότος. Οι μελέτες του γεγονότος, τα λεγόμενα “event studies” χρησιμοποιούν την υπόθεση της αποτελεσματικότητας της χρηματοοικονομικής αγοράς, δηλαδή την υπόθεση ότι η τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης αντικατοπτρίζει όλη τη διαθέσιμη πληροφορία σχετικά με την αναμενόμενη κερδοφορία αυτής, προκειμένου να εκτιμήσουν τις συνέπειες των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Με τη μέθοδο αυτή αρχικά εξετάζεται η σχέση μεταξύ της τιμής της μετοχής της ατομικής επιχείρησης και της τιμής της αγοράς που δίνεται από το συνδυασμό ενός δείγματος εταιρειών για αρκετό διάστημα πριν από κάποια ανακοίνωση εξαγοράς. Αλλαγή σε αυτήν την «ομαλή» σχέση γύρω από την χρονική περίοδο της ανακοίνωσης (event window), περίπου 5 μέρες πριν και 5 μέρες μετά από αυτήν, δημιουργεί μη κανονικές κινήσεις στις τιμές των μετοχών. Αυτές οι μη κανονικές αποδόσεις που δημιουργούνται (Abnormal Returns -ARs) εξετάζονται με κάποια τεστ στατιστικού ελέγχου έτσι ώστε να εκτιμηθεί η σημαντικότητα των αποτελεσμάτων, δηλαδή το κατά πόσο τα αποτελέσματα

στηρίζονται σε τυχαίο γεγονός. Όσο μεγαλύτερο είναι το t-statistic τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα τα αποτελέσματα να είναι τυχαία.

Μία δεύτερη μέθοδος εξέτασης των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η εξέταση των λογιστικών δεδομένων των εταιρειών (accounting studies) πριν και μετά την εξαγορά, έτσι ώστε να καθοριστούν οι αλλαγές που επιφέρουν τέτοιου είδους στρατηγικές στη χρηματοοικονομική τους κατάσταση. Πολλές μελέτες (ενδεικτικά αναφέρουμε τις μελέτες των [Mueller, 1980](#) – [Healy, Palepu και Ruback, 1992](#) – [Salleo, 2008](#)) επικεντρώνονται σε λογιστικούς και χρηματοοικονομικούς δείκτες για να εκτιμήσουν την απόδοση της επιχείρησης. Αυτοί οι δείκτες είναι, μεταξύ άλλων, η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE), η απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού (ROA), η ρευστότητα, ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης, το περιθώριο κέρδους, η απόδοση των χρηματικών διαθεσίμων.

Ο [Bruner \(2001\)](#) αναφέρει ότι ένας εναλλακτικός τρόπος μελέτης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε κάποια εξαγορά ή συγχώνευση είναι η διενέργεια έρευνας από τα στελέχη της επιχείρησης υπό τη μορφή ερωτηματολογίων. Σε αυτή τη μέθοδο δηλαδή, δε χρησιμοποιούνται στατιστικά μέτρα για να αξιολογήσουν τις αποδόσεις των μετοχών των συμβαλλομένων εταιρειών με την ανακοίνωση κάποιας εξαγοράς ή τα αποτελέσματα στους οικονομικούς δείκτες των επιχειρήσεων αυτών. Χρησιμοποιούνται ποιοτικά χαρακτηριστικά, αλλά τα αποτελέσματα είναι παρόμοια με αυτά που προκύπτουν από τις επιστημονικές μεθόδους. Οι [Ingham, Kran and Lovestam \(1992\)](#) έκαναν έρευνα σε στελέχη 146 μεγάλων επιχειρήσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι 77% των στελεχών πίστευαν ότι η κερδοφορία αυξήθηκε βραχυπρόθεσμα μετά από τη συγχώνευση, ενώ το 68% πίστευαν ότι η βελτιωμένη κερδοφορία μπορούσε να διατηρηθεί και μακροπρόθεσμα.

Σύμφωνα λοιπόν με την πραγματοποίηση των προαναφερόμενων ερευνών, απευθυνόμενες προς τη διοίκηση των εταιρειών, σχετικά με το ποσοστό των συμφωνιών που οδηγούν σε δημιουργία αξίας και ανταποκρίνονται στις προσδοκίες των στρατηγικών στόχων των επιχειρήσεων, βρέθηκε ότι μόνο το 37% των συμφωνιών δημιουργούν αξία για τους αγοραστές. Τα αποτελέσματα διαφοροποιούνται κάπως όταν η έρευνα διενεργείται σε στελέχη επιχειρήσεων οι οποίες έχουν ήδη συμμετάσχει σε κάποια Συγχώνευση ή Εξαγορά και μιλούν για τη δική τους εμπειρία. Σε αυτή την περίπτωση παρατηρείται ότι το

58% των ερωτηθέντων πιστεύουν ότι η συμφωνία που έκαναν οι managers για τη δική τους εταιρεία είχε ως αποτέλεσμα τη δημιουργία αξίας για την επιχείρησή τους, ενώ το 51% πιστεύει ότι η συμφωνία δεν οδήγησε στη δημιουργία αξίας. Τέλος, το 31% πιστεύει ότι οι στόχοι της επιχείρησης δεν υλοποιήθηκαν. Αυτή η διαφορά στα αποτελέσματα έγκειται, από τη μία πλευρά, στην καλύτερη πληροφόρηση που έχει η Διοίκηση για την εξέλιξη της δικής της Ε ή Σ, και από την άλλη, στον εγωισμό των στελεχών προκειμένου να δείξουν την ανωτερότητα της δικής τους συμφωνίας έναντι των άλλων επιχειρήσεων.

Μία τελευταία μέθοδος περιλαμβάνει μελέτες ειδικών περιπτώσεων Ε&Σ (clinical studies) που συνεισφέρουν στην εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την πορεία των αποδόσεων των μετοχών των εταιρειών. Ενδεικτικό παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση της Renault/Volvo. Ο Bruner (1999) εξέτασε την αποτυχημένη προσπάθεια συγχώνευσης της AB Volvo με τη Renault το 1993. Η προσπάθεια αυτή μείωσε κατά 22% την αγοραία αξία της Volvo προτού το διοικητικό συμβούλιο της Volvo αποσυρθεί από τη συμφωνία. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη μελέτη, η μείωση της αξίας της επιχείρησης οφείλεται στη δυσπιστία ως προς τη συνέργεια της συγχώνευσης καθώς και στη μεταφορά του ελέγχου στη Renault. Άλλο ένα παράδειγμα “clinical study” αποτελεί η εξαγορά της Dupont από την Conoco. Ο Ruback (1982) εκτίμησε την καθαρή αξία που δημιουργείται στους μετόχους της αγοράστριας εταιρείας και της εταιρείας στόχου. Οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου (Conoco) έλαβαν κέρδη της τάξης των \$3.2δισ, ενώ οι μέτοχοι της εταιρείας DuPont είχαν απώλειες \$800 εκατομμυρίων. Γενικά, η καθαρή αξία που δημιουργήθηκε από τη συμφωνία ήταν \$2.4 δισ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΕΞΕΤΑΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΩΝ Σ&Ε

Τα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών πάνω στις εγχώριες συγχωνεύσεις και εξαγορές δείχνουν ότι τα κέρδη από τη διαδικασία της εξαγοράς κατευθύνονται προς τους μετόχους της εταιρείας στόχου παρά προς τους μετόχους της αγοράστριας εταιρείας (Jensen και Ruback- 1983, Bhagat, Shleifer και Vishny – 1990 , Eckbo και Thornburn – 2000). Γενικά, οι αγοράστριες εταιρείες είτε δεν πραγματοποιούν κέρδη είτε υφίστανται σημαντική μείωση στην αξία τους.

Παρά την εκτεταμένη έρευνα που έχει γίνει πάνω στις εγχώριες συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι μελέτες πάνω στη χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών που εμπλέκονται σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι περιορισμένη. Επιπλέον, τα αποτελέσματα πάνω στη βραχυπρόθεσμη χρηματοοικονομική απόδοση των εταιρειών αυτών είναι πολλές φορές αντιφατικά. Ειδικότερα, μελέτες όπως αυτές των Doukas και Travlos (1988), Kang (1993), Markides και Ittner (1994) και Markides και Oyon (1998) αποδεικνύουν ότι οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές γενικεύουν σημαντικά κέρδη με την ανακοίνωση κάποιας εξαγοράς. Αντίθετα, μελέτες όπως αυτές των Cakici at al (1996), Seth at al (2000) και Eckbo και Thornburn (2000) αποκαλύπτουν πως κάτι τέτοιο δεν ισχύει. Στη συνέχεια θα εξετάσουμε αναλυτικά την επίπτωση που μια διασυνοριακή εξαγορά ή συγχώνευση έχει στον πλούτο των μετόχων των εμπλεκόμενων εταιρειών.

A. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ Ε&Σ ΣΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΤΟΥ EVENT STUDY

Ξεκινώντας την ανάλυση των μελετών που αφορούν στις αποδόσεις των εταιρειών κατά την περίοδο γύρω από την ανακοίνωση κάποιας συγχώνευσης ή εξαγοράς πρέπει να αναφέρουμε ότι η πληθώρα των μελετών που έχουν υλοποιηθεί με την πάροδο του χρόνου οδηγούν σε ποικίλα συμπεράσματα ανάλογα με τον παράγοντα που, κάθε φορά, εξετάζεται. Προτού ξεκινήσουμε την ανάλυση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων έχει ενδιαφέρον να μελετήσουμε τις επιπτώσεις μιας εγχώριας εξαγοράς μέσα από τη μελέτη των Asquith, Bruner and Mullins (1983). Οι υποθέσεις, στις οποίες στηρίζεται η μελέτη τους σχετικά με την επίπτωση που μια Σ ή Ε έχει στις αποδόσεις των μετοχών των

εξαγοραστριών εταιρειών, συνάδουν με το στόχο των μετόχων περί μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης και άρα του πλούτου τους. Το υπό εξέταση δείγμα εταιρειών αφορά την περίοδο 1963 – 1979 και οι εταιρείες που αναφέρονται είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης ή της Αμερικής.

Προκειμένου να εξεταστούν οι αποδόσεις που δημιουργούνται οι Asquith, Bruner και Mullins στηρίζονται σε τέσσερις υποθέσεις: στη δημιουργία αξίας, στο φαινόμενο της κεφαλαιοποίησης, στην επίπτωση του μεγέθους της εταιρείας στόχου και στην επίπτωση του χρόνου.

Ακολουθώντας τη μεθοδολογία της αξιολόγησης της υπερβάλλουσας απόδοσης των μετοχών από τη διάχυση της πληροφορίας στην αγορά χρησιμοποιώντας δεδομένα από τις καθημερινές αποδόσεις των μετοχών, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι μια εταιρεία που κάνει μια πρόταση συγχώνευσης ή εξαγοράς μπαίνει σε μια διαδικασία για συνεχείς προτάσεις μετά την ολοκλήρωση της πρώτης. Ακολουθείται δηλαδή ένα πρόγραμμα συγχωνεύσεων. Από την εμπειρική ανάλυση των Asquith, Bruner και Mullins προκύπτει ότι το 72% των εταιρειών του δείγματός τους προβαίνουν σε μια δεύτερη προσφορά εξαγοράς μετά από την ολοκλήρωση της πρώτης έπειτα από 8 χρόνια, το 78% αυτών κάνει μια τρίτη προσφορά και το 81% των τελευταίων μια τέταρτη. Είναι όμως χαρακτηριστικό το γεγονός, αν και δεν αποτελεί πανάκεια, ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις που δημιουργούνται κατά την πρώτη συγχώνευση είναι μεγαλύτερες και πιο σημαντικές από ότι στις επόμενες. Αυτό το συμπέρασμα αναφέρεται στην υπόθεση της κεφαλαιοποίησης, δηλαδή στην αποκόμιση μεγαλύτερου οφέλους κατά την πρώτη κίνηση συγχώνευσης με κάποια εταιρεία ή έστω στην αρχή της δραστηριότητας συγχωνεύσεων. Παρόλα αυτά δε μπορεί να χαρακτηριστεί ως οριστικό καθώς πρέπει να ληφθούν υπόψιν και άλλες παράμετροι στην εκτίμηση των αποδόσεων. Αν συμπεριληφθεί η χρονική περίοδος γύρω από την ανακοίνωση π.χ. μια μεγαλύτερη χρονική περίοδος εξέτασης του δείγματος βρίσκουν ότι οι μέσες σωρευτικές αποδόσεις για συγχωνεύσεις υπ' αριθμόν 2 έως 4, μετά την 1^η είναι θετικές (+0,7%) και στατιστικά σημαντικές ($t = +2,80$).

Λαμβάνοντας υπόψιν τους παράγοντες του **σχετικού μεγέθους της εταιρείας - στόχου, την επιτυχία της προσφοράς συγχώνευσης και τη χρονική περίοδο στην οποία αυτή λαμβάνει χώρα** κατά την εξέταση των αποδόσεων των μετοχών, παρατηρούμε ότι οι μέτοχοι της εξαγοράστριας εταιρείας απολαμβάνουν σημαντικές

υπερβάλλουσες αποδόσεις από μια ενδεχόμενη συγχώνευση. Το CAAR του δείγματος είναι μόνο +2,80% και το t-statistic είναι 5,20% , ενώ αποκαλύπτονται ακόμα μεγαλύτερες αποδόσεις μετά την εξέταση των ανωτέρω παραγόντων. Για την απόδειξη αυτού του συμπεράσματος χρησιμοποιείται μια ανάλυση παλινδρόμησης. Η ανάλυση αυτή δείχνει ότι η σχέση μεταξύ των σωρευτικών μη κανονικών αποδόσεων της εξαγοράστριας εταιρείας και του σχετικού μεγέθους της καθαρής θέσης της εταιρείας – στόχου είναι θετική και στατιστικά σημαντική. Όσο μεγαλύτερο το μέγεθος της εταιρείας στόχου τόσο υψηλότερες είναι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις που επιτυγχάνονται στην εταιρεία που προβαίνει σε πρόταση συγχώνευσης. Επίσης όσο περισσότερο επιτυχημένες είναι οι προσφορές τόσο μεγαλύτερες είναι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις που πραγματοποιούνται. Η ανάλυση παλινδρόμησης εκτιμά ότι οι σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για επιτυχημένες συγχωνεύσεις είναι 4% μεγαλύτερες από τις μη επιτυχημένες συγχωνεύσεις.

Συμπερασματικά, αναφορικά με το συγκεκριμένο δείγμα, οι συγχωνεύσεις είναι μια στρατηγική που δημιουργεί θετικές σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις στους μετόχους των εταιρειών που κάνουν την προσφορά . *Αυτό το αποτέλεσμα έρχεται σε αντίθεση με αποτελέσματα προηγούμενων μελετών (πριν από το 1983) λόγω της αποτυχίας των τελευταίων να συμπεριλάβουν παράγοντες όπως το σχετικό μέγεθος της καθαρής θέσης της εταιρείας - στόχου, την επιτυχία της προσφοράς συγχώνευσης και τη χρονική περίοδο στην οποία αυτή λαμβάνει χώρα κατά την εξέταση των αποδόσεων των μετοχών.*

Γενικότερα αναφέρουμε πως διάφορες μελέτες που αφορούν τις εξαγορές κατά τη δεκαετία του '90, όπως η μελέτη των Goergen – Renneboog (2004) έχουν δείξει ότι η ανακοίνωση κάποιας εγχώριας εξαγοράς δημιουργεί μη κανονικές αποδόσεις (abnormal returns) στις αγοράστριες και εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις. Κατά γενική ομολογία, οι μέτοχοι των επιχειρήσεων-στόχων απολαμβάνουν θετικές αποδόσεις στις μετοχές τους έπειτα από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Αντιθέτως, σύμφωνα με τις μελέτες των Walker, 2000; Sirover, 1997 οι αγοράστριες εταιρείες αναφέρουν την πραγματοποίηση αρνητικών αποδόσεων, σε μικρό βαθμό, που έπεται της ανακοίνωσης εξαγοράς. Παρατηρείται όμως μια διάσταση απόψεων αναφορικά με το συγκεκριμένο ζήτημα καθώς άλλοι μελετητές όπως οι Eckbo and Thorburn - 2000 , Maquiera – 1998, Schwert – 2000 και Loderer and Martin – 1990 συνηγορούν στο ότι οι αγοράστριες εταιρείες όχι μόνο δεν παρουσιάζουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις, αλλά θετικές ή έστω μηδενικές. Καταλήγουν, δηλαδή, στο συμπέρασμα ότι οι μέτοχοι της αγοράστριας εταιρείας δε ζημιώνονται.

Περνώντας τώρα στην εξέταση των διασυνοριακών Σ&Ε, που είναι το αντικείμενο του ενδιαφέροντός μας, αναλύουμε τη μελέτη των [Doukas and Travlos, 1988](#) οι οποίοι ερεύνησαν τις διεθνείς εξαγορές και επικεντρώθηκαν στην επίπτωση που αυτές έχουν στον πλούτο των μετόχων των αμερικανικών εταιρειών που προβαίνουν σε κάποια διεθνή εξαγορά. Δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στον παράγοντα της γεωγραφικής διαφοροποίησης, με την έννοια της προϋπάρχουσας επιχειρηματικής δραστηριότητας στη χώρα που μια εταιρεία ενδιαφέρεται να εισέλθει δυναμικά, ή της επέκτασης σε νέες αγορές.

Εξετάζοντας ένα δείγμα αμερικάνικων επιχειρήσεων εισηγμένων στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και της Αμερικής που έχουν συμμετάσχει σε διεθνείς εξαγορές κατά την περίοδο 1975-1983 και συγκεκριμένα 301 ανακοινώσεις ξένων εξαγορών που έγιναν από 202 διαφορετικές επιχειρήσεις, προκύπτουν σημαντικά συμπεράσματα σχετικά με την επίπτωση των Ε&Σ στην αξία της αγοράστριας επιχείρησης. Προκειμένου να γίνει εκτίμηση των μη κανονικών αποδόσεων των μετοχών και να εξακριβωθεί αν οι μέτοχοι μιας αγοράστριας επιχείρησης πραγματοποιούν μη κανονικές αποδόσεις κατόπιν της ανακοίνωσης της εξαγοράς, χρησιμοποιείται το μοντέλο της αγοράς (Market Model) και ένα event window (-10, +10). Σύμφωνα με τον Fama, το μοντέλο της αγοράς εκφράζεται ως εξής:

$R_{j,t} = a_j + b_j R_{mt} + e_{jt}$, όπου $R_{j,t}$ είναι το ποσοστό της απόδοσης του αξιογράφου j για τη χρονική στιγμή t , R_{mt} είναι το ποσοστό της απόδοσης της αγοράς στη χρονική στιγμή t , e_{jt} είναι το σφάλμα του αξιογράφου και a_j και b_j είναι εκτιμητές του μοντέλου της αγοράς.

Η μη κανονική απόδοση για την κοινή μετοχή μιας εταιρείας τη χρονική στιγμή t δίνεται από τον τύπο: $AR_{jt} = R_{j,t} - R_{mt}$.

Οι Doukas και Travlos καταλήγουν στο συμπέρασμα, χρησιμοποιώντας το μοντέλο της αγοράς και τη μέθοδο της cross – sectional analysis, ότι όταν οι επιχειρήσεις επεκτείνονται σε νέες αγορές, στις οποίες δε λειτουργούσαν ποτέ πριν, ειδικότερα σε αναπτυσσόμενες αγορές που είναι λιγότερο συσχετισμένες με την ανεπτυγμένη αμερικάνικη οικονομία αντιμετωπίζουν μεγαλύτερα abnormal returns στις μετοχές τους. Επίσης συμπεραίνεται πως η ανακοίνωση μιας εξαγοράς δίνει ένα «σήμα» στην αγορά για

διάχυση τεχνογνωσίας και αξιοποίησης παραγωγικών συντελεστών και είναι ικανή να δημιουργήσει abnormal returns στη μετοχή της εταιρείας. Οι εξαγορές που έχουν ως στόχο τη γεωγραφική διαφοροποίηση επιτυγχάνουν μεγαλύτερες αποδόσεις. Ακόμη από την ανωτέρω μελέτη προκύπτει ότι τα αποτελέσματα μιας διεθνούς συγχώνευσης εξαρτώνται από την παρουσία που ήδη έχει η εταιρεία –στόχος στη χώρα υποδοχής, ή το βαθμό έκθεσής της στο εξωτερικό. Τέλος, αναφέρεται ότι στόχος της διεθνούς εξάπλωσης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Οι μέτοχοι των πολυεθνικών εταιριών που λειτουργούν στη χώρα της εταιρείας στόχου απολαμβάνουν μη σημαντικές αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις, ενώ οι εγχώριες εταιρείες που εξαπλώνονται διεθνώς για πρώτη φορά έχουν μη σημαντικές θετικές επιδράσεις.

Ειδικότερα η συγκεκριμένη μελέτη καταλήγει στην άποψη ότι οι μέτοχοι των εγχώριων επιχειρήσεων που επεκτείνονται διεθνώς απολαμβάνουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις αλλά και μη σημαντικές στην ανακοίνωση μιας εξαγοράς. Αντιθέτως, οι μέτοχοι εταιρειών που ήδη λειτουργούν στη χώρα της επιχ/σης στόχου έχουν μη σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στην τιμή της μετοχής της, ενώ η επίπτωση στην τιμή της μετοχής της εταιρείας που δε λειτουργεί στη χώρα της επιχ/σης στόχου είναι, κατά μέσο όρο, θετική και στατιστικά σημαντική. Αυτό συμβαίνει γιατί η ανακοίνωση μιας τέτοιας εξαγοράς δίνει ένα θετικό «σήμα» στην αγορά και ειδικότερα στους επενδυτές.

Η μελέτη των [Harris and Ravenscraft \(1991\)](#) ασχολήθηκε με τις αποδόσεις των μετοχών για 1273 αμερικάνικες επιχειρήσεις που εξαγοράστηκαν την περίοδο 1970 – 1987. Βρήκαν ότι στο 75% των διασυνοριακών εξαγορών, οι αγοραστές και οι πωλητές δεν ήταν σε σχετικούς βιομηχανικούς κλάδους καθώς και ότι οι εξαγορές δεν ήταν τόσο συχνές όσο οι εγχώριες συναλλαγές σε βιομηχανίες που χρησιμοποιούν έντονα έρευνα και ανάπτυξη. Τα οφέλη για τις επιχειρήσεις στόχους ήταν μεγαλύτερα σε σχέση με τις εξαγοράστριες επιχειρήσεις. Το φαινόμενο των διασυνοριακών Σ&Ε είναι συνδεδεμένο θετικά με την αδυναμία του δολαρίου.

Είναι γεγονός ότι η έρευνα για τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές έχει μείνει λίγο πίσω σε σχέση με την έρευνα για εγχώριες, όμως υπάρχουν αρκετοί θεωρητικοί λόγοι που μας κάνουν να πιστεύουμε ότι οι διασυνοριακές αποδίδουν μεγαλύτερα οφέλη στις εμπλεκόμενες εταιρείες σε σχέση με τις εγχώριες εξαγορές ([Gonzalez et al., 1998](#)). Επιπλέον, η μελέτη των [Morosini et al \(1998\)](#) βρήκε μια θετική σχέση μεταξύ της

διάστασης της εθνικής κουλτούρας και της απόδοσης που προσφέρει μια διασυνοριακή εξαγορά. Η μελέτη των [Markides και Ittner \(1994\)](#) έδειξε ότι, σε αντίθεση με τις εγχώριες, 276 αμερικάνικες διεθνείς εξαγορές δημιούργησαν αξία στις αγοράστριες εταιρείες.

Ο [Hopkins \(1999\)](#) στη μελέτη του για τις διασυνοριακές εξαγορές, υποστηρίζει ότι οι διασυνοριακές - καθώς και οι συνδεδεμένες εξαγορές - προσθέτουν αξία στον πλούτο των μετόχων της αγοράστριας εταιρείας, σε αντίθεση με τις εγχώριες που δε φαίνεται να ενισχύουν την αξία της επιχείρησης ή τη χρηματοοικονομική της κατάσταση. Με άλλα λόγια, η αγοράστρια εταιρεία δεν ωφελείται από μια εγχώρια εξαγορά, αλλά ωφελείται από μια διασυνοριακή.

Αν και υπήρξε μια μεγάλη έκρηξη στον αριθμό και στο μέγεθος των διασυνοριακών συγχωνεύσεων κατά την περασμένη δεκαετία, υπάρχει μικρή σχετικά έρευνα που εξετάζει αν αυτού του είδους οι συμφωνίες αυξάνουν τον πλούτο των μετόχων των επιτυχημένων αγοραστριών εταιρειών. Στη μελέτη των [Black, Carnes and Jandik \(2001\)](#) ερευνώνται οι μη κανονικές αποδόσεις που δημιουργούνται μακροπρόθεσμα από 361 επιτυχημένες προτάσεις εξαγοράς από αμερικάνικες εταιρείες προς ξένες εταιρείες στόχους κατά την περίοδο μεταξύ 1985 και 1995. Εφαρμόζοντας μια μεθοδολογία που συστήνεται από τους [Lyon et al. \(1999\)](#) και η οποία περιλαμβάνει την εκτίμηση των μη κανονικών αποδόσεων σε χρονικό διάστημα 1, 3 και 5 ετών γύρω από την ανακοίνωση, βρίσκουν πως οι μη κανονικές αποδόσεις είναι σημαντικά αρνητικές για τις αγοράστριες εταιρείες που διενεργούν διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές όσον αφορά στο χρονικό διάστημα 3 και 5 ετών από την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Μόλις υπολογιστούν οι μη κανονικές αποδόσεις, εφαρμόζεται μια ανάλυση παλινδρόμησης χρησιμοποιώντας τις ψευδομεταβλητές.

Στη συνέχεια χωρίζουν τις εταιρείες σε κατηγορίες βάσει κάποιων ιδιαίτερων χαρακτηριστικών που σχετίζονται με την αξία των λογιστικών στοιχείων. Υποθέτουν ότι οι παράγοντες που καθιστούν τα λογιστικά δεδομένα λιγότερο σχετικά με την αξία, κάνουν επίσης πιο δύσκολη τη διαδικασία ακριβούς αποτίμησης των εξαγοραζόμενων εταιρειών από τις αγοράστριες εταιρείες.

Το δείγμα που χρησιμοποιούν αποτελείται από τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές της περιόδου 1985- 1995 που περιλαμβάνει αμερικάνικες αγοράστριες εταιρείες

και ξένες εταιρείες-στόχους σε 17 χώρες. Περιορίζουν τη μελέτη τους στις συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν έως το 1996 προκειμένου να είναι σε θέση να εξετάσουν τις πενταετείς αποδόσεις μετοχών. Το δείγμα λαμβάνεται από την παγκόσμια βάση δεδομένων συγχωνεύσεων, εξαγορών και συμμαχιών (SDC). Η πλειοψηφία των εξαγορών είναι φιλικές και μόνο 3 αναφέρονται ως εχθρικές. Τα δύο τρίτα του δείγματός μας περιλαμβάνουν εταιρείες στόχους μέσα σε τέσσερις χώρες: το Ηνωμένο Βασίλειο (24.2%), Καναδάς (20.1%), Γαλλία (15.1 %) και Γερμανία (11.0%).

Το πρώτο συμπέρασμα της μελέτης των Black et al (2001) είναι ότι μια ολοκληρωμένη διασυνοριακή εξαγορά καταστρέφει αξία μακροχρόνια- 3 έως 5 χρόνια μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής - για τους μετόχους της αγοράστριας εταιρείας . Συγκεκριμένα για χρονικό διάστημα 3 έως 5 ετών, από την ανακοίνωση, οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις είναι σημαντικά αρνητικές. Για χρονικό διάστημα ενός ετούς, παρόλο που παρατηρούνται σημαντικά αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις, οι μέσες ARs δεν είναι στατιστικά σημαντικές.

Το δεύτερο συμπέρασμα έγκειται στο ότι το επίπεδο των μη κανονικών αποδόσεων είναι άμεσα συνδεδεμένο με τη σχετικότητα της λογιστικής πληροφορίας στην αξία της επιχείρησης στην χώρα της επιχείρησης στόχου. Αναφέρεται δηλαδή πως υπάρχει αντίστροφη σχέση, και επιχειρήσεις που αποκτούν εταιρείες σε χώρες όπου η λογιστική πληροφορία σχετίζεται λιγότερο με την αξία, απολαμβάνουν μικρότερες μη κανονικές αποδόσεις. Μια πιθανή εξήγηση για αυτό το αποτέλεσμα είναι ότι οι εταιρείες- στόχοι από τέτοιες χώρες έχουν ένα υψηλότερο κόστος κεφαλαίου λόγω της δυσκολίας πρόβλεψης των μελλοντικών κερδών και ταμειακών ροών, που μειώνουν το ασφάλιστρο πέρα από την εσωτερική οικονομική αξία της εταιρείας που πληρώνεται από τις αγοράστριες εταιρείες.

Οι Chari, Ouimet and Tesar(2004) μελετούν την αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση κάποιας εξαγοράς στις αναπτυσσόμενες αγορές. Γι'αυτό το σκοπό χρησιμοποιούν μια βάση δεδομένων που καλύπτει όλες τις συναλλαγές που περιλαμβάνουν αγοράστριες εταιρείες που εδρεύουν σε ανεπτυγμένες αγορές και εταιρείες στόχους που εδρεύουν σε αναπτυσσόμενες αγορές κατά την περίοδο 1988-2002. Το δείγμα καλύπτει 9 χώρες της Λατινικής Αμερικής και της Ανατολικής Ασίας. Αυτές οι χώρες – στόχοι είναι η Αργεντινή, η Βραζιλία, η Χιλή, η Ινδονησία, η Μαλαισία, το Μεξικό, οι Φιλιππίνες, η Νότια Κορέα και η Ταϊλάνδη.

Ακολουθείται η μεθοδολογία του event study και χρησιμοποιείται το μοντέλο της αγοράς προκειμένου να εκτιμηθούν οι μέσες σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις (Cumulative Abnormal Returns –CARs) που δημιουργούνται με την ανακοίνωση κάποιας εξαγοράς.

Τα στοιχεία δείχνουν ότι η χρηματιστηριακή αγορά αναμένει σημαντική δημιουργία αξίας από την πραγματοποίηση διασυνοριακών συναλλαγών με εταιρείες στις αναπτυσσόμενες χώρες. Κατά μέσο όρο, οι μηνιαίες αποδόσεις των μετοχών των εξαγοραζόμενων εταιρειών που εδρεύουν σε αναπτυσσόμενες αγορές αυξάνονται από 6,68% σε 6,87% όταν ανακοινώνεται κάποια διασυνοριακή εξαγορά, ενώ οι αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών των αναπτυγμένων χωρών αυξάνονται, κατά μέσο όρο, από 1,65% σε 3,05%. Τα οφέλη της εξαγοράς για τις αγοράστριες εταιρείες προκύπτουν από τη μεταφορά της πλειοψηφίας του ελέγχου από τις εταιρείες στόχους των αναδυόμενων χωρών προς τις αγοράστριες εταιρείες των ανεπτυγμένων αγορών. Γενικά όμως, η έκρηξη των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών στις αναδυόμενες αγορές στα τέλη της δεκαετίας του '90 οδήγησε σε ουσιαστικά κέρδη για τους μετόχους και των δύο εμπλεκόμενων εταιρειών.

Πρέπει να σημειωθεί ότι οι Chari et al (2004) αναφέρουν τις αποδόσεις που δημιουργούνται στις συμβαλλόμενες εταιρείες κατά περιοχή. Έτσι, αναφέρεται ότι στην Ανατολική Ασία η αγοράστρια εταιρεία απολαμβάνει κέρδη από 2,7 % έως 3,45% τα οποία είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%. Στη Λατινική Αμερική τα κέρδη είναι και πάλι θετικά και κυμαίνονται από 1,89 έως 2,23 τοις εκατό. Οι εταιρείες στόχοι επίσης απολαμβάνουν κέρδη και ειδικότερα στη Λατινική Αμερική. Στην Ασία, οι αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών στόχων είναι 5,17 % ενώ στη Λατινική Αμερική φτάνουν το 9,68%.

Οι τιμές των μετοχών πριν από την ανακοίνωση κάποιας εξαγοράς περιλαμβάνουν πληροφορίες σχετικά με τις αξίες των δημόσιων αγοραστριών εταιρειών και εταιρειών στόχων. Η αντίδραση των τιμών των μετοχών αυτών των εταιρειών στην ανακοίνωση της εξαγοράς αποκαλύπτει πληροφορίες σχετικά με την πιθανότητα δημιουργίας πλούτου και σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο αποδίδονται τα κέρδη και οι απώλειες στις συμβαλλόμενες επιχειρήσεις.

Τέλος, εξετάζονται οι μετοχικές αποδόσεις των αμερικάνικων αγοραστριών εταιρειών όταν η ανακοίνωση της εξαγοράς γίνεται σε μια ανεπτυγμένη χώρα και όχι σε μια αναπτυσσόμενη αγορά. Από τη μελέτη αυτή προκύπτει ότι η ανακοίνωση της εξαγοράς μιας εταιρείας που δραστηριοποιείται σε μια αναδυόμενη αγορά δημιουργεί θετικές αποδόσεις για τους μετόχους της αγοράστριας εταιρείας καθώς η ανάληψη του επιχειρηματικού ελέγχου είναι το κλειδί της δημιουργίας θετικών αποδόσεων για αυτές τις εταιρείες.

Γενικά, το συμπέρασμα είναι ότι η έκρηξη στις άμεσες ξένες επενδύσεις προς τις αναδυόμενες αγορές κατά τα τέλη της δεκαετίας του '90 οδήγησε σε μεταφορά του ελέγχου στις ξένες αγοράστριες εταιρείες και σε σημαντικά κέρδη για τους μετόχους και των δύο εταιρειών- αγοράστριας και εξαγοραζόμενης.

Οι περισσότερες από τις υπάρχουσες μελέτες πάνω στις Ε&Σ στον τραπεζικό τομέα αφορούν στην Αμερικάνικη Αγορά. Υπάρχουν διάφορες μελέτες που υποστηρίζουν ότι η ανακοίνωση μιας τραπεζικής ΕήΣ ούτε δημιουργεί αλλά ούτε καταστρέφει αξία για τους μετόχους της (Hannan and Wolken [1989], Pilloff and Santomero [1998]). Όμως υπάρχουν και κάποιες άλλες μελέτες που αποδεικνύουν ότι η ανακοίνωση συγκεκριμένου τύπου τραπεζικών Ε&Σ προσθέτουν αξία στον πλούτο των μετόχων. Σύμφωνα με τον DeLong ([2001a],[2001b]), οι Ε&Σ που επικεντρώνονται σε συγκεκριμένες γραμμές δραστηριοτήτων και γεωγραφικών αγορών δημιουργούν αξία με την ανακοίνωση της εξαγοράς.

Η μελέτη των Lepetit, Patry and Rous (2002) εξετάζει την εκτίμηση της χρηματιστηριακής αγοράς σε όρους αναμενόμενου κέρδους των Ε&Σ ανάμεσα σε τράπεζες που ανακοινώθηκαν κατά την περίοδο 1991 και 2001 σε 13 Ευρωπαϊκές αγορές. Συγκεκριμένα το δείγμα που χρησιμοποιείται στηρίζεται στις καθημερινές αποδόσεις των μετοχών Ευρωπαϊκών τραπεζών που εμπλέκονται σε Ε&Σ κατά τη δεκαετία 1991 -2001. Οι καθημερινές αποδόσεις των μετοχών λαμβάνονται από τη βάση δεδομένων της Datastream και από τη λίστα ανακοινώσεων Ε&Σ της βάσης δεδομένων της Thomson Financial Securities Data Company database (SDC-M&A). Οι Ε&Σ χωρίστηκαν σε κάποιες κατηγορίες ανάλογα με τη δραστηριότητα που ανέπτυξαν και τη γεωγραφική τους ειδίκευση ή διαφοροποίηση.

Για την εκτίμηση των μη κανονικών αποδόσεων χρησιμοποιείται για άλλη μια φορά η μέθοδος του event study και συγκεκριμένα το διμεταβλητό μοντέλο GARCH που αναπτύχθηκε από τους Frame & Lastrapes το 1998, λαμβάνοντας υπόψιν τη μεταβλητότητα του beta. Με αυτή τη μέθοδο υπολογίζονται οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις (CARs) που δημιουργούνται ως αποτέλεσμα των Ε&Σ.

Οι Lepetit et al (2002) εξετάζουν τα αποτελέσματα των εξαγορών σε όρους απόδοσης και κινδύνου. Η διαφορά της μελέτης τους από εκείνη των Cybo- Ottone και Murgia το 2000 έγκειται σε 4 παράγοντες. Κατ'αρχήν, χρησιμοποιήθηκε διαφορετική βάση δεδομένων των εξαγορών μηνιαίως, η SDC αντί της AMDATA. Επίσης το δείγμα που εξετάζεται ανήκει στη χρονική περίοδο 1991 -2001. Τρίτον, η μέθοδος που χρησιμοποιείται για την εξέταση των μετοχικών αποδόσεων είναι το διμεταβλητό μοντέλο GARCH το οποίο λαμβάνει υπόψιν τη μεταβλητότητα του κινδύνου, ενώ οι Cybo -Ottone και Murgia χρησιμοποίησαν το μοντέλο της αγοράς που υπέθετε σταθερό beta. Τέλος, εξετάζονται τα αποτελέσματα στην αγορά σε όρους απόδοσης και κινδύνου, κι όχι μόνο απόδοσης όπως γινόταν έως τώρα.

Τα αποτελέσματα της μελέτης τους δείχνουν ότι υπάρχει μια θετική και ταυτόχρονα σημαντική αύξηση στην αξία για το σύνολο των τραπεζών που εξαγοράζονται. Αυτό το συμπέρασμα έρχεται σε αντίθεση με αρκετά event studies που πραγματοποιήθηκαν στην τραπεζική αγορά των ΗΠΑ. Επίσης, γενικά, υπάρχει μια θετική και στατιστικά σημαντική αντίδραση της αγοράς όσον αφορά τους 2 τύπους συναλλαγών: τη διαφοροποίηση προϊόντος και τη γεωγραφική εξειδίκευση. Είναι γεγονός ότι οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου απολαμβάνουν θετικές αποδόσεις με την ανακοίνωση κάποιας εξαγοράς. Σημαντικό ρόλο σε αυτό παίζουν τα κίνητρα των Ε&Σ, που μπορεί να αφορούν αντικατάσταση της υπάρχουσας διοίκησης της εταιρείας καθώς και βελτίωση της αποτελεσματικότητας. Το αποτέλεσμα αυτό συνάδει με τα στοιχεία που αποδεικνύουν στη μελέτη τους οι Cybo-Ottone και Murgia [2000] για τις Ευρωπαϊκές τράπεζες. Ένα ακόμη συμπέρασμα της συγκεκριμένης μελέτης είναι ότι η αγορά αντιδρά θετικά σε Ε&Σ με γεωγραφική ειδίκευση, δηλώνοντας ότι η αγορά αναμένει οφέλη, όπως μείωση του κόστους και εκμετάλλευση της δύναμης της αγοράς. Τρίτον, οι συμφωνίες που περιλαμβάνουν διαφοροποίηση προϊόντος συλλαμβάνουν θετικές προσδοκίες από την αγορά. Αυτό σημαίνει ότι η δραστηριότητα μιας επιχείρησης σε διάφορους κλάδους και προϊόντα έχει σαν αποτέλεσμα τη διαφοροποίηση του κινδύνου. Αξίζει να σημειώσουμε ότι

τα ανωτέρω συμπεράσματα είναι διαφορετικά από αυτά που προκύπτουν από την εμπειρία των αμερικάνικων τραπεζών. Ο DeLong (2001) προσφέρει στοιχεία σχετικά με το γεγονός ότι η αγορά αντιδρά αρνητικά στην ανακοίνωση μιας Ε&Σ με διαφοροποίηση στη δραστηριότητα της επιχείρησης.

Είναι γεγονός ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στον Ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα έχουν αλλάξει το τοπίο σημαντικά κατά την τελευταία δεκαετία. Υπάρχουν 3 μελέτες, αυτές των Tourani-Rad και Van Beek (1999), Cybo-Ottone και Murgia (2000), και Beitel και Schiereck (2001) που εφάρμοσαν τη μεθοδολογία του event study προκειμένου να αναλύσουν τις επιπτώσεις Ε&Σ των Ευρωπαϊκών τραπεζών έπειτα από κάποια σχετική ανακοίνωση. Και οι 3 αυτές μελέτες επικεντρώνονται στο ερώτημα αν οι τραπεζικές Ε&Σ δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία στον πλούτο των μετόχων. Καμία από αυτές τις μελέτες όμως δεν παρέχει σε βάθος ανάλυση επί των παραγόντων που επηρεάζουν και μπορούν να εξηγήσουν τη διαδικασία μέσω της οποίας δημιουργείται αξία. Με αυτό ασχολούνται οι Beitel, Schiereck, και Wahrenburg (2003).

Στη μελέτη τους αναφέρονται σε 98 μεγάλες Ε&Σ Ευρωπαϊκών τραπεζών από το 1985 έως το 2000 προκειμένου να ερευνηθεί το ενδεχόμενο δημιουργίας υπερβάλλουσας απόδοσης στους μετόχους των εταιρειών στόχων, των αγοραστριών εταιρειών και στη συνδυασμένη οντότητα των συμβαλλόμενων εταιρειών. Χρησιμοποιούνται 3 πηγές δεδομένων: Thomson Financial SDC (Securities Data Company – Mergers and Acquisitions Database), Bloomberg, και η βάση δεδομένων Computasoft M&A.

Με τη χρησιμοποίηση των event studies (OLS market model) εξετάζονται διάφορες μεταβλητές που επηρεάζουν μεγέθη όπως το CAR και την αξία της επιχείρησης. Για να διαπιστωθεί το αν υπάρχει κάποια σχέση ανάμεσα σε αυτές τις μεταβλητές και στην αξία που δημιουργείται ή χάνεται μετά από κάποια εξαγορά χρησιμοποιείται μια πολυπαραγοντική ανάλυση παλινδρόμησης cross-sectional regression. Συγκεκριμένα υπολογίζονται οι μη κανονικές αποδόσεις που δημιουργούνται στους μετόχους και ερευνάται αν αυτές είναι διαφορετικές για εξαγοραζόμενες εταιρείες που έχουν υψηλότερο δείκτη market – to – book.

Τα αποτελέσματα της μελέτης τους έδειξαν ότι:

- i. Οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου απολαμβάνουν σημαντικά θετικές μη κανονικές αποδόσεις από τις Ε&Σ ευρωπαϊκών τραπεζών. Όσον αφορά τους μετόχους της αγοράστριας εταιρείας δεν απολαμβάνουν σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις. Σε αντίθεση όμως με τις περισσότερες αμερικάνικες μελέτες υποστηρίζεται, εδώ, ότι το CAR δεν είναι αρνητικό, αλλά κυρίως κοντά στο μηδέν.
- ii. Αποτελέσματα για το συνδυασμό και των 2 εταιρειών δείχνουν ότι επιτυγχάνονται στατιστικά σημαντικές θετικές μη κανονικές αποδόσεις για το σύνολο του δείγματος.
- iii. Ο παράγοντας της γεωγραφικής συγκέντρωσης μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης αποδεικνύεται ότι είναι ένας σημαντικός παράγοντας για την επιτυχία της εξαγοράς των Ευρωπαϊκών αγοραστριών τραπεζών. Παρατηρούνται αντικρουόμενα αποτελέσματα για αγοράστριες και εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις. Οι αγοράστριες εταιρείες απολαμβάνουν ενίσχυση της αξίας τους όταν πραγματοποιούν γεωγραφικά συγκεντρωμένες συναλλαγές, ενώ οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις φαίνεται ότι δημιουργούν περισσότερη αξία στις διασυνοριακές συναλλαγές. Και υπό το πρίσμα της συνδυασμένης οντότητας των δύο επιχειρήσεων η γεωγραφική συγκέντρωση δεν καθορίζει σημαντικά την επιτυχία των Ε&Σ. Όμως, προκύπτει ότι η πραγματοποίηση συνεργειών μπορεί να δημιουργήσει κόστος για τις εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις που πραγματοποιούν συναλλαγές σε αγορές γεωγραφικά συγκεντρωμένες. Έτσι, αυτού του είδους οι συναλλαγές μπορεί να είναι λιγότερο κερδοφόρες για τις εταιρείες-στόχους.

Συγκριτικά με άλλες μελέτες αναφέρεται ότι από το σύνολο 100 διαφορετικών μελετών υπό τη μέθοδο των event studies, 25 περίπου από αυτές υποστηρίζουν ότι οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου και της αγοράστριας εταιρείας απολαμβάνουν θετικές σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις (CAR) κατά τη χρονική περίοδο που εξετάζεται (π.χ. Beitel και Schiereck (2001), Houston, James et al. (2001), Brewer, Jackson et al. (2000), Becher (1999), Cybo-Ottone και Murgia (2000), και οι Kwan και Eisenbeis (1999)). Όμως η πλειοψηφία των event studies υποστηρίζει ότι οι μέτοχοι της αγοράστριας εταιρείας υπόκεινται σε στατιστικά σημαντικά αρνητικά CARs (e.g., DeLong (2001), Karceski, Ongena et al. (2000), Kane (2000), Cornett, Hovakimian et al. (2000), Toyne (1998), Subrahmanyam, Rangan et al. (1997), Pilloff (1996), Siems (1996), και Hudgins και Seifert (1996)).

Τα βασικά συμπεράσματα της μελέτης τους είναι:

- a. *Η συγκέντρωση της δραστηριότητας σε ένα τύπο προϊόντος καθορίζει τη δημιουργία αξίας έπειτα από Ε&Σ Ευρωπαϊκών τραπεζών. Όπως αναμενόταν, οι αγοράστριες εταιρείες έχουν καλύτερα αποτελέσματα από τις εξαγοραζόμενες. Όμως, οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου απολαμβάνουν υψηλότερες αποδόσεις στις μετοχές τους όταν η εταιρεία στόχος είναι λιγότερο συγκεντρωμένη σε επίπεδο προϊόντος. Φαίνεται ότι οι αγοράστριες εταιρείες αναγκάζονται να πληρώνουν υψηλότερα premiums στην περίπτωση μη συγκεντρωμένων στόχων. Παρόμοια συμπεράσματα προκύπτουν από τη γεωγραφική συγκέντρωση των εταιρειών. Παρατηρείται πως οι αγοράστριες εταιρείες δημιουργούν αξία στις ενδοσυνοριακές συναλλαγές, ενώ οι εταιρείες στόχοι φαίνεται ότι αποκτούν μεγαλύτερη αξία όταν διενεργούν διασυνοριακές Ε&Σ. Τέλος, αναφορικά με το σχετικό μέγεθος των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας στόχου σε σχέση με αυτό της αγοράστριας, φαίνεται ότι έχει σημαντική επίδραση στην επιτυχία των Ε&Σ μόνο για τους μετόχους των εταιρειών στόχων. Για τις εταιρείες που κάνουν την προσφορά, το σχετικό μέγεθος δεν οδηγεί σε επιτυχημένες Ε&Σ παρά το γεγονός ότι συναλλαγές με μικρότερες εταιρείες δημιουργούν μεγαλύτερη αξία. Για την επίδραση στην οντότητα και των 2 εταιρειών το σχετικό μέγεθος δεν συνεισφέρει σε σημαντικό βαθμό.*
- b. *Το μέγεθος ανάπτυξης της εταιρείας στόχου. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις που υφίστανται οι αγοράστριες εταιρείες καθώς και ο συνδυασμός των συμβαλλόμενων εταιρειών είναι χαμηλότερες όταν αποκτώνται εταιρείες με χαμηλό βαθμό ανάπτυξης. Αυτό σημαίνει ότι οι μέτοχοι της αγοράστριας εταιρείας επιθυμούν να αποκτήσουν εταιρείες με γοργή ανάπτυξη.*
- c. *Η δυνατότητα διαφοροποίησης και μείωσης του κινδύνου. Η μεγάλη δυνατότητα διαφοροποίησης (χαμηλή συσχέτιση) επηρεάζει αρνητικά τη δημιουργία αξίας μιας επιχείρησης και ιδιαίτερα της αγοράστριας επιχείρησης.*
- d. *Αποτελεσματικότητα κέρδους και κόστους. Οι αγορές κεφαλαίου προτιμούν αγοράστριες εταιρείες που είναι περισσότερο αποτελεσματικές στη διαχείριση του κόστους από ότι οι εταιρείες στόχοι. Οι εταιρείες που είναι*

λιγότερο αποτελεσματικές ως προς αυτήν την παράμετρο δημιουργούν περισσότερη αξία στην εξαγοράστρια τράπεζα.

- e. *Μέτρα αποδοτικότητας του στόχου.* Για να ελεγχθεί η απόδοση της εταιρείας στόχου πριν από κάποια εξαγορά, αξιολογούνται 3 δείκτες: τα κέρδη ανά μετοχή (EPS), ο δείκτης αγοραίας αξίας προς λογιστική market-to-book (M/B), και η απόδοση της εταιρείας στόχου στη χρηματιστηριακή αγορά σε σχέση με τις εταιρείες του ίδιου κλάδου κατά τη δωδεκάμηνη περίοδο που προηγείτο της συναλλαγής. Ο δείκτης κέρδη ανά μετοχή φαίνεται ότι δεν επηρεάζει σημαντικά την αξία μιας επιχείρησης και επομένως δεν επιδρά στην επιτυχία ή όχι κάποιας εξαγοράς. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης M/B της εταιρείας στόχου τόσο πιο επιτυχημένη θεωρείται η εξαγορά, καθώς η αγοράστρια εταιρεία αποκομίζει οφέλη. Ο δείκτης αυτός δε θα πρέπει να είναι κάτω από 1, γιατί τότε η αγοράστρια τράπεζα δε θα επωφεληθεί από την εξαγορά. Τέλος, αναφορικά με την απόδοση των μετοχών της εταιρείας στόχου σε σχέση με τις ομοειδείς μετοχές του χρηματιστηρίου πριν από κάποια συναλλαγή βλέπουμε ότι και η αγοράστρια εταιρεία αλλά και η εταιρεία στόχος επωφελούνται από την εξαγορά τραπεζών με κακή μετοχική απόδοση.
- f. *Η εμπειρία των αγοραστριών τραπεζών.* Η εμπειρία μιας τράπεζας αναφορικά με παλαιότερες Ε&Σ δεν επιδρά στην επιτυχία ή αποτυχία μιας νέας εξαγοράς.
- g. *Η μέθοδος πληρωμής.* Ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η συναλλαγή των Ε&Σ παίζει καθοριστικό ρόλο στην επιτυχία ή όχι αυτών, καθώς η αγοράστρια εταιρεία στέλνει ένα «σήμα» στην αγορά. Αν η αγοράστρια τράπεζα πληρώσει με μετοχές η αγορά αντιλαμβάνεται ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη. Συνεπώς, αυτό που παρατηρείται είναι μια αρνητική επίπτωση από ανακοίνωση εξαγοράς από ανταλλαγή μετοχών. Η μέθοδος πληρωμής που προτιμάται είναι τα μετρητά.

Επομένως, λαμβάνοντας υπόψιν όλους τους ανωτέρω παράγοντες οι Beitel et al (2003) καταλήγουν πως οι αγοράστριες εταιρείες δημιουργούν αξία στις ενδοσυνοριακές συναλλαγές τους, ενώ οι εταιρείες-στόχοι φαίνεται ότι αποκτούν μεγαλύτερη αξία όταν διενεργούν διασυνοριακές Ε&Σ. Οι επιτυχημένες αγοράστριες εταιρείες επιλέγουν μικρές και γρήγορα αναπτυσσόμενες εταιρείες προς εξαγορά με σχετικά κακή

αποτελεσματικότητα. Η ανάλυση παλινδρόμησης, γενικά, επιβεβαιώνει τα αποτελέσματα των συγκριτικών στατιστικών μέτρων. Προκύπτει μια μεγάλη διαφορά στην αποτελεσματικότητα κόστους μεταξύ της εταιρείας στόχου και της αγοράστριας εταιρείας, καθώς και μια κακή απόδοση στη μετοχή της εταιρείας στόχου πριν από την εξαγορά. Αυτά τα δύο μέτρα λειτουργούν ως σημαντικοί παράγοντες για τη δημιουργία αξίας μέσα από τις συναλλαγές για τους μετόχους της εταιρείας στόχου.

Τελικά συμπεραίνουμε ότι η αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς ως προς τις εξαγοράστριες εταιρείες στην ανακοίνωση E&S Ευρωπαϊκών τραπεζών μπορεί μερικώς να προβλεφθεί, κάτι που είναι αρκετά βοηθητικό για τη διοίκηση των τραπεζών που αποβλέπει στη βελτίωση της αξίας της τράπεζας και του πλούτου των μετόχων.

Είναι γεγονός ότι η διασυνοριακή δραστηριότητα εξαγοράς αυξήθηκε σημαντικά κατά την περασμένη δεκαετία. Σύμφωνα με τη μελέτη των [Moeller – Schlingemann το 2005](#) αναφορικά με τη σχέση διεθνούς διαφοροποίησης και κερδών των μετόχων των εταιριών που εξαγοράζουν άλλες εταιρείες - στόχους, οι εγχώριες συναλλαγές διαφέρουν από τις διασυνοριακές τόσο ως προς την επίπτωση που υπάρχει στην τιμή της μετοχής όσο και ως προς τη λειτουργική απόδοση της επιχείρησης. Επίσης, ενώ οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές παρουσιάζουν τις ίδιες επιρροές και υποκινούνται, συνήθως από τα ίδια κίνητρα με τις εγχώριες, παρουσιάζουν διαφορετικές ευκαιρίες σε σχέση με τις εγχώριες συναλλαγές. Για παράδειγμα, η εξαγορά ξένων περιουσιακών στοιχείων παρέχει την αγοράστρια εταιρεία με αξιολογες ευκαιρίες όπως η διαχείριση του κινδύνου, βελτιωμένη τεχνολογία και ευνοϊκές κυβερνητικές πολιτικές.

Σε ένα δείγμα 4430 εξαγορών, που περιλαμβάνει 383 διασυνοριακές συναλλαγές και 4047 εγχώριες, μεταξύ του 1985 και 1995 και λαμβάνοντας υπόψιν αρκετούς παράγοντες προκύπτει ότι οι αμερικάνικες εταιρείες που αποκτούν διασυνοριακούς στόχους, σε μια ανακοίνωση για συγχώνευση ή εξαγορά, εμφανίζουν μικρότερες αποδόσεις μετοχών περίπου της τάξης του 1% και σημαντικά χαμηλότερες μεταβολές στα λειτουργικά τους μεγέθη σε σχέση με εταιρείες που αποκτούν άλλες επιχειρήσεις εντός των συνόρων της χώρας. Η διαφορά αυτή καλείται «*φαινόμενο διασυνοριακών συναλλαγών (cross-border effect)*».

Η μεθοδολογία που ακολουθείται περιλαμβάνει ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών για την αξιολόγηση της λειτουργικής απόδοσης της επιχείρησης, καθώς και ανάλυση παλινδρόμησης (univariate analysis και cross-sectional analysis) και στατιστικές μεθόδους (t-tests) προκειμένου να αξιολογηθούν οι αποδόσεις των εταιρειών σε εγχώριο και διασυννοριακό επίπεδο.

Γενικότερα σύμφωνα με τους Moeller και Schlingemann υπάρχουν τα εξής συμπεράσματα:

- Χρησιμοποιώντας διάφορες μεθόδους εκτίμησης των αποδόσεων των μετοχών (cross – sectional analysis, univariate analysis) και λαμβάνοντας υπόψη αρκετές επιχειρήσεις καθώς και τα διάφορα χαρακτηριστικά της συμφωνίας μεταξύ των εταιρειών, καταλήγουν στο συμπέρασμα πως οι εξαγοράστριες εταιρείες που δρουν εκτός συνόρων έχουν αποδόσεις, σχεδόν 100 μονάδες βάσεις, χαμηλότερες από αυτές που παρουσιάζουν οι εταιρείες που δρουν εγχωρίως. Αυτή η διαφορά καλείται «φαινόμενο διασυννοριακών συναλλαγών» και είναι στατιστικά και οικονομικά σημαντικό και ιδιαίτερα δυνατό για το δεύτερο μισό της υπό εξέταση περιόδου και κατά τη διάρκεια περιόδων που η αξία του δολαρίου είναι σχετικά αδύναμη. Το ανωτέρω συμπέρασμα της μελέτης των Moeller και Schlingemann έρχεται σε αντίθεση συγκρινόμενο με το συμπέρασμα των McCabe και Yook (1996) οι οποίοι βρήκαν ότι οι διασυννοριακές εξαγορές παρουσιάζουν ανώτερη απόδοση μετά από την ανακοίνωση κάποιας εξαγοράς από τις εγχώριες συναλλαγές. Βέβαια, το δείγμα τους κάλυπτε την προγενέστερη περίοδο (1979 – 1996).
- Η αύξηση της παγκόσμιας διαφοροποίησης οδηγεί σε χαμηλότερες αποδόσεις έπειτα από την ανακοίνωση μιας εξαγοράς. Αυτό το μέγεθος είναι μεγαλύτερο όταν μιλούμε ταυτόχρονα για παγκόσμια (διεθνή) αλλά και βιομηχανική διαφοροποίηση.
- Οι εταιρείες που συμμετέχουν σε διασυννοριακές συναλλαγές εξαγοράζοντας κάποια άλλη εταιρεία αντιμετωπίζουν χαμηλότερες βελτιώσεις στα λειτουργικά μεγέθη της εταιρείας σε σχέση με τις εγχώριες αγοράστριες εταιρείες . Συνδέοντας τις αποδόσεις των μετοχών που ακολουθούν τις ανακοινώσεις με τη λειτουργική απόδοση βρίσκουμε μια σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ αλλαγών στα λειτουργικά μεγέθη της εταιρείας και στην αντίδραση στην τιμή της μετοχής της εξαγοράστριας εταιρείας.
- Τέλος, τα κέρδη των εξαγοραστριών εταιρειών είναι χαμηλότερα για συναλλαγές που γίνονται με χώρες που έχουν πιο περιοριστική αγορά κεφαλαίων και πιο

περιοριστικό νομικό/ συνταγματικό περιβάλλον που συνδέεται με χαμηλά δικαιώματα των μετόχων, χλιαρή δραστηριότητα στον τομέα των εξαγορών και λιγότερο συγκεντρωμένη ιδιοκτησία. Εξαίρεση σε αυτόν τον κανόνα αποτελεί το Ηνωμένο Βασίλειο, το οποίο επιδεικνύει μικρό βαθμό οικονομικού περιορισμού. Κι ενώ θα έπρεπε οι επιχειρήσεις στόχοι του ΗΒ να έχουν υψηλές αποδόσεις, δεν ισχύει αυτό. Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι το ΗΒ διακρίνεται από υψηλό βαθμό ανταγωνιστικότητας στην αγορά του επιχειρηματικού ελέγχου σε σχέση με άλλες χώρες.

- Οι οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στη χώρα που βρίσκεται η εταιρεία στόχος επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών της. Για παράδειγμα, χαμηλότερες αποδόσεις θα μπορούσαν να υπάρξουν αν υφίσταται ένα χαμηλό επίπεδο ανάπτυξης της χώρας στόχου που συνδέεται με προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency problems) και ασυμμετρία πληροφόρησης. Επίσης χαμηλότερες αποδόσεις πραγματοποιούνται σε χώρες με περισσότερο συγκεντρωμένη ιδιοκτησία κεφαλαίων επειδή υψηλότερα premiums είναι απαραίτητα προκειμένου να δώσουν οι μέτοχοι τα δικαιωμάτά τους. (μελέτη Dahlquist et al, 2003).

Εναλλακτικά, υψηλότερες αποδόσεις πραγματοποιούνται σε αναπτυσσόμενες κεφαλαιακές αγορές ή κυβερνητικά συστήματα, δηλαδή σε χώρες στόχους που διακρίνονται από υποβάθμιση των δικαιωμάτων των μετόχων και επιχειρηματικής επίβλεψης, που συνδέονται με υψηλότερα κόστη αντιπροσώπευσης και ασυμμετρίας πληροφόρησης. Η βιβλιογραφία αναφέρει χώρες με τέτοιο νομικό σύστημα το οποίο προσφέρει χαμηλή προστασία σε μετόχους και επενδυτές. Ένα παράδειγμα του κατά πόσο παίζει ρόλο η κυβερνητική δομή του κράτους στην απόδοση των μετοχών μετά από κάποια εξαγορά είναι η περίπτωση της εξαγοράς της Canadian De Havilland Corporation από τη Boeing το 1986. Η Boeing προχώρησε σε αλλαγή της δομής και της διοίκησης της εταιρείας DHC η οποία διοικούνταν από κυβερνητικούς αντιπροσώπους και εφαρμόζε μια στενή οικονομική πολιτική.

Σημειώνεται ότι οι Chatterjee and Aw (2000) και Eckbo and Thornburn (2000), εκφράζουν την ίδια άποψη με τους Moeller και Schringemann, εξετάζοντας επιχειρήσεις στόχους του Καναδά και του Ηνωμένου Βασιλείου καθώς είχαν καταλήξει νωρίτερα στη μελέτη τους ότι οι αγοράστριες εταιρείες ξένων στόχων παρουσιάζουν κατώτερη απόδοση σε σχέση με αγοράστριες εταιρείες εγχώριων εταιρειών-στόχων. Μάλιστα απέδειξαν ότι οι

μη κανονικές αποδόσεις για τις διασυνοριακές εξαγοραζόμενες εταιρείες είναι θετικές κατά 0,3%.

Γενικά ανάμεσα στα κύρια σημεία της ανάλυσης των Moeller και Schlingemann είναι το γεγονός ότι η αρνητική σχέση ανάμεσα στις διασυνοριακές εξαγορές και στις αποδόσεις των εξαγοραστριών εταιρειών συνεχίζει να υφίσταται ακόμη και μετά από τον έλεγχο πολλών παραγόντων που αναμένεται να επηρεάσουν τις αποδόσεις του εξαγοραστή. Επιπλέον, η ανάλυση δείχνει ότι αυτές οι αποδόσεις είναι σημαντικά χαμηλές για συναλλαγές που αυξάνουν το βαθμό της παγκόσμιας διαφοροποίησης. Τέλος, οι αποδόσεις βρίσκονται στο χαμηλότερό τους επίπεδο όταν αυξάνεται ο βαθμός διεθνούς και βιομηχανικής διαφοροποίησης.

Όσον αφορά στις διαφορές που παρατηρούνται ανάμεσα στις διασυνοριακές και εγχώριες συγχωνεύσεις και εξαγορές οι Moeller and Schlingemann (2005) συγκρίνουν την τιμή της μετοχής και τη λειτουργική απόδοση των αμερικάνικων αγοραστριών εταιρειών που πραγματοποιούν εγχώριες και διασυνοριακές συναλλαγές. Βρήκαν ότι οι διασυνοριακές συναλλαγές προσφέρουν -οικονομικά και στατιστικά σημαντικά- χαμηλότερα κέρδη στις αγοράστριες εταιρείες σε σχέση με τις εγχώριες. Μάλιστα αποδεικνύεται ότι οι αγοράστριες εταιρείες που εμπλέκονται σε διασυνοριακές συναλλαγές απολαμβάνουν χαμηλότερες αποδόσεις περίπου 100 μονάδων βάσης με την ανακοίνωση από τις αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών που εμπλέκονται σε εγχώριες συναλλαγές.

Η μελέτη του Francoeur (2005) ερευνά την επίδραση που έχουν οι διεθνείς εξαγορές και συγχωνεύσεις στην μακροπρόθεσμη χρηματοοικονομική απόδοση των αγοραστριών εταιρειών καθώς και στον πλούτο των μετόχων αυτών. Για να προβεί σε συγκεκριμένα συμπεράσματα χρησιμοποιεί ένα δείγμα 847 διασυνοριακών συναλλαγών εκ των οποίων οι 279 έχουν γίνει από καναδέζικες αγοράστριες εταιρείες κατά την περίοδο 1990-2000. Κάποιες από αυτές τις εταιρείες πραγματοποίησαν και εγχώριες και διασυνοριακές συναλλαγές. Όμως, η πλειοψηφία των εταιρειών του υπό εξέταση δείγματος πραγματοποίησαν λιγότερο από το 50% των εξαγορών τους σε εγχώριο επίπεδο, ενώ ένα σύνολο από 126 εταιρείες που αντιπροσωπεύει το 45% του δείγματος πήραν μέρος αποκλειστικά σε διασυνοριακές Σ&Ε.

Επίσης, πρέπει να αναφέρουμε ότι το δείγμα περιλαμβάνει εξαγορές και συγχωνεύσεις που έγιναν σε 57 διαφορετικές χώρες, με σημαντική συγκέντρωση στις ΗΠΑ (62%). Ακολουθεί το Ηνωμένο Βασίλειο με συγκέντρωση 9%, η Γαλλία με 4% και η Αυστραλία με 3,1%. Όλες οι υπόλοιπες συναλλαγές πραγματοποιήθηκαν στις υπόλοιπες 53 χώρες, ενώ μόνο το 13% των εταιρειών στόχων ήταν δημόσιες επιχειρήσεις.

Χρησιμοποιούνται 2 είδη μεθοδολογίας για την εκτίμηση των μη κανονικών αποδόσεων που προκύπτουν από τις διασυνοριακές εξαγορές: η προσέγγιση ελέγχου των στοιχείων της εταιρείας με τη μέθοδο BHAR για τη χρονική περίοδο 5 ετών μετά από την πραγματοποίηση της εξαγοράς και το τριμεταβλητό μοντέλο των Fama και French (FF3FM) σε συγκεκριμένο ημερολογιακό χρόνο. Και οι δύο μέθοδοι λαμβάνουν υπόψη την εξέταση παραγόντων όπως είναι το μέγεθος της επιχείρησης και ο δείκτης market-to-book των επιχειρήσεων που εμπλέκονται σε διασυνοριακές συναλλαγές.

Συγκεκριμένα, χρησιμοποιώντας την πρώτη μέθοδο προκύπτει ότι οι αγοράστριες εταιρείες δεν απολαμβάνουν μη κανονικές αποδόσεις κατά την περίοδο των 5 ετών που ακολουθεί την υλοποίηση της διασυνοριακής εξαγοράς. Σαν σύνολο οι канаδέζικες αγοράστριες εταιρείες ούτε κερδίζουν, ούτε χάνουν από την εμπλοκή τους σε κάποια διασυνοριακή συναλλαγή.

Μία πρόσφατη έρευνα (André et al, 2004) πάνω στην επίπτωση των διασυνοριακών συναλλαγών έδειξε ότι οι εταιρείες που εμπλέκονται σε τέτοιου είδους συναλλαγές επιδεικνύουν χαμηλότερη απόδοση μακροχρόνια. Η μελέτη όμως του Francoeur διαφέρει από την προαναφερόμενη κατά πολλές έννοιες. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι το δείγμα της μελέτης του Francoeur περιλαμβάνει επιχειρήσεις που ενεπλάκησαν αποκλειστικά σε διασυνοριακές εξαγορές και ο αριθμός των εταιρειών του δείγματος είναι πολύ μεγαλύτερος από το δείγμα που λαμβάνεται στη μελέτη των André et al (2004).

Τέλος, από τη χρησιμοποίηση και της δεύτερης μεθόδου προκύπτει ότι οι εταιρείες που εμπλέκονται σε διασυνοριακές εξαγορές ούτε χάνουν αλλά ούτε κερδίζουν σε αξία. Σύμφωνα με τον Francoeur, η ανάλυση γίνεται υπό το πρίσμα των παραγόντων που αναλύεται παρακάτω:

A) Το επίπεδο δαπάνης για έρευνα και ανάπτυξη

Οι εταιρείες που έχουν ένα υψηλό δείκτη δαπάνης για έρευνα και ανάπτυξη απολαμβάνουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις 4 χρόνια μετά από την ολοκλήρωση της εξαγοράς, σε αντίθεση με εκείνες που εμφανίζουν χαμηλό δείκτη έρευνας και ανάπτυξης και υφίστανται αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις 2 χρόνια μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας.

B) Χαμηλό επίπεδο τεχνογνωσίας (Know-How)

Οι επιχειρήσεις που έχουν χαμηλό επίπεδο τεχνογνωσίας απολαμβάνουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις κατά την περίοδο 2 έως 4 έτη μετά από την ολοκλήρωση της εξαγοράς, ενώ επιχειρήσεις με υψηλό επίπεδο τεχνογνωσίας απολαμβάνουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις καθ' όλη τη διάρκεια των ετών μετά την εξαγορά, αλλά μόνο κατά τον πρώτο χρόνο αυτές οι αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές.

Γ) Μέθοδος πληρωμής

Σε συμφωνία με τις μελέτες των Loughran και Vijh (1997) και των André et al(2004), ο Francoeur διαπιστώνει ότι οι συναλλαγές που δε γίνονται με μετρητά δε συνεισφέρουν στην καλύτερη απόδοση των εταιρειών μετά την εξαγορά.

Δ) Το μέγεθος της αγοράστριας εταιρείας

Το μέγεθος τη αγοράστριας εταιρείας σε όρους εισοδήματος επηρεάζει αρνητικά την χρηματοοικονομική απόδοση αυτής μετά από μια διασυνοριακή εξαγορά. Όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος αυτής τόσο μικρότερη θα είναι η απόδοση που θα απολαμβάνει.

Ε) Το επίπεδο ανάπτυξης της χώρας της εταιρείας στόχου

Σε αντίθεση με τη μελέτη των Doukas και Travlos (1988), υπάρχουν στοιχεία ότι οι εταιρείες που επεκτείνονται με τη μέθοδο της διασυνοριακής εξαγοράς σε μια αναπτυσσόμενη χώρα υφίστανται αρνητικές αποδόσεις.

Γενικά, τα αποτελέσματα της μελέτης δείχνουν ότι οι канаδέζικες επιχειρήσεις που προβαίνουν σε διασυνοριακές εξαγορές δεν υφίστανται σημαντικά κέρδη ή απώλειες και συνεπώς δε δημιουργούνται μη κανονικές αποδόσεις 5 χρόνια μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας. Σε αντίθεση με την απόδοσή τους όταν πραγματοποιούν εγχώριες συναλλαγές, οι επιχειρήσεις καταφέρνουν να απολαμβάνουν τέτοια αξία ώστε να μπορούν να ανταπεξέλθουν στις απαιτήσεις της χρηματιστηριακής αγοράς λαμβάνοντας υπόψιν και

τους κινδύνους σύμφωνα με το μοντέλο των Fama και French. Συγκεκριμένα οι αγοράστριες εταιρείες απολαμβάνουν κέρδη αποτελεσματικότητας και οι μέτοχοι αυτών απολαμβάνουν αξία όταν κατέχουν υψηλό επίπεδο έρευνας και ανάπτυξης καθώς και ικανοποιητικό επίπεδο συνδυασμού έρευνας και ανάπτυξης και κατοχής άυλων αγαθών. Η επιτυχία των διασυνοριακών Σ&Ε στηρίζεται πάνω στην εμπειρία των αγοραστριών εταιρειών καθώς και στην τεχνογνωσία που κατέχουν αναφορικά με τις διεθνείς αγορές. Τα αποτελέσματα αυτά συνάδουν με τις μελέτες διεθνοποίησης των Buckley και Casson (1976) και Rugman (1981).

Ο Tebourbi (2005) μελετά ένα δείγμα 462 εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν από канаδέζικες εταιρείες. Ανάμεσα σε αυτές διακρίνουμε 297 εγχώριες και 165 διασυνοριακές εξαγορές που ολοκληρώθηκαν την περίοδο 1988-2002. Από αυτές οι 96 αφορούν αμερικάνικες εταιρείες στόχους. Σκοπός της μελέτης αυτής είναι η εξέταση της διαφοράς στις αποδόσεις των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών που παρατηρείται ανάμεσα στις εγχώριες και στις διασυνοριακές Σ&Ε. Επίσης εξετάζεται η πιθανότητα δημιουργίας ή απώλειας αξίας για τις αγοράστριες επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε διασυνοριακές εξαγορές. Σε αυτή τη μελέτη, ο Tebourbi επικεντρώνεται στην προστασία των μετόχων και στις αλλαγές που επέρχονται στα λογιστικά δεδομένα της εταιρείας από μια διασυνορική συγχώνευση.

Η μεθοδολογία που ακολουθείται είναι το μοντέλο της αγοράς (market model) για την εξέταση των σωρευτικών μη κανονικών αποδόσεων των αγοραστριών εταιρειών που συμμετέχουν σε εγχώριες και διασυνοριακές εξαγορές. Το event window που χρησιμοποιείται είναι 3 ημέρες και 11 ημέρες γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς $[(-1,1)$ και $(-5, 5)]$.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι αγοράστριες εταιρείες του Καναδά απολαμβάνουν υψηλότερες αποδόσεις όταν πραγματοποιούν διασυνοριακές εξαγορές παρά όταν πραγματοποιούν εγχώριες, κάτι που έρχεται σε αντίθεση με τα στοιχεία που παραθέτουν οι μελέτες που αφορούν αμερικάνικες αγοράστριες εταιρείες (Moeller et al (2005), Starks και Wei (2004)). Συγκεκριμένα πραγματοποιούν υπεραποδόσεις της τάξης του 2.19% όταν διενεργούν διασυνοριακές συναλλαγές και -0.48% όταν διενεργούν εγχώριες για χρονικό διάστημα 3 ημερών γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Αντίθετα στη μελέτη των Moeller et al. (2005) διαπιστώνεται ότι για χρονικό διάστημα $(-1,1)$ επιτυγχάνεται CAR της

τάξης του 1.173% για εγχώριες αμερικάνικες αγοράστριες εταιρείες που διενεργούν εγχώριες εξαγορές και CARs της τάξης του 0.307% για αμερικάνικες αγοράστριες εταιρείες που διενεργούν διασυνοριακές εξαγορές. Αυτή η διαφορά είναι σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Για το ίδιο χρονικό διάστημα γύρω από την ανακοίνωση οι Starks et al. (2004) βρήκαν CAR της τάξης του 0.91% για ξένες αγοράστριες εταιρείες που αποκτούν αμερικάνικες εταιρείες και υπεραποδόσεις 1.35% για αμερικάνικες εταιρείες που διενεργούν εγχώριες συναλλαγές.

Σύμφωνα με τον Tebourbi, η καλύτερη απόδοση των αγοραστριών εταιρειών που εμπλέκονται σε διασυνοριακές εξαγορές παρατηρείται ανεξάρτητα του αν η επιχείρηση στόχος είναι δημόσια ή ιδιωτική, αν οι δραστηριότητες των συμβαλλόμενων εταιρειών συνδέονται ή όχι και αν η προσφορά γίνεται μέσω συγχώνευσης. Τα στοιχεία αυτά συνάδουν με τη θεωρία διεθνοποίησης που προτείνει ότι οι αγοράστριες εταιρείες μπορούν να επιτύχουν ενίσχυση της αξίας της επιχείρησής τους προβαίνοντας σε διεθνή διαφοροποίηση. Το ανωτέρω συμπέρασμα ισχύει επίσης και για συναλλαγές που πληρώνονται με μετοχές, κάτι που επιβεβαιώνει ότι η υπόθεση που συνδέεται με τη μέθοδο πληρωμής δεν ισχύει στην περίπτωση των διασυνοριακών εξαγορών. Ακόμη, από τη μελέτη αυτή προκύπτει πως οι канаδέζικες αγοράστριες εταιρείες εκμεταλλεύονται την υψηλή προστασία των μετόχων στον Καναδά προκειμένου να κάνουν την επιχείρηση στόχο να δεχθεί τις μετοχές ως μέσο πληρωμής και να αποφύγει ταυτόχρονα το φαινόμενο κατά το οποίο η πληρωμή με μετοχές εκλαμβάνεται ως σημάδι υπερεκτίμησης της αξίας της αγοράστριας επιχείρησης, κάτι που είναι σύνηθες στις εγχώριες εξαγορές. Το γεγονός αυτό θα μπορούσε να αποτελέσει σημαντικό πλεονέκτημα συμμετοχής σε διασυνοριακές παρά σε εγχώριες εξαγορές.

Πρόσφατες έρευνες πάνω στις διαφορές εταιρικής διακυβέρνησης μεταξύ των εθνών δείχνουν ότι οι αγοράστριες εταιρείες που προέρχονται από χώρες πιο προστατευμένες από τον ισχύον επιχειρηματικό νόμο και τον εμπορικό κώδικα που υπάρχει στη χώρα προέλευσης της αγοράστριας εταιρείας, τείνουν να αποκτούν εταιρίες από λιγότερο προστατευμένες χώρες και αυτές οι διαφορές έχουν θετική επίπτωση στην εκτίμηση της αξίας της εταιρείας στόχου. Από τη συγκεκριμένη μελέτη προκύπτει ότι οι αγοράστριες εταιρείες από προστατευμένες χώρες τείνουν να πραγματοποιούν διασυνοριακές εξαγορές με λιγότερο προστατευμένες χώρες. Προκειμένου να εξεταστεί γιατί συμβαίνει αυτό χρησιμοποιείται ένα δείγμα αγοραστριών εταιρειών από τον Καναδά που θεωρείται ως η

πλέον προστατευμένη χώρα. Συγκρίνοντας τις μη κανονικές αποδόσεις ανάμεσα στις εταιρείες που προβαίνουν σε διασυνοριακή εξαγορά και σε αυτές που προβαίνουν σε εγχώρια, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι αγοράστριες εταιρείες που διενεργούν διασυνοριακές εξαγορές απολαμβάνουν μεγαλύτερες μη κανονικές αποδόσεις με την ανακοίνωση της εξαγοράς από ότι εκείνες που δρουν σε εγχώριο επίπεδο. Αυτό το συμπέρασμα έρχεται σε αντίθεση με την έρευνα των Moeller et al (2005) and Starks and Wei (2004).

Επίσης αποδεικνύεται ότι οι συναλλαγές που γίνονται με τη μέθοδο της πληρωμής με μετοχές γενικεύουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις για τους μετόχους των εταιρειών που εξαγοράζουν επιχειρήσεις σε διασυνοριακό επίπεδο, κάτι που επιβεβαιώνει την άποψη ότι η μέθοδος πληρωμής στις διασυνοριακές εξαγορές δεν αποτελεί «σήμα» στην αγορά σχετικά με την αξία της αγοράστριας εταιρείας. Για συναλλαγές που έχουν ολοκληρωθεί με μετρητά δεν υπάρχει διαφορά στην απόδοση των μετοχών ανάμεσα στις εγχώριες και διασυνοριακές Σ&Ε. Πρέπει όμως να αναφερθεί ότι η νομική προστασία των επενδυτών μπορεί να επηρεάσει επίσης τη μέθοδο πληρωμής που χρησιμοποιείται στις Ε&Σ. Στην πραγματικότητα, όταν οι αγοράστριες εταιρείες προέρχονται από μια χώρα με υψηλή προστασία των μετόχων είναι πιο πιθανό να κάνουν την εταιρεία στόχο να δεχθεί το μετοχικό κεφάλαιο της αγοράστριας ως πληρωμή. Οι Rossi and Volpin (2004) βρήκαν στοιχεία ότι η πιθανότητα ολικής πληρωμής με μετρητά μειώνεται με το βαθμό της προστασίας των επενδυτών στη χώρα της αγοράστριας εταιρείας και κατέληξαν στο ότι η εξαγορά που πληρώνεται με μετρητά απαιτεί ένα περιβάλλον με υψηλό επίπεδο προστασίας των επενδυτών.

Τέλος, ακόμα και αν οι αγοράστριες εταιρείες που δρουν διασυνοριακά ξεπερνούν σε απόδοση τις αγοράστριες εταιρείες που δρουν εγχωρίως, δεν υπάρχουν στοιχεία που να επιβεβαιώνουν ότι οι διασυνοριακές εξαγορές υποκινούνται από τις ατέλειες της αγοράς όπως οι φόροι και οι συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Οι Grote και Rücker (2007) ερευνούν τις βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις των διασυνοριακών εξαγορών στον πλούτο των μετόχων. Γι' αυτό το σκοπό εξετάζεται ένα δείγμα 155 μεγάλων εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν από Γερμανικές δημόσιες εταιρείες κατά την περίοδο 1985-2006, από τις οποίες οι 115 είναι διασυνοριακές εξαγορές και οι 40 είναι εγχώριες.

Η εφαρμογή της μεθοδολογίας event study συνεισφέρει στον καθορισμό των μη κανονικών αποδόσεων που δημιουργούνται για τους μετόχους της αγοράστριας εταιρείας κατά τη χρονική περίοδο γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Οι ανωτέρω ερευνητές υποθέτουν ότι οι αγορές κεφαλαίου είναι αποτελεσματικές στην ημι-ισχυρή μορφή, ενσωματώνοντας όλη τη δημόσια διαθέσιμη πληροφορία στις τιμές είτε περισσότερο είτε λιγότερο στιγμιαία. Για την εκτίμηση των αναμενόμενων αποδόσεων χρησιμοποιείται το μοντέλο της αγοράς με λογαριθμικές αποδόσεις.

Από την ανάλυση που ακολουθήθηκε βρέθηκε ότι οι διεθνείς συναλλαγές, σε γενικές γραμμές, δεν οδηγούν σε σημαντικές αποδόσεις με την ανακοίνωση κάποιας εξαγοράς. Η γεωγραφία, όμως, κάνει τη διαφορά. Οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου κερδίζουν 6.5% στις διασυνοριακές συναλλαγές εντός των χωρών που έχουν κοινά σύνορα με τη Γερμανία, αλλά χάνουν 4,4% σε άλλες διεθνείς συναλλαγές. Οι Grote και Rücker βρίσκουν ότι η γειτονία είναι ένας από τους πιο σημαντικούς παράγοντες επιτυχίας στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγοράς ακόμα κι όταν εξετάζουμε τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, της χώρας και της ίδιας συμφωνίας μεταξύ των συμβαλλομένων εταιρειών.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

1. Για διαφορετικές χρονικές περιόδους γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς, οι αποδόσεις που δημιουργούνται στις εγχώριες συναλλαγές είναι είτε θετικά σημαντικές είτε μη σημαντικές. Σε αντίθεση, οι αποδόσεις που δημιουργούνται με την ανακοίνωση κάποιας διασυνοριακής εξαγοράς είναι είτε αρνητικά σημαντικές είτε μη σημαντικές. Παρόλα αυτά, οι διεθνείς εξαγορές δεν επιτυγχάνουν καλύτερα αποτελέσματα από τις εγχώριες και κατά μέσο όρο καταστρέφουν αξία για τους μετόχους.
2. Στη συνέχεια γίνεται διαχωρισμός του δείγματος ανάμεσα σε περιοχές προκειμένου να αναλυθεί το αν ο παράγοντας της γεωγραφίας παίζει ρόλο. Διαπιστώνεται ότι οι εξαγορές που διενεργούνται εντός της Δυτικής Ευρώπης δεν παρουσιάζουν αποτελέσματα που διακρίνονται κατά μέσο όρο από το μηδέν. Οι συναλλαγές σε χώρες που έχουν κοινό σύνορο με τη Γερμανία αποδίδουν τα καλύτερα αποτελέσματα με θετικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 6,5% για την εταιρεία στόχο σε χρονικό διάστημα [-20; +20]. Αντίθετα, η εξαγορά εταιρειών σε

χώρες που δεν έχουν κανένα κοινό σύνορο με τη Γερμανία έχει σαν αποτέλεσμα υψηλά σημαντικές αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του -4,4%. Οι εξαγορές στις ΗΠΑ αποδίδουν σημαντικά αρνητικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 4,4% και οι συμφωνίες με τον υπόλοιπο κόσμο αποδίδουν επίσης αρνητικά αποτελέσματα για τη μετοχή της αγοράστριας εταιρείας της τάξης του -8,4%. Ενώ τα αποτελέσματα για τις ΗΠΑ παρουσιάζονται ως μη σημαντικά όταν λαμβάνονται υπόψιν ποικίλα χαρακτηριστικά της χώρας και της συμφωνίας, οι εξαγορές σε γειτονικές χώρες συνεχίζουν να παράγουν σημαντικά θετικές μη κανονικές αποδόσεις.

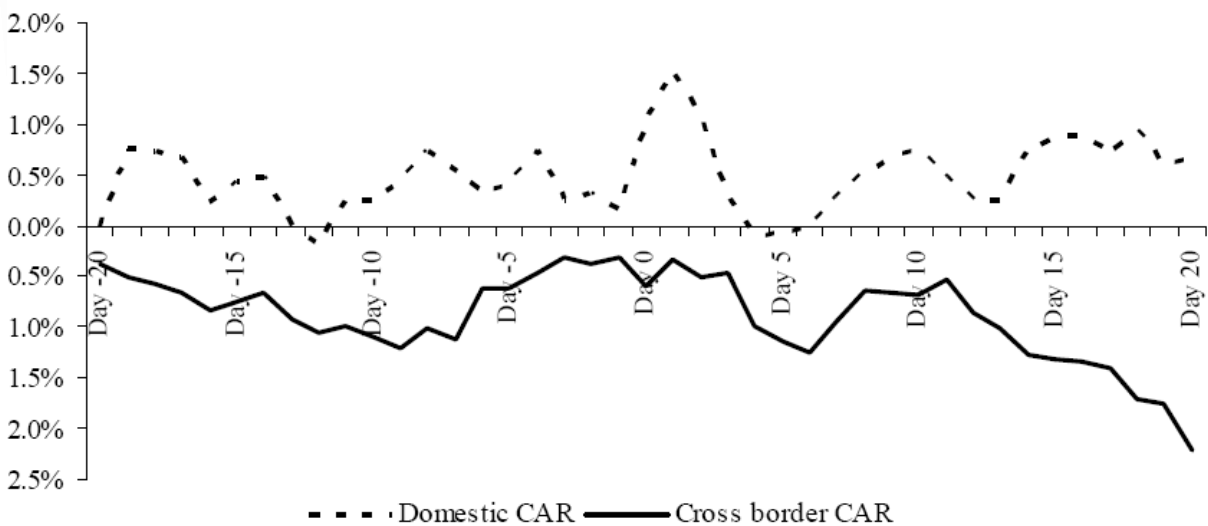
3. Επίσης βρίσκουν ότι η κερδοφορία των αγοραστριών εταιρειών έχει θετική επίδραση, ενώ το μέγεθος αυτής έχει αρνητική επίδραση στις αποδόσεις της μετοχής της με την ανακοίνωση της εξαγοράς. Ένα δυνατό νόμισμα βελτιώνει σημαντικά τα αποτελέσματα του δείγματός τους. Γενικά, τα χρηματικά διαθέσιμα των αγοραστριών εταιρειών, ανεξάρτητα αν η συμφωνία γίνεται με μετρητά ή όχι και οι δαπάνες αυτών για έρευνα και ανάπτυξη δεν αποτελούν σημαντικούς παράγοντες δημιουργίας υπεραποδόσεων για τα περισσότερα υπό εξέταση χρονικά διαστήματα του δείγματος της μελέτης των Grote και Rücker. Άλλωστε, τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τις παρατηρήσεις στις ΗΠΑ δε μεταφέρονται απαραίτητα και στις άλλες περιοχές, καθώς κάθε χώρα έχει τα δικά της χαρακτηριστικά.
4. Τα αποτελέσματα αυτής της μελέτης δεν παρέχουν στήριξη πάνω σε καμία από τις επικρατούσες θεωρίες περί των ωφελειών της επιχειρησιακής διεθνούς διαφοροποίησης. Αντιθέτως, παρέχονται στοιχεία ότι οι αποδόσεις που δημιουργούνται με την ανακοίνωση της εξαγοράς διαφέρουν σύμφωνα με τη γεωγραφική τοποθεσία της εταιρείας στόχου. Η γειτονία είναι ένας από τους πιο σημαντικούς παράγοντες για την επιτυχία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Το γεγονός αυτό μπορεί να έχει πολλαπλές αιτίες. Κατ'αρχήν η ενσωμάτωση των εταιρειών στόχων και η πραγματοποίηση συνεργιών είναι πιο δύσκολες στην περίπτωση που υπάρχει μεγάλη απόσταση μεταξύ των δύο εταιρειών. Επίσης, η γνώση της γλώσσας και της κουλτούρας της άλλης χώρας μπορεί να αποτελέσει ένα πλεονέκτημα. Τέλος, οι εταιρείες που βρίσκονται κοντά μεταξύ τους μπορούν πιο εύκολα να ελεγχθούν.

Συμπερασματικά, οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιούνται ανάμεσα σε γειτονικές χώρες δημιουργούν μεγαλύτερες - στατιστικά και οικονομικά σημαντικές - αποδόσεις σε σχέση με εξαγορές που πραγματοποιούνται ανάμεσα σε πιο απομακρυσμένες χώρες.

Τέλος, όσον αφορά στη σχέση μεταξύ εγχώριων και διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, χρησιμοποιώντας univariate analysis βρέθηκε ότι οι εγχώριες δημιουργούν καλύτερα αποτελέσματα για τους μετόχους από ότι οι διασυνοριακές. Οι μη κανονικές αποδόσεις για τις εγχώριες εξαγορές είναι γενικά μη σημαντικές ή θετικά σημαντικές σε επίπεδο 15% για διαφορετικές χρονικές περιόδους γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Το μοναδικό event window με αρνητικό CAR για τις εγχώριες συναλλαγές είναι το (-5,5) με μια σχετικά μικρή αρνητική απόδοση. Τα παραπάνω αποτελέσματα δείχνουν ότι οι εγχώριες εξαγορές δεν καταστρέφουν αξία για τους μετόχους των αγοραστριών εταιρειών. Αντίθετα, οι μη κανονικές αποδόσεις που δημιουργούνται από τις διασυνοριακές εξαγορές είναι είτε σημαντικά αρνητικές είτε μη σημαντικές.

Διάγραμμα 1

Graph 2: Cumulated abnormal returns for acquirers in domestic and cross-border deals



Πηγή: M. Grote and F. Rücker,(2007), “Acquiring foreign firms far away might be hazardous to your share price: Evidence from Germany”

**B. ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ - ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΕ
ΕΓΧΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΕΣ Σ&Ε**

Παρά τα αντιφατικά συμπεράσματα στα οποία καταλήγουν οι ανωτέρω μελέτες, κατά γενική ομολογία, προκύπτει ότι οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές προσθέτουν μεγαλύτερη αξία, η οποία παρουσιάζεται με τη μορφή υπεραποδόσεων, στον πλούτο των μετόχων της αγοράστριας και εξαγοραζόμενης εταιρείας σε σχέση με τις εγχώριες συναλλαγές (Gongales at al-1998, Markides and Ittner-1994, Hopkins-1999, McCabe and Yook-1996, Tebourbi-2005,). Αυτό οφείλεται εν μέρει στην επίτευξη της διαφοροποίησης από την πλευρά της αγοράστριας εταιρείας, τόσο σε επίπεδο αγοράς όσο και σε επίπεδο προϊόντος. Επίσης διαπιστώνεται ότι τα κέρδη της αγοράστριας εταιρείας που διενεργεί διασυνοριακή εξαγορά μπορεί να είναι υψηλότερα σε σχέση με τα κέρδη μιας αγοράστριας εταιρείας που επιλέγει να αναπτυχθεί στο εγχώριο περιβάλλον. Η στρατηγική της διασυνοριακής ανάπτυξης κρύβει κάποιους κινδύνους που μπορεί να αποτελέσουν ανασταλτικό παράγοντα για την επιτυχία της. Όπως υποστηρίζουν οι Chatterjee at al(2000), Moeller at al(2005), Starks at al(2004), Grote at al(2007), οι διασυνοριακές Σ&Ε μπορεί να οδηγήσουν και σε χαμηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τις εγχώριες Σ&Ε. Όσον αφορά στους μετόχους της εταιρείας στόχου, όμως, παρατηρείται ότι όταν η εξαγορά της εταιρείας αυτής γίνεται από κάποια διεθνή επιχείρηση απολαμβάνουν μεγαλύτερες αποδόσεις από ότι αν η εξαγορά ολοκληρωθεί σε εγχώριο επίπεδο.

Γενικότερα, οι αποδόσεις που δημιουργούνται κατά την περίοδο πριν και μετά την ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι μη κανονικές. Εξετάζοντας τη συμπεριφορά εταιρειών της Αμερικής, του Καναδά, της Γερμανίας, της Λατινικής Αμερικής, της Ανατολικής Ασίας διαπιστώθηκαν διαφορετικά αποτελέσματα για τις αποδόσεις των μετοχών μετά από την ολοκλήρωση μιας διασυνοριακής εξαγοράς. Οι διαφορές αυτές οφείλονται στα διαφορετικά ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε χώρας. Επίσης, παράγοντες όπως η γεωγραφική διαφοροποίηση, η μέθοδος πληρωμής της συναλλαγής, το επίπεδο της οικονομικής ανάπτυξης της χώρας στην οποία εδρεύει η εταιρεία στόχος, το μέγεθος της αγοράστριας εταιρείας καθώς και άλλα χαρακτηριστικά επηρεάζουν με διαφορετικό τρόπο την κίνηση των αποδόσεων των μετοχών των συμβαλλομένων εταιρειών.

Σε αυτό το σημείο αξίζει να αναφέρουμε τις βασικές διαπιστώσεις των προαναφερόμενων μελετών σε σχέση με τις αποδόσεις που δημιουργούνται από τη συμμετοχή μιας επιχείρησης σε διασυνοριακή εξαγορά ή συγχώνευση. Γι' αυτό το σκοπό θα εξετάσουμε κάθε παράγοντα χωριστά:

- **Γεωγραφική διαφοροποίηση.** Σύμφωνα με τις μελέτες των Doukas and Travlos (1988) και Tebourbi(2005) οι αμερικανικές εταιρείες που επεκτείνονται με τη στρατηγική της διασυνοριακής εξαγοράς σε νέες αγορές απολαμβάνουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις, αλλά και μη σημαντικές στην ανακοίνωση μιας εξαγοράς. Αντιθέτως, οι μέτοχοι εταιρειών που ήδη λειτουργούν στη χώρα της επιχ/σης στόχου έχουν μη σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στην τιμή της μετοχής, ενώ η επίπτωση στην τιμή της μετοχής της εταιρείας που δε λειτουργεί στη χώρα της επιχ/σης στόχου είναι, κατά μέσο όρο, θετική και στατιστικά σημαντική. Αυτό συμβαίνει γιατί η ανακοίνωση μιας τέτοιας εξαγοράς δίνει ένα θετικό «σήμα» στην αγορά και ειδικότερα στους επενδυτές. Αντίθετα, οι Moeller at al (2005) και Beitel at al(2003) υποστηρίζουν ότι οι εταιρείες που έχουν σαν σκοπό τη γεωγραφική διαφοροποίηση απολαμβάνουν αρνητικές αποδόσεις.
- **Το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης της εταιρείας στόχου.** Οι Doukas and Travlos(1988) και Chari at al (2004) υποστηρίζουν ότι οι αγοράστριες εταιρείες που αποκτούν διασυνοριακές εταιρείες στόχους οι οποίες ανήκουν σε λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες από τη δική τους απολαμβάνουν μεγαλύτερα ARs στη μετοχή τους σε σχέση με μια ενδεχόμενη επέκτασή τους σε ανεπτυγμένες οικονομίες. Σε αντίθεση με τα ανωτέρω, οι Francoeur (2005), Moeller at al(2005) και Starks at al(2004) αποδεικνύουν ότι όσο χαμηλότερο είναι το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης της χώρας που ανήκει η εταιρεία στόχος τόσο χαμηλότερες αποδόσεις(αρνητικές) απολαμβάνουν οι μέτοχοι των συμβαλλομένων εταιρειών.
- **Μέθοδος πληρωμής.** Ο τρόπος πληρωμής που προτιμάται για την ολοκλήρωση της συναλλαγής είναι τα μετρητά, κι όχι η ανταλλαγή μετοχών, γιατί έτσι δημιουργούνται θετικές μη κανονικές αποδόσεις στους μετόχους και των δύο εταιρειών(Beitel at al- 2003, Francoeur-2005). Σύμφωνα όμως με τον Tebourbi(2005) και η πληρωμή με μετοχές δίνει θετικές μη κανονικές αποδόσεις και κέρδη για τις αγοράστριες εταιρείες σε διασυνοριακό επίπεδο, κάτι που επιβεβαιώνει την άποψη ότι η μέθοδος πληρωμής στις διασυνοριακές εξαγορές δεν αποτελεί «σήμα» στην αγορά σχετικά με την αξία της αγοράστριας εταιρείας.

Για συναλλαγές που έχουν ολοκληρωθεί με μετρητά δεν υπάρχει διαφορά στην απόδοση των μετοχών ανάμεσα στις εγχώριες και διασυνοριακές Σ&Ε.

- **Μέγεθος αγοράστριας εταιρείας.** Οι Francoeur(2005) και Grote and Rücker(2007) αναφέρουν ότι όσο μεγαλύτερη σε μέγεθος είναι η αγοράστρια εταιρεία τόσο μικρότερες και μάλιστα αρνητικές αποδόσεις θα υφίσταται με την ανακοίνωση κάποιας εξαγοράς.
- **Γειτονία.** Τέλος, οι Grote and Rücker(2007) διαπιστώνουν ότι οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιούνται ανάμεσα σε γειτονικές χώρες δημιουργούν μεγαλύτερες - στατιστικά και οικονομικά σημαντικές - αποδόσεις σε σχέση με εξαγορές που πραγματοποιούνται ανάμεσα σε πιο απομακρυσμένες χώρες.

Γ. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ Ε&Σ ΣΤΟΥΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟΥΣ – ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥΣ ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ “ACCOUNTING STUDIES”

Όπως και με τη μέθοδο των event studies, έτσι και με τη μέθοδο accounting studies προκύπτουν διαφορετικά αποτελέσματα όσον αφορά στην αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης των εταιρειών πριν και μετά τη συγχώνευση, όπως αναφέρει ο Bruner, 2001. Άλλες μελέτες προβάλλουν θετικά οικονομικά αποτελέσματα μετά την εξαγορά, κάποιες άλλες αρνητικά, ενώ υπάρχουν και μελέτες που υποστηρίζουν ότι δεν υπάρχει κάποια ουσιαστική μεταβολή στα οικονομικά στοιχεία των συμβαλλόμενων εταιρειών.

Ο Mueller (1980) εξέδωσε μία συλλογή μελετών σχετικά με την κερδοφορία των Ε&Σ σε 7 διαφορετικές χώρες (Βέλγιο, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Σουηδία, Ηνωμένο Βασίλειο και Η.Π.Α.). Όλες οι μελέτες εφάρμοσαν συγκεκριμένα τεστ και έκαναν μία σύγκριση στα αποτελέσματα διασυνοριακών συναλλαγών σε μέρη της Ευρώπης και της Αμερικής. Η έρευνα περιελάμβανε την επαλήθευση θεωριών σχετικά με αλλαγές στο μέγεθος, το δανεισμό και τη ρευστότητα. Η κερδοφορία μετρήθηκε με 3 τρόπους: α) κέρδος προς ίδια κεφάλαια, β) κέρδος προς περιουσιακά στοιχεία και γ) κέρδος προς πωλήσεις. Οι αλλαγές στην κερδοφορία για μια εταιρεία-κατακτητή, οι οποίες μετρούνται ως η διαφορά ανάμεσα στην αποδοτικότητα πριν την εξαγορά και στη μέση κερδοφορία της επιχείρησης για 5 χρόνια πριν τη συναλλαγή, συγκρίθηκαν με παρόμοια μέτρα δύο ομάδων αναφοράς:

α) με εταιρείες που δεν προχωρούσαν σε συγχωνεύσεις και β) με ένα γενικό δείγμα επιχειρήσεων από το οποίο καμία δεν λάμβανε μέρος σε κάποια εξαγορά είτε ως αγοράστρια είτε ως εξαγοραζόμενη κατά τη διάρκεια της περιόδου παρακολούθησης.

Η εργασία του Mueller εκτιμά ότι οι αγοράστριες εταιρείες είναι σημαντικά μεγαλύτερες από την εξαγοραζόμενες σε μέγεθος, ότι επεκτείνονται γρηγορότερα καθώς και ότι έχουν περισσότερο δανεισμό από τις εταιρείες στόχους. Η κύρια παρατήρηση της μελέτης του Mueller είναι ότι οι εξαγοράστριες εταιρείες αναφέρουν χειρότερες αποδόσεις στα χρόνια μετά τη συγχώνευση από ότι οι εταιρείες που δε συμμετέχουν σε αυτή τη διαδικασία.

Η μελέτη των [Gugler, Mueller and Yortoglu \(2003\)](#) αναλύει τις επιπτώσεις των συγχωνεύσεων σε παγκόσμιο επίπεδο κατά τη διάρκεια 15 ετών πριν από το 2003. Χρησιμοποιείται ένα μεγάλο δείγμα εταιρειών που έχουν προβεί σε συγχωνεύσεις προκειμένου να διαπιστωθεί αν βελτιώνεται ή όχι η χρηματοοικονομική κατάσταση αυτών μετά από την ολοκλήρωση της συγχώνευσης. Το δείγμα αυτό που περιλαμβάνει αμερικάνικες εταιρείες αφορά στην περίοδο 1981-1998. Η κύρια πηγή του δείγματος είναι η Παγκόσμια βάση δεδομένων για εξαγορές και συγχωνεύσεις της *Thompson Financial Securities Data (TFSD)*.

Η μεθοδολογία που ακολουθείται αφορά στην εξέταση λογιστικών δεικτών (accounting data). Οι δείκτες που ενδιαφέρουν είναι ο δείκτης κερδοφορίας και ο δείκτης πωλήσεων. Τα αποτελέσματα δείχνουν γενικά ότι οι συγχωνεύσεις οδηγούν σε σημαντικές αυξήσεις στα κέρδη, αλλά σε μείωση των πωλήσεων των συγχωνευμένων εταιρειών. Αυτό το συμπέρασμα ισχύει τόσο σε εγχώριο όσο και σε διασυνοριακό επίπεδο καθώς δεν παρατηρείται σημαντική διαφορά στα αποτελέσματα ανάμεσα σε εγχώριες και διασυνοριακές συγχωνεύσεις.

Συγκεκριμένα αναφορικά με τις διασυνοριακές Σ&Ε και σύμφωνα με 429 παρατηρήσεις πάνω σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις καταλήγουν στο συμπέρασμα πως οι διαφορές των μέσων ανάμεσα στα πραγματικά και προσχεδιασμένα κέρδη είναι θετικές κατά τη διάρκεια και των 5 ετών που ακολουθούν την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, αλλά είναι σημαντικά διαφορετικές από το μηδέν μόνο σε ένα από αυτά τα έτη. Επίσης, οι διαφορές των μέσων ανάμεσα στις πραγματικές και στις προσχεδιασμένες πωλήσεις είναι αρνητικές και σημαντικές κατά τη διάρκεια και των 5 ετών που ακολουθούν την ολοκλήρωση της

συγχώνευσης. Ακόμα, εξετάστηκαν οι επιπτώσεις των διασυνοριακών συγχωνεύσεων που σχετίζονταν με την καταγωγή είτε της αγοράστριας επιχείρησης είτε της επιχείρησης στόχου, αλλά δε βρέθηκαν σημαντικές διαφορές. Οι διασυνοριακές εξαγορές από επιχειρήσεις του Ηνωμένου Βασιλείου δεν απέδωσαν σημαντικά μεγαλύτερες αλλαγές στις πωλήσεις και στα κέρδη από ότι παρατηρήθηκε σε άλλες διασυνοριακές εξαγορές.

Σύμφωνα με τη μελέτη των [Marcelo B. Dos Santos](#) , [Vihang R. Errunza](#) και [Darius P. Miller \(2008\)](#) σχετικά με τη δημιουργία αξίας στις επιχειρήσεις που συμμετέχουν σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές , διαπιστώνεται ότι οι διασυνοριακές εξαγορές δεν καταστρέφουν αξία. Εξετάζεται ένα δείγμα 136 διασυνοριακών Σ&Ε που περιλαμβάνουν αμερικάνικες εξαγοράστριες εταιρείες που ενδιαφέρονται να αγοράσουν ξένες εταιρείες στόχους κατά την περίοδο 1990 -1999. Εξετάζοντας λογιστικά δεδομένα των εταιρειών πριν και μετά την εξαγορά, διαπιστώνεται πως δεν υπάρχουν αποδείξεις σχετικά με μια στατιστικά σημαντική μείωση στην υπερβάλλουσα αξία των αγοραστριών εταιρειών σε διάστημα 2 ετών γύρω από την πραγματοποίηση της εξαγοράς. Συγκεκριμένα η μέθοδος που χρησιμοποιείται είναι ο υπολογισμός της υπερβάλλουσας αξίας, που συγκρίνει την αγοραία αξία μιας επιχείρησης(δηλαδή την αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων συν τη λογιστική αξία του συνολικού δανεισμού συν την αξία ρευστότητας των προνομιούχων μετοχών) με την αποδιδόμενη σε αυτήν αξία.

Επιπλέον, ενώ αποδεικνύεται ότι οι συγχωνευμένες εταιρείες που έχουν συμμετάσχει σε συσχετισμένες διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν καταστρέφουν αξία, αποδεικνύεται επίσης ότι οι αμερικάνικες αγοράστριες εταιρείες που συμμετέχουν σε μη συνδεδεμένες (unrelated) διασυνοριακές Ε&Σ υφίστανται μια σημαντική αλλαγή στην υπερβάλλουσα αξία τους μετά από την πραγματοποίηση της συγχώνευσης και συγκεκριμένα μείωση αυτής, γεγονός που συνάδει με το φαινόμενο της βιομηχανικής διαφοροποίησης. Επίσης διαπιστώνεται ότι δημιουργούνται θετικές μεταβολές στον πλούτο των μετόχων των εταιρειών - στόχων, ανεξάρτητα από το είδος της εξαγοράς.

Ειδικότερα εξετάζονται συγκεκριμένα χαρακτηριστικά των εταιρειών μέσω της περιγραφικής στατιστικής. Αποδεικνύεται ότι οι αμερικάνικες εταιρείες που εξαγοράζουν ξένες επιχειρήσεις υφίστανται σημαντική αύξηση στα χρημ/κά τους μεγέθη όπως αυτά υπολογίζονται σε όρους πωλήσεων, περιουσιακών στοιχείων και συνολικού κεφαλαίου, κατά τον πρώτο χρόνο μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Επίσης παρατηρείται μια

αύξηση στη χρηματοοικονομική μόχλευση, ενώ η κερδοφορία και το επίπεδο των επενδύσεων δεν παρουσιάζουν σημαντική αλλαγή κατά τα πρώτα 2 χρόνια μετά την εξαγορά.

Ακόμα ένα συμπέρασμα που προκύπτει από την προαναφερόμενη μελέτη είναι ότι οι αγοράστριες εταιρείες παρουσιάζουν καλύτερα χρημ/κά στοιχεία από ότι οι εξαγοραζόμενες (Μέγεθος σε όρους ιδίων κεφαλαίων, κερδοφορία κτλ).

Για το δείγμα των συνδεδεμένων διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών βρέθηκε ότι ένα χρόνο πριν από την ανακοίνωση της εξαγοράς οι αμερικανικές αγοράστριες εταιρείες εμφανίζονταν υπερεκτιμημένες σε σχέση με το δείκτη αναφοράς της βιομηχανίας, ενώ 1 χρόνο μετά την εξαγορά η αξία τους είχε αυξηθεί ακόμα παραπάνω αλλά οι δείκτες της αύξησης αξίας εμφανίζονταν ως μη στατιστικά σημαντικοί.

Σε αντίθεση, οι μη συνδεδεμένες διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις αποφέρουν μείωση στην αξία της επιχείρησης, μια μείωση που είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Σε αυτό το σημείο αξίζει να αναφέρουμε ότι τα αποτελέσματα της μελέτης των Marcelo B. Dos Santos , Vihang R. Errunza , Darius P. Miller συνάδουν με τα αποτελέσματα των Moller και Schlingemann (2005) οι οποίοι συγκρίνουν τις επιπτώσεις στον πλούτο των μετόχων της αγοράστριας εταιρείας από την ανακοίνωση της εξαγοράς ανάμεσα στις εγχώριες και διασυνοριακές E&S και αναφέρουν ότι οι μη συνδεδεμένες διασυνοριακές E&S υφίστανται μικρότερες αποδόσεις και χαμηλότερα λειτουργικά κέρδη από οποιοδήποτε άλλο είδος εξαγοράς. Επίσης οι Moller και Schlingemann διαπιστώνουν πως, σε σύγκριση με τις εγχώριες συναλλαγές, οι διασυνοριακές περιλαμβάνουν ένα μικρότερο σχετικά μέγεθος συμφωνίας (σε όρους κεφαλαίου) , μεγαλύτερους σε μέγεθος εξαγοραστές , υψηλότερο δείκτη market-to-book, περισσότερες χρηματικές ροές , λιγότερους εμπλεκόμενες ιδιωτικές επιχειρήσεις - στόχους και περιλαμβάνουν περισσότερο πληρωμές με μετρητά, δημόσιες προσφορές κι εχθρικές εξαγορές. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, οι εταιρείες που συμμετέχουν σε διασυνοριακές συναλλαγές εξαγοράζοντας κάποια άλλη εταιρεία αντιμετωπίζουν χαμηλότερες βελτιώσεις στα λειτουργικά τους μεγέθη σε σχέση με τις εγχώριες αγοράστριες εταιρείες.

Ο Salleo (2008) αναλύοντας το τελευταίο «κύμα» συγχωνεύσεων και εξαγορών τη δεκαετία του 1990, εξετάζει τα αποτελέσματα που αυτές έχουν στην χρηματοοικονομική

κατάσταση των εταιρειών που συμμετέχουν σε Ε&Σ καθώς και τις επιπτώσεις στον πλούτο των μετόχων. Καταλήγει στην άποψη ότι κύριο κίνητρο των Ε&Σ είναι ο συνδυασμός του κινήτρου της αποτελεσματικότητας με αυτό της αντιπροσώπευσης.

Αναλύεται ένα δείγμα μεγάλων Ε&Σ (πάνω από 500 εκ. Δολάρια) που έλαβαν χώρα ανάμεσα σε επιχειρήσεις κατά την περίοδο 1990 και 2005 στις βιομηχανοποιημένες αναπτυσσόμενες χώρες. Προκειμένου να εξετάσει τις επιπτώσεις των Ε&Σ στην απόδοση των εταιρειών εξετάζει τους κύριους δείκτες του ισολογισμού της εταιρείας οι οποίοι αναφέρονται στη ρευστότητα, στην παραγωγικότητα, στις πωλήσεις, στη χρηματοοικονομική δομή και ανάπτυξη. Επίσης, χρησιμοποιεί παλινδρομήσεις για να αναλύσει την χρηματοοικονομική κατάσταση πριν και μετά την εξαγορά.

Εξετάζοντας λοιπόν αυτούς τους χρηματοοικονομικούς δείκτες (ROE, ROA, profitability, market-to-book ratio κτλ) με τη χρήση στατιστικών μεθόδων βρήκε ότι καθώς οι διασυννοριακές συναλλαγές είναι πιο δύσκολες να πραγματοποιηθούν από ότι οι εγχώριες τόσο σε όρους εκτέλεσης όσο και σε όρους ολοκλήρωσης των λειτουργιών, επιλέγουν συναλλαγές που στηρίζονται στην αποτελεσματικότητα. Η θεωρία προβλέπει ότι χρηματοδοτούνται με ανταλλαγές μετρητών αλλά η ασυμμετρία πληροφόρησης και οι ρυθμιστικοί κανόνες είναι τέτοιοι σε κάθε χώρα που οι υπερτιμημένες μετοχές θα κατέληγαν να μειωθούν σε αξία. Οι διασυννοριακές αγοράστριες εταιρείες έχουν λιγότερα μετρητά από ότι οι μέσες αγοράστριες εταιρείες, λιγότερο δανεισμό, είναι πιο κερδοφόρες, έχουν μικρότερο μερίδιο αγοράς και καλύτερες προοπτικές. Η έρευνα του [Gonzalez et al \(1997\)](#) κατέληξε στο ίδιο συμπέρασμα για ένα δείγμα διασυννοριακών συμφωνιών που έλαβαν χώρα μεταξύ αμερικάνικων επιχειρήσεων. Όσον αφορά στις εταιρείες στόχους που εμπλέκονται σε διασυννοριακές συναλλαγές, αποδεικνύεται ότι έχουν περισσότερα χρηματικά διαθέσιμα από τις μέσες εταιρείες, αλλά διαθέτουν μικρό μερίδιο αγοράς.

Συγκρινόμενες με τις μέσες επιχειρήσεις, οι αγοράστριες εταιρείες παρουσιάζουν χαμηλότερη ανάπτυξη, χαμηλότερη κερδοφορία και δαπάνες κεφαλαίου, όμως έχουν μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς σε εγχώριο επίπεδο. Οι επιχειρήσεις στόχοι παρουσιάζουν επίσης χαμηλότερες πωλήσεις, χαμηλότερη κερδοφορία και δαπάνες κεφαλαίου, αλλά έχουν υψηλότερη ρευστότητα και χαμηλότερο επίπεδο χρημ/κής μόχλευσης. Αυτά τα χαρακτηριστικά συνάδουν με τις Ε&Σ που κινητοποιήθηκαν από ώριμες επιχειρήσεις που αντέδρασαν στον αυξανόμενο ανταγωνισμό ψάχνοντας για οικονομίες κλίμακας ή αύξηση

της δυναμικής τους στην αγορά. Τα αποτελέσματα αυτών των Ε&Σ δεν είναι πολύ ενθαρυντικά. Μακροπρόθεσμα, ξεκινώντας από τον πρώτο χρόνο μετά τη συμφωνία, η κερδοφορία είναι χαμηλότερη, οι πωλήσεις μειώνονται και συνεπώς το μερίδιο της επιχείρησης στην αγορά πέφτει. Οι δαπάνες κεφαλαίου και η μόχλευση είναι ελαφρώς σε υψηλότερα επίπεδα. Οι διασυνοριακές συμφωνίες αποτελούν εξαίρεση κατά μια άποψη. Πραγματοποιούνται από πιο δυναμικές επιχειρήσεις και έχουν σαν αποτέλεσμα βελτιωμένη κερδοφορία. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι οι ex ante δυσκολίες συνένωσης 2 επιχειρήσεων που λειτουργούν υπό διαφορετικούς κανονισμούς αγοράς ενθαρρύνουν ένα είδος προστασίας που επιτρέπει την επιλογή καλύτερα διοικούμενων και πιο αφοσιωμένων επιχειρήσεων.

Γενικά, εφόσον οι εταιρείες που αρχικά συγχωνεύονται δε διακρίνονται από καλά οικονομικά στοιχεία, μια αλλαγή ίσως να ήταν καλή καθώς οι Ε&Σ μπορούν να αντιμετωπιστούν σαν ένα γεγονός που αυξάνει τη μεταβλητότητα των αποτελεσμάτων και αυτό γενικεύει αξία για τους μετόχους, ακόμα και αν η αναμενόμενη αξία μπορεί να είναι χαμηλότερη. Έτσι λοιπόν οι χρηματιστηριακές αγορές κατά μέσο όρο δίνουν στις Ε&Σ το δικαίωμα της αμφιβολίας αναφορικά με την αποδοτικότητα που προσφέρουν στις επιχειρήσεις.

Εξάλλου οι διασυνοριακές Ε&Σ πραγματοποιούνται από περισσότερο δυναμικές, καλύτερα διοικούμενες επιχειρήσεις με αποτέλεσμα να έχουν καλύτερη απόδοση. Οι συμφωνίες που γίνονται ανάμεσα σε εταιρείες διαφορετικού κλάδου βιομηχανίας επίσης αποδίδουν θετικά αποτελέσματα.

Δ. ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Η χρησιμότητα των εγχώριων και διασυνοριακών Ε&Σ ως αντίδραση στα shocks που υφίσταται η βιομηχανία και ως τρόπο βελτίωσης της απόδοσης είναι αμφισβητήσιμη. Ο Tichy (2001) ερευνά πάνω από 80 μελέτες και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι μισές από τις συγχωνεύσεις που έχουν πραγματοποιηθεί καταστρέφουν αξία, κάποιες άλλες (περίπου το ένα τέταρτο του άλλου μισού) βλάπτουν τους καταναλωτές και μόνο ένα τέταρτο αυτών αυξάνει την κοινωνική ευημερία. Όσον αφορά στους μετόχους, εκείνοι της επιχείρησης στόχου έχουν κέρδος ενώ οι μέτοχοι της αγοράστριας εταιρείας φαίνεται ότι καταλήγουν μακροπρόθεσμα να χάνουν. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τις θεωρίες των Ε&Σ που είναι

βασισμένες σε κίνητρα αποτελεσματικότητας όπως η μεταφορά στην επιχείρηση στόχο καλύτερων διοικητικών ικανοτήτων των managers των αγοραστριών εταιρειών ή η αύξηση της δύναμης της αγοράς και τέλος η επίτευξη οικονομιών κλίμακας. Από την άλλη πλευρά, αυτό το απαισιόδοξο αποτέλεσμα θα μπορούσε να προκύπτει από τις θεωρίες των Ε&Σ που βασίζονται σε κίνητρα αντιπροσώπευσης, όπως η χρήση ελεύθερων χρηματικών ροών (Jensen ,1986) και η διοικητική αλαζονεία (Roll, 1986). Σύμφωνα όμως με τον Salleo(2008) και τους Santos, Errunza, Miller (2008) που μελέτησαν τις διασυνοριακές τραπεζικές εξαγορές, οι διασυνοριακές εξαγορές δεν καταστρέφουν αξία και μάλιστα επιτυγχάνουν καλύτερα αποτελέσματα από ότι οι εγχώριες.

ΕΝΟΤΗΤΑ ΙΙΙ

Α. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Είναι γεγονός ότι οι επιχειρήσεις που προσπαθούν να εδραιώσουν τη δραστηριότητά τους έξω από τα σύνορα της χώρας τους αντιμετωπίζουν σημαντικές δυσκολίες. Στην προσπάθειά τους λοιπόν να εισέλθουν και να εξαπλωθούν σε νέες αγορές βρίσκουν διάφορους τρόπους. Καθώς ο ρυθμός του διεθνούς ανταγωνισμού συνεχίζει να επιταχύνεται, οι εταιρείες αντιμετωπίζουν την πρόκληση να επιλέξουν την κατάλληλη στρατηγική που θα παρέχει τις καλύτερες δυνατές ευκαιρίες για να ανταπεξέλθουν στον ανταγωνισμό και να ενισχύσουν τη θέση τους στην αγορά. Ειδικότερα, οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν ένα μέσο για γρήγορη εξάπλωση πέρα από τα εθνικά σύνορα της χώρας.

Η μελέτη των ερευνών που προηγήθηκε δημιουργεί την αίσθηση ότι μια εξαγορά ή συγχώνευση γενικεύει αξία για τις επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε αυτές αν καλύπτει, τουλάχιστο, το κόστος ευκαιρίας που υφίστανται από την ανάληψη της συγκεκριμένης στρατηγικής. Είναι γεγονός ότι τα αποτελέσματα που προκύπτουν δεν είναι πάντα θετικά. Ιδιαίτερα για τις αγοράστριες εταιρείες. Οι συνέργιες, οι αποτελεσματικότητες και η ανάπτυξη μέσω της δημιουργίας αξίας, φαίνεται δύσκολο να αποκτηθούν.

Οι Εξαγορές & Συγχωνεύσεις στις αγορές του εξωτερικού δεν αποτελούν ένα εύκολο εγχείρημα με εγγυημένες χρηματιστηριακές αποδόσεις. Αντίθετα υπάρχουν συγκεκριμένες προϋποθέσεις εμπειρικής φύσεως για την επίτευξη ενός θετικού αποτελέσματος, αλλά και πολλές περιπτώσεις όπου η πολυπλοκότητα του εγχειρήματος οδηγεί σε μη επιθυμητά αποτελέσματα. Γι' αυτό οι managers των συμβαλλομένων εταιρειών πρέπει να ακολουθήσουν συγκεκριμένα και προσεκτικά βήματα κατά την έναρξη και ολοκλήρωση των διαπραγματεύσεων εξαγοράς ή συγχώνευσης.

Πάντως οφείλουμε να σημειώσουμε ότι οι διασυνοριακές εξαγορές μπορεί να είναι πιο αποτελεσματικές από τις εγχώριες αν πραγματοποιηθούν κατόπιν προσεκτικής επιλογής της χώρας επέκτασής τους. Είναι δυνατό να επιτύχουν μεγαλύτερες αποδόσεις στις μετοχές των συμβαλλομένων εταιρειών και να ενισχύσουν, περισσότερο από τις άλλες, τον πλούτο των μετόχων κυρίως μέσω της διαφοροποίησης που επιτυγχάνουν, της

εκμετάλλευσης του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος των αγοραστριών εταιρειών, καθώς και μέσω της καινοτομίας τόσο σε επίπεδο τεχνολογίας όσο και σε επίπεδο προϊόντος.

Οι κυριότερες διαπιστώσεις αναφορικά με τις αποδόσεις των συμβαλλόμενων εταιριών σε κινήσεις Εξαγορών & Συγχωνεύσεων είναι οι ακόλουθες:

- Συνήθως, για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα πριν την επίσημη υλοποίηση μιας συμφωνίας, **οι μέτοχοι των εταιριών που εξαγοράζονται, υφίστανται αρνητικές αποδόσεις**, καθώς οι εν λόγω εταιρείες δεν διακρίνονται από ευνοϊκές προοπτικές με αποτέλεσμα να κινούνται στο περιθώριο της χρηματιστηριακής αγοράς. Για παράδειγμα, η απόδοση της τιμής της μετοχής της προς εξαγορά επιχείρησης κινείται κατά μέσο όρο κάτω από τη μέση απόδοση της αγοράς.
- Η **μακροχρόνια απόδοση** της τιμής της μετοχής της **εξαγοράστριας εταιρίας**, πριν την εξαγορά είναι βασικά **θετική**. Για παράδειγμα, οι επιτυχημένες επιχειρήσεις, πολλές φορές “αναζητούν” προοπτικές για διασυννοριακές Εξαγορές & Συγχωνεύσεις με σκοπό τη σταθερή μεγέθυνσή τους.
- Περίπου κατά το χρόνο της ανακοίνωσης της συμφωνίας, αν και τα στοιχεία ή οι ενδείξεις είναι δύσκολο να μεταφραστούν σε απόλυτους όρους, **οι αποδόσεις για τους μετόχους της εξαγοράστριας εταιρίας είναι γενικά μικρές**, καθώς έχει ήδη προεξοφληθεί το συγκεκριμένο γεγονός από την ίδια τη χρηματιστηριακή αγορά. Είναι επίσης γνωστό ότι το μεγαλύτερο μέρος των προσδοκώμενων ωφελειών των εκάστοτε κινήσεων για τους “αγοραστές” αντανακλώνται ήδη στις τιμές των μετοχών τους αρκετά πριν από την ανακοίνωση των αντίστοιχων συμφωνιών.
- Ο “χορός” των εξαγορών διακρίνεται πολλές φορές από οξύτατο ανταγωνισμό, ώστε πρακτικά η τιμή βάσει της οποίας επιτυγχάνεται μία συγκεκριμένη εξαγορά δεν επιφέρει οικονομικά οφέλη προς την εξαγοράστρια εταιρία. Επίσης, συμβαίνει η εξαγορά να αναπαριστά μία μηδενικής καθαρής παρούσας αξίας επένδυση διότι **“πληρώθηκε” στην “ακριβή” τιμή**.
- Αντιστρόφως, εξίσου πολλές φορές, υπάρχει **θετική υπερ-κανονική απόδοση στους πωλούντες μετόχους** (της εταιρίας “στόχου”), εξαιτίας της αγοράς “premium” (δηλαδή της “ακριβής” τιμής) την οποία συνήθως πληρώνει η εξαγοράστρια επιχείρηση.

- Η μακροχρόνια απόδοση των τιμών των μετοχών των εταιριών που προβαίνουν σε εξαγορές, τείνει να εμφανίζεται μηδενική έως και αρνητική, καθώς το υψηλό τίμημα της εξαγοράς και ο μεγάλος χρόνος που απαιτείται για την προσαρμογή και το συντονισμό του νέου σχήματος δρουν ανασταλτικά στη συμπεριφορά της μετοχής της εξαγοράστριας εταιρίας.

Πίνακας 3

ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΤΙΜΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣΤΡΙΑΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣΘΕΙΣΑΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ("ΣΤΟΧΟΥ")				
	Πριν από την ανακοίνωση εξαγοράς	την ημερομηνία ανακοίνωσης	στην περίπου ημερομηνία ανακοίνωσης	Μεγάλο χρονικό διάστημα μετά τη συμφωνία
Εξαγοράστρια Εταιρεία	Θετική επίδραση		Μικρή θετική επίδραση έως μικρή αρνητική επίδραση	Μηδενική επίδραση έως και αρνητική επίδραση
Εξαγορασθείσα Εταιρεία	Αρνητική Επίδραση		Πολύ Θετική Επίδραση	-

B. ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Προοπτικές των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών Παγκοσμίως το 2009

Το παγκόσμιο επιχειρηματικό περιβάλλον βρίσκεται εν μέσω ευρέων ανακατατάξεων, ενώ κατά τη διάρκεια του 2009 αναμένεται να ενταθεί η ανάγκη συγκέντρωσης δυνάμεων σε ορισμένους κλάδους προκειμένου οι εταιρείες να μπορέσουν να επιβιώσουν. Η τάση αυτή,

σε συνδυασμό με τις αποτιμήσεις των εταιρειών οι οποίες έχουν φθάσει σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα, αναμένεται να οδηγήσει σε μια σειρά συμφωνιών, όπως αναφέρεται στη μελέτη της εταιρείας «Υποδομή Σύμβουλοι Α.Ε.»

Στον χρηματοπιστωτικό κλάδο, το ράλι των Σ&Ε αναμένεται να συνεχιστεί και το 2009, καθώς οι λιγοστές τράπεζες οι οποίες διαθέτουν αυξημένη ρευστότητα θα αξιοποιήσουν τις ευκαιρίες που προσφέρει η μαζική υποτίμηση των τραπεζικών μετοχών, αναμένονται νέες κρατικοποιήσεις χρεοκοπημένων τραπεζών, ενώ για αρκετούς χρηματοπιστωτικούς οίκους η συνένωση δυνάμεων αποτελεί πλέον μονόδρομο. Σε δυσχερέστατη κατάσταση έχει περιέλθει και ο κλάδος των αυτοκινητοβιομηχανιών, καθώς οι αυστηρές πιστωτικές συνθήκες (περίπου το 70% των πωλήσεων αυτοκινήτων γίνεται μέσω δανειακών προγραμμάτων) και η γενικότερη πτώση της κατανάλωσης έχουν πιέσει τις πωλήσεις νέων αυτοκινήτων στις ΗΠΑ στα χαμηλότερα επίπεδα των τελευταίων 26 ετών, οι λεγόμενες Big Three (Chrysler, General Motors και Ford) έχουν ανακοινώσει ότι θα αναστείλουν τη λειτουργία 59 παραγωγικών μονάδων τους, στην Ευρώπη παρατηρείται η μεγαλύτερη συρρίκνωση των τελευταίων 18 ετών, ενώ οι συνέπειες από την κρίση άγγιξαν και τις πανίσχυρες ιαπωνικές εταιρείες. Οι μεταλλευτικές βιομηχανίες επίσης αντιμετωπίζουν προβλήματα, λόγω της συρρίκνωσης της ζήτησης και της ελεύθερης πτώσης των τιμών των μετάλλων. Ο πιεσμένος κλάδος των αεροπορικών εταιρειών αναμένεται να εμφανίσει κινητικότητα, τόσο σε εταιρείες χαμηλού κόστους (π.χ. Ryanair, Aer Lingus) όσο και εθνικών αερομεταφορέων. Οι προοπτικές ενοποιήσεων στον κλάδο των αεροπορικών εταιρειών έχουν αυξηθεί ιδιαίτερα υπό το βάρος της παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης και της αναμενόμενης πτώσης του τουρισμού, καθώς και της αυξημένης μεταβλητότητας της τιμής του πετρελαίου, η οποία δυσκολεύει τον οικονομικό προγραμματισμό των εταιρειών.

Γίνεται αντιληπτό πως εάν πολυεθνικές εταιρείες κολοσσοί δυσκολεύονται να επιβιώσουν πλέον παρά το μέγεθός τους, είναι θέμα χρόνου να στενέψουν τα περιθώρια επιβίωσης μεσαίων και μικρών εταιρειών. Αποτελεί μονόδρομο για πλήθος εταιρειών η εξαγορά τους από κάποια μεγαλύτερη ή η συνένωση δυνάμεων με άλλες εταιρείες του κλάδου, μέσω συγχώνευσης.

Συνολικά για το 2009, σύμφωνα με αναλύσεις των Barclays Capital και Nomura Holdings, αναμένεται παγκοσμίως περαιτέρω πτώση των Σ&Ε της τάξης του 30%. Η σημαντική

διαφορά με τα προηγούμενα έξι κύματα Σ&Ε έγκειται στο ότι η συνένωση θα προέλθει κατά κύριο λόγο από την ανάγκη επιβίωσης των εταιρειών (mergers of necessity) και όχι από καθαρά στρατηγικής ανάπτυξης κίνητρα.

Προοπτικές των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών στην Ελληνική Αγορά το 2009⁵

Κλείνοντας, δε θα μπορούσαμε να μην αναφερθούμε και στην κατάσταση της ελληνικής οικονομίας η οποία είναι εμφανώς επηρεασμένη από την οικονομική κρίση που απειλεί το παγκόσμιο περιβάλλον από τα τέλη του 2007. Ένα από τα βασικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας αποτελεί η χαμηλή ανταγωνιστικότητα των ελληνικών επιχειρήσεων. Μία αποτελεσματική λύση συνιστά η σύμπραξη δυνάμεων, σημειώνεται στη μελέτη της εταιρίας Υποδομή. Το κλίμα φοβίας και εσωστρέφειας το οποίο ακόμη παρατηρείται σε μεγάλο ποσοστό των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, οφείλει να αρχίσει να αποβάλλεται, καθώς έχει καταστεί σαφές πως η διεθνής πρακτική των Σ&Ε αποτελεί μονόδρομο για αρκετές εταιρίες, προκειμένου να θωρακιστούν και να μπορέσουν να αντιμετωπίσουν την υφιστάμενη οικονομική κρίση.

Στην ελληνική αγορά, σοβαρά προβλήματα αντιμετωπίζουν οι εταιρίες σταθερής τηλεφωνίας και internet, ο κλάδος των ιχθυοκαλλιεργειών, η ακτοπλοϊκή αγορά και οι υπερχρεωμένες κατασκευαστικές εταιρίες. Όσον αφορά στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο, η επιτυχημένη, μέχρι πριν από ένα χρόνο, διείσδυση στα Βαλκάνια και στις χώρες της ΝΑ Ευρώπης κινδυνεύει να μετατραπεί σε Βατερλό, καθώς η οικονομική κρίση έχει δημιουργήσει σημαντικά προβλήματα στις χώρες αυτές. Η συγκυρία αυτή, σε συνδυασμό με τη διεθνή πιστωτική κρίση και τη σαρωτική πτώση των μετοχικών αποτιμήσεων έχουν πυροδοτήσει νέα σενάρια για Σ&Ε στον τραπεζικό κλάδο.

Αυτό που επιτυχώς διαβλέπουν οι επιχειρηματίες είναι πως μία εξαγορά σε χαμηλό τίμημα, εν μέσω της κρίσης, έχει υψηλές πιθανότητες να αποφέρει σημαντικές αποδόσεις σε μέσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

⁵ Υποδομή Σύμβουλοι Α.Ε., Δημήτρης Σαρρής: «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές - Εξελίξεις 2008, Προοπτικές 2009», έρευνα 2009.

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Barney B. Jay, Hesterly S. William, “Strategic Management and Competitive Advantage: Concepts and Cases”, Pearson International Edition, Second Edition, 2008.
2. Mitchell L. Mark, Mulherin J. Harold, Weston J. Fred, “Takeovers, Restructuring and Corporate Governance”, Pearson /Prentice Hall, Fourth Edition, 2004.
3. Sudarsanam Sudi, “Creating Value from Mergers and Acquisitions, the Challenges”, Prentice Hall, 2003.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Κυριαζής Αθ. Δημήτριος, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», εκδόσεις Κων/νου Σμπίλια & Σια Ο.Ε., Αθήνα 2007.
2. Παπαδάκης Μ. Βασίλης, «Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», εκδόσεις Ε. Μπένου, Αθήνα 2002.

ΞΕΝΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. Asquith Paul, Bruner F. Robert, Mullins W. David (April 1983), “The gains to bidding firms from mergers”, Journal of Financial Economics 11, pp 121- 139.
2. Beitel Patrick, Schiereck Dirk and Wahrenburg Mark (2003), “Explaining the M&A-success in European bank mergers and acquisitions”, social science research network.
3. Black Ervin, Carnes Thomas, Jandik Tomas (May 2001), “The long-term success of cross-border mergers and acquisitions”, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=270288> or DOI : 10.2139 / ssrn. 270288.

4. Bruner F. Robert (October 2001), “ Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision - Maker”, Batten Institute, Darden.
5. Chari Anusha, Ouimet Paige and Tesar Linda (March 2004), “Cross-Border Mergers and Acquisitions in Emerging Markets: The Stock Market Valuation of Corporate Control, ssrn
6. Collins D. Jamie, Holcomb R. Tim , Certo S. Trevis, Hitt A. Michael, Lester H. Richard (2008), “Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions”, *Journal of Business Research*, pp 1-6.
7. Cybo-Ottone A. and Murgia M. (2000), «Mergers and shareholder wealth in European banking», *Journal of Banking and Finance*, 24, pp 831-859.
8. Dos Santos B. Marcelo, Errunza R. Vihang, Miller P. Darius (2008), “Does corporate international diversification destroy value? Evidence from cross-border mergers and acquisitions”, *Journal of Banking & Finance* 32, pp 2716–2724.
9. Doukas John and Travlos Nickolaos (December 1988), “The effects of Corporate Multinationalism on Shareholders’ Wealth: Evidence from International Acquisitions, *Journal of Finance* 43, Vol. XLIII, No 5, pp 1161-1175.
10. Francoeur Claude (April 2005), “The long-run Performance of Cross-Border M&As: The Canadian Evidence”, www.docstoc.com
11. Goergen Marc and Renneboog Luc (2004), “Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids”, *European Financial Management*, Vol. 10, No 1 , pp 9-45.
12. Grote H. Michael–Rücker Fabian (August 2007), “Acquiring foreign firms far away might be hazardous to your share price: Evidence from German, No 182, working paper series Finance& Accounting.

13. Gugler Klaus, Mueller C. Dennis, Yortoglu B. Burgin, Zulehner Christine (2003), “The Effects on Mergers: An International Comparison”, *International Journal of Industrial Organization* 21, pp 625-653.
14. Lepetit Laetitia, Patry Stéphanie, Rous Philippe (May 2002), “Diversification versus Specialisation : An Event Study of M&As in the European Banking Industry”, social science research network.
15. Markides, C and Oyon, D. (1998), “International Acquisitions: Do they create value for Shareholdres?”, *European Management Journal*, pp 125-135.
16. Moeller B. Sara, Sclingemann P. Frederic (2005), “Global diversification and bidder gains: A comparison between cross- border and domestic acquisitions”, *Journal of Banking and Finance* 29, pp.533-564.
17. Salleo Carmelo (2008), “Mergers and Acquisitions: Old Issue, New Evidence”, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1102406>.
18. Steiner, P (1975), “Mergers: Motives, Effects, Policies, Michigan, University Of Michigan Press. H. Donald Hopkins, (1999), “Cross-Border Mergers and Acquisitions: Global and Regional Perspectives”, *Journal of International Management* 5, pp 207-239.
19. Tebourbi Imen (2005), “Bidder’s Shareholder Wealth Effects Of Canadian Cross-Border and Domestic Acquisitions – The Role of Corporate Governance Differences.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Γεωργιάδης Ηρ. Νικόλαος, «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Εταιρική Στρατηγική», Δεκέμβριος 1999, έρευνα

2. «Κλειδώνουν οι συγχωνεύσεις.», δημοσιευμένο άρθρο στην εφημερίδα Ελεύθερος Τύπος, 24-05-2009.
3. Υποδομή Σύμβουλοι Α.Ε., Δημήτρης Σαρρής: «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές - Εξελίξεις 2008, Προοπτικές 2009», έρευνα 2009.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ