

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ



**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ ΜΕ ΘΕΜΑ:

**“ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΚΑΘΟΡΙΖΟΥΝ ΤΟ ΜΕΣΟ ΠΛΗΡΩΜΗΣ
ΓΙΑ ΤΙΣ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ”**

Αφιερωμένο στη γυναίκα μου Βίβιαν και στους γονείς μου Τάσο και Ελένη για την αγάπη και υποστηριξη που πάντα μου πρόσφεραν όλα αυτά τα χρόνια.

Πίνακας Περιεχομένων

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
1. ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....	2
1.1 ΜΟΡΦΕΣ ΑΝΑΛΗΨΗΣ ΕΞΟΥΣΙΑΣ.....	2
1.1.1 <i>Μορφές Εξαγοράς.....</i>	<i>3</i>
1.1.2 <i>Διαγωνισμός Πληρεξουσίου.....</i>	<i>4</i>
1.1.3 <i>Απόσυρση Εταιρεία από το Χρηματιστήριο.....</i>	<i>4</i>
1.2 Η ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ Η ΦΟΡΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....	5
1.2.1 <i>Η Λογιστική των Εξαγορών.....</i>	<i>5</i>
1.2.2 <i>Η Φορολόγηση των Εξαγορών.....</i>	<i>6</i>
1.3 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....	7
1.3.1 <i>Ενίσχυση των Πωλήσεων.....</i>	<i>7</i>
1.3.2 <i>Μείωση του Κόστους Παραγωγής και Αποτελεσματικότερη Λειτουργία.....</i>	<i>7</i>
1.3.3 <i>Μείωση του Κόστους Κεφαλαίου.....</i>	<i>8</i>
1.4 ΟΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....	10
1.4.1 <i>Η Ανάλυση Επιχειρηματικών Συμβάντων.....</i>	<i>10</i>
1.4.2 ΟΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....	13
2. ΤΟ ΜΕΣΟ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΣΤΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ.....	15
2.1 ΜΕΤΡΗΤΑ.....	17
2.2 ΜΕΤΟΧΕΣ.....	20
2.3 Η ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΥΨΟΥΣ ΤΟΥ ΤΙΜΗΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ.....	22
3. ΘΕΩΡΙΕΣ ΓΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΟΥ ΜΕΣΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΣΤΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ 227	
3.1 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ.....	27
3.2 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΣΥΜΜΕΤΡΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ.....	299
3.3 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ.....	41
3.4 Η ΘΕΩΡΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΚΤΑΣΗ ΤΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ.....	42
3.5 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ.....	45
3.6 Η ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΩΝ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....	47
3.7 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΤΕΛΕΧΩΝ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ.....	49
3.8 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΕΥΚΑΙΡΙΩΝ.....	49
3.9 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΒΕΛΤΙΣΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ.....	51
3.10 ΤΟ ΜΕΓΕΘΟΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ.....	51
3.11 Η ΣΥΝΘΕΣΗ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΚΑΙ Η ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΑ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ.....	52
3.12 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΥΚΛΩΝ.....	52
4 ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	53
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	55

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1-1: Η Λογιστική των Εξαγορών: Η Μέθοδος της Εξαγοράς	5
Πίνακας 1-2: Η Λογιστική Μέθοδος της Εξαγοράς: Η Αξία της Εξαγοράζουσας Εταιρείας μετά την Συγχώνευση	6
Πίνακας 1-1: Η Φορολόγηση των Εξαγορών	6
Πίνακας 2-1: Υποθετικά Στοιχεία για Δυο Προς Συγχώνευση Εταιρείες	16
ΠΙΝΑΚΑΣ 4-1: Η Χώρα Προέλευσης των Εξαγοράζουσων Εταιρειών στην Μελέτη των Faccio και Masulis (2003)	Error! Bookmark not defined.
ΠΙΝΑΚΑΣ 4-2: Η Επιλογή του Τρόπου Χρηματοδότησης της Εξαγοράς στην Μελέτη των Faccio και Masulis (2003)	Error! Bookmark not defined.
ΠΙΝΑΚΑΣ 4-3: Αποτελέσματα Ανάλυσης Διακύμανσης για τις Ερμηνευτικές Μεταβλητές στην Μελέτη των Faccio και Masulis (2003)	Error! Bookmark not defined.

Κατάλογος Σχημάτων

Σχήμα 1-1: Διάφορες Μορφές Ανάληψης Εξουσίας (Takeover)	2
Σχήμα 1-2: Η χρονική Γραμμή του Επιχειρηματικού Συμβάντος	11
Σχήμα 5-1:	

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

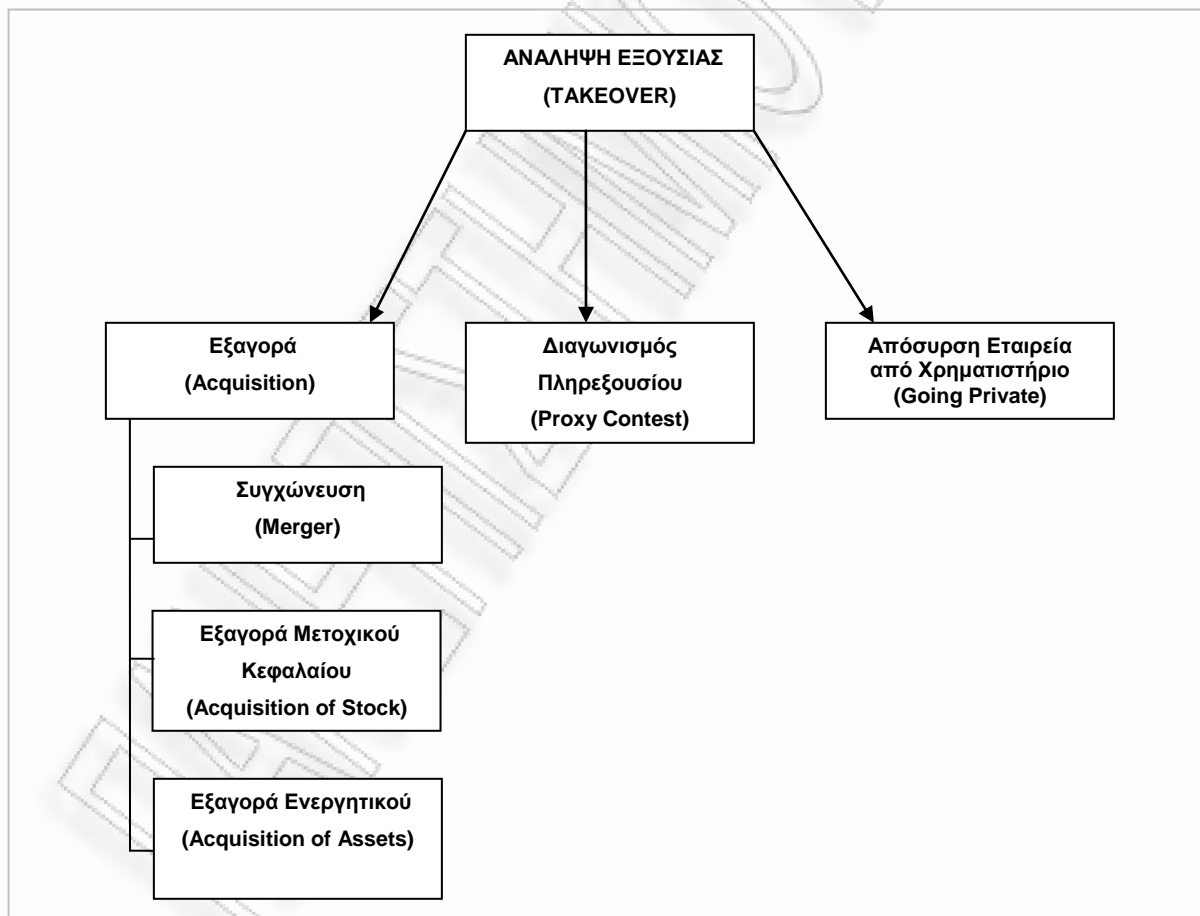
Κάθε επιχείρηση όταν διαβλέπει μια επικερδή επιχειρηματική ευκαιρία, όπως είναι για παράδειγμα η εξαγορά μιας εταιρείας, αντιμετωπίζει το πρόβλημα της εύρεσης του κατάλληλου μέσου χρηματοδότησης της. Στην περίπτωση των εξαγορών και συγχωνεύσεων, τα δύο μέσα πληρωμής που χρησιμοποιούνται είναι τα μετρητά και οι μετοχές. Όπως είναι λογικό, η επιλογή του μέσου πληρωμής γίνεται από τη διοίκηση της εταιρείας σύμφωνα με το συμφέρον των μετόχων της εξαγοράζουσας.

Στόχος μας σε αυτή την εργασία είναι αφ' ενός μεν να παρουσιάσουμε τις διάφορες θεωρίες για την επιλογή του κατάλληλου μέσου πληρωμής για μια εξαγοράς, αφ' ετέρου δε να αναφερθούμε στα αποτελέσματα ορισμένων μελετών αναφορικά με το μέσο πληρωμής που επιλέχθηκε.

1 ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

1.1 ΜΟΡΦΕΣ ΑΝΑΛΗΨΗΣ ΕΞΟΥΣΙΑΣ

Η **ανάληψη εξουσίας** (takeover) συνιστά μεταφορά του ελέγχου μιας εταιρίας από μια ομάδα μετόχων σε κάποια άλλη. Ο έλεγχος μιας εταιρίας επιτυγχάνεται μέσω της απόκτησης της πλειοψηφίας στο διοικητικό συμβούλιο της. Σύμφωνα με τους Ross, *et al.* (1999: 760-761), η ανάληψη εξουσίας δύναται να πραγματοποιηθεί μέσω (α) εξαγοράς (acquisition), (β) διαγωνισμού πληρεξουσίου (proxy contest), και (γ) απόσυρση μια εταιρίας από το χρηματιστήριο (going-private transaction) (Σχήμα 1-1).



Σχήμα 1-1: Διάφορες Μορφές Ανάληψης Εξουσίας (Takeover)

Πηγή: Ross et al. (1999:761)

1.1.1 Μορφές Εξαγοράς

Όπως βλέπουμε από το παραπάνω σχήμα οι εξαγορές έχουν τρεις μορφές: α) συγχωνεύσεις, β) εξαγορά μετοχικού κεφαλαίου, και γ) εξαγορά ενεργητικού

Συγχωνεύσεις

Υπάρχουν δυο μορφές συγχωνεύσεων (Ross *et al.* 1999:759). Στην **μεν συγχώνευση μέσω απορρόφησης** (merger) έχουμε την συνένωση δύο ή περισσότερων εταιριών, κατά την οποία η εταιρία αγοραστής (bidding firm) απορροφά το ενεργητικό και τις υποχρεώσεις της εταιρίας στόχου (target firm). Ο αγοραστής, συνήθως διατηρεί την ονομασία του, ενώ η εξαγορασμένη επιχείρηση παύει να υπάρχει μετά την επίσημη ανακοίνωση. Στην **δε συγχώνευση μέσω συνένωσης** (consolidation) δύο εταιρίες συνενώνονται και δημιουργείται μια νέα οντότητα. Οι μέτοχοι του αγοραστή και του στόχου λαμβάνουν μετοχές της νέας εταιρίας αναλογικά. Η νέα επιχείρηση προερχόμενη από την συγχώνευση μέσω συνένωσης έχει όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις του Κ.Β.Σ. που είχαν οι επιχειρήσεις που συγχωνεύτηκαν, σύμφωνα με το άρθρο 21 παρ. 5 του Ν.2166/1993.

Εξαγορά Μετοχικού Κεφαλαίου

Κατά την **εξαγορά μετοχικού κεφαλαίου** (acquisition of stock), ο αγοραστής κάνει προσφορά για την εξαγορά του πλειοψηφικού πακέτου των μετοχών της εταιρίας-στόχου έναντι μετρητών ή μετοχών (Ross *et al.* 1999:759). Μια τέτοια εξαγορά πραγματοποιείται κυρίως με ανταλλαγή μετοχών ή με μετρητά ή κάποιο συνδυασμό των δύο ή ακόμη και με την απόδοση άλλων τίτλων.

Συνήθως, η εξαγορά μετοχικού κεφαλαίου περιλαμβάνει την **δημόσια προσφορά** (η οποία δημοσιεύεται στον τύπο) προς τους μετόχους της εταιρείας-στόχου. Οι μέτοχοι που επιλέγουν να δεχτούν την προσφορά δίνουν τις μετοχές τους με αντάλλαγμα μετρητά ή τίτλους (ή συνδυασμό των δύο), ανάλογα με την δημόσια προσφορά. Η ολοκλήρωση της δημόσιας προσφοράς εξαρτάται συχνά από το κατά πόσον οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρείας θα αποκτήσουν ένα συγκεκριμένο ποσοστό μετοχών στην εταιρεία-στόχο. Εάν δε το ποσοστό αυτό δεν επιτευχθεί, τότε η προσφορά αποσύρεται ή να αναδιτυπώνεται

Οι βασικές διαφορές μεταξύ της εξαγοράς μετοχικού κεφαλαίου και συγχωνεύσεων είναι οι εξής (Ross *et al.* 1999:760). Πρώτον, στην εξαγορά μετοχικού κεφαλαίου δεν

απαιτείται η διεξαγωγή της γενικής συνέλευσης των μετόχων και ούτε βεβαίως κάποια ψηφοφορία. Εάν για παράδειγμα, οι μέτοχοι της εταιρίας-στόχου δεν ικανοποιούνται από την δημόσια προσφορά, τότε είναι ελεύθεροι να μη την δεχτούν. Δεύτερον, με την δημόσια προσφορά, η διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας δεν χρειάζεται να συνεννοηθεί με την διοίκηση της εταιρίας-στόχου, καθώς η πρώτη απευθύνεται μόνο προς τους μετόχους της εταιρείας-στόχου

Τρίτον, η δημόσια προσφορά είναι συνήθως μη φιλική, καθώς χρησιμοποιείται προκειμένου να καμφθεί η αντίσταση της διοίκησης της εταιρείας-στόχου. Σε αρκετές περιπτώσεις όμως αυτή η αντίσταση της διοίκησης της εταιρείας-στόχου καθιστά το κόστος αυτής της μορφής εξαγοράς υψηλότερο από το κόστος μιας συγχώνευσης. Τέταρτον, μια σημαντική μειονότητα των μετόχων της εταιρείας-στόχου μπορεί να μη δέχεται την προσφορά, με αποτέλεσμα να καθίσταται αδύνατη η απορρόφηση της από την εξαγοράζουσα εταιρεία. Τέλος, η πλήρης απορρόφηση μιας εταιρίας από κάποια άλλη απαιτεί συγχώνευση. Πολλές φορές λοιπόν η δημόσια προσφορά καταλήγει σε συγχώνευση.

Εξαγορά Ενεργητικού

Κατά την **εξαγορά ενεργητικού** (Acquisition of Assets), ο αγοραστής αποκτά όλα τα περισσότερα περιουσιακά στοιχεία της εξαγορασμένης επιχείρησης, ωστόσο αυτό δεν σημαίνει απαραίτητα ότι η τελευταία παύει να υπάρχει.

1.1.2 Διαγωνισμός Πληρεξουσίου

Σε ένα **διαγωνισμό πληρεξουσίου**, οι διαφωνούντες μέτοχοι επιδιώκουν να βρουν πληρεξούσιους μετόχους από το σύνολο των υφισταμένων μετόχων προκειμένου να κερδίσουν τον έλεγχο του διοικητικού συμβουλίου.

1.1.3 Απόσυρση Εταιρεία από το Χρηματιστήριο

Τέλος κατά την διαδικασία **απόσυρσης μιας εταιρίας από το χρηματιστήριο** (going-private transaction), μια μικρή ομάδα επενδυτών αγοράζει όλες τις μετοχές της εισηγμένης εταιρίας, η οποία εν συνεχεία αποσύρεται από το χρηματιστήριο. Όταν δε το

κόστος της προαναφερθείσας διαδικασίας χρηματοδοτηθεί μέσω δανειακών κεφαλαίων, τότε αυτές οι συναλλαγές ονομάζονται **leverage buyouts** (LBOs).

1.2Η ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ Η ΦΟΡΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

1.2.1 Η Λογιστική των Εξαγορών

Σύμφωνα με την μέθοδο της εξαγοράς, θα πρέπει να καταγραφούν στον ισολογισμό της εξαγοράζουσας εταιρίας τα καθαρά πάγια της εξαγοραζόμενης εταιρίας στην αγοραία τους τιμή, ενώ δημιουργείται και η λεγόμενη υπεραξία (goodwill) (Ross *et al.* 1999: 763-764).

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι, μέσω συγχωνεύσεως, η Εταιρία Α εξαγοράζει την Εταιρία Β, δημιουργώντας έτσι την εταιρία ΑΒ. Ο ισολογισμός των δυο εταιριών κατά την ημερομηνία της συγχώνευσης παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα

Πίνακας 1-1: Η Λογιστική των Εξαγορών: Η Μέθοδος της Εξαγοράς

ΕΤΑΙΡΙΑ Α				ΕΤΑΙΡΙΑ Β			
Κυκλοφορούν Κεφάλαιο	€ 4	Ίδια Κεφάλαια	20	Κυκλοφορούν Κεφάλαιο	€ 2	Ίδια Κεφάλαια	€ 10
Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία	16			Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία	8		
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	€ 20	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ & ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	20	ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	€ 10	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ & ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	10

Από τον παραπάνω πίνακα βλέπουμε ότι η καθαρή θέση της Εταιρείας Β είναι 10€κατ. Υποθέτουμε τώρα ότι η Εταιρία Α, για την εξαγορά της Εταιρείας Β, καταβάλλει το τίμημα των €18 εκατ. (δανειζόμενη το ύψος του τιμήματος) σε μετρητά. Το ποσό αυτό περιλαμβάνει τα εξής στοιχεία

- Το κυκλοφορούν ενεργητικό της εταιρείας-στόχου, ύψους **€2εκατ.**

- Τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας-στόχου, τα οποία μεταφέρονται στον ισολογισμό της εξαγοράζουσας στην τρέχουσα αξία των **€14εκατ.** και όχι στην λογιστική αξία των €8εκατ. που είναι στον ισολογισμό της Β,
- Την υπεραξία €2εκατ.

Μετά λοιπόν την εξαγορά το σύνολο του ενεργητικού της εξαγοράζουσας εταιρείας αυξάνεται κατά το ποσόν του τιμήματος εξαγοράς, διαμορφούμενο στα €38εκατ.

Πίνακας 1-2: Η Λογιστική Μέθοδος της Εξαγοράς: Η Αξία της Εξαγοράζουσας Εταιρείας μετά την Συγχώνευση

ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΒ			
Κυκλοφορούν Κεφάλαιο	€ 6 (4 + 2)	Ίδια Κεφάλαια	20
Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία	30 (16 +14)	Υποχρεώσεις	18
Υπεραξία	2		
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	€ 38	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ & ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	38

1.2.2 Η Φορολόγηση των Εξαγορών

Πίνακας 1-3: Η Φορολόγηση των Εξαγορών

ΕΤΑΙΡΙΑ Α				ΕΤΑΙΡΙΑ Β			
Κυκλοφορούν Κεφάλαιο	€ 0	Ίδια Κεφάλαια	20	Κυκλοφορούν Κεφάλαιο	€ 2	Ίδια Κεφάλαια	€ 10
Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία	80			Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία	8		
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	€ 80	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ & ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	20	ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	€ 10	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ & ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	10

1.3 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Σύμφωνα με τον Manne (1965), οι εξαγορές συμβάλουν στην επίτευξη της μεγιστοποίησης, αν η εταιρία A με αξία PV_A εξαγοράσει την εταιρία B με αξία PV_B , τότε η συναλλαγή θα είναι ωφέλιμη για την πρώτη εάν:

$$PV_{AB} > PV_A + PV_B \quad 1.1$$

Όπου

PV_{AB} : η αξία της εταιρίας AB.

Η πρόσθετη αξία από την εξαγορά είναι γνωστή ως **συνέργεια** της εξαγοράς, ισχύει δε ότι:

$$\text{Συνεργεια} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) \quad 1.2$$

Σύμφωνα με τους Ross *et al* (1999: 776-770), οι πηγές συνεργειών είναι τέσσερις: (1) ενίσχυση των πωλήσεων, (2) μείωση του κόστους, (3) μείωση των φορολογικών υποχρεώσεων, και (4) μείωση του κόστους κεφαλαίου.

1.3.1 Ενίσχυση των Πωλήσεων

Η ενίσχυση των πωλήσεων επέρχεται συνεπεία της αύξησης του μεριδίου αγοράς, της ύπαρξης νέων στρατηγικών ωφελειών, και αύξησης της μονοπωλιακής δύναμης. Πράγματι, μια εξαγορά μειώνει τον υφιστάμενο ανταγωνισμό σε μια αγορά, και έτσι αυξάνεται η μονοπωλιακή δύναμη του αγοραστή (Perry and Porter, 1985)

1.3.2 Μείωση του Κόστους Παραγωγής και Αποτελεσματικότερη Λειτουργία

Υπό ορισμένες προϋποθέσεις μια μεγαλύτερη εταιρία λειτουργεί αποτελεσματικότερα από δυο μικρότερες για τους εξής λόγους: (α) οικονομίες κλίμακας, (β) οικονομίες κάθετης ολοκλήρωσης και (γ) αλληλοσυμπλήρωση πόρων.

Οικονομίες Κάθετης Ολοκλήρωσης

Δια της **κάθετης ολοκλήρωσης** (vertical integration), η οποία αποτελεί μια εναλλακτική μορφή ανάπτυξης της επιχείρησης, η εταιρία παράγει οτιδήποτε της είναι αναγκαίο προκειμένου να καθετοποιήσει την παραγωγική της δραστηριότητα, δηλαδή να παράγει όλες τις ενδιάμεσες εισροές που θεωρούνται απαραίτητα συστατικά στη παραγωγή των εκρών της.

Η εξάρτηση από τους προμηθευτές μπορεί να αποτελέσει σημαντικό κίνδυνο για την κερδοφορία της επιχείρησης, ειδικά σε περιπτώσεις που εμφανίζεται το φαινόμενο του μονοπωλίου στους συντελεστές της παραγωγής. Η καθετοποίηση λοιπόν της παραγωγής, μπορεί να βοηθήσει στην απεξαρτητοποίησή της από τους προμηθευτές, απαλλάσσοντας την ταυτόχρονα από ενδεχόμενα προηγούμενα προβλήματα σε θέματα κόστους αλλά και έγκαιρης προμήθειας πρώτων υλών.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα δημιουργίας συνεργειών από την καθετοποίηση της παραγωγής αποτελεί η αυτοκινητοβιομηχανία των Η.Π.Α., η οποία κατάφερε να επιτύχει μέσω της καθετοποίησης της παραγωγής της, στις αρχές της δεκαετίας του 1980, σε επίπεδα όπως η κερδοφορία και ο χρόνος κατασκευής ενός νέου μοντέλου (Γεωργιάδης, 1999).

1.3.3 Μείωση του Κόστους Κεφαλαίου

Το **σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου** (weighted average cost of capital, r_{WACC}), αντανακλά το κόστος χρηματοδότησης μιας εταιρίας, και δίδεται από το εξής τύπο (Ross *et. al.* 1999: 308):

$$r_{WACC} = \frac{B}{B+S} \times r_B (1-t_c) + \frac{S}{B+S} \times r_S \quad 1.3$$

Όπου

B : οι συνολικές υποχρεώσεις της εταιρίας (δηλαδή τα δανειακά της κεφάλαια)

S : τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας

t_c : ο φορολογικός συντελεστής των (φορολογήσιμων) κερδών εταιρίας

r_B : το κόστος δανεισμού της εταιρίας

r_S : το κόστος των ιδίων κεφαλαίων

Από την παραπάνω σχέση βλέπουμε ότι κόστος κεφαλαίου της εταιρίας εξαρτάται από τα κόστη χρηματοδότησης και την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας.

Κατ' αρχάς, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν καλύτερες δυνατότητες χρηματοδότησης (Brealey and Myers, 2000:949). Αυτό έχει ως συνέπεια την μείωση του κόστους δανεισμού, και συνακόλουθα την μείωση του κόστους κεφαλαίου. Για παράδειγμα, η συγχώνευση της Τράπεζας Πίστωσης με την Ιονική συντέλεσε στην αναβάθμιση της

πιστοληπτικής ικανότητας των δύο τραπεζών συνολικά. Συγκεκριμένα η διεθνής υπηρεσία οικονομικών αξιολογήσεων Moody's αξιολόγησε το δείκτη ρευστότητας της Alpha Bank με A3, γεγονός το οποίο εξασφαλίζει για τον όμιλο καλύτερη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές του εξωτερικού με πολύ ευνοϊκότερους όρους (Ρομποτής, 2002).

Επίσης, δια της εξαγοράς μιας εταιρίας από κάποια άλλη επέρχεται μείωση κόστους και χρόνου ανάπτυξης νέων προϊόντων, καθώς είναι πιο ακίνδυνο μια επιχείρηση να διαθέτει πόρους για την εξαγορά μιας λειτουργούσας εταιρίας από το να επενδύει στην ανάπτυξη καινοτομιών με αβέβαιο και βαθύ χρονικά μέλλον. Αυτό έχει ως συνέπεια την μείωση του κινδύνου που αντιμετωπίζει μια εταιρία.

1.4ΟΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Ποιές είναι οι αποδώσεις των εξαγορών για τις εξαγοράζουσες εταιρείες; Για την μελέτη αυτού του θέματος συνήθως επιχειρείται η ανάλυση επιχειρηματικών συμβάντων.

1.4.1 Η Ανάλυση Επιχειρηματικών Συμβάντων

Στόχος μιας μελέτης επιχειρηματικού συμβάντος είναι να διαπιστώσει κατά πόσον η χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής μεταβάλλεται (αντιδρά) κατά την χρονική στιγμή επελεύσεως ενός επιχειρηματικού συμβάντος, το οποίο ουσιαστικά αφορά σε μια (απροσδόκητη) ανακοίνωση σχετικά με την πορεία, παρελθούσα και τρέχουσα, ή τις μελλοντικές ενέργειες της διοίκησης μιας εταιρίας.

Τα **επιχειρηματικά συμβάντα** (events) κατατάσσονται σε μια από τις ακόλουθες 7 κατηγορίες

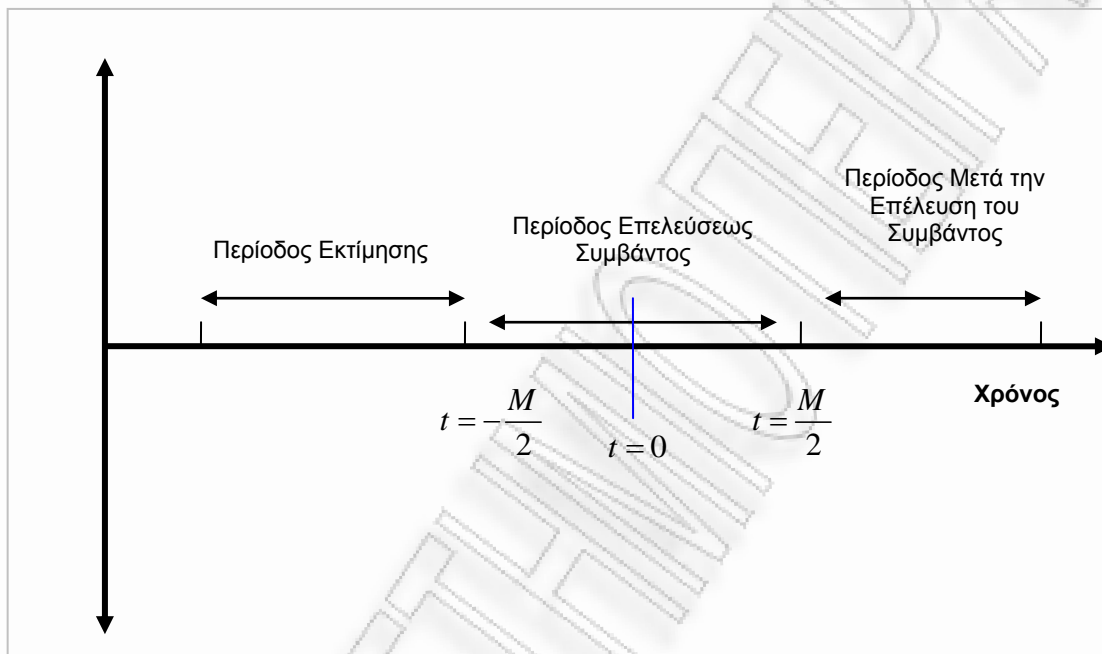
1. Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου
2. Εξαγορές και Συγχωνεύσεις
3. Ανακοίνωση Αποτελεσμάτων Χρήσεως τριμήνου, εξαμήνου, και εννιαμήνου
4. Ανακοίνωση Ημερομηνίας Γενικής Συνελεύσεως
5. Σχολιασμός Τύπου
6. Μεταβολές στο Ποσοστό Βασικών Μετόχων
7. Ανακοινώσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ή Αποφάσεις του ΧΑ.

Βασιζόμενοι στους Elton and Gruber (1995: 428-429), η μέθοδος **ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων** (event study methodology) αποτελείται ορισμένα βήματα.

Κατ' αρχάς, θα πρέπει να προσδιοριστεί η ημερομηνία ανακοίνωσης τινός εκ των προαναφερομένων συμβάντων στον ημερήσιο Τύπο. Ως ημερομηνία επελεύσεως ενός επιχειρηματικού συμβάντος θεωρείται η ημερομηνία, κατά την οποία οι επενδυτές καθίσταται γνώστες αυτού. Συνήθως αυτή η χρονική στιγμή συμβολίζεται ως $t = 0$. Κατόπιν, ανάλογα με το μέγεθος επιρροής του επιχειρηματικού συμβάντος, μελετώνται M ημέρες πέραν της ημερομηνίας επελεύσεως, οι οποίες χωρίζονται στην περίοδο προ της επελεύσεως του

γεγονότος $(t = -\frac{M}{2}, -\frac{M}{2} + 1, K, -1)$ και στην περίοδο μετά την επέλευση αυτού $(t = 1, K, \frac{M}{2} - 1, \frac{M}{2})$.

Η χρονική γραμμή του επιχειρηματικού συμβάντος παρουσιάζεται στο Σχήμα 1-2



Σχήμα 1-2: Η χρονική Γραμμή του Επιχειρηματικού Συμβάντος

Κατόπιν, ακολουθεί η εκτίμηση των υπεραποδόσεων. Η υπεραπόδοση, r_{it}^A , της μετοχής μετοχής i , κατά την ημέρα t , ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ της πραγματικής της απόδοσης r_{it} και της προσδοκώμενης ή κανονικής απόδοσης της \bar{r}_{it} . Δηλαδή έχουμε

$$r_{it}^A = r_{it} - \bar{r}_{it} \quad 1.4$$

Για τον υπολογισμό της κανονικής απόδοσης μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε το **υπόδειγμα του μοναδικού δείκτη, single-index model (SIM)**, το οποίο περιγράφεται από την ακόλουθη εξίσωση (Elton and Gruber, 1995: 131):

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \varepsilon_{it} \quad 1.5$$

Για $t = K, -\frac{M}{2} - 2, -\frac{M}{2} - 1, -\frac{M}{2}$, χρονικές περιόδους

Όπου

α_i : Η απόδοση της μετοχής i , η οποία είναι ανεξάρτητη από την απόδοση αγοράς

r_{mt} : Η απόδοση του γενικού δείκτη (υποθέτουμε ότι είναι μια τυχαία μεταβλητή) κατά

την περίοδο t για $t = K, -\frac{M}{2} - 2, -\frac{M}{2} - 1, -\frac{M}{2}$,

β_i : Ο συντελεστής βήτα της μετοχής

ε_{it} : Μια τυχαία μεταβλητή με αναμενόμενη απόδοση μηδέν. Πρόκειται για τον διαταρακτικό όρο του υποδείγματος

Το μοντέλο μοναδικού δείκτη διαχωρίζει τις αποδόσεις των αξιόγραφων σε δυο συστατώσες: ένα ιδιάζον κομμάτι που αντιπροσωπεύεται από την α_i (απόδοση αξιόγραφου μη εξαρτώμενη από την απόδοση της αγοράς), καθώς και ένα κομμάτι που συνδέεται με την αγορά και αντιπροσωπεύεται από $\beta_i r_{mt}$. Από την μια, το ιδιάζον κομμάτι της απόδοσης της μετοχής αφορά σε ένα μικρό-οικονομικό γεγονός που επιδρά ξεχωριστά σε κάθε επιχείρηση αλλά όχι σε όλες τις επιχειρήσεις γενικώς. Τα παραδείγματα περιλαμβάνουν τις νέες πηγές αποθεματικού, μια πυρκαγιά, μια απεργία, ή την αναμονή μιας «φιγούρας κλειδί» για την επιχείρηση. Από την άλλη, το κομμάτι της απόδοσης της μετοχής, το οποίο συνδέεται με την αγορά, αφορά σε ένα μακρο-οικονομικό συμβάν που έχει αντίκτυπο στις περισσότερες επιχειρήσεις.

Εκτιμώντας λοιπόν το οικονομετρικό υπόδειγμα (1.5) παλινδρομώντας τις αποδόσεις της μετοχής με τις αποδόσεις της αγοράς κατά το χρονικό διάστημα $t = K, -\frac{M}{2} - 2, -\frac{M}{2} - 1, -\frac{M}{2}$, (δηλαδή κατά την περίοδο εκτίμησης, βλέπε Σχήμα 1-2) μπορούμε να υπολογίσουμε την προσδοκώμενη απόδοση (\bar{r}_i) της μετοχής της i βάσει της ακόλουθης σχέσης

$$\bar{r}_i = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i r_{mt} \quad 1.6$$

Εναλλακτικά, για το υπολογισμό δε της προσδοκώμενης απόδοσης μιας μετοχής μπορεί να χρησιμοποιηθεί και το **υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων** (capital

asset pricing model, CAPM). Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το CAPM, η αναμενόμενη απόδοση, \bar{r}_i , μιας μετοχής i περιγράφεται από την κάτωθι γραμμική σχέση (Κάντζος, 2002: 457):

$$\bar{r}_i = r_F + (\bar{r}_M - r_F) \beta_i \quad 1.7$$

Όπου

r_F : Το επιτόκιο άνευ κινδύνου

\bar{r}_M : Η προσδοκώμενη απόδοση χαρτοφυλακίου της αγοράς. Η διαφορά $\bar{r}_M - r_F$ αντιπροσωπεύει το μετοχικό ασφάλιστρο κινδύνου.

β : Ο συντελεστής βήτα της μετοχής

Το CAPM μας πληροφορεί ότι η προσδοκώμενη απόδοση (ή κόστος ιδίων κεφαλαίων) της μετοχής μιας εταιρίας εξαρτάται από τρεις παράγοντες, δυο εκ των οποίων παραμένουν οι ίδιοι για όλες τις μετοχές, ενώ ο ένας μεταβάλλεται. Συγκεκριμένα, το επιτόκιο άνευ κινδύνου και το μετοχικό ασφάλιστρο κινδύνου είναι κοινοί για όλες τις μετοχές παράγοντες στην διαμόρφωση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρίας, ενώ ο συντελεστής βήτα της μετοχής διαφέρει από μετοχή σε μετοχή.

Τέλος, υπολογίζουμε την σωρευτική υπεραπόδοση, $CAR_i \left(-\frac{M}{2}, \frac{M}{2} \right)$, μια μετοχής

μιας μετοχής i , κατά την χρονική περίοδο $-\frac{M}{2}, \frac{M}{2}$ ως ακολούθως

$$CAR_i \left(-\frac{M}{2}, \frac{M}{2} \right) = \prod_{t=-\frac{M}{2}}^{\frac{M}{2}} (1 + r_{it}^A) = \quad 1.8$$

1.4.2 Οι Αποδόσεις των Εξαγορών

Αρκετές μελέτες έχουν δείξει ότι οι αποδόσεις που επιτυγχάνουν οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών εταιριών είναι μικρές ή ακόμη και αρνητικές.

Οι Jarrell και Poulsen (1989) διαπίστωσαν μια βαθμιαία πτώση στην απόδοση των εξαγορών με δημόσια προσφορά. Συγκεκριμένα, οι εν λόγω μελετητές βρήκαν στατιστικά σημαντικές θετικές μη-κανονικές αποδόσεις (σχετιζόμενες με την εξαγορά εταιριών) της

τάξεως του 5.0% στη δεκαετία του '60, 2.2% στη δεκαετία του '70, και μη στατιστικά σημαντικές αρνητικές αποδόσεις στη δεκαετία του '80. Οι μικρές ή αρνητικές αποδόσεις από την εξαγορά εταιριών στη δεκαετία του '80 επιβεβαιώθηκαν σε διάφορες μελέτες και παρόμοια αποτελέσματα βρέθηκαν και για ένα δείγμα μεγάλων εξαγορών οι οποίες δημιουργήθηκαν στα μέσα της δεκαετίας του '90 και για όλες τις συγχωνεύσεις από το 1998 (Andrade *et al.*, 2001). Παραδείγματος χάριν, οι Ravenscraft και Long (1993) εξετάζοντας 89 περιπτώσεις εξαγορών Αμερικανικών επιχειρήσεων από τους ξένους αγοραστές, μεταξύ της περιόδου 1977-1990, διαπίστωσαν ότι για την πλειονότητα των περιπτώσεων η απόδοση της μετοχής των εξαγοραζουσών εταιριών δεν παρουσίασε κάποια σημαντική άνοδο ένα έτος μετά από την διενέργεια της εξαγοράς.

Οι Andrade *et al.* (2001) αρχικά εξετάζοντας ένα χρονικό διάστημα τριών ημερών περίξ της χρονικής στιγμής από την ανακοίνωση της εξαγοράς, διαπίστωσαν ότι η συνδυασμένη αξία της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρίας σημείωσε αύξηση κατά 2% από την αρχική συνδυασμένη αξία των αντίστοιχων εταιριών. Αυτό το αποτέλεσμα βρέθηκε και για τις τρεις δεκαετίες, του '70, του '80 και του '90. Κατόπιν, οι Andrade *et al.* (2001) υπολόγισαν τις αποδόσεις της μετοχής των εξαγοραζουσών εταιριών για αρκετά έτη μετά από την ημερομηνία διενέργειας της εξαγοράς, και διαπίστωσαν ελαφρώς αρνητικές, αλλά στατιστικά μη διαφορετικές από το μηδέν, σταθμισμένες αποδόσεις.

Οι Altunbas και ο Ibanez (2001) μελέτησαν την προ εξαγοράς και μετά την εξαγορά απόδοση της μετοχής σε ένα δείγμα τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, από το 1992 έως το 2001. Οι συντάκτες της μελέτης διαπίστωσαν βελτιώσεις στην απόδοση της εξαγοράζουσας εταιρίας, ειδικά στην περίπτωση όπου έχει πραγματοποιηθεί κάποια διασυνοριακή εξαγορά. Στο δείγμα τους, οι εξαγοράζουσες τράπεζες ήταν κατά μέσο όρο περίπου επτά φορές μεγαλύτερες (βάσει του συνόλου του ενεργητικού) από τις εξαγοραζόμενες τράπεζες, οι οποίες ωστόσο είχαν το μεγαλύτερο λόγο δανείων προς συνολικό ενεργητικό και μη-επιτοκιακού εισοδήματος προς συνολικό ενεργητικό. Περαιτέρω, το μέγεθος των εξαγοραζόμενων εταιριών σε σχέση με αυτό των εξαγοραζουσών εταιριών ήταν μικρότερο στις εγχώριες συγχωνεύσεις από διασυνοριακές. Συγκεκριμένα, για τις μεν διασυνοριακές συγχωνεύσεις οι τράπεζες στόχοι είχαν (σε επίπεδο διαμέσου) το 21% του μεγέθους των εξαγοραζουσών εταιριών για τις δε εγχώριες συγχωνεύσεις το 19%. Τέλος, διαπιστώθηκε για τις μεν διασυνοριακές συγχωνεύσεις αύξηση της τάξεως του 2.5% στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, για τις δε εγχώριες συγχωνεύσεις αντίστοιχη αύξηση της τάξεως του 1.2%.

2 ΤΟ ΜΕΣΟ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΣΤΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Το μέσο πληρωμής σε μια εξαγορά μπορεί να είναι είτε *μετρητά* είτε *μετοχές*. Για την επιλογή του μέσου πληρωμής, θα πρέπει να έχουμε κατά νου ότι η αποτίμηση μιας εταιρείας προς εξαγορά αποτελεί περίπτωση αξιολόγησης ενός επενδυτικού σχεδίου, η οποία μπορεί να γίνει βάσει ενός κριτηρίου αξιολόγησης όπως είναι το κριτήριο της Καθαρής Παρούσας Αξία (ΚΠΑ).

Η ΚΠΑ μιας συγχώνευσης είναι η διαφορά μεταξύ των συνεργειών που προκύπτουν από αυτή και του *premium* της εξαγοράς (Ross *et al.*, 1999: 776)

$$\text{ΚΠΑ} = \text{Συνεργειες} - \text{Premium} \quad 2.1$$

Μια Εταιρία Α με αγοραία αξία PV_A εξετάζει το ενδεχόμενο εξαγοράς με συγχώνευση της Εταιρίας Β με αγοραία αξία PV_B . Τα οφέλη, ή οι συνέργειες (s) της συγχώνευσης ορίζονται ως εξής (Brealey and Myers, 2000:950)

$$s = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) \quad 2.2$$

Το **premium εξαγοράς** είναι η διαφορά του τιμήματος (σε μετρητά ή μετοχές) που καταβάλει ο αγοραστής (c) και της αγοραίας αξίας της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Αναφορικά με την περίπτωση της συγχώνευσης της Εταιρίας Α με την Εταιρία Β, το premium της εξαγοράς θα είναι

$$\text{Premium} = c - PV_B \quad 2.3$$

Για παράδειγμα, ας εξετάσουμε τα στοιχεία του παρακάτω πίνακα

Πίνακας 2-1: Υποθετικά Στοιχεία για Δυο Προς Συγχώνευση Εταιρείες

	Εταιρεία Α (Εξαγοράζουσα Εταιρεία)	Εταιρεία Β (Εταιρεία-Στόχος)
Τιμή Μετοχής	20€	10€
Αριθμός Μετοχών	25	10
Αγοραία Αξία	500€	100€

Υποθέτουμε ότι οι συνέργειες της εξαγοράς ανέρχονται στα 100€, και ότι το διοικητικό συμβούλιο της Εταιρίας Β είναι σύμφωνη με ένα τίμημα της τάξεως των 150€, πληρωτέο είτε σε μετρητά είτε σε μετοχές. Το τίμημα της εξαγοράς περιλαμβάνει δυο στοιχεία. Πρώτον, την αξία της εταιρείας-στόχου (100€) ως ξεχωριστή επιχειρηματική οντότητα, και το premium της εξαγοράς (50€), δηλαδή το ποσό που καταβάλλεται πάνω από την αξία της εταιρείας στόχου.

Το ερώτημα λοιπόν που τίθεται σε αυτό το σημείο είναι κατά πόσον η συγχώνευση της Εταιρείας Α με την Εταιρεία Β θα διεκπεραιωθεί με μετρητά ή μετοχές. Προκειμένου να απαντήσουμε σε αυτό το ερώτημα θα πρέπει να εκτιμήσουμε την ΚΠΑ της εξαγοράς βάσει των δυο διαφορετικών τρόπων πληρωμής.

2.1 ΜΕΤΡΗΤΑ

Αναφορικά με το προηγούμενο παράδειγμα, η ΚΠΑ της εξαγοράς εάν το τίμημα των 150€ καταβληθεί σε μετρητά είναι 50€, δηλαδή 100€ σε συνέργειες μείον 50€ το premium της εξαγοράς. Μετά την εξαγορά, η αξία της συγχωνευμένης Εταιρείας AB θα διαμορφωθεί ως εξής

$$PV_{AB} = (PV_A + PV_B) + s \quad 2.4$$

Βάσει δηλαδή των στοιχείων του παραδείγματος μας θα έχουμε

$$PV_{AB} = (500 + 100) + 100 = 700$$

Η λογιστική αξία της μετοχής της Εταιρείας A μετά την συγχώνευση και προ της συγχωνεύσεων έχει ως εξής

$$P_{AB} = \frac{PV_{AB} - c}{N_A} \quad 2.5$$

$$P_A = \frac{PV_A}{N_A} \quad 2.6$$

όπου

P_A : Η λογιστική αξία της Εταιρείας A προ της συγχωνεύσεως της μετά της Εταιρείας B

P_{AB} : Η λογιστική αξία της Εταιρείας A μετά την συγχώνευσης της μετά της Εταιρείας B

N_A : Οι μετοχές σε κυκλοφορία της Εταιρείας A

s : Οι συνέργειες από την συγχώνευση μετά της Εταιρείας B

Επομένως, η λογιστική αξία της εξαγοράζουσας εταιρείας μετά την συγχώνευση της με την εταιρεία στόχο θα είναι

$$P_{AB} = \frac{700 - 150}{25} = 22$$

Προκειμένου οι μέτοχοι της Εταιρίας A να μη χάσουν από την εξαγορά της Εταιρίας B, θα πρέπει να έχουμε $P_{AB} \geq P_A$, δηλαδή $PV_{AB} - c \geq PV_A$. Η τελευταία σχέση, βάσει της εξίσωσης (2.2), σημαίνει μας δίνει ότι

$$s \geq c - PV_B \quad 2.7$$

Από την παραπάνω σχέση βλέπουμε ότι προκειμένου η εξαγορά να έχει θετικά αποτελέσματα για τους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρίας δεν θα πρέπει το τίμημα της εξαγοράς να ξεπερνά το άθροισμα της αξίας της Εταιρίας B και των συνεργειών που προκύπτουν από την εξαγορά.

Παράδειγμα

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι εξετάζουμε την περίπτωση δύο εταιριών, της A και της B, κάθε μια εκ των οποίων αξίζει \$10 δισεκατομμύρια. Εάν η A προβεί σε εξαγορά της B, τότε είναι πιθανόν να δημιουργηθούν συνέργειες ύψους \$8 δισ, λόγω της εξοικονόμησης σε θέματα κόστους. Επίσης, ας υποθέσουμε ότι η Εταιρία A είναι διατεθειμένη να καταβάλλει για την Εταιρία B το ποσό των \$15 δισ., είναι δηλαδή διατεθειμένη να πληρώσει premium \$5 δισ

Σε αυτή την περίπτωση, η αξία της Εταιρίας A θα αυξηθεί κατά \$3 δισ, από τα \$10δισ στα \$13δισ. Αυτό ισχύει διότι οι μέτοχοι της Εταιρίας A καταλήγουν με περιουσιακά στοιχεία αξίας \$28δισ (=\$10δισ + \$10δισ + \$8δισ) για τα οποία καλούνται να καταβάλουν το ποσό των \$15 δισ. Κατά συνέπεια η καταληκτική αξία της Εταιρίας A θα είναι \$13δισ (=\$28δισ - \$15δισ), δηλαδή η αρχική αξία των \$10δισ πλέον την ΚΠΑ της εξαγοράς. Η ΚΠΑ της εξαγοράς είναι \$3δισ (=\$8δισ - \$5δισ).

Το ότι η εξαγορά της Β από την Α είναι επωφελής για τους μετόχους της Α φαίνεται και από το γεγονός ότι το τίμημα της εξαγοράς (\$15 δις) δεν να ξεπερνά το άθροισμα της αξίας της Εταιρίας Β (\$10 δις) και των συνεργειών που προκύπτουν από την εξαγορά (\$8 δις).

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

2.2 ΜΕΤΟΧΕΣ

Σε περίπτωση που η εξαγορά διεκπεραιωθεί με μετοχές, θα πρέπει η Εταιρία Α να προσφέρει στους μετόχους της Εταιρείας Β μετοχές αξίας 150€, δηλαδή η Εταιρεία Α θα πρέπει να εκδώσει 7,5 (=150€/20€) μετοχές. Έτσι η σχέση ανταλλαγής είναι 7,5 μετοχές της Α για 10 μετοχές της Β. Μετά λοιπόν την συγχώνευση οι μετοχές σε κυκλοφορία της Εταιρείας Α θα είναι 32,5 (= 25 + 7,5) με λογιστική αξία **21,54€** (=700€/32,5). Βλέπουμε λοιπόν ότι μετά την συγχώνευση στην περίπτωση της χρηματοδότησης με μετοχές η λογιστική αξία της μετοχής είναι χαμηλότερη σε σχέση με την περίπτωση της χρηματοδότησης με μετρητά.

Φαίνεται επίσης ότι η Εταιρεία Α πλήρωσε 150€ για την εξαγορά της Εταιρείας Β, ωστόσο στην πραγματικότητα το τίμημα ήταν μεγαλύτερο από αυτό. Συγκεκριμένα, οι μέτοχοι της εταιρείας Β κατέχοντας 7,5 μετοχές της συγχωνευμένης εταιρείας ΑΒ με λογιστική αξία εκάστης μετοχής 21,54€ ουσιαστικά έλαβαν (από την εξαγοράζουσα εταιρεία) το ποσό των 161,54€ (=7,5 × 21,54€) για την μεταβίβαση των μετοχών τους. Επομένως, η ΚΠΑ της εξαγοράς με μετοχές 38,46€, δηλαδή 200€ (η αξία της Εταιρείας Β πλέον των συνεργιών) μείον το πραγματικό κόστος της εξαγοράς 161,54€.

Το ζητούμενο επομένως είναι ποια θα πρέπει να είναι η σχέση ανταλλαγής ώστε οι μέτοχοι της Εταιρείας Β να λάβουν μόνο 150€ και όχι παραπάνω. Ας υποθέσουμε ότι το διοικητικό συμβούλιο της Εταιρείας Α επιθυμεί να διεκπεραιώσει την συγχώνευση ανταλλάσσοντας α δικές της μετοχές για τις N_B μετοχές της Εταιρείας Β. Αυτό σημαίνει ότι για κάθε μετοχή της Εταιρείας Β θα πρέπει να δοθούν α/N_B νέες μετοχές της Εταιρείας Α. Συνεπώς, μετά την περαίωση της συγχώνευσης η Εταιρία Α θα έχει σε κυκλοφορία $N_{AB} = N_A + \alpha$ μετοχές, και η αξία του ποσοστού των μετόχων της Εταιρείας Β στην νέα εταιρία ΑΒ θα είναι

$$c^* = \frac{\alpha}{N_{AB}} PV_{AB} \quad 2.8$$

Εάν τώρα, το τίμημα της εξαγοράς προσδιορισθεί στα $c = \bar{c}$, τότε προκειμένου οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρείας να είναι αδιάφοροι ως προς τον τρόπο διεκπεραίωσης της συγχώνευσης θα πρέπει η αξία των μετοχών τους στην νέα εταιρεία θα ισούται με το τίμημα της εξαγοράς, δηλαδή θα πρέπει να έχουμε

$$\frac{\alpha}{N_{AB}} PV_{AB} = \bar{c} \quad 2.9$$

Και λύνοντας ως προς α θα έχουμε

$$\alpha = \frac{\bar{c} N_A}{PV_{AB} - \bar{c}} \quad 2.10$$

2.3Η ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΥΨΟΥΣ ΤΟΥ ΤΙΜΗΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ

Προκειμένου να εκτιμήσουμε το ύψος του τιμήματος μιας εξαγοράς θα εξετάσουμε την επίδραση που θα έχει η συγχώνευση στα κέρδη ανά μετοχή της εξαγοράζουσας εταιρίας (βλέπε Levy and Sarnat, 1990:628-629). Με βάση αυτή την προσέγγιση, το τίμημα της εξαγοράς πρέπει να προσδιοριστεί με τέτοιο τρόπο ώστε τα κέρδη ανά μετοχή και για τους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρίας αλλά και για τους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρίας να μη χειροτερέψουν μετά την συγχώνευση.

Ας υποθέσουμε για παράδειγμα ότι η Εταιρία Α είναι η εξαγοράζουσα εταιρία και η Εταιρία Β είναι η εξαγοραζόμενη. Εάν η Εταιρία Α προσφέρει $P_B^* = P_B(1+p)$ ανά μετοχή για τις N_B μετοχές της Εταιρίας Β, όπου P_B η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της εταιρίας Β, τότε η Εταιρία Α θα πρέπει να εκδώσει

$$\Delta N_A = \frac{P_B(1+p)}{P_A} N_B \quad 2.11$$

όπου

P_A : Η τιμή της μετοχής της Εταιρίας Α

p : Το premium επί της τιμής της μετοχής της Εταιρίας Β

N_A : Οι μετοχές σε κυκλοφορία της Εταιρίας Α

N_B : Οι μετοχές σε κυκλοφορία της Εταιρίας Β

Και ως εκ τούτου τα κέρδη ανά μετοχή της συγχωνευμένης Εταιρίας ΑΒ θα διαμορφωθούν στα

$$KAM_{AB} = \frac{NI_A + NI_B + s_{NI}}{N_A + \frac{P_B(1+p) \times N_B}{P_A}} \quad 2.12$$

όπου

KAM_{AB} : Τα κέρδη ανά μετοχή της συγχωνευμένης Εταιρίας AB

NI_A : Τα κέρδη μετά από φόρους της Εταιρίας A

NI_B : Τα κέρδη μετά από φόρους της Εταιρίας B

s_{NI} : Οι συνέργειες στα κέρδη μετά από φόρους της συγχωνευμένης εταιρείας

Μετά την συγχώνευση τα κέρδη ανά μετοχή των μετόχων της Εταιρίας B (KAM_B^*) θα είναι

$$KAM_B^* = \left(\frac{P_B (1+p)}{P_A} \right) KAM_{AB} \quad 2.13$$

Συγκρίνοντας λοιπόν τα κέρδη ανά μετοχής της Εταιρίας A προ και μετά την συγχώνευση θα έχουμε:

$$\begin{aligned} \frac{KAM_{AB}}{KAM_A} &= \frac{\frac{NI_A + NI_B + s_{NI}}{N_A + \frac{P_B (1+p) \times N_B}{P_A}}}{\frac{NI_A}{N_A}} = \\ &= \frac{\frac{P_A (NI_A + NI_B + s_{NI})}{N_A P_A + P_B (1+p) \times N_B}}{\frac{NI_A}{N_A}} = \frac{N_A P_A}{[N_A P_A + P_B (1+p) \times N_B]} \frac{NI_A + NI_B + s_{NI}}{NI_A} \end{aligned} \quad 2.14$$

Και για την Εταιρία B θα έχουμε:

$$\frac{\text{KAM}_B^*}{\text{KAM}_B} = \frac{\frac{[P_B(1+p)](NI_A + NI_B + s_{NI})}{N_A P_A + P_B(1+p) \times N_B}}{\frac{NI_B}{N_B}} = 2.15$$

$$= \frac{N_B [P_B(1+p)](NI_A + NI_B + s_{NI})}{NI_B [N_A P_A + P_B(1+p) \times N_B]}$$

Από τις σχέσεις (5.13) και (5.15) βλέπουμε ότι το premium της συγχώνευσης επηρεάζει τον πλούτο των μετόχων των δυο εταιριών. Συγκεκριμένα βλέπουμε ότι όσο μεγαλύτερο το premium p της συγχώνευσης τόσο μικρότερος ο λόγος των κερδών ανά μετοχή της συγχωνευμένης εταιρίας προς τα κέρδη ανά μετοχή της εξαγοράζουσας Εταιρίας Α. Θεωρητικά, το premium της συγχώνευσης θα πρέπει να οριστεί έτσι ώστε και οι μέτοχοι της Εταιρίας Α και οι μέτοχοι της Εταιρίας Β να μη χάσουν από την συγχώνευση των δυο εταιριών, δηλαδή θα πρέπει να έχουμε

$$\frac{\text{KAM}_{AB}}{\text{KAM}_A} = \frac{\text{KAM}_B^*}{\text{KAM}_B} = 1.$$

Παράδειγμα 1 – Η Εκτίμηση του Τιμήματος Εξαγοράς

Η Εταιρία Α σκοπεύει να εξαγοράσει την Εταιρία Β μέσω της ανταλλαγής μετοχών. Ποιο θα πρέπει να είναι το τίμημα ανά μετοχή που θα πρέπει να καταβάλει η Εταιρία Α στους μετόχους της Εταιρίας Β;

	Εταιρία Α	Εταιρία Β (Στόχος)
Καθαρά Κέρδη	€ 50.000	€10.000
Μετοχές	5.000	2.000
Κέρδη ανά Μετοχή	€10,00	€5,00
Τιμή Μετοχής	€150,00	
P/E	15	

Αρχικά, υποθέτουμε ότι η διοίκηση της Εταιρίας Α προτίθεται να καταβάλει €65 για κάθε μετοχή της Εταιρίας Β.

Εφ' όσον η Εταιρία Α προτίθεται να καταβάλει €65 για κάθε μετοχή της Εταιρίας Β, τότε α) το P/E της εξαγοράς θα είναι 13(=€65/€5), και β) το συνολικό τίμημα της εξαγοράς αναμένεται να ανέλθει στα €130.000 (=€65 × 2.000 μετοχές). Και δοθέντος ότι η μετοχής της εταιρίας Α διαπραγματεύεται στα €150 τότε θα πρέπει να εκδοθούν 866,7 μετοχές (=€130.000/ €150). Έτσι μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς τα κέρδη ανά μετοχή θα είναι

$$KAM = \frac{50.000 + 10.000}{5.000 + 866,7} = 10,23$$

Βλέπουμε λοιπόν ότι η συγχώνευση είναι επωφελής για τους μετόχους της Εταιρίας Α, καθώς τα κέρδη ανά μετοχή αναμένεται να αυξηθούν από €10 στα €10,23. Το μέγιστο τίμημα που μπορεί να δαπανήσει η Εταιρία Α προκειμένου να εξαγοράσει την Εταιρία Β και μην μειωθούν τα κέρδη ανά μετοχή της πρώτης είναι €75

Παράδειγμα 2– Ο Υπολογισμός των ΚΑΜ της Συγχωνευμένης Εταιρίας

Η Εταιρία Α σκοπεύει να εξαγοράσει την Εταιρία Β μέσω της ανταλλαγής μετοχών. Συγκεκριμένα, η διοίκηση της Εταιρίας Α προτίθεται να προβεί στην έκδοση 1,5 μετοχών για κάθε μετοχή της Εταιρίας Β.

Παρακάτω βλέπουμε ορισμένα στοιχεία των δυο εταιριών

	Εταιρία Α	Εταιρία Β (Στόχος)
Καθαρά Κέρδη	€ 400.000	€100.000
Μετοχές	200.000	25.000
Κέρδη ανά Μετοχή	€2,00	€4,00
Τιμή Μετοχής	€40,00	€48,00
P/E	20	12

Βάσει των παραπάνω στοιχείων και του καθορισθέντος λόγου ανταλλαγής μετοχών, η Εταιρία Α θα πρέπει να εκδώσει 37.500 (=1,5 × 25.000 μετοχές) νέες μετοχές οπότε τα κέρδη ανά μετοχή μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς θα είναι

$$\text{ΚΑΜ} = \frac{400.000 + 100.000}{200.000 + 37.500} = 2,11$$

Εάν λοιπόν το P/E της συγχωνευμένης εταιρίας αναμένεται να διαμορφωθεί στο 15, τότε η τιμή της μετοχής αναμένεται να ανέλθει στα €31,65 (= € 2,11 × 15)

3. ΘΕΩΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΟΥ ΜΕΣΟΥ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΣΤΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

3.1. Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ (Tax implication Theory)

Είναι πολλοί οι συγγραφείς οι οποίοι υποστηρίζουν ότι η επιλογή της μεθόδου πληρωμής, καθορίζεται από τη φορολογία. Οι πληρωμή σε μετρητά είναι άμεσα φορολογητέα, αντίθετα με την πληρωμή σε μετοχές, που θα φορολογηθεί όταν οι μέτοχοι που έλαβαν τις μετοχές αυτές τις πουλήσουν. Αυτό συνεπάγεται ότι η προσφορά σε μετρητά θα πρέπει να είναι αυξημένη κατά κάποιο ποσό (premium) ώστε να αποζημιώνει τους μετόχους της εξαγοραζόμενης, για την φορολογική επιβάρυνση που υφίστανται.

Από την πλευρά της η εξαγοράζουσα, μπορεί να χρησιμοποιήσει την πληρωμή σε μετρητά και να δημιουργήσει μια υπεραξία (goodwill) η οποία μπορεί να αποσβένεται μακροχρόνια, μειώνοντας ταυτόχρονα την φορολογική της βάση. Από την σκοπιά των μετόχων της εξαγοράζουσας λοιπόν, είναι συμφέρον η προσφορά σε μετρητά να γίνεται μόνο αν το φορολογικό όφελος που προκύπτει είναι μεγαλύτερο από το τίμημα (premium) για την αποζημίωση των μετόχων της εταιρείας στόχου, λόγω της φορολογίας τους.

Η ελκυστικότητα της εταιρείας στόχου, γίνεται ακόμα μεγαλύτερη, όταν έχει συσσωρευμένες ζημιές ή φορολογικές πιστώσεις τις οποίες μπορεί να εκμεταλλευθεί η εξαγοράζουσα. Ωστόσο, πρέπει να ληφθούν υπόψη και νομικοί περιορισμοί, καθώς προϋπόθεση για το ανωτέρω φορολογικό πλεονέκτημα είναι η εξαγοράζουσα να έχει αποκτήσει πλήρως την εξαγοραζόμενη και η τελευταία να μην έχει αλλάξει το αντικείμενο δραστηριοτήτων της (Norooha et Sen (1995)). Με αυτόν τον τρόπο η φορολογική νομοθεσία, θέτει κάποιες δικλίδες ασφαλείας στην αυθαίρετη εξαγορά επιχειρήσεων που γίνονται μόνο για φορολογικούς σκοπούς. Κάτω από αυτές τις προϋποθέσεις, οι φορολογικές ζημιές της εταιρείας στόχου, μεταφέρονται στην μητρική, μειώνοντας την δική της φορολογική βάση και σε τελική ανάλυση το ποσό του φόρου το οποίο καλείται να πληρώσει.

Οι Auerbach και Reishus (1987) μελέτησαν την επίδραση της φορολογίας στις περιπτώσεις εξαγοράς των επιχειρήσεων. Για την εργασία τους χρησιμοποίησαν δύο δείγματα δεδομένων από την περίοδο 1968-1983, από τα οποία το ένα περιλάμβανε πραγματικές εξαγορές και συγχωνεύσεις επιχειρήσεων ενώ το άλλο πλασματικές τις οποίες δημιούργησαν με σκοπό να ελέγξουν την θεωρία τους. Στη συνέχεια συνέκριναν τα αποτελέσματα των δυο δειγμάτων στην προσπάθειά τους να προβλέψουν με το μοντέλο τους ενδεχόμενες εξαγορές που πραγματοποιούνται για καθαρά φορολογικούς λόγους. Το συμπέρασμά τους ήταν ότι αν και σε πολλές περιπτώσεις εξαγορών τα φορολογικά πλεονεκτήματα υπήρχαν, δε διαδραμάτιζαν ουσιαστικό ρόλο στον καθορισμό του τρόπου πληρωμής. Κατά τους Auerbach και Reishus λίγες ήταν οι περιπτώσεις των επιχειρήσεων που συγχωνεύτηκαν ή εξαγοράστηκαν για καθαρά φορολογικούς λόγους. Συνεπώς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα φορολογικά πλεονεκτήματα μπορεί να λαμβάνονται υπόψη στις εξαγορές που προκύπτουν αλλά δεν είναι αυτά που θα καθορίσουν τις τελικές αποφάσεις γύρω από την επιλογή του μέσου πληρωμής.

Οι Haris, Franks και Mayer(1987) κατέληξαν στο ίδιο συμπέρασμα με τους Auerbach και Reishus υποστηρίζοντας και εκείνοι ότι η κινητήριος δύναμη των εξαγορών δεν είναι τα φορολογικά πλεονεκτήματα των εταιριών και των μετόχων τους που προκύπτουν από την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Επιπλέον επισήμαναν τη δυσκολία της μελέτης της φορολογικής επίδρασης διαχρονικά λόγω της συχνής μεταβολής του φορολογικού πλαισίου και των λογιστικών αρχών που χρησιμοποιούνται.

3.2Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΣΥΜΜΕΤΡΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ (Asymmetric information Theory)

Σύμφωνα με τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information) των Myers and Majluf (1984), η ανώτατη διοίκηση της εταιρίας έχει πρόσβαση σε πληροφορίες που το ευρύ επενδυτικό κοινό αγνοεί. Χρησιμοποιώντας τις πληροφορίες αυτές, η διοίκηση της εταιρίας είναι σε θέση να εκτιμήσει με μεγαλύτερη ακρίβεια την τρέχουσα αξία της επιχείρησης. Έχει επομένως το προνόμιο να εκμεταλλευτεί αυτό το χάσμα πληροφόρησης που δημιουργείται προς όφελός της και σε βάρος των επενδυτών οι οποίοι δεν έχουν το ίδιο υψηλό βαθμό πληροφόρησης.

Οι υποθέσεις του υποδείγματος της ασύμμετρης πληροφόρησης που αναφέραμε στηρίζονται σε δύο σημαντικές βάσεις. Βασική παραδοχή αποτελεί το γεγονός ότι τα ανώτατα στελέχη έχουν πληροφόρηση την οποία το επενδυτικό κοινό δε διαθέτει, σε ένα περιβάλλον όμως που υποθέτουμε ότι οι πληροφορίες που διαθέτει η αγορά, είναι αυτές που διαμορφώνουν την αναμενόμενη μελλοντική αξία της επιχείρησης και κατά επέκταση την αναμενόμενη τιμή της μετοχής.

Οι Myers and Majluf (1984) στο θεωρητικό τους μοντέλο υποστήριξαν πως αν οι επενδυτές γνωρίζουν ότι η εταιρεία διαθέτει πλεόνασμα ρευστών διαθεσίμων αλλά αντί να το χρησιμοποιήσει καταφεύγει σε έκδοση μετοχών, τότε λαμβάνουν ανησυχητικές ενδείξεις ότι η αξία της μετοχής μάλλον είναι υπεριμμημένη (overvalued). Στην περίπτωση αυτή, θα ήταν σχεδόν αδύνατο για μια επιχείρηση να προσπαθήσει να πείσει το επενδυτικό κοινό ότι οι επιλογές της πράγματι μεγιστοποιούν το συμφέρον των μετόχων ακόμα και αν αυτό ήταν αληθές. Θα έπρεπε να επωμιστεί ένα ιδιαίτερα υψηλό κόστος πληροφόρησης για να επικοινωνήσει, να εκπαιδεύσει και τελικά να πείσει το ευρύ κοινό για τις επενδυτικές της θέσεις. Είναι απόλυτα λογικό λοιπόν οι εταιρείες να αποφεύγουν το κόστος αυτό με αποτέλεσμα να δημιουργούνται οι ασυμμετρίες πληροφόρησης ανάμεσα στα ανώτατα εταιρικά στελέχη που διαχειρίζονται τις υποθέσεις αυτές και το ευρύ κοινό.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συνοπτικά τις διαφορές ανάμεσα στην πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη στην ανώτατη διοίκηση της εταιρείας και στην αγορά. Ως σημείο αναφοράς λαμβάνουμε τις χρονικές στιγμές: $t=-1$ όπου οι μάνατζερ έχουν τις ίδιες πληροφορίες με την αγορά, $t=0$ όπου οι μάνατζερ διαθέτουν αυξημένες πληροφορίες σε σχέση με την αγορά και $t=+1$ όπου πλέον η αγορά έχει λάβει την πληροφόρηση. Παρατηρούμε πως η ασυμμετρία πληροφόρησης λαμβάνει χώρα την κρίσιμη στιγμή $t=0$ όπου η επιχείρηση είτε θα προβεί σε έκδοση μετοχικού κεφαλαίου, είτε θα δανειστεί για να χρηματοδοτήσει το επενδυτικό της σχέδιο, την εξαγορά δηλαδή κάποιας εταιρείας στόχου.

Χρονική περίοδος:	$t=-1$	$t=0$	$t=1$
Διαθέσιμη πληροφορία σε:			
Μάνατζμεντ	Αναμενόμενη αξία της επένδυσης	Πραγματική αξία της επένδυσης	Πραγματική αξία της επένδυσης
	Αναμενόμενη Καθαρή Παρούσα Αξία	Πραγματική Καθαρή Παρούσα Αξία	Πραγματική Καθαρή Παρούσα Αξία
	Ρευστά διαθέσιμα	Ρευστά διαθέσιμα	Ρευστά διαθέσιμα
Αγορά	Αναμενόμενη αξία της επένδυσης	Αναμενόμενη αξία της επένδυσης	Πραγματική αξία της επένδυσης
	Αναμενόμενη Καθαρή Παρούσα Αξία	Αναμενόμενη Καθαρή Παρούσα Αξία	Πραγματική Καθαρή Παρούσα Αξία
	Ρευστά διαθέσιμα	Ρευστά διαθέσιμα	Ρευστά διαθέσιμα
		Εκτιμήσεις για την έκδοση μετοχικού κεφαλαίου ή χρέους	
	Συμμετρία Πληροφόρησης	Ασυμμετρία Πληροφόρησης	Συμμετρία Πληροφόρησης

Σύμφωνα τον Myers(1984) υπάρχει μια ιεράρχηση της σειράς με την οποία η επιχείρηση επιλέγει τον τρόπο χρηματοδότησής της. Σύμφωνα με αυτήν την θεωρία (pecking order) που ανέπτυξε, η επιχείρηση για την ανάληψη ενός επενδυτικού σχεδίου και στην προσπάθειά της να αποφύγει τις ασυμμετρίες πληροφόρησης που παρουσιάζονται στην αγορά, πρώτα θα εξαντλήσει τις εσωτερικές μορφές χρηματοδότησης που διαθέτει, μετά θα καταφύγει στον εξωτερικό δανεισμό και σε τελευταία ανάλυση θα προβεί σε έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου.

Στην εργασία τους οι Giammarino and Neave (1982) έκαναν την υπόθεση ότι οι μάντζερ μοιράζονται με το επενδυτικό κοινό ακριβώς την ίδια πληροφόρηση ενώ παρουσιάζουν διαφοροποίηση μόνο ως προς τις εκτιμήσεις τους για το μελλοντικό κίνδυνο της μετοχής. Στην πλειονότητα των περιπτώσεων που μελέτησαν, οι εταιρείες προέβαιναν σε έκδοση κεφαλαίου και όχι χρέους. Ο μόνος λόγος για την έκδοση χρέους ήταν ότι τα διοικητικά στελέχη της εταιρείας έκριναν ότι, οι δραστηριότητες της εταιρείας ήταν ποιο επισφαλείς απ' ότι το κοινό πίστευε. Πράγματι, μόλις το επενδυτικό κοινό αντιλαμβανόταν τους κινδύνους δεν προέβαινε στην αγορά των μετοχών, μια κίνηση που μείωνε φυσικά την τιμή τους. Οι Myers and Majluf παρόλα αυτά εκτιμούν πως η ασυμμετρία πληροφόρησης που αφορά την αξία της επιχείρησης είναι ισχυρότερη από την ασυμμετρία που αναφέρεται στην εκτίμηση του κινδύνου.

Προς την κατεύθυνση αυτή, στην εργασία τους οι Dann and Mikkelson (1982) στο δείγμα που μελέτησαν παρατήρησαν πτώση της μέσης τιμής των μετοχών των εταιρειών που ανακοίνωσαν έκδοση κεφαλαίου. Αντίθετα οι εταιρείες που αύξησαν το δανεισμό τους, δεν παρουσίασαν ιδιαίτερες μεταβολές στις τιμές των μετοχών τους. Προϋπόθεση βέβαια για τις εταιρείες που αυξάνουν το δανεισμό τους, αποτελεί ο δανεισμός αυτός να πραγματοποιείται με ευνοϊκούς όρους (risk free debt) ώστε η επιχείρηση να αποκτά τη ρευστότητα που χρειάζεται για να εκμεταλλευτεί όλες τις κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες που της παρουσιάζονται. Υπό αυτό το πρίσμα, μπορούμε να αναμένουμε θετική μεταβολή στις τιμές των μετοχών.

Ο Travlos(1987) εξετάζοντας ένα δείγμα περιπτώσεων εξαγορών και συγχωνεύσεων από το 1972 ως το 1981 κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η ανταλλαγή μετοχών ως τρόπος πληρωμής, συνήθως έχει ως αποτέλεσμα την πτώση της τιμής της μετοχής της εξαγοράζουσας και επομένως την καταγραφή ζημιών για τους μετόχους της. Το εύρημά του αυτό επιβεβαιώνει το γεγονός ότι η προσφορά μετοχικού κεφαλαίου αντί των μετρητών δημιουργεί αρνητικές προσδοκίες σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές της εξαγοράζουσας.

Η ασυμμετρία πληροφόρησης μπορεί να διακριθεί επιπλέον σε προσωρινή και μόνιμη. Στην περίπτωση που παρουσιάζεται ασυμμετρία πληροφόρησης σε κάποια δεδομένη χρονική στιγμή και η εταιρεία δυσκολεύεται εξ' αιτίας της να προβεί σε αύξηση κεφαλαίου, μπορεί να την αναβάλει και να την πραγματοποιήσει σε κάποια άλλη χρονική στιγμή που η ασυμμετρία αυτή θα έχει εκλείψει. Τώρα αν η ασυμμετρία αυτή είναι μόνιμη, τότε η εταιρεία θα πρέπει να διαμορφώσει με τέτοιο τρόπο την πολιτική χρηματοδότησης της ανάλογα με τις επενδυτικές ευκαιρίες που διαβλέπει στο μέλλον. Σε γενικές γραμμές μια επιχείρηση είναι σε καλύτερη θέση να προβεί στην εκμετάλλευση μιας επενδυτικής ευκαιρίας όταν έχει αυξημένα ρευστά διαθέσιμα. Ένας τρόπος για την επίτευξη αυτού του στόχου είναι και η υιοθέτηση μιας πολιτικής χαμηλού μερίσματος ώστε να μικραίνει η εξάρτηση της εταιρείας από εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης.

Η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης βρίσκει απόλυτη εφαρμογή στις περιπτώσεις εξαγοράς επιχειρήσεων. Δύο εταιρείες έχουν συμφέρον να ακολουθήσουν κάποιο από τα μοντέλα συγχώνευσης όταν η μια εταιρεία διαθέτει προοπτικές ανάπτυξης αλλά όχι διαθέσιμα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση της, ενώ η άλλη εταιρεία αντίθετα διαθέτει κεφάλαια αλλά όχι ευκαιρίες ανάπτυξης. Σε αυτό το πλαίσιο, με την εξαγορά της πρώτης εταιρείας από τη δεύτερη, επωφελούνται αμοιβαία και οι δύο εταιρείες. Το απλοϊκό αυτό συμπέρασμα όμως μπορεί να συναντήσει πολλές δυσκολίες στην πραγματοποίησή του.

Πρώτα απ' όλα η εταιρεία που προτίθεται να εξαγοράσει μια άλλη, γνωρίζει για την εταιρεία στόχο και τις προοπτικές ανάπτυξής της ότι γνωρίζει και η υπόλοιπη αγορά. Παρουσιάζεται επομένως ασυμμετρία πληροφόρησης ανάμεσα στο μάνατζμεντ της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Η τελική προσφορά πληρωμής της εξαγοράζουσας σε μετρητά ή μετοχές μπορεί να είναι κατώτερη από αυτή που θα επιθυμούσε η εξαγοραζόμενη, κάτι βεβαίως που δικαιολογείται πλήρως από τη διαφορά εκτιμήσεων σχετικά με την απόδοση των επενδύσεων της εξαγοραζόμενης. Αυτό βέβαια μπορεί να οδηγήσει την εταιρεία στόχο να επιλέξει άλλη μορφή χρηματοδότησης όπως να εκδώσει νέο μετοχικό κεφάλαιο. Ειδικότερα, η

επιλογή της να πουλήσει όλες τις μετοχές της στην εξαγοράζουσα εταιρεία, ενώ θα μπορούσε να εκδώσει κεφάλαιο ή χρέος ίσο μόνο με το μέρος του κεφαλαίου που χρειαζόταν για την επένδυσή της, θα προκαλούσε δυσμενείς εντυπώσεις με αρνητικές επιπτώσεις στην τιμή της μετοχής της. Συνεπώς σε μια πληθώρα περιπτώσεων οι εταιρείες στόχοι μπορούν να επιτύχουν καλύτερες αποδόσεις αν αποφύγουν την εξαγορά τους και χρηματοδοτηθούν με δικά τους μέσα.

Με την δημιουργία των κατάλληλων προϋποθέσεων όμως οι εξαγορές των επιχειρήσεων μπορούν να ανθίσουν. Απέναντι στο πρόβλημα που δημιουργεί η ασυμμετρία πληροφόρησης που αναλύθηκε παραπάνω, οι δύο πλευρές μπορούν να έρθουν σε επαφή και να συμφωνήσουν πως κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων θα υπάρχει ελεύθερη πρόσβαση σε κάθε είδους πληροφορία της εξαγοράζουσας και της εταιρείας στόχου. Με αυτό τον τρόπο οι εκτιμήσεις των δυο πλευρών θα οδηγηθούν σε τροχιά σύγκλισης ώστε να βρεθεί μια κοινά αποδεκτή πρόταση εξαγοράς με την προσφορά μετοχών ή μετρητών.

Έχει επίσης παρατηρηθεί ότι οι εξαγορές είναι πιθανότερο να πραγματοποιηθούν όταν η εξαγοράζουσα και όχι η εξαγοραζόμενη εταιρεία έχει την πρωτοβουλία των κινήσεων. Εταιρίες στόχοι με μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης που δεν είναι ευρέως γνωστές στην αγορά, είναι πιο εύκολο να ολοκληρώσουν τις διαδικασίες εξαγοράς τους με επιτυχία. Αντίθετα, εταιρείες που αναζητούν επίμονα να εξαγοραστούν, συνήθως συναντούν δυσκολίες παρά τη μεγάλη προσπάθεια που συνήθως καταβάλει το μάνατζμεντ τους για το σκοπό αυτό. Όσο εντονότερες μάλιστα γίνονται οι προσπάθειες αυτές, τόσο η αγορά σχηματίζει την εντύπωση ότι η αξία τους δεν θα πρέπει να είναι αυτή που προβάλλεται από τη διοίκησή τους.

Ο Hansen (1987) υποστήριξε πως σε περίπτωση που η εταιρεία στόχος έχει προνομιακές πληροφορίες για την αξία της εξαγοράς, θα δεχθεί μια προσφορά σε μετρητά, μόνο όταν η αξία της είναι μεγαλύτερη από την αξία των τίτλων που θα πουλήσει η διοίκηση της εξαγοραζόμενης. Η εξαγοράζουσα βέβαια στην περίπτωση αυτή θα μπορούσε να προσφέρει μετοχικό κεφάλαιο που θα είχε το ίδιο κόστος για

εκείνη με την προσφορά μετρητών, ώστε να πείσει τους μετόχους της εξαγοραζόμενης να ανταλλάξουν τις μετοχές τους. Με αυτό τον τρόπο οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας θα μπορούσαν να μοιραστούν με τους νέους πλέον μετόχους της εξαγοραζόμενης τον κίνδυνο να έχουν πληρώσει παραπάνω για την αξία της εξαγοράς. Εάν όμως έχει και η εξαγοράζουσα πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες δεν θα προχωρήσει σε έκδοση και προσφορά μετοχικού κεφαλαίου αν πιστεύει πως η εταιρεία-στόχος υποεκτιμά την αξία της προσφοράς.

Είναι λοιπόν ιδιαίτερα δύσκολο να επιτευχθεί η τελική συμφωνία γύρω από το μέσο πληρωμής που τελικά θα χρησιμοποιηθεί για τη διενέργεια της εξαγοράς. Η εταιρεία στόχος γνωρίζει πως όταν η μετοχή της εξαγοράζουσας είναι υπερτιμημένη τότε θα της προσφέρεται ως επιλογή η ανταλλαγή μετοχών, ενώ όταν είναι υποτιμημένη, η προσφορά μετρητών. Η εξαγοράζουσα επομένως έχοντας ως δεδομένη την άνω υπόθεση, καλείται να επιλέξει το μέσο πληρωμής που θα προσεγγίζει τις προσδοκίες της εξαγοραζόμενης ώστε να ολοκληρώσει με επιτυχία την εξαγορά.

Ο Hansen υποστήριξε επίσης πως και το επίπεδο δανεισμού των δύο εταιρειών μπορεί να καθορίσει το μέσο πληρωμής της εξαγοράς. Οι πιθανότητες να χρησιμοποιηθούν μετοχές είναι αυξημένες όταν η εξαγοράζουσα έχει αυξημένο δανεισμό ενώ είναι περιορισμένες όταν η εταιρεία στόχος έχει υψηλό δανεισμό. Επιπλέον ο Hansen υποστηρίζει πως το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης αυξάνεται όταν αυξάνεται και το μέγεθος της εταιρείας-στόχου. Προς την κατεύθυνση αυτή, αν η εταιρεία-στόχος αποτελεί μια συγκριτικά μεγάλη προσθήκη στην εξαγοράζουσα, η τελευταία είναι πιθανότερο να χρησιμοποιήσει μετοχικό κεφάλαιο ως μέσο εξαγοράς. Συνεπώς όσο μεγαλύτερη είναι η εξαγοράζουσα τόσο μεγαλύτερες οι πιθανότητες να χρησιμοποιήσει μετρητά, ενώ όσο μεγαλύτερη είναι η εξαγορασθείσα, τόσο αυξάνονται οι πιθανότητες η προσφορά να γίνει σε μετοχές.

Η εργασία του Hansen(1987) προσπάθησε να συνδέσει την προσφορά μετρητών ή μετοχών με το επίπεδο δανεισμού και το μέγεθος δύο εταιρειών που

συμμετέχουν σε μια εξαγορά. Τα στοιχεία όμως που χρησιμοποίησε από ένα δείγμα 46 περιπτώσεων εξαγορών που χρηματοδοτήθηκαν με μετοχές και 60 που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά, επιβεβαιώνουν σε μικρό βαθμό τη σχέση αυτών των παραγόντων στον καθορισμό του μέσου πληρωμής.

Ο Martin(1996) επίσης στο μοντέλο του υποστήριξε την υπόθεση του Hansen ότι παρατηρείται αύξηση της ασυμμετρίας πληροφόρησης όταν αυξάνεται το μέγεθος της εξαγοραζόμενης. Συνεπώς, η πιθανότητα έκδοσης μετοχικού κεφαλαίου είναι μικρότερη όταν η εξαγοράζουσα αποτελεί ένα μεγάλο συγκριτικά μέγεθος σε σχέση με την εξαγοραζόμενη. Ο Martin μέτρησε τη χρηματιστηριακή αξία της εξαγοράζουσας σε τρέχουσες τιμές 20 μέρες πριν τη διενέργεια της εξαγοράς και αποτίμησε αντίστοιχα την αξία της εξαγοραζόμενης με το ποσό που τελικά πληρώθηκε για την εξαγορά της. Η πρόβλεψη του όμως για χρησιμοποίηση μετρητών όταν η εξαγοράζουσα είναι σημαντικά μεγαλύτερη από την εξαγορασθείσα δεν επιβεβαιώθηκε και η υπόθεση του δε στηρίχθηκε. Το γεγονός αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας όντας αβέβαιοι για την αξία της εξαγοράς εξαιτίας της ασυμμετρίας πληροφόρησης, ήθελαν να μοιραστούν με τους μετόχους της εξαγοραζόμενης τους κινδύνους να έχουν υπερεκτιμήσει την αξία της εταιρείας που εξαγοράζουν.

Αξίζει να σημειωθεί ότι στο μοντέλο του ο Hansen υπέθετε ότι υπήρχε μόνο μια εταιρεία που ενδιαφερόταν να προβεί σε εξαγορές. Στο θεωρητικό μοντέλο που ανέπτυξε όμως ο Fishman (1989) προβάλλεται η έννοια του ανταγωνισμού μεταξύ των εταιρειών για το ποια θα προβεί στην πιο συμφέρουσα για τους μετόχους της εταιρείας-στόχου προσφορά. Η ισχυρότερη τακτική που μπορεί να ακολουθήσει στην περίπτωση αυτή η εξαγοράζουσα, είναι μια μεγάλη αρχική προσφορά που θα αποτρέπει τους ανταγωνιστές να διεκδικήσουν την εταιρεία στόχο. Στο πλαίσιο αυτό όμως της ασύμμετρης πληροφόρησης ανάμεσα στην εξαγοράζουσα και την εξαγοραζόμενη, η προσφορά σε μετρητά ενέχει δυο ξεκάθαρα πλεονεκτήματα. Και οι δυο πλευρές έχουν την ίδια εκτίμηση για την αξία του χρήματος και κατά συνέπεια των μετρητών που προσφέρονται, ενώ ταυτόχρονα μια υψηλή προσφορά σε μετρητά είναι ένδειξη υψηλής αποτίμησης της εταιρείας-στόχου. Με αυτό τον τρόπο είναι

σχετικά πιο δελεαστικό για τους μετόχους της εξαγοραζόμενης, να λάβουν τα μετρητά πουλώντας τις μετοχές τους και να αποχωρήσουν με αυτόν τον τρόπο από την επιχείρηση.

Η συνηθέστερη περίπτωση όμως είναι η αδυναμία επαλήθευσης των εκτιμήσεων της εξαγοράζουσας για την εξαγοραζόμενη πριν την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Αυτός ο κίνδυνος βέβαια μπορεί να μειωθεί μέσω της προσφοράς μετοχικού κεφαλαίου αφού αυτό, σε αντίθεση με τα μετρητά, στηρίζεται στην μελλοντική απόδοση της εξαγοράς και στις ταμειακές ροές της εξαγοραζόμενης. Αν δομηθεί επομένως με προσοχή μια πρόταση εξαγοράς, με προσφορά μετοχικού κεφαλαίου, μπορεί να μειώσει το χάσμα πληροφόρησης ανάμεσα στις δύο πλευρές. Ο Fishman (1989), κατέληξε στα τέσσερα παρακάτω συμπεράσματα μέσα από την μελέτη του.

- Η προσδοκώμενη απόδοση μιας εξαγοράς είναι μικρότερη όταν η αρχική προσφορά γίνεται με μετοχές αντί των μετρητών.
- Η πιθανότητα να παρατηρηθεί αυξημένος ανταγωνισμός για την εταιρεία-στόχο είναι μεγαλύτερη ύστερα από μια προσφορά σε μετοχές, παρά σε μετρητά. Οι εταιρίες που ενδιαφέρονται για την εξαγορά μπορούν με την σειρά τους να συλλέξουν πληροφορίες για την προς εξαγορά εταιρεία και όσο δεν υπάρχει μια καθοριστική προσφορά σε μετρητά, να εντείνουν τον ανταγωνισμό μεταξύ τους με την προσφορά του μετοχικού τους κεφαλαίου.
- Η πιθανότητα, η διοίκηση της εταιρείας-στόχου να απορρίψει μια πρόταση εξαγοράς είναι μεγαλύτερη αν αυτή συνοδεύεται από προσφορά μετοχών αντί μετρητών.
- Όσο υψηλότερο είναι το κόστος για την συγκέντρωση πολύτιμων πληροφοριών σχετικά με την εταιρεία-στόχο, τόσο πιθανότερο είναι να πραγματοποιηθεί μια αρχική προσφορά σε μετρητά για την αποτροπή της ανάπτυξης του ανταγωνισμού.

Παρατηρούμε λοιπόν σε αυτό το σημείο την εξής διαφορά αντίληψης: Για το Hansen υπό το πρίσμα της ασύμμετρης πληροφόρησης η διοίκηση της εξαγοράζουσας χρησιμοποιεί μετρητά όταν οι μετοχές της είναι υποτιμημένες. Αντίθετα, σύμφωνα με τον Fishman, χρησιμοποιεί μετρητά για να αποτρέψει την κλιμάκωση του ανταγωνισμού.

Βασιζόμενοι στη θεωρία του Hansen, οι Eckbo, Giammarino και Heinkel (1990) δημιούργησαν ένα μοντέλο σύμφωνα με το οποίο οι δύο πλευρές μπορούν να ξεπεράσουν το χάσμα της πληροφόρησης που τους χωρίζει, όταν η εξαγοράζουσα προσφέρει ένα μείγμα μετρητών και μετοχών στην εξαγοραζόμενη. Με αυτόν τον τρόπο αποκαλύπτει στην εταιρεία-στόχο τις εκτιμήσεις της για την πραγματική αξία της εξαγοράς, μειώνοντας την ασυμμετρία πληροφόρησης που τους χωρίζει. Σε ένα δείγμα που εξέτασαν από 182 περιπτώσεις εξαγορών επιχειρήσεων εισηγμένων στο χρηματιστήριο του Τορόντο κατά την περίοδο 1964-1982, οι 56 περιπτώσεις αφορούσαν εταιρείες που στην πρόταση εξαγοράς τους χρησιμοποίησαν ένα μείγμα προσφοράς μετρητών και μετοχών. Οι εταιρείες αυτές παρουσίασαν συγκριτικά με άλλες εταιρείες που χρησιμοποίησαν μόνο μετρητά ή μόνο μετοχές υψηλότερες μετοχικές αποδόσεις την περίοδο μετά την εξαγορά.

Στο μοντέλο που ανέπτυξαν υποστηρίζουν πως οι υπερκανονικές (residual) αποδόσεις της εξαγοράζουσας μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς, οφείλονται σε δύο αιτίες: (1) στην επανεκτίμηση (revaluation) της νέας δομής της εταιρείας από το επενδυτικό κοινό η οποία δεν εξαρτάται από την επιλογή του μέσου πληρωμής και (2) στο μήνυμα που εξέπεμψε η πρόταση εξαγοράς η οποία όμως εξαρτάται από την επιλογή του μέσου πληρωμής.

Οι Eckbo, Giammarino και Heinkel (1990) λοιπόν, χωρίς να μπορέσουν να στηρίξουν επαρκώς με εμπειρικά στοιχεία την εργασία τους, θεώρησαν πως στην περίπτωση της πληρωμής με μετρητά, τα υπερκανονικά κέρδη όταν προκύπτουν, είναι συνάρτηση της ευνοϊκής επανεκτίμησης της αξίας της εξαγοράς από το επενδυτικό κοινό. Αντίθετα στην περίπτωση που η προσφορά έγινε με μετοχικό κεφάλαιο τα υπερκανονικά κέρδη είναι αποτέλεσμα του θετικού μηνύματος που έλαβε

η αγορά κάτω από τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης. Στην περίπτωση βέβαια της προσφοράς ενός συνδυασμού μετρητών και μετοχών, οι υπερκανονικές αποδόσεις μετά την εξαγορά οφείλονται και στην επανεκτίμηση της εξαγοράς αλλά και στο μήνυμα που δόθηκε στο επενδυτικό κοινό.

Όλες οι υποθέσεις που αναπτύχθηκαν ως αυτό το σημείο επικεντρώνονταν στην επίδραση της ασυμμετρίας της πληροφόρησης στην επιλογή του μέσου πληρωμής. Στηριζόμενοι στις μελέτες αυτές, οι Berkovitch και Narayanan(1990) εστίασαν στην επίδραση που έχει το μέσο πληρωμής στον ανταγωνισμό των επιχειρήσεων για την εξαγορά μιας εταιρείας στόχου. Όπως έχουμε ήδη αναλύσει, μια επιχείρηση που επιθυμεί να εξαγοράσει μια εταιρεία στόχο, επιλέγει το μέσο πληρωμής και καταθέτει την προσφορά της. Αντίστοιχα η εταιρεία στόχος όμως αξιολογεί την προσφορά και δέχεται ή αρνείται την εξαγορά της. Σε περίπτωση που αρνηθεί, δίνεται η ευκαιρία και σε άλλες εταιρείες να εκμεταλλευτούν το χρονικό κενό μέχρι η αρχική επιχείρηση να επανέλθει καταθέτοντας βελτιωμένη προσφορά εξαγοράς.

Στο μοντέλο που ανέπτυξαν οι Berkovitch και Narayanan, χωρίζουν τις αγοράζουσες εταιρείες σε δυο κατηγορίες: Σε εκείνες που μπορούν να προβούν σε προσφορές εξαγοράς μεγάλης αξίας και εκείνες που έχουν περιορισμένες οικονομικές δυνατότητες για τη διενέργεια εξαγορών. Στα πλαίσια της ασυμμετρίας πληροφόρησης που επικρατεί στην αγορά λοιπόν, η εταιρεία στόχος μπορεί να ευνοηθεί από τον ανταγωνισμό των εταιρειών που ανήκουν στην πρώτη κατηγορία αποκομίζοντας υψηλό τίμημα εξαγοράς. Αντίθετα, οι εταιρείες που ανήκουν στη δεύτερη κατηγορία, είναι αναγκασμένες να προσπαθήσουν να εξισορροπήσουν την έλλειψη δυνατότητας καταβολής υψηλού τιμήματος με την παροχή μεγαλύτερου μεριδίου από τη συνέργια που δημιουργείται.

Επομένως είναι βασικό να μπορούν οι αγοράζουσες επιχειρήσεις να διακρίνουν σε ποια κατηγορία ανήκουν ώστε να προσαρμόζουν την προσφορά τους ικανοποιητικά σε σχέση με τον ανταγωνισμό. Οι εταιρίες με περιορισμένες δυνατότητες για τη διενέργεια εξαγορών δεν έχουν κανένα λόγο να ανταγωνιστούν με

προσφορές σε μετρητά άλλες επιχειρήσεις που ανήκουν στην κατηγορία εταιριών με μεγάλα αποθέματα ρευστών διαθεσίμων. Αυτό που τους συμφέρει είναι να προβούν σε προσφορά μετοχικού κεφαλαίου στους μετόχους της εξαγοραζόμενης ώστε να τους δελεάσουν με τον νέο ρόλο που δίνουν στους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρίας.

Ανακεφαλαιώνοντας, το μοντέλο των Berkovitch και Narayanan είναι σύμφωνο με όλα τα μοντέλα που προαναφέραμε και υποστηρίζει πως ανάμεσα σε μια καλά πληροφορημένη εξαγοράζουσα και μια λιγότερο καλά πληροφορημένη εξαγοραζόμενη, παρατηρούμε τα εξής:

α) Στις εξαγορές που πραγματοποιούνται με ένα μείγμα μετρητών και μετοχών, όσο περισσότερα είναι τα μετρητά, τόσο υψηλότερες θα είναι οι μετοχικές αποδόσεις της εξαγοραζόμενης και εξαγοράζουσας.

β) Όσο υψηλότερη η προσφορά σε μετρητά, τόσο αυξάνονται οι πιθανότητες αποδοχής της πρότασης εξαγοράς και απομακρύνεται το ενδεχόμενο συμμετοχής των μετόχων της εταιρίας στόχου στη διοίκηση της εξαγοράζουσας.

γ) Η χρηματική αξία που θα αποκομίσει η εταιρία στόχος αυξάνεται όσο μεγαλώνει η προσφορά σε μετρητά λόγω του εντεινόμενου ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων που στοχεύουν την εξαγορά.

δ) Στην περίπτωση που υπάρχει πληθώρα ανταγωνισμού τόσο ανάμεσα στις εταιρείες που προσφέρουν μετρητά, όσο και ανάμεσα στις εταιρείες που προσφέρουν μετοχικό κεφαλαίο, για την απόκτηση της ίδιας εταιρείας στόχου, τότε προβάδισμα έχουν οι προσφορές σε μετρητά.

Οι Cornett και De (1991) καταλήγουν σε ένα ιδιόμορφο συμπέρασμα μελετώντας τη σχέση ανάμεσα στο μέσο πληρωμής που επιλέγεται για την εξαγορά τραπεζών και την απόδοση των μετοχών εταιριών που βρίσκονται στον τραπεζικό κλάδο. Μέσα από ένα δείγμα 132 διατραπεζικών εξαγορών και συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ την περίοδο 1982 έως 1986 η μελέτη τους έδειξε πως η πλειοψηφία των μετοχών των τραπεζών που προέβησαν σε εξαγορές σημείωσε θετικές αποδόσεις

ανεξάρτητα αν χρησιμοποιήθηκαν μετρητά ή μετοχές στην προσφορά εξαγοράς. Το συμπέρασμα αυτό όπως είναι λογικό, έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης καθώς αυτό που ουσιαστικά υποστηρίζει, είναι πως το επενδυτικό κοινό είναι αδιάφορο ανάμεσα στις επιλογές χρηματοδότησης των εταιρειών αυτών. Οι πιθανές εξηγήσεις του ευρήματος αυτού σύμφωνα με τους συγγραφείς είναι οι εξής δύο: α) Στα πλαίσια του τραπεζικού κλάδου είναι πιθανό να μην εμφανίζονται έντονες ασυμμετρίες πληροφόρησης και επομένως τα μηνύματα που εκπέμπει στο επενδυτικό κοινό ο καθορισμός του μέσου πληρωμής να μην είναι έντονα και β) Λόγω του αυστηρού θεσμικού πλαισίου που διέπει τις τράπεζες σχετικά με τη διαχείριση των κεφαλαίων τους αναγκάζει τις τράπεζες να πληρούν συγκεκριμένες προϋποθέσεις που απαιτούνται για τη διενέργεια εξαγορών γεγονός που εμπνέει εμπιστοσύνη στους επενδυτές σχετικά με τις επιλογές τους.

3.3Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ (Agency Theory)

Μία από τις επικρατούσες θεωρίες που αναπτύχθηκαν για τον προσδιορισμό του μέσου πληρωμής είναι και η θεωρία της αντιπροσώπευσης. Σύμφωνα με τους Jensen και Meckling (1976), ως αντιπροσώπευση ορίζουμε ένα συμβόλαιο, με το οποίο κάποιο πρόσωπο (κύριος), δεσμεύει ένα άλλο πρόσωπο (τον αντιπρόσωπο), να εκτελέσει εξ ονόματός του κάποια εργασία η οποία απαιτεί την εκχώρηση στον αντιπρόσωπο μιας συγκεκριμένης εξουσίας. Οι κύριοι της εταιρείας, οι μέτοχοι, όπως είναι φυσικό, συχνά έχουν διαφορετικά συμφέροντα από την ανώτατη διοίκηση, την οποία έχουν εξουσιοδοτήσει να διοικεί την εταιρεία τους. Συγκεκριμένα, η ανώτατη διοίκηση, μπορεί να ενδιαφέρεται για την ικανοποίηση προσωπικών της φιλοδοξιών και επιδιώξεων, αντί για την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων.

Στο πλαίσιο αυτό εντάσσεται η λεγόμενη οικοδόμηση αυτοκρατοριών (empire building theory) σύμφωνα με την οποία η ανώτατη διοίκηση, ενδιαφέρεται αποκλειστικά και μόνο για την επέκταση της εταιρείας. Καθώς ο μισθός και η εξουσία της ανώτατων στελεχών είναι συνάρτηση του πλήθους των δραστηριοτήτων τις οποίες ελέγχουν και διευθύνουν, ο στόχος της ανώτατης διοίκησης επιτυγχάνεται μόνο με την αύξηση του μεγέθους της εταιρείας. Έτσι λοιπόν το ζητούμενο δεν είναι πλέον να βρεθεί το άριστο μέγεθος της επιχείρησης που μεγιστοποιεί την ανταγωνιστικότητα και κερδοφορία της, αλλά η συνεχής επέκταση του μεγέθους της, η οποία θα μεταφραστεί σε αύξηση του κύρους και των αμοιβών των στελεχών τα οποία διοικούν.

Η ανώτατη διοίκηση λοιπόν είναι πιθανό να προβεί σε μια εξαγορά επιχείρησης χωρίς να έχει εκτιμήσει ορθά την αξία της συναλλαγής αυτής. Υπάρχει ο κίνδυνος μπροστά στην αλόγιστη επιθυμία για εξουσία των ανωτάτων στελεχών της εξαγοράζουσας να υπερεκτιμηθεί η αξία της εταιρείας στόχου και να προτιμηθεί το μέσο πληρωμής που εξυπηρετεί τα συμφέροντα αποκλειστικά και μόνο των μετόχων της εξαγοραζόμενης.

Για την αποφυγή αποκλίσεων από την εκπροσώπηση των συμφερόντων τους οι μέτοχοι δρομολογούν την καθιέρωση διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου στα πλαίσια

της εταιρικής διακυβέρνησης, οι οποίες θα διασφαλίζουν τα κριτήρια σύμφωνα με τα οποία θα γίνεται η επιλογή μιας επενδυτικής απόφασης όπως για παράδειγμα μιας εξαγοράς επιχειρήσεων. Ακόμα είναι συχνό το φαινόμενο, για την αποφυγή των συγκρούσεων συμφερόντων, τα ανώτατα στελέχη να λαμβάνουν ένα μεγάλο μέρος της αμοιβής τους σε μετοχές, έτσι ώστε να ταυτίζουν τα προσωπικά τους συμφέροντα με εκείνα των μετόχων της επιχείρησης (Amihud και Ler (1981)).

3.4Η ΘΕΩΡΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΚΤΑΣΗ ΤΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ (Manager's Ownership Theory)

Η ιδιοκτησία της διοίκησης αναφέρεται στο ποσοστό των μετοχών και των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας που έχει στην κατοχή της η ανώτατη διοίκηση πριν τη διενέργεια της εξαγοράς. Ο Stulz (1988) παρουσιάζει τη θέση του, σύμφωνα με την οποία η επιλογή του μέσου πληρωμής, εξαρτάται από το μερίδιο της διοίκησης στο μετοχικό κεφάλαιο και των δύο εταιρειών. Συνεπώς, όσο πιο πολλές μετοχές της εταιρείας έχει στην κατοχή της η διοίκηση της εξαγοράζουσας, τόσο η χρησιμοποίηση μετρητών είναι πιθανότερη σε μία πρόταση εξαγοράς για να αποφευχθεί ενδεχόμενη απώλεια του ελέγχου της επιχείρησης. Αντίθετα, όσο πιο πολλές μετοχές της δικής της επιχείρησης διαθέτει η επιχείρηση στόχος, τόσο μεγαλύτερη προτίμηση θα δείξει στην απόκτηση μετοχών και όχι μετρητών της εξαγοράζουσας, ώστε να έχει ένα νέο ρόλο στην νέα εταιρεία που την εξαγόρασε. Συνοψίζοντας λοιπόν, αυξάνοντας το χρέος της προκειμένου να πληρώσει με μετρητά την επικείμενη εξαγορά, η διοίκηση της εξαγοράζουσας, εξασφαλίζει το ρόλο της στον έλεγχο της εταιρίας, καθώς δεν μοιράζονται μετοχές στους μετόχους της εξαγοραζόμενης. Σε ορισμένες ακραίες περιπτώσεις βέβαια που η διοίκηση της εταιρείας έχει ένα πάρα πολύ μεγάλο ή ένα σχεδόν αμελητέο ποσοστό του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου, είναι αδιάφορη ως προς την έκδοση νέου κεφαλαίου καθώς αυτό δεν επηρεάζει σε ουσιαστικό βαθμό τον έλεγχο της πάνω στην επιχείρηση.

Η αποφυγή όμως της προσφοράς μετοχών στην εταιρεία στόχο και ο συνεχώς αυξανόμενος δανεισμός μπορεί να επιφέρει τα ακριβώς αντίθετα από τα

επιθυμητά αποτελέσματα. Σύμφωνα με τους Harris and Raviv (1988) ο υψηλός δανεισμός μπορεί να επιφέρει περιορισμό της εξουσίας της ανώτατης διοίκησης εξαιτίας του γεγονότος ότι με την αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων επέρχεται και αύξηση του κινδύνου πτώχευσης, επιδείνωση των όρων δανεισμού και δέσμευση για την αναζήτηση μελλοντικών ταμειακών ροών για την αποπληρωμή του χρέους.

Ο Stultz επηρεαζόμενος από τη θεωρία των Modigliani και Miller υπέθεσε ότι είναι αδιάφορο για τους μάνατζερ αν η εταιρεία θα αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο ή θα καταφύγει σε δανεισμό για τη χρηματοδότηση μιας εξαγοράς. Οι μάνατζερ θα μπορούσαν να αγοράσουν μετοχές από τις προσωπικές τους αποταμιεύσεις διατηρώντας με αυτόν τον τρόπο το ποσοστό συμμετοχής τους στην εταιρεία ακόμα και αν η εταιρεία που εργάζονται προσέφερε μετοχές στους μετόχους της εταιρείας στόχου. Η θεωρία όμως αυτή σύμφωνα με τον ίδιο τον Stultz προσκρούει στο γεγονός ότι προϋποθέτει τέλειες και αποτελεσματικές αγορές όπου τα επιτόκια δανεισμού είναι ίδια για όλους. Στην πραγματικότητα, επειδή οι μάνατζερ αδυνατούν να δανειστούν με τους ίδιους όρους που δανείζονται οι επιχειρήσεις προτιμούν να διατηρούν τον έλεγχο τους πάνω στην εταιρεία με την αποφυγή έκδοσης νέων μετοχών και προκρίνοντας τη λύση του εξωτερικού δανεισμού.

Οι Song και Walkling (1993) μελέτησαν ένα δείγμα 153 εταιρειών που εξαγοράστηκαν και 153 εταιρειών που δεν εμπλέκονταν σε καμιά διαδικασία εξαγοράς για να προσδιορίσουν την σχέση της ιδιοκτησίας της διοίκησης και της πιθανότητας μιας εταιρείας να γίνει εταιρεία στόχος. Τα συμπεράσματά τους ήταν ότι οι εταιρείες όπου η ανώτατη διοίκηση είχε μικρό μερίδιο του εταιρικού κεφαλαίου είχαν 1) αυξημένες πιθανότητες να γίνουν στόχος για εξαγορά σε σχέση με αυτές που η διοίκησή τους είχε ισχυρή συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο και 2) αυξημένες πιθανότητες να δεχθούν ανταγωνιστικές προσφορές από περισσότερες εταιρείες ενώ αντίθετα για τις εταιρείες όπου το μάνατζμεντ είχε αυξημένη ιδιοκτησία δεν υπήρχαν ανταγωνιστικές προσφορές.

Ο Martin(1996) υπέθεσε πως όταν η διοίκηση της εταιρείας έχει αυξημένη συμμετοχή στο μετοχικό της κεφάλαιο, προτιμά να μην προβαίνει σε προτάσεις

εξαγοράς που χρησιμοποιούν ως μέσο πληρωμής την προσφορά μετοχών. Στο μοντέλο του χρησιμοποίησε ως μεταβλητή που αντιπροσωπεύει τη συμμετοχή της διοίκησης στο εταιρικό κεφάλαιο την ποσότητα των μετοχών και των stock options που είχε στην κυριότητά της η ανώτατη διοικητική ομάδα όπως τα άνω στοιχεία αναφερόταν στη δημοσίευση των τελευταίων πριν την εξαγορά οικονομικών καταστάσεων. Το συμπέρασμά του ήταν ότι οι μάνατζερ με μικρή συμμετοχή στο εταιρικό κεφάλαιο ήταν αδιάφοροι για την ενδεχόμενη περεταίρω απώλεια του ποσοστού συμμετοχής τους αφού έτσι κι αλλιώς μπορούσαν να ασκήσουν μόνο κάποιον ασήμαντα μικρό έλεγχο πάνω στην εταιρεία τους. Αντίθετα, οι μάνατζερ που κατείχαν ποσοστά μεταξύ 5% και 25% των μετοχών της εταιρείας θεωρούσαν την έκδοση και προσφορά μετοχικού κεφαλαίου ιδιαίτερα σοβαρή υπόθεση, καθώς θα μπορούσε να συντελέσει στη μείωση του εταιρικού τους μεριδίου.

Οι Amihud, Lev και Travlos (1990) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 209 αμερικανικών εξαγορών από την περίοδο 1981-1983 για να ερευνήσουν τη σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας της διοίκησης και του τρόπου χρηματοδότησης της εξαγοράς. Τα ευρήματά τους ήταν ότι στις περιπτώσεις που χρησιμοποιήθηκαν μετρητά, η ανώτατη διοίκηση κατείχε το 11% περίπου του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ενώ στις περιπτώσεις που χρησιμοποιήθηκαν μετοχές, το ποσοστό της διοίκησης μειωνόταν στο 7%. Η διαφορά αυτή μπορεί να εξηγηθεί στην απροθυμία των διευθυντικών στελεχών να θυσιάσουν τον έλεγχο που έχουν στην εταιρεία εκδίδοντας νέο μετοχικό κεφάλαιο.

Η έρευνα των Ghosh και Ruland(1998) επιβεβαίωσε τη θετική συσχέτιση ανάμεσα στη κατοχή μετοχών από τη διοίκηση της εξαγοράζουσας και της προσφοράς μετρητών στους μετόχους της εξαγοραζόμενης. Χωρίσανε το δείγμα των 212 επιτυχημένων αμερικανικών εξαγορών που χρησιμοποίησαν σε τρεις κατηγορίες: α) Προσφορά σε μετρητά, β) Προσφορά σε μετοχές και γ) συνδυασμό και των δύο τρόπων. Τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν είναι απολύτως συμβατά με αυτά των άλλων ερευνητών καθώς υποστηρίζουν πως όταν η συμμετοχή των μάνατζερ της στο μετοχικό κεφάλαιο της εξαγοράζουσας είναι σχετικά μεγάλη, η πιθανότητα να χρησιμοποιηθούν μετρητά σε μια πρόταση εξαγοράς είναι αυξημένη.

3.5Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ (Outside Monitoring)

Σύμφωνα με τους Berle και Means (1932), οι μέτοχοι των εταιρειών διακρίνονται από παθητικότητα, κάτι που αναγκάζει τις εταιρίες να απευθύνονται στο ευρύ επενδυτικό κοινό, για να αυξάνουν το μετοχικό τους κεφάλαιο. Ένας μέτοχος, είναι δύσκολο να αφιερώσει χρόνο και χρήμα στον ενδελεχή έλεγχο της δραστηριότητας της εταιρίας του, όταν μάλιστα γνωρίζει ότι τελικά τα όποια κέρδη προκύψουν χάρη στην προσπάθειά του αυτή, θα μοιραστούν εξίσου σε όλους τους μετόχους. Επί πλέον, ακόμα και εάν επεδίωκε την ενεργό συμμετοχή του στις ελεγκτικές διαδικασίες, είναι αμφίβολο, κατά πόσο τα δικαιώματα των ψήφων του θα του επέτρεπαν να έχει ουσιαστική συμμετοχή στις εταιρικές αποφάσεις. Για αυτό το λόγο λοιπόν αρκείται σε ένα παθητικό ρόλο, ανήμπορος να ασκήσει αποτελεσματικό έλεγχο στις αποφάσεις της διοίκησης που αφορούν τις επενδυτικές ευκαιρίες της εταιρίας του.

Αντίθετα, σύμφωνα με τον Jensen (1991), οι μεγάλοι μέτοχοι, αυτοί δηλαδή οι οποίοι έχουν στην κατοχή τους ένα σημαντικό ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, έχουν τη δυνατότητα να επωμισθούν το κόστος ενός ουσιαστικού ελέγχου, βοηθώντας με αυτόν τον τρόπο και όλους τους μικρομετόχους οι οποίοι δεν έχουν μια τέτοια δυνατότητα άσκησης ελέγχου. Ο Black(1992), υποστηρίζει ακόμα ότι οι μεγαλομέτοχοι μπορούν να ευθυγραμμίσουν σε κάποιο βαθμό τόσο τα συμφέροντα της διοίκησης, όσο και τα συμφέροντα των μετόχων της εταιρείας. Για παράδειγμα, ένας μεγάλος μέτοχος, όπως για παράδειγμα θεσμικός επενδυτής, με ιδιαίτερα αυξημένη συμμετοχή στο κεφάλαιο μιας εταιρίας, μπορεί να έχει τη δυνατότητα να επικοινωνεί απευθείας με κάποια μέλη του Δ.Σ., τα οποία όπως είναι φυσικό, στις αποφάσεις τους λαμβάνουν υπόψη τα συμφέροντα του. Μπορεί επομένως με αυτόν τον τρόπο να επηρεάσει την απόφαση σχετικά με τους όρους της εξαγοράς και συνεπώς το μέσο πληρωμής που θα χρησιμοποιηθεί για την ολοκλήρωσή της.

Είναι λογικό λοιπόν να υποθέσουμε πως, αν μία προσφορά σε μετοχές, μπορεί να έχει αρνητική επίδραση στην τιμή των μετοχών της εξαγοράζουσας, ένας θεσμικός επενδυτής της εξαγοράζουσας με σημαντική συμμετοχή, έχει αυξημένες

πιθανότητες να αποτρέψει μια προσφορά μετοχών αντί μιας προσφοράς μετρητών. Αν όμως το μετοχικό κεφάλαιο της εξαγοράζουσας αποτελείται από πολλά μικρά τμήματα, είναι δύσκολο για τον κάθε μικρομέτοχο με το αμελητέο ποσοστό των μετοχών που διαθέτει να επιβάλει τη διαφωνία του σχετικά με τον τρόπο που γίνεται η εξαγορά της επιχείρησης του.

Ο Martin(1996) χρησιμοποιώντας στο μοντέλο του ως μεταβλητή το ποσοστό ιδιοκτησίας των μεγάλων θεσμικών επενδυτών στο μετοχικό κεφάλαιο της εξαγοράζουσας ένα μήνα πριν τη διενέργεια της εξαγοράς, υποστήριξε την θεωρία του εξωτερικού ελέγχου. Παρατήρησε αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στην ύπαρξη των θεσμικών επενδυτών και της χρησιμοποίησης μετοχών ως μέσο πληρωμής. Παράλληλα οι μεγάλοι ιδιώτες επενδυτές δε φάνηκε να ενδιαφέρονται έντονα για τον καθορισμό του μέσου πληρωμής.

3.6 Η ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΩΝ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (Free Cash Flow)

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές της επιχείρησης όπως είναι λογικό, χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων που έχουν ζωτική σημασία στην ανάπτυξή της. Σε πολλές περιπτώσεις οι επιχειρήσεις εμφανίζουν πλεονάσματα ρευστότητας τα οποία οι μέτοχοι προτιμούν να λαμβάνουν ως μερίσματα αντί να καταλήγουν σε αμφίβολες επενδυτικές τοποθετήσεις. Η διοίκηση της εταιρείας η οποία έχει υψηλές ταμειακές ροές είναι φυσικό να είναι προδιατεθειμένη να χρησιμοποιεί μετρητά σε μια επικείμενη εξαγορά καθώς όπως είδαμε αυτό μπορεί να εξυπηρετεί και ιδιαίτερα συμφέροντα της στο πλαίσιο της θεωρίας αντιπροσώπευσης (agency theory)

Σε πολλές περιπτώσεις που οι ελεύθερες ταμειακές ροές δεν επαρκούν για την διενέργεια της εξαγοράς, είναι απαραίτητη και η αύξηση του δανεισμού, ώστε να βρεθούν οι κατάλληλοι πόροι για μια προσφορά εξαγοράς σε μετρητά. Η αύξηση του δανεισμού μάλιστα, που για να γίνει με ευνοϊκούς όρους από την τράπεζα προϋποθέτει υγιείς ταμειακές ροές, ενδεχομένως να διαδραματίζει θετικό ρόλο στις υψηλές αποδόσεις που ακολουθούν τις προσφορές με μετρητά. Κάτι τέτοιο συμβαίνει καθώς όταν αυξάνεται ο δανεισμός, αυξάνεται και ο κίνδυνος χρεοκοπίας, γεγονός που εξωθεί τα στελέχη να εργάζονται με μεγαλύτερη προσοχή αξιοποιώντας στο μέγιστο βαθμό τους πόρους της επιχείρησής τους.

Για τον Jensen (1986) η αύξηση του χρέους έχει όντως θετικό αντίκτυπο καθώς αυξάνει τον έλεγχο των μετόχων πάνω στις ενέργειες της διοίκησης και μειώνει το κόστος αντιπροσώπευσης. Αυτό συμβαίνει γιατί η λήψη ενός δανείου για την προσφορά μετρητών στην εταιρεία-στόχο δείχνει τις προσδοκίες της διοίκησης ότι τα μελλοντικά κέρδη θα είναι αυξημένα και ότι με την συνετή τους διαχείριση το χρέος θα αποπληρωθεί σύμφωνα με τα προβλεπόμενα. Επίσης η αύξηση του δανεισμού πιέζει για προσεκτικότερες επιλογές γεγονός που δείχνει ότι η εξαγοράζουσα αποτίμησε με προσοχή την αξία της εξαγοράς και δεν πλήρωσε πάνω από ότι αυτή πραγματικά άξιζε.

Σύμφωνα με τον Jensen λοιπόν μια εταιρεία με πλεόνασμα ελεύθερων ταμειακών ροών είναι πιθανότερο να χρησιμοποιήσει μετρητά στην προσφορά εξαγοράς που έχει σχεδιάσει. Αξίζει εδώ βέβαια να υπενθυμίσουμε τη συμβατότητα αυτής της θεωρίας με του Myers(1984) που όπως είδαμε προκρίνει την επιλογή της χρηματοδότησης μια εξαγοράς με ίδια μέσα αντί του δανεισμού ή της αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου. Ο Martin(1996) στην προσπάθειά του να μελετήσει την επίδραση των ελεύθερων ταμειακών ροών κατασκεύασε για το μοντέλο του ένα δείκτη. Η μεταβλητή που δημιούργησε και χαρακτήρισε στατιστικά σημαντική, στον αριθμητή είχε το σύνολο των μετρητών και άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων του ισολογισμού ενώ στον παρονομαστή είχε το συνολικό ποσό των μετρητών που χρησιμοποιήθηκαν για την εξαγορά. Όσο υψηλότερος ήταν ο λόγος του κλάσματος, τόσο αυξάνονταν και οι πιθανότητες για τη χρησιμοποίηση μετρητών στην εξαγορά. Βρήκε μάλιστα αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στα ρευστά διαθέσιμα και την πιθανότητα έκδοσης μετοχικού κεφαλαίου, επιβεβαιώνοντας την υπόθεσή του ότι όσο υψηλότερες ελεύθερες ταμιακές ροές έχει μια εταιρεία, τόσο μεγαλύτερη προτίμηση θα δείξει στη χρησιμοποίηση μετρητών για την εξαγορά της εταιρείας στόχου.

3.7Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΤΕΛΕΧΩΝ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Σύμφωνα με τον Zhong (2001) το γεγονός ότι μια εταιρεία δεν πραγματοποιεί τις αναμενόμενες αποδόσεις για τους μετόχους σημαίνει πως διοικείται από μια ανεπαρκή ομάδα στελεχών. Με το σκεπτικό αυτό, η εξαγοράζουσα έχει το κίνητρο να προσφέρει μετρητά σε κάποια εταιρεία με κακή διοίκηση ώστε μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς να αντικαταστήσει το διοικητικό της συμβούλιο με στελέχη ικανά να δώσουν ώθηση στην κερδοφορία της. Το άνω συμπέρασμα δεν επιβεβαιώνεται από τον Zhong ο οποίος στην εμπορική του μελέτη επιβεβαιώνει μια άλλη θεωρία του .Δείχνει ότι υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στις καλές χρηματιστηριακές αποδόσεις της εξαγοράζουσας και στην πιθανότητα της διενέργειας της εξαγοράς με προσφορά μετοχών. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί καθώς η μετοχή της εξαγοράζουσας όσο πιο επικερδής αποδεικνύεται τόσο πιο περιζήτητη θα γίνεται από τους επενδυτές και επομένως από τις εταιρείες-στόχους

3.8Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΕΥΚΑΙΡΙΩΝ (Investment Opportunity Theory)

Συμφώνα με τους Jung, Kim και Stulz (1996) μια εταιρεία με μεγάλες επενδυτικές ευκαιρίες προτιμά να διακρατεί τα μετρητά της για να είναι σε θέση να τις εκμεταλλευτεί έγκαιρα και να χρησιμοποιήσει τη λύση της έκδοσης κεφαλαίου για να χρηματοδοτήσει την εξαγορά που θέλει να πραγματοποιήσει. Αντίθετα, οι εταιρείες που δυσκολεύονται να βρουν επενδυτικές εταιρείες θα μπορούσαν να εκδώσουν χρέος για την χρηματοδότηση μιας εξαγοράς με την προσφορά μετρητών. Στην περίπτωση αυτή, οι πλεονάζουσες ελεύθερες ταμειακές ροές, κάτω από την έλλειψη νέων επενδυτικών ευκαιριών θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την αποπληρωμή του χρέους.

Στην εργασία του ο Martin(1996) προσπάθησε μέσα από την ανάλυση πραγματικών δεδομένων να απομονώσει τους παράγοντες που παίζουν καθοριστικό ρόλο στην επιλογή του μέσου πληρωμής στις εξαγορές. Προς την κατεύθυνση αυτή, χρησιμοποίησε ένα δείγμα 846 περιπτώσεων εξαγορών και συγχωνεύσεων που

έλαβαν μέρος στην Αμερική την περίοδο 1978-1988 από τις οποίες οι 250 είχαν χρηματοδοτηθεί μόνο με προσφορά μετοχικού κεφαλαίου, οι 483 μόνο με μετρητά και οι 113 με ένα συνδυασμό μετρητών και μετοχών. Προσεγγίζει τις δυνατότητες ανάπτυξης χρησιμοποιώντας το q του Tobin και δείχνοντας ότι όσο αυξάνεται ο μέσος δείκτης αύξησης των ετήσιων πωλήσεων μέσα στην τελευταία πενταετία που προηγήθηκε της εξαγοράς, τόσο η εξαγοράζουσα προτιμούσε να προβαίνει στην εξαγορά προσφέροντας μετοχικό κεφάλαιο. Μέσα στη μελέτη του λοιπόν επιβεβαιώνει πως οι εταιρίες με αυξημένες επενδυτικές ευκαιρίες χρησιμοποιούν μετοχικό κεφάλαιο στις προσφορές εξαγοράς. Με αυτό τον τρόπο κρατούν τα ρευστά διαθέσιμα που έχουν ώστε να είναι σε θέση να εκμεταλλευθούν όλες τις θετικά αξιολογημένες επενδυτικές ευκαιρίες που τους παρουσιάζονται. Αντίθετα όταν έχουν περιορισμένες ευκαιρίες ανάπτυξης, προτιμούν τη λύση του εξωτερικού δανεισμού και την προσφορά μετρητών ώστε με την πλεονάζουσα ρευστότητα να εξοφλούν τις δανειακές τους υποχρεώσεις αντί να ξοδεύουν σε αναμφίβολες επενδύσεις που το μόνο που καταφέρνουν είναι να αυξάνουν το κόστος αντιπροσώπευσης. (agency cost theory).

3.9Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΒΕΛΤΙΣΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

Οι Murphy και οNathan (1989) υποστήριξαν ότι το μέσο πληρωμής που αποφασίζεται σε μία εξαγορά καθορίζεται από την επιδίωξη της βελτιστοποίησης της κεφαλαιακής διάρθρωσης της εταιρείας που προκύπτει μετά την εξαγορά. Από την μία πλευρά, μια προσφορά σε μετρητά μειώνει την ρευστότητα της εταιρείας, ενώ από την άλλη μια προσφορά σε μετοχές μειώνει την δανειακή της επιβάρυνση.

Μια εταιρεία λοιπόν όταν έχει αυξημένο δανεισμό στα πλαίσια μιας εξαγοράς θα προσφέρει μετοχικό κεφάλαιο, ενώ όταν έχει ρευστά διαθέσιμα θα χρησιμοποιήσει τα μετρητά της.

Οι Murphy και Nathan λοιπόν, έδειξαν πως, ανεξάρτητα με το μέσο πληρωμής που χρησιμοποιήθηκε στη εξαγορά οι αποδόσεις των μετοχών ήταν θετικές με την προϋπόθεση ότι το μέσο πληρωμής που χρησιμοποιήθηκε εξυπηρετούσε την βέλτιστη διάρθρωση όλης της εταιρείας.

Αντίθετα, οι Travlos και Papaioannou (1991) στη μελέτη τους, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι αποδόσεις των μετοχών από προσφορές σε μετρητά ή μετοχές, δεν επηρεάζονται από την άποψη της αγοράς για την κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών. Με άλλα λόγια το μέσο πληρωμής και όχι η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι ο ισχυρός παράγοντας που στέλνει τα μηνύματα τα οποία καθορίζουν την επιτυχία ή την αποτυχία της εξαγοράς

3.10 ΤΟ ΜΕΓΕΘΟΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Το μέγεθος της εξαγοράζουσας εταιρείας είναι πιθανόν να επηρεάσει και τις χρηματοδοτικές της επιλογές. Συγκεκριμένα, όσο μεγαλύτερη η εταιρεία τόσο και πιο διαφοροποιημένη ενδέχεται να είναι και έτσι, τόσο χαμηλότερα τα κόστη πτώχευσης (Thorburn, 2000). Επίσης οι μεγαλύτερες εταιρείες απολαμβάνουν χαμηλότερα έξοδα έκδοσης χρέους (ή και νέων μετοχών) και είναι πιθανό να έχουν καλύτερη πρόσβαση στις αγορές χρέους, γεγονός που καθιστά την έκδοση χρέους και συνακόλουθα την χρηματοδότηση μιας εξαγοράς με μετρητά ευκολότερη και άρα πιο πιθανή.

3.11 Η ΣΥΝΘΕΣΗ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΚΑΙ Η ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΑ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ

Δεδομένου ότι τα μετρητά προέρχονται πρωτίστως από την έκδοση νέου χρέους, οι ιδιαίτερα μοχλευμένες εταιρείες που εξετάζουν την περίπτωση μιας εξαγοράς έχουν περιορισμένες δυνατότητας έκδοσης νέου χρέους και κατά συνέπεια οδηγούνται στην λύση των μετοχών συχνότερα.

Σύμφωνα με τον Myers (1977) οι ομολογιούχοι μιας εταιρείας με λιγότερα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία υπόκεινται στο μεγαλύτερο ηθικό κίνδυνο, ο οποίος αυξάνει το κόστος του δανεισμού, καθιστώντας έτσι την χρηματοδότηση με μετοχές ελκυστικότερη. Πράγματι, οι Honakimian *et al.* (2001) διαπίστωσαν ότι το ύψος των ενσώματων παγίων περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας σχετίζεται θετικά με το επίπεδο του χρέους της.

3.12 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΥΚΛΩΝ (Business Cycle Theory)

Η θεωρία των οικονομικών κύκλων αναφέρει πως οι οικονομικοί κύκλοι επηρεάζουν τους όρους της εξαγοράς που διενεργείται. Μία αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας θα είχε ως συνέπεια την αύξηση της πιθανότητας να χρησιμοποιηθούν μετοχές ως μέσο πληρωμής. Η βελτίωση του οικονομικού κλίματος σημαίνει παράλληλα και περισσότερες ευκαιρίες ανάπτυξης, μείωση της οικονομικής αβεβαιότητας, άνοδο των μετοχικών αποδόσεων και συνεπώς αύξηση της ζήτησης μετοχών. Ο Martin(1996) εξέτασε την επίδραση των οικονομικών κύκλων στην επιλογή του τρόπου πληρωμής και κατέληξε σε ένα στατιστικά σημαντικό δείκτη που θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί με αξιοπιστία για την πρόβλεψη του μέσου πληρωμής. Ο δείκτης της Standard and Poor's 500 σχετίζεται θετικά με τη χρησιμοποίηση μετοχών ως τρόπου πληρωμής κάτι που σημαίνει πως όταν η χρηματιστηριακή αξία των εταιρειών αυξάνεται, οι προτάσεις εξαγοράς με την προσφορά μετοχικού κεφαλαίου ακολουθούν την ίδια πορεία.

4 ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η επιλογή του μέσου πληρωμής για της διενέργεια μιας εξαγοράς έχει σημαντικές επιπτώσεις στην δομή της εταιρικής διακυβέρνησης της εξαγοράζουσας εταιρείας καθώς η έκδοση μετοχών (προκειμένου να χρηματοδοτηθεί η εξαγορά) αποδυναμώνει τη δύναμη της ψήφου των αρχικών της μετόχων και κατ'επέκταση του ελέγχου που ασκούν στην εταιρεία τους. Εάν λοιπόν η διατήρηση του εταιρικού ελέγχου κρίνεται ως σημαντική από την διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας, τότε σαφώς θα υπάρχει κίνητρο για την επιλογή των μετρητών ως μέσο χρηματοδότησης της εξαγοράς. Ο λόγος είναι προφανής: Η πιθανότητα αλλαγής της σύνθεσης της διοικητικού συμβουλίου αυξάνεται καθώς ο έλεγχος των υφισταμένων μελών του διοικητικού συμβουλίου μειώνεται.

Η πιθανότητα επιλογής της λύσης των μετρητών φαίνεται να είναι μεγαλύτερη στην περίπτωση κατά την οποία οι μεγαλύτεροι μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρείας κατέχουν ένα ενδιάμεσο επίπεδο ελέγχου σε αυτή, της τάξεως του 20 έως 60 τοις εκατό, καθώς εντός αυτών των ορίων ελέγχου είναι περισσότερο πιθανή η απώλεια του ελέγχου της εξαγοράζουσας εταιρείας εάν υπάρξει χρηματοδότηση της εξαγοράς με προσφορά μετοχικού κεφαλαίου. Κατόπιν, το κίνητρο για την επιλογή των μετρητών μειώνεται είτε όταν δεν υπάρχει κάποιος ισχυρός μέτοχος στην εξαγοράζουσα εταιρεία είτε όταν υπάρχει ένας μεγαλομέτοχος, οπότε η απώλεια ελέγχου της εταιρείας δεν απειλείται εάν χρηματοδοτηθεί μια εξαγορά με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Η απόφαση για τον τρόπο χρηματοδότησης μιας εξαγοράς μπορεί να επηρεαστεί από εταιρικά χαρακτηριστικά όπως η δανειακή ικανότητα (debt capacity) και το επιθυμητό επίπεδο χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Η δανειακή ικανότητα μιας επιχείρησης σχετίζεται θετικά με το μέγεθος των παγίων περιουσιακών της στοιχείων, την διαφοροποίηση των περιουσιακών στοιχείων, την αύξηση των κερδών, και αρνητικά με την μεταβλητότητα της αξίας των περιουσιακών της στοιχείων. Για παράδειγμα, μια εταιρεία με περισσότερα πάγια

περιουσιακά στοιχεία μπορεί να δανειστεί ευκολότερα από το τραπεζικό σύστημα και από τις κεφαλαιαγορές μέσω της έκδοσης εταιρικών ομολόγων (ειδικά όταν δε η πιστοληπτική της ικανότητα είναι αρκετά υψηλή). Επίσης, οι επιχειρήσεις με διαφοροποιημένα περιουσιακά στοιχεία θα έχουν λογικά μια χαμηλότερη πιθανότητα πτώχευσης, για ένα δεδομένο ύψος χρηματοοικονομικής μόχλευσης, και ως εκ τούτου μεγαλύτερη δανειακή ικανότητα. Οι εταιρίες με υψηλότερο ποσοστό ανάπτυξης και χαμηλότερη μεταβλητότητα των κερδών επίσης προβλέπεται να έχουν χαμηλότερο κίνδυνο πτώχευσης και κατ' επέκταση υψηλότερη δανειακή ικανότητα.

Δεδομένου ότι οι περισσότεροι αγοραστές διαθέτουν περιορισμένα ρευστά διαθέσιμα, οι χρηματοδοτούμενες με μετρητά εξαγορές απαιτούν την έκδοση χρέους. Αυτό ισχύει διότι το κόστος έκδοσης εταιρικού χρέους είναι σαφώς χαμηλότερο του αντίστοιχου κόστους που ενέχει η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Περαιτέρω, η χρήση των μετρητών επιτρέπει στον αγοραστή να αποφύγει τον σκόπελο της έγκρισης μετόχων και των υψηλότερων δαπανών που ενέχει η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

1. Γεωργιάδης, Ν. (1999). "Εξαγορές & Συγχωνεύσεις. Εταιρική Στρατηγική" *Investment and Research Analysis Journal*, Δεκέμβριος.
2. Γκλεζάκος, Μ. (2006). *Εισαγωγή στην Ανάλυση της Οικονομικής Κατάστασης των Επιχειρήσεων*. Πανεπιστήμιο Πειραιώς. Τμήμα Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης.
3. Ρομποτής, Γ. (2002). "Η Στρατηγική των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών στον Τραπεζικό κλάδο: Η περίπτωση του Ομίλου της Alpha Bank."

Ξενόγλωσση

4. Altunbas, Y and Ibáñez, D.M (2001). "Mergers And Acquisitions And Bank Performance In Europe The Role Of Strategic Similarities." ECB, *Working paper series*, No. 398 October
5. Amihud, Y., Lev, B, and Travlos, N. (1990). "Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions." *The Journal of Finance*, 45 (2): 603-616
6. Andrade, G., Mitchell, M., and Stafford, E. (2001). "New Evidence and Perspectives on Mergers." *Journal of Economic Perspectives*, (15) 2: 103-120
7. Brealey R, A. and Myers, S, C. (2000). *Principles of Corporate Finance*. 6th ed. Irwin Mc Graw-Hill.
8. Eckbo, B. E., R. Giammarino, and R. Heinkel. (1988). "Asymmetric information and the Medium of Exchange in Takeovers: Theory and evidence." *Working Paper*, University of British Columbia.
9. Elton, E. and Gruber, M. (1995). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley & Sons.
10. Faccio, M. and Masulis, R. (2005). "The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions." *Journal of Finance*, 60 (3): 1345-1388
11. Faccio, M. and Lang, L. (2002). "The Ultimate Ownership of Western European

- Corporations." *Journal of Financial Economics*, 65: 365–395.
12. Hansen, R. (1987) "A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions." *Journal of Business*, 60: 75–95.
 13. Hovakimian, A. Opler, T, and Titman, S. (2001). "The debt–Equity Choice." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36: 1–25.
 14. Jarrell, G. and Poulsen, A. (1989). "The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades." *Financial Management*, 12: 18-37.
 15. Levy, H. and Sarnat, M. (1990). *Capital Investment and Financial Decisions*. 4th ed. Prentice Hall.
 16. Manne H. (1965). "Mergers and the market for corporate control." *Journal of Political Economy*, 73: 110- 120.
 17. Martin, K. (1996). "The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership." *Journal of Finance*, 51: 1227–1246
 18. Myers, S. and N. S. Majluf (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
 19. Myers, S. (1977). "Determinants of Corporate Borrowing." *Journal of Financial Economics*, 5: 147– 175.
 20. Perry, M. and Porter, R. (1985). "Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger." *American Economic Review*, 75: 219-227.
 21. Ravenscraft D. and Long W. (1993). *What takeovers and Leverage Buyouts Mean for Corporate Governance*, ed Margaret M. Blair, Washington, D.C : Brookings Institution
 22. Reilly, F. and Norton, E. (2006). *Investments*. 7th ed. Thomson, South-Western.
 23. Ross, S., Westerfield, R. And Jaffe, J. (1999). *Corporate Finance*. 5th ed. Irwin/McGraw-Hill
 24. Stulz, R. M. (1988). "Managerial control of voting rights." *Journal of Financial Economics*, 20: 25-54.
 25. Thorburn, K. (2000). "Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery, and Firm

Survival." *Journal of Financial Economics*, 58: 337–368.

ПАВЕЛЪ ТИМО ТЕПАН