



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
UNIVERSITY OF PIRAEUS

ΤΜΗΜΑ:
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΜΠΣ:
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

**«Η σχέση μεταξύ κεφαλαιακής διάρθρωσης, ρευστότητας και
τρόπου πληρωμής εξαγορών»**

Φοιτητής

Πολίτης Νίκος - Παναγιώτης ΜΧΡΗ1309

Επιβλέπων Καθηγητής

Επίκουρος καθηγητής, Δρ. Δημήτριος Κυριαζής

Επιτροπή

Καθηγητής Δρ. Αντζουλάτος Α. Άγγελος

Καθηγητής Δρ. Εμμανουήλ Τσιριτάκης

Πειραιάς 2015

Περίληψη

Στην παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζεται πώς η κεφαλαιακή διάρθρωση και ρευστότητα των εταιριών επηρεάζει τις αποφάσεις των Διοικήσεων σε θέματα συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Αρχικά γίνεται αναφορά στις έννοιες των συγχωνεύσεων και εξαγορών και στα είδη αυτών. Στη συνέχεια γίνεται ανάλυση των παραγόντων που τις επηρεάζουν και τι επίδραση έχουν οι παράγοντες αυτοί στον πλούτο των μετόχων των εταιριών που προβαίνουν σε εξαγορά (Bidders) και των μετόχων των εξαγοραζόμενων εταιριών (target). Ακολούθως εξετάζεται πως χρηματοοικονομικοί και οικονομικοί δείκτες των bidder και target εταιριών μπορούν να επιδράσουν στον τρόπο που πραγματοποιούνται οι Σ&Ε και στις αποφάσεις των διοικήσεων αυτών.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιεί η διατριβή αυτή είναι ένα μεγάλο δείγμα εταιριών που συμμετείχαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές στην αγορά των ΗΠΑ (1990-2013) μαζί με στοιχεία για τις τιμές των μετοχών τους και την απόδοση του γενικού δείκτη S&P500 καθώς και λογιστικές / χρηματοοικονομικές μεταβλητές των εταιριών αυτών. Για τον υπολογισμό των αποτελεσμάτων μας θα χρησιμοποιήσουμε οικονομετρικά προγράμματα και υπολογιστικά φύλλα επεξεργασίας δεδομένων.

Λέξεις κλειδιά : Συγχωνεύσεις και εξαγορές, Μη κανονικές αποδόσεις μετοχών, Μόχλευση, Ίδια κεφάλαια, EBITDA, Total Assets, Cash.

Abstract

This thesis examines how the capital structure and liquidity of the company influence the decisions of Administrations in mergers and acquisitions.

Originally the thesis explains the concepts of mergers and acquisitions and the types of them. Moreover it analyzes the factors affecting them and what effect do these factors have to the wealth of the shareholders of companies that engage in acquisition (Bidders) and the shareholders of the acquired companies (target). Furthermore it examines how financial and economic indicators of bidder and target companies can act to the way these M & A occur and what influence have to the decisions of management.

The data used by the thesis is a large sample of companies involved in mergers and acquisitions in the US market (1990-2013) along with information on the prices of their shares and the performance of the general index S & P500 and accounting / financial variables for those companies. For the calculation of our results we used econometric computer programs (Eviews) and data sheets.

ΑΦΙΕΡΩΣΗ

Στους γονείς μου και την αδελφή μου.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....σελ. 7	
1.1 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές (Σ & Ε) : Έννοιες, Πλεονεκτήματα, διαχωρισμός.....σελ. 7	
1.2 Οι Κυριότεροι Τύποι Επιχειρηματικών Συμπράξεων στο Διεθνές Περιβάλλον.....σελ. 9	
1.3 Βασικές διακρίσεις, κίνητρα και αντικίνητρα των Ε&Σ.....σελ.11	
1.3.1 Είδη και ταξινόμηση των Ε&Σ.....σελ.11	
1.3.2. Βασικές διακρίσεις των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων και των κινήτρων τους.....σελ.14	
1.3.3. Κίνητρα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων.σελ.17	
1.3.4. Κατηγοριοποίηση Κινήτρων για Εξαγορές & Συγχωνεύσεις.σελ.21	
1.3.5. Αντικίνητρα Εξαγορών & Συγχωνεύσεων.....σελ.23	
1.4 Εξαγορές & Συγχωνεύσεις επιχειρήσεων στην Ελλάδα (έτος αναφοράς 2014).....σελ.24	
1.5 Η παρούσα πορεία των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων. (έτος αναφοράς 2015).....σελ.26	
1.6 Περιγραφή θέματος και σκοπού της παρούσας εργασίας.....σελ.26	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ, ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΘΕΩΡΗΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ	
2.1 Δημιουργούν ή Καταστρέφουν αξία οι Εξαγορές & Συγχωνεύσεις;.σελ.29	
2.2 Κατηγοριοποίηση των μεθοδολογιών αξιολόγησης Εξαγορών & Συγχωνεύσεων.σελ.31	
2.2.1. Μεταβολές της επιχειρηματικής επίδοσης με μελέτες λογιστικής.....σελ.32	
2.3 Πως το ποσοστό μόχλευσης της εξαγοράζουσας επηρεάζει τον τρόπο πληρωμής των εξαγορών.....σελ.34	
2.4 Ρευστότητα της εξαγοράζουσας επιχείρησης.....σελ.40	

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

3.1. Στόχος της Παρούσας Εργασίας, Δειγματοληψία και Συλλογή Δεδομένων.....σελ.43	σελ.43
3.2. Περιγραφή των Κυριότερων Μεταβλητών.....σελ.44	σελ.44
3.2.1. Περιγραφικά Μέτρα.....σελ.46	σελ.46
3.3. Μοντέλο Logit.....σελ.49	σελ.49

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....σελ. 53

4.1 Αποτελέσματα.....σελ. 53	σελ. 53
4.2 Συμπεράσματα.....σελ. 56	σελ. 56
Βιβλιογραφία.....σελ. 57	σελ. 57

Πίνακας περιεχομένων Πινάκων και Σχεδιαγραμμάτων.....σελ.61	σελ.61
--	--------

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές (Σ & Ε) : Έννοιες, Πλεονεκτήματα, διαχωρισμός.

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές είναι ένα από τα σπουδαιότερα επιχειρηματικά γεγονότα τόσο από οικονομικής όσο και από κοινωνικής διάστασης στην σημερινή εποχή. Αυτό γίνεται εύκολα αντιληπτό, αν παρατηρήσει κανείς το μέγεθος των ποσών που συναλλάσσονται καθώς και τις επιπτώσεις που συχνά έχουν στον επιχειρηματικό κόσμο και στην κοινωνία.

Και οι δύο, είναι μορφές επιχειρησιακής στρατηγικής που σχετίζονται με φάσεις ανάπτυξης, ολοκλήρωσης και επέκτασης δραστηριοτήτων. Οι έννοιες αυτές, πολλές φορές συγχέονται.

➤ Ως **εξαγορά (Ε)** ορίζεται η συναλλαγή κατά την οποία μια επιχείρηση αποκτά ένα μέρος ή το σύνολο της συμμετοχής (μετοχές ή εταιρικά μερίδια) σε μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος¹.

Οι εξαγορές διακρίνονται σε απλές και σε συγχωνευτικές. Σε μια απλή εξαγορά η εξαγοραζόμενη επιχείρηση συνεχίζει να υπάρχει ως υποκείμενο του δικαίου, ενώ σε μια συγχωνευτική εξαγορά η επιχείρηση που μεταβιβάζει την περιουσία της σε μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος παύει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου.

Οι εξαγορές αφορούν στη μεταβίβαση του συνόλου ή πλειοψηφικού μέρους της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης (αγοραζόμενη) σε μια άλλη (αγοράζουσα), που καταβάλλει το αντίστοιχο αντίτιμο.

¹ Βάσει του Ν. 2190/20 αλλά όχι βάσει του IFRS 3 που δεν εξαρτά την εξαγορά από τη μορφή του ανταλλάγματος, αλλά από τη σαφή αναγνώριση της αγοράστριας και εξαγοραζόμενης εταιρίας (Δ.Κυριαζής, 2007)

Η μεταβίβαση διαφέρει ανά καθώς περιλαμβάνει

- Μετρητά (που μπορεί να προέρχονται από δανεισμό ή αύξηση μετοχικού κεφαλαίου)
- Μετοχές (έκδοση νέων μετοχών που προκύπτουν από την ανταλλαγή των παλιών μετοχών της εξαγοραζόμενης εταιρίας με αυτές της αγοράστριας)
- Λοιπά χρεόγραφα (ομολογίες, ομόλογα)

➤ **Συγχώνευση** (Merger) είναι η ενοποίηση δυο ή περισσότερων επιχειρήσεων, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία (Ενεργητικό και Παθητικό) της απορροφωμένης εταιρίας μεταβιβάζονται στην απορροφώσα επιχείρηση, (έναντι μετοχών βάσει μιας καθορισμένης σχέσης ανταλλαγής²). Η απορροφώμενη επιχείρηση παύει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου (λύεται χωρίς να εκκαθαρίζεται), ενώ η απορροφώσα την διαδέχεται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της. Συγχωνεύσεις είναι οι πράξεις εκείνες κατά τις οποίες δύο ή περισσότερες εταιρείες συνενώνονται σε μία. Συμβαίνει όταν μια επιχείρηση αγοράζει μια άλλη και την απορροφά σε μια ενιαία επιχειρησιακή δομή, συνήθως διατηρώντας την αρχική εταιρική ταυτότητα της αγοράζουσας επιχείρησης. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές εντοπίζονται με ιδιαίτερα μεγάλη συχνότητα σε πολλούς κλάδους επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, όπως αυτοκινητοβιομηχανίες, επιχειρήσεις παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, βιομηχανία τηλεπικοινωνιών, επιχειρήσεις στον χώρο της υγείας, στις αερομεταφορές, στις εταιρίες παροχής τεχνολογιών αιχμής, κ.ά.

² Πάλι βάσει του Ν. 2190/20 αλλά όχι με βάση το Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (IFRS).

1.2 Οι Κυριότεροι Τύποι Επιχειρηματικών Συμπράξεων στο Διεθνές Περιβάλλον

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν τη δίοδο με την οποία μια επιχείρηση βρίσκει πρόσβαση σε νέους πόρους, αυξάνοντας τα εισοδήματα της και βελτιώνοντας την ανταγωνιστικότητά της στην αγορά. Τα κίνητρα των επιχειρήσεων για την επιθετική επέκτασή τους μέσω Συγχωνεύσεων & Εξαγορών θα πρέπει να μελετηθούν σε σύγκριση με τους εναλλακτικούς τρόπους μεγέθυνσης οι οποίοι είναι διαθέσιμοι, ώστε να γίνουν αντιληπτά ως στοιχεία, η χρονική στιγμή όπου θα πρέπει να υλοποιείται ή η αιτιολόγηση που θα πρέπει να λαμβάνει αυτός ο τρόπος ανάπτυξης. Η μεγέθυνση μπορεί να επιτευχθεί μέσω ενοποίησης (Merger), μέσω εξαγοράς (Acquisition), όπως αναλύθηκε στην ενότητα 1.1, μέσω επιθετικής εξαγοράς (Hostile Takeover), μέσω εξαγοράς της υφιστάμενης διοίκησης μιας επιχείρησης “στόχου” (M.B.O., Management Buy Out), μέσω αύξησης του δανεισμού της εξαγοράστριας επιχείρησης, προκειμένου η ίδια να αποκτήσει επαρκή ρευστότητα για Εξαγορές & Συγχωνεύσεις (L.B.O., Leverage Buy Out) και τέλος, μέσω σύστασης κοινοπραξιών (Joint Venture), ή μέσω ενός εναλλακτικού τρόπου επέκτασης, όπως της κάθετης ολοκλήρωσης, όπου η εξεταζόμενη επιχείρηση προβαίνει στην ίδρυση αυτόνομων – ως προς την άσκηση του μανάτζμεντ – θυγατρικών εταιριών με σκοπό την ολοκλήρωση του οικονομικού κύκλου ολόκληρου πλέον του ομίλου.

➤ Ως **απόκτηση Ελέγχου** (Takeover - Hostile Takeover). αναφερόμαστε σε περιπτώσεις στις οποίες το εξαγοραζόμενο μέρος της συμφωνίας αντιδρά ή δεν εγκρίνει την προτεινόμενη συμφωνία, οπότε αυτή η περίπτωση ορίζεται ως “επιθετική εξαγορά” (Hostile Takeover). Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι στην περίπτωση της τελευταίας, η εξαγοράστρια εταιρία τις περισσότερες φορές αποκτά “βίαια” τον πλήρη έλεγχο της εταιρίας “στόχου”. Πρόκειται δηλαδή για μια κίνηση στρατηγικού περιεχομένου για την πρώτη, με σκοπό την αύξηση των μεριδίων αγοράς και τη συνειδητοποίηση άλλων πολλαπλών

ωφελειών για την εξαγοράστρια επιχείρηση. Πιθανοί τρόποι αντίδρασης της προς εξαγορά επιχείρησης μπορεί να είναι ενδεικτικά: α) Η αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου με προτίμηση υπέρ των παλαιών μετόχων (poison pill), β) Η αντιπροσφορά για την εξαγορά της εξαγοράστριας εταιρίας (racketman defense), γ) Η εμφάνιση εταιρίας “Λευκού Ιππότη”, δ) Η αγορά των ιδίων μετοχών, ε) Η δημιουργία απρόσμενου ή αρνητικού κλίματος για τις μετοχές ή τα μεγέθη της εταιρίας (asset restructuring, liability restructuring), στ) Η συγχώνευση με άλλη εταιρία η οποία είναι φιλική προς το Δ.Σ. της εταιρίας “στόχου”.

➤ Ως **Εξαγορά της Διοίκησης της Επιχείρησης** (Management Buy Out) αναφερόμαστε στις περιπτώσεις στις οποίες οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν μεγάλα οικονομικά μεγέθη συνήθως σε επίπεδο παραγωγής, πωλήσεων και κερδών, εξαγοράζουν τη διοίκηση μικρότερων εταιριών προσπαθώντας να μεταφέρουν την τεχνογνωσία που έχει αναπτυχθεί σε αυτές τις μικρότερες εταιρίες (όπως το στελεχιακό τους δυναμικό) προς τις μεγαλύτερες. Με αυτόν τον τρόπο, ουσιαστικά εκμεταλλεύονται το λεγόμενο “team capital” της μικρότερης επιχείρησης (εξαγοράζοντας ουσιαστικά ολόκληρο το μάντζμεντ και το προσωπικό της), ως αποτέλεσμα της μεγαλύτερης αποτελεσματικότητας που εμφανίζει η μικρότερη επιχείρηση σε επίπεδα ευελιξίας, επικοινωνίας και εξειδίκευσης σε διάφορους τομείς.

➤ Ως **Κοινοπραξία μεταξύ επιχειρήσεων** (Joint Venture) εννοούμε τη συνεργασία μεταξύ επιχειρήσεων ή ομίλων επιχειρήσεων, η οποία ουσιαστικά αποτελεί σύμπραξη μεταξύ διαφορετικών δυνάμεων για την επιτυχία ενός κοινού στόχου σε μία αγορά που πιθανόν να είναι άγνωστη στα εμπλεκόμενα μέρη της συμφωνίας. Αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο οι κοινοπραξίες αποτελούν επιχειρηματικά σχέδια με υψηλό κίνδυνο και με μεγάλη αβεβαιότητα ως προς την τελική τους έκβαση.

➤ Ως **Δανεισμό για εξαγορά επιχειρήσεων** (Leverage Buy Out) εννοούμε ένα τρόπο μεγέθυνσης της επιχείρησης, μέσω της αύξησης του τραπεζικού της δανεισμού, με σκοπό την άντληση κεφαλαίων για Εξαγορές & Συγχωνεύσεις, κυρίως μεγαλύτερων επιχειρήσεων από αυτή. Αποτελεί ένα

“επιθετικό” τρόπο ανάπτυξης της εταιρίας και των μεγεθών της με παράλληλη ανάληψη ιδιαίτερα υψηλού ρίσκου, καθώς είθισται οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης να ωθούνται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, με έντονα αρνητικές συνέπειες σε περιπτώσεις αποτυχίας των σχεδισμών.

1.3 Βασικές διακρίσεις, κίνητρα και αντικίνητρα των Ε&Σ.

1.3.1. Είδη και ταξινόμηση των Ε&Σ.

Οι εξαγορές αφορούν στη μεταβίβαση του συνόλου ή πλειοψηφικού μέρους της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης (εξαγοραζόμενη) σε μια άλλη (εξαγοράζουσα), που καταβάλλει το αντίστοιχο αντίτιμο. Η μεταβίβαση γίνεται συνήθως με καταβολή μετρητών ή με αγορά / ανταλλαγή μετοχών, μέσω του Χρηματιστηρίου. Σε πολλές περιπτώσεις, ακόμα και η απόκτηση μειοψηφικού πακέτου μετοχών ή ανάλογου ποσοστού επί της συνολικής ιδιοκτησίας, μπορεί να εξασφαλίζει στην εξαγοράζουσα επιχείρηση ουσιαστικό έλεγχο, εάν με τη μεταβίβαση μπορεί να επηρεάσει κρίσιμες επιλογές της Διοίκησης και της στρατηγικής της εξαγοραζόμενης, ή εάν τα λοιπά μερίδια ιδιοκτησίας αυτής της επιχείρησης είναι κατακερματισμένα.

Για τη μελέτη των οικονομικών και κοινωνικών επιπτώσεών τους, οι εξαγορές ομαδοποιούνται και αξιολογούνται συνήθως με βάση τα ακόλουθα κριτήρια:

A) Είδος εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

Εάν η εξαγοραζόμενη επιχείρηση ανήκει στο δημόσιο τομέα και αγοράζεται από ιδιωτική επιχείρηση, έχουμε, παράλληλα με την εξαγορά, τη λεγόμενη ιδιωτικοποίηση.

B) Προέλευση εξαγοράζουσας επιχείρησης.

Η εξαγοράζουσα μπορεί να είναι ξένη, πολυεθνική ή εδρεύουσα σε άλλη χώρα, ή εγχώρια επιχείρηση.

Γ) Οικονομικοί και επιχειρηματικοί στόχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης.

Τέτοιοι στόχοι μπορεί να είναι:

- αμυντική ή επιθετική προσπάθεια προσαρμογής στον ανταγωνισμό
- αύξηση μεγέθους για πιο αποδοτική λειτουργία
- απορρόφηση ανταγωνιστών

- ενίσχυση της θέσης της στην αγορά,
- αξιοποίηση συμπληρωματικότητας δραστηριοτήτων,
- προοπτική συγχώνευσης και ολοκληρωμένης ανάπτυξης,
- συντονισμένη ανάπτυξη δραστηριοτήτων με τη μορφή ομίλου εταιρειών,
- ανάπτυξη και επικερδής μεταπώληση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης,
- επιλεκτική συρρίκνωση ή κλείσιμο εξαγοραζόμενης επιχείρησης,
- είσοδος σε νέα αγορά /χώρα, περιοχή,
- διαφοροποίηση προϊόντων – υπηρεσιών κ.α

Συγχώνευση είναι η συνένωση δύο ή περισσότερων εταιρειών σε μία, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, και συμβαίνει όταν μια επιχείρηση αγοράζει μια άλλη και την απορροφά σε μια ενιαία επιχειρησιακή δομή, συνήθως διατηρώντας την αρχική εταιρική ταυτότητα της εξαγοράζουσας επιχείρησης.

Μια εξαγορά δεν οδηγεί πάντοτε σε συγχώνευση της εξαγοράζουσας με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Η επιχειρηματική πρακτική δείχνει ότι εάν η εξαγορά μιας επιχείρησης, η ένταξη και ο συντονισμός της στο πλαίσιο ενός ευρύτερου ομίλου είναι ήδη ένα σύνθετο εγχείρημα, η συγχώνευση με την εξαγοράζουσα εταιρεία ή και με άλλες θυγατρικές της είναι ακόμα δυσκολότερο και σπάνια αποφέρει τα αναμενόμενα οφέλη, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα.

Η υλοποίηση της συγχώνευσης μπορεί να πάρει διαφορετικές μορφές στην πράξη. Μπορεί να είναι άμεση ή σταδιακή, ολική ή επιλεκτική, οδηγώντας αντίστοιχα σε ολική ή μερική συνένωση μονάδων, καταστημάτων, υπηρεσιών, με μεταπώληση ή κλείσιμο άλλων κλπ. Η διαδικασία της λειτουργικής συγχώνευσης, ολικής ή μερικής, δεν συμπίπτει απαραίτητα με την τυπική-νομική διαδικασία ολοκλήρωσής της. Έτσι, οι διάφορες συνέπειές της, ιδίως αυτές που αφορούν στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις, μπορεί να εμφανίζονται πριν, κατά τη διάρκεια ή και πολύ μετά την τυπική

ολοκλήρωση μιας συγχώνευσης, κάτι που έχει ιδιαίτερη σημασία για τη ρύθμιση και την προστασία των αντίστοιχων εργασιακών δικαιωμάτων.

Συνήθως ο συνδυασμός εξαγοράς με συγχώνευση εξαρτάται:

- ο από τη στρατηγική και τους στόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης,
- ο από το αντικείμενο και ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά της εξαγοραζόμενης επιχείρησης (συναφής δραστηριότητα, συμπληρωματικότητα λειτουργιών, συμβατότητα πολιτισμικών, διοικητικών και εργασιακών δεδομένων, αλλά και της προϋπάρχουσας επιχειρησιακής κουλτούρας)
- ο από τη γενικότερη κοινωνική-οικονομική συγκυρία στη χώρα ή και διεθνώς.

Σε κάθε περίπτωση, η υπάρχουσα εμπειρία για τις συγχωνεύσεις αναδεικνύει τη δυσκολία τους και επισημαίνει, ανάμεσα στις σπουδαιότερες προϋποθέσεις επιτυχίας τους,

- τον προσεκτικό και λεπτομερή σχεδιασμό των Ε&Σ
- τη σημασία του παράγοντα «Ανθρώπινο Δυναμικό» και ειδικότερα της επιτυχούς ένταξής του στο νέο, ενιαίο επιχειρησιακό και διοικητικό πλαίσιο.

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω, ο όρος Ε&Σ καλύπτει μεγάλη ποικιλία πραγματικών καταστάσεων και επιλογών. Γι' αυτό το λόγο, οι συνέπειές τους στην οργάνωση και την πορεία των επιχειρήσεων, της απασχόλησης και των εργασιακών σχέσεων είναι στις περισσότερες περιπτώσεις ανάλογα διαφοροποιημένες. (Γεωργακοπούλου Βασιλική, ΕΞΑΓΟΡΕΣ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ: Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις, www.ine.otoe.gr).

1.3.2. Βασικές διακρίσεις των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων και των κινήτρων τους

Τα κίνητρα τα οποία συνήθως οδηγούν τις επιχειρήσεις σε Εξαγορές & Συγχωνεύσεις, θα πρέπει να μελετηθούν υπό το πρίσμα των εναλλακτικών επιλογών που εμφανίζονται στις ίδιες τις επιχειρήσεις. Επίσης, η μελέτη των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων θα πρέπει να πραγματοποιηθεί από δύο οπτικές γωνίες. Η μία πλευρά είναι αυτή του Αγοραστή και η άλλη είναι εκείνη του Πωλητή. Τα κίνητρα για τις Εξαγορές & Συγχωνεύσεις των ενδιαφερομένων πλευρών, μας οδηγούν στη διάκριση μεταξύ των “επιθετικών” ή ενεργητικών κινήτρων και των “αμυντικών” ή παθητικών κινήτρων. Μια σημαντική διάκριση των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων είναι η ακόλουθη:

- Οριζόντια Συγχώνευση
- Κάθετη Συγχώνευση
- Ομόκεντρη Συγχώνευση

Αξίζει να τονιστεί ότι η κάθετη συγχώνευση διακρίνεται σε κάθετη συγχώνευση προς τα εμπρός και σε κάθετη συγχώνευση προς τα πίσω.

Η *οριζόντια συγχώνευση*, αναφέρεται στις περιπτώσεις εκείνες όπου οι προς συγχώνευση εταιρίες συμμετέχουν στον ίδιο κλάδο παραγωγής, με αποτέλεσμα η ποικιλία της παραγωγής των αγαθών και των υπηρεσιών τους να μη μεταβάλλεται ουσιαστικά μετά τη συγχώνευση. Η οριζόντια ολοκλήρωση αποτελεί έναν άμεσο και γρήγορο τρόπο για την είσοδο μιας επιχείρησης σε μια νέα αγορά. Έτσι συνοπτικά, τα κυριότερα πλεονεκτήματα της οριζόντιας συγχώνευσης αποτελούν:

α) ο συνεχώς μειούμενος ανταγωνισμός στις αγορές που δραστηριοποιείται η νέα εταιρία, β) η αδιάκοπη διεύρυνση του χαρτοφυλακίου αγαθών και υπηρεσιών της και γ) η παράλληλη διαφοροποίηση της ποιότητας των τελικών προϊόντων.

Η *κάθετη συγχώνευση*, όπως έχει ήδη αναφερθεί, διαιρείται σε δύο κατηγορίες. Η έννοια της κάθετης συγχώνευσης προς τα εμπρός ουσιαστικά αποτελεί ένα μηχανισμό για τη διατήρηση των εμπορικών κερδών μέσα στην επιχείρηση, με την παράλληλη αποφυγή της διαρροής των κερδών της προς τους εμπορικούς συνεργάτες – μεσάζοντες, της παραγωγικής της διαδικασίας.

Αντίστοιχα, η κάθετη συγχώνευση προς τα πίσω παρέχει τη δυνατότητα στην επιχείρηση να αναλάβει δραστηριότητες που ως εκείνη τη στιγμή αποτελούσαν προστάδιο της παραγωγικής της δραστηριότητας. Η κάθετη ολοκλήρωση δημιουργεί στην επιχείρηση μια δυνατότητα ελιγμού και ευελιξίας τόσο σε θέματα ποιότητας, όσο και ποιοτικού ελέγχου των επιμέρους ενδιάμεσων υποπροϊόντων που χρησιμοποιεί στην παραγωγική της διαδικασία. Ο συνδυασμός των δύο αυτών διαφορετικών τεχνικών κάθετης συγχώνευσης, είναι δυνατό να οδηγήσει σε οικονομίες κλίμακας, ως αποτέλεσμα του συνδυασμού της βελτίωσης τόσο σε θέματα τιμολόγησης προϊόντων και των ενδιάμεσων εισροών του οικονομικού κυκλώματος, όσο και σε θέματα ποιότητας των αγαθών και υπηρεσιών που προσφέρει αλλά και των υποπροϊόντων που η ίδια χρησιμοποιεί.

Η *ομόκεντρη συγχώνευση*, επιτυγχάνεται στις περιπτώσεις όπου μια επιχείρηση επιδιώκει την επέκταση σε ομοειδείς επιχειρήσεις του κλάδου της οικονομικής της δραστηριότητας. Ιδιαίτερο χαρακτηριστικό των επιχειρήσεων που εξαγοράζονται είναι το γεγονός ότι παράγουν διαφοροποιημένα προϊόντα σε σχέση με το παραγόμενο προϊόν της εξαγοράστριας εταιρίας, γεγονός το οποίο οδηγεί σε διαφοροποιημένα τελικά προϊόντα (με διαφοροποιημένη τεχνική διαδικασία παραγωγής).

Όλες οι παραπάνω μέθοδοι οι οποίες αναλύθηκαν αποτελούν ουσιαστικά τους τρόπους με τους οποίους μια επιχείρηση μπορεί να επιτύχει την **οριζόντια ολοκλήρωση**.

Αντίθετα, η **κάθετη ολοκλήρωση** (vertical integration) αποτελεί την εναλλακτική μορφή ανάπτυξης της επιχείρησης μέσω της σύστασης και δημιουργίας θυγατρικών επιχειρήσεων. Έτσι ουσιαστικά παράγει οτιδήποτε της είναι αναγκαίο προκειμένου να καθετοποιήσει την παραγωγική της δραστηριότητα (όλες δηλαδή τις ενδιάμεσες εισροές που θεωρούνται απαραίτητα συστατικά στη παραγωγική της διαδικασία). 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 στην

περίπτωση αυτή, μπορεί να βοηθήσει στην απεξαρτητοποίησή της από τους προμηθευτές, απαλλάσσοντάς την ταυτόχρονα από ενδεχόμενα προηγούμενα προβλήματα σε θέματα κόστους αλλά και έγκαιρης προμήθειας πρώτων υλών. Παράλληλα, αξίζει να αναφερθούν και τα πλεονεκτήματα ποιότητας των ενδιάμεσων υποπροϊόντων, τα οποία χρησιμοποιούνται για την παραγωγή του τελικού προϊόντος της. Χαρακτηριστικά αναφέρεται το παράδειγμα μιας αυτοκινητοβιομηχανίας των Η.Π.Α. και των θετικών αποτελεσμάτων που 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. (Πρωτόπαπας Παναγιώτης, Τραυλός Νικόλαος, Τσαγκαράκης Νικόλαος(2003), «Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων στην Ελλάδα: Επίδραση στην χρηματιστηριακή τιμή εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, «Σπουδαι» , Τόμος 53, Πανεπιστήμιο Πειραιά)

1.3.3. Κίνητρα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Τα κίνητρα για την πραγμάτωση Εξαγορών & Συγχωνεύσεων μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε τρία επίπεδα. Το πρώτο είναι το βραχυπρόθεσμο, το δεύτερο είναι το μεσοπρόθεσμο και το τρίτο είναι το μακροπρόθεσμο επίπεδο.

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.
- *Αύξηση 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.

- Οι *συνέργειες 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.

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.

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

- Δημιουργία και εκμετάλλευση οικονομιών 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 ενδιαμέσων υποπροϊόντων. Με αυτό τον τρόπο, η επιχείρηση επιτυγχάνει τη μείωση του λειτουργικού της κόστους με παράλληλη αύξηση των περιθωρίων κέρδους της. 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 συνέργειας* μέσω του μεγαλύτερου μεγέθους, μεταξύ των δύο επιχειρήσεων το οποίο κατά τη διάρκεια της αρχικής διαπραγμάτευσης 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.

- *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.

Σε σχέση με το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον, οι Ε&Σ φαίνεται να ανταποκρίνονται σε μια διαπιστωμένη τάση της αγοράς για δημιουργία ισχυρών επιχειρήσεων και ομίλων, ικανών:

- να ανταπεξέλθουν στις σύγχρονες συνθήκες της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, στο διεθνή ανταγωνισμό και στις διαρκώς εντεινόμενες διεθνείς νομισματικές αναταράξεις και πιέσεις, μέσα και έξω από το χώρο της ΟΝΕ.

- να βελτιώσουν την αξιοποίηση του συνολικού επιχειρησιακού και ανθρώπινου δυναμικού, με στόχο τη διατήρηση - επέκταση των μεριδίων αγοράς, την αποτελεσματική προώθηση νέων προϊόντων, την καλύτερη εξυπηρέτηση του πελάτη, τη βελτίωση των επιτελικών λειτουργιών, την κεφαλαιακή τους εξυγίανση και ενίσχυση

- να αξιοποιήσουν τις νέες τεχνολογίες συγκέντρωσης, διαχείρισης και διάχυσης της πληροφορίας, που ευνοούν και επιβάλλουν την αναδιοργάνωση, την ολοκλήρωση και τη δικτύωση στο διεθνές περιβάλλον.

- να αξιοποιήσουν τις συνέργιες που οφείλουν ν' αναπτύσσονται στα πλαίσια των σύγχρονων επιχειρηματικών οργανισμών, εξαλείφοντας τα μειονεκτήματα και τις γραφειοκρατικές αγκυλώσεις των επιχειρησιακών σχημάτων μεγάλου μεγέθους.

▪ *Μείωση Κόστους και Χρόνου Ανάπτυξης Νέων Προϊόντων*. Είναι γνωστό ότι μια καινοτομία ή διαφοροποίηση της παραγωγής χρειάζεται σημαντικό χρονικό διάστημα μέχρι να αποδώσει και να αποφέρει ουσιαστικά κέρδη. Κατά συνέπεια ενέχει υψηλό κίνδυνο. Γι' αυτό τα στελέχη συχνά προτιμούν να πληρώσουν υψηλό τίμημα για την εξαγορά μιας επιχείρησης, αποφεύγοντας το ρίσκο της εξ' αρχής δημιουργίας προϊόντος.

Είναι δυνατόν να ισχυρισθεί κάποιος ότι οι Ε ή Σ θα μπορούσαν να υποκαταστήσουν την ανάγκη της επιχείρησης για καινοτομία, γιατί συνήθως η επιχείρηση διαθέτει περιορισμένους πόρους, τους οποίους δε "ρискάρει" για την ανάπτυξη νέου προϊόντος.

- *Διοικητική Αλαζονεία.* Συχνά τα διοικητικά στελέχη επιδεικνύουν αλαζονική συμπεριφορά πιστεύοντας ότι μπορούν να διοικήσουν καλύτερα τις επιχειρήσεις-στόχους. Στα αγγλικά ο όρος ονομάζεται managerial hybris, προέρχεται όμως από την ελληνική λέξη "ύβρις".

Στις περισσότερες περιπτώσεις Ε&Σ ωφελούνται οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης και, υπό προϋποθέσεις, οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων. Ωστόσο, οι συνέπειες των Ε&Σ για το σύνολο της οικονομίας είναι πολλαπλές, σε ορισμένες μάλιστα περιπτώσεις αντιφατικές (Αθανάσιος Γ. Τσάγκανος, (2007), Χαρακτηριστικά και πρόβλεψη επιχειρήσεων στόχων εξαγοράς, Πανεπιστήμιο Πατρών).

1.3.4. Κατηγοριοποίηση Κινήτρων για Ε & Σ.

Τα κίνητρα ομαδοποιούνται σε τρεις κατηγορίες:

- Κίνητρα που αφορούν τη συνέργεια. Για παράδειγμα, αυτά τα οποία ισχυρίζονται ότι δημιουργούν αληθινά καθαρά οφέλη στην ενοποιημένη επιχείρηση, "προκαλώντας" την αξία των δύο εταιριών να είναι μεγαλύτερη από το επιμέρους άθροισμα των δύο επιχειρήσεων - μερών.

- Υποτίμηση της εταιρίας στόχου. Πρόκειται για την περίπτωση κατά την οποία η αξία μεταφέρεται από την πωλήτρια επιχείρηση στην αγοράστρια επιχείρηση, μέσω της απόκτησης των υποτιμημένων στοιχείων του ισολογισμού της πρώτης από τη δεύτερη.

- Ειδικά διοικητικά κίνητρα για συγχωνεύσεις. Για παράδειγμα, το ατομικό συμφέρον ορισμένων διοικητικών στελεχών της επιχείρησης, μπορεί να "ωθήσει" σε ενέργειες που δεν εναρμονίζονται με τα συμφέροντα των μετόχων.

Στον πίνακα που ακολουθεί εμφανίζονται τα σημαντικότερα συμπεράσματα για τα αποτελέσματα που επιτυγχάνουν οι Εξαγορές & Συγχωνεύσεις σε βραχυπρόθεσμο, μεσοπρόθεσμο, αλλά και μακροπρόθεσμο διάστημα τόσο για την εξαγοράστρια εταιρία, όσο και για την εταιρία στόχο.

Πίνακας 1.2.: Κατάτμηση των Αποτελεσμάτων των Ε & Σ Βάσει του Χρονικού Ορίζοντα

Βραχυπρόθεσμες Οικονομικές Συνέργειες	Μεσοπρόθεσμες Οικονομικές Συνέργειες	Μακροπρόθεσμες Οικονομικές Συνέργειες
Επιδράσεις στα Κέρδη ανά Μετοχή	Αυξημένη Ικανότητα Δανεισμού	Οικονομίες Κλίμακας
Επιδράσεις στο δείκτη P/E	Βελτίωση Κεφαλαιακών Πηγών	Αύξηση των Ρυθμών Ανάπτυξης της Επιχείρησης
Βελτίωση της Ρευστότητας	Μείωση του Δανεισμού και των Εξόδων	Μείωση του Ανταγωνισμού
Φορολογικές Επιδράσεις	Διατήρηση Κερδοφορίας	Απόκτηση Τεχνολογικής και Επιχειρηματικής Γνώσης
		Αύξηση Παραγωγής ή Μεριδίου Αγοράς
		Μείωση του "Ρίσκου" και της Αβεβαιότητας

1.3.5. Αντικίνητρα Εξαγορών & Συγχωνεύσεων

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**. Σύνηθες 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.

Στον πίνακα παρακάτω δίδονται συγκεντρωμένα οι κυριότεροι λόγοι που ωθούν στην πραγματοποίηση Εξαγορών ή Συγχωνεύσεων, καθώς και οι κυριότεροι λόγοι αποτυχίας στρατηγικής ανάπτυξης μέσω της πραγματοποίησής τους αυτής. (Σακκέλης Ι. 2001)

Πίνακας 1.1.: Οι Κυριότεροι Λόγοι Πραγματοποίησης και Αποτυχίας μιας ΕήΣ.



Πηγή: Αρσένος Παναγιώτης (2013), ΠΜΣ: Λογιστική και Χρηματοοικονομική, σημειώσεις από μάθημα Εξαγορές και Συγχωνεύσεις, ΑΤΕΙ Πειραιά.

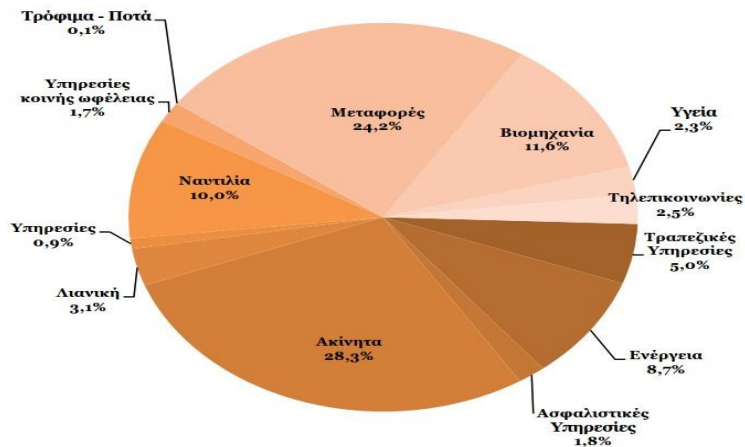
1.4 Εξαγορές & Συγχωνεύσεις επιχειρήσεων στην Ελλάδα (έτος αναφοράς 2014)

Μια σειρά σημαντικών Ε&Σ ανακοινώθηκαν το 2014, αξίας **€ 5,1 δισ.**, μέσα σε κλίμα συνεχιζόμενης οικονομικής ανάκαμψης, σημειώνοντας αύξηση 50% στην αξία των συμφωνιών σε σχέση με το 2013. Ένας σημαντικός αριθμός Ε&Σ αφορούν ελληνικές επιχειρήσεις που έχουν μεταφέρει την έδρα τους στο εξωτερικό. Οι συναλλαγές του κλάδου ακινήτων ήταν εκείνες που πρωταγωνίστησαν στην ελληνική αγορά (περίπου 30%).

Οι συναλλαγές μειοψηφικών πακέτων ανήλθαν σε **€ 528 εκ.**, με τον τραπεζικό τομέα να αντιστοιχεί στο 48% της αξίας συναλλαγών. Οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, στις οποίες συμμετείχαν στρατηγικοί επενδυτές, ανήλθαν σε **€ 4,8 δισ.**, και αφορούν σχεδόν πλήρως τις τράπεζες.

Κατά τη διάρκεια του 2014, οι ελληνικές εταιρείες (συμπεριλαμβανομένων των τραπεζών) συγκέντρωσαν **€ 5,1 δισ.** από την έκδοση διεθνών ομολόγων, με κουπόνια που κυμαίνονταν από **3,4% - 8,5%**

Πίνακας 1.3.: Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα το 2014 (€5,1 δισ. αξία συναλλαγών)



Πηγή: Εθνική Στατιστική Υπηρεσία, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, Τράπεζα της Ελλάδος, 2015

1.5 Η παρούσα πορεία των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων. (έτος αναφοράς 2015).

Το 2015 υπήρξε έτος – ρεκόρ για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές (M&A). Σε παγκόσμιο επίπεδο, η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών έφτασε στα 4,9 τρισ. δολάρια, ξεπερνώντας το ρεκόρ των 4,6 τρισ. δολαρίων το 2007, σύμφωνα με τα στοιχεία της Dealogic (www.dealogic.com).

Το cngc ξεχώρισε τις δέκα μεγαλύτερες συμφωνίες του 2015, καθώς και τις εταιρείες που ενήργησαν ως σύμβουλοι, χρησιμοποιώντας στοιχεία του Thomson Reuters Full Year 2015 Review και της Dealogic.

➤ **Pfizer και Allergan:** 160 δισ. δολάρια

Ο αμερικανικός φαρμακευτικός κολοσσός Pfizer και η ιρλανδική Allergan ανακοίνωσαν στα τέλη Νοέμβρη τη συγχώνευσή τους, που αποτέλεσε τη δεύτερη μεγαλύτερη στην ιστορία έπειτα από εκείνη της εξαγοράς της Mannesman το 1999 από την Vodafone AirTouch έναντι 172 δισ. δολάρια. Οι όροι της συμφωνίας θα επιτρέψουν στην Pfizer να εγκατασταθεί στην Ιρλανδία, όπου ο φόρος για τις επιχειρήσεις ανέρχεται στο 12,5%, σημαντικά χαμηλότερα από το 40% που ισχύει στις ΗΠΑ. Μεταξύ των εταιρειών που

συμβούλεψαν την Pfizer ήταν η Goldman Sachs, η οποία ήρθε πρώτη στις παγκόσμιες λίστες συμμετέχοντας συμβουλευτικά σε 408 συμφωνίες, συνολικής αξίας 1,7 τρισ. δολαρίων το 2015.

➤ **AB InBev και SABMiller:** 120 δισ. δολάρια

Η βελγική ζυθοποιία Anheuser-Busch InBev κατέληξε σε συμφωνία με την βρετανική SABMiller στα μέσα του Νοέμβρη. Ο συνδυασμός των δύο μεγαλύτερων εταιρειών ζυθοποιίας στον κόσμο σε μια θα δημιουργήσει μια νέα δύναμη που θα παρέχει το σχεδόν το ένα τρίτο της παγκόσμιας προσφοράς μπύρας. Μεταξύ των συμβούλων της Anheuser-Busch InBev ήταν οι Lazard, Deutsche Bank και Barclays.

➤ **Shell και BG Group:** 81 δισ. δολάρια

Η Royal Dutch Shell ανακοίνωσε τον Απρίλιο τα σχέδια για την απόκτηση της βρετανικής εταιρείας παροχής ενέργειας BG. Το σκεπτικό της συγχώνευσης ήταν η διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων της Shell. Η Bank of America Merrill Lynch ήταν η μόνη σύμβουλος της Shell, λαμβάνοντας την τέταρτη θέση ως η πιο ενεργή σύμβουλος κατά τη διάρκεια του 2015, με 240 συμφωνίες αξίας 1 τρισ. δολαρίων.

➤ **Charter και Time Warner Cable:** 79 δισ. δολάρια

Τέλη Μαΐου ανακοινώθηκε η συγχώνευση των Charter Communications και Time Warner Cable. Η συμφωνία, αξίας 79 δισ. δολαρίων, διέυρνε την πελατειακή βάση της Charter επεκτείνοντας το αποτύπωμά της στις ΗΠΑ κατά 84.000 τετραγωνικά μίλια. Ανάμεσα στις εταιρείες που συμβούλεψαν την Charter ήταν οι Goldman Sachs, Bank of America Merrill Lynch και Credit Suisse.

➤ **Dow Chemical και DuPont:** 68 δισ. δολάρια

Οι εταιρείες επιστήμης και γεωργίας ανακοίνωσαν «συγχώνευση μεταξύ ίσων» το Δεκέμβριο, με στόχο τη δημιουργία ενός κολοσσού με κεφαλαιακή αξία 130 δισ. δολαρίων και συνέργιες κόστους 3 δισ. δολαρίων. Εντός δύο ετών από την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, η νέα εταιρεία DowDuPont θα

διασπαστεί σε τρεις ξεχωριστές εταιρείες με επίκεντρο την γεωργία, την επιστήμη των υλικών και την τεχνολογία. Η Klein and Company, η Lazard και η Morgan Stanley ήταν οι σύμβουλοι της Dow Chemical, ενώ η Evercore και η Goldman Sachs της DuPont.

➤ **Dell και EMC:** 66 δισ. δολάρια

Η Dell υπέγραψε τον Οκτώβριο τη συμφωνία εξαγοράς της εταιρείας αποθήκευσης EMC. Η συμφωνία χαρακτηρίστηκε από το Fortune ως η δεύτερη μεγαλύτερη τεχνολογική συγχώνευση, έπειτα από εκείνη των AOL – Time Warner (106 δισ. δολάρια) το 2000. «Οι Dell και EMC είναι ονειρικός συνδυασμός», δήλωσε ο Michael Dell, ιδρυτής και διευθύνων σύμβουλος του τεχνολογικού ομίλου. «Αλληλοσυμπληρωνόμαστε υπέροχα». Μεταξύ των συμβούλων της Dell ήταν οι JPMorgan, Credit Suisse και Barclays.

➤ **Energy Transfer Equity και Williams:** 56 δισ. δολάρια

Η Energy Transfer Equity πέρασε ένα χρόνο «κυνηγώντας» την ενεργειακή εταιρεία Williams. Η αρχική προσφορά των 48 δισ. δολαρίων τον Ιούνιο απορρίφθηκε, ωστόσο η συμφωνία επιτεύχθηκε στα τέλη Σεπτεμβρίου. Η συγχώνευση θα δημιουργήσει τον μεγαλύτερο όμιλο ενεργειακών υποδομών στον κόσμο, αν και θα πρέπει πρώτα η αρμόδια Επιτροπή Εμπορίου να αξιολογήσει τη συμφωνία. Η Goldman Sachs, η UBS και η Citi ήταν μεταξύ των συμβούλων της Energy Transfer Equity. Η Citi το 2015 συμμετείχε ως σύμβουλος σε 275 συμφωνίες, η αξία των οποίων ανέρχεται στα 811 δισ. δολάρια.

➤ **Heinz και Kraft Foods:** 55 δισ. δολάρια

Η Heinz και η Kraft ολοκλήρωσαν τη συγχώνευσή τους στις αρχές του Ιουλίου. Η νέα εταιρεία έγινε η τρίτη μεγαλύτερη εταιρεία τροφίμων στις ΗΠΑ και η πέμπτη μεγαλύτερη στον κόσμο βάσει ετήσιων πωλήσεων. Σύμβουλος της Heinz ήταν η Lazard, η οποία ενήργησε ως σύμβουλος σε 245 συμφωνίες αξίας 635 δισ. δολαρίων.

➤ **Anthem και Cigna:** 48 δισ. δολάρια

Η προτεινόμενη συγχώνευση μεταξύ των Anthem και Cigna δέχθηκε αυστηρό έλεγχο μετά την ανακοίνωσή της τον Ιούλιο. Η συμφωνία θα

δημιουργήσει τη μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρεία στις ΗΠΑ, με περίπου 53 εκατ. πελάτες, και γι' αυτό προκάλεσε ανησυχίες για μείωση του ανταγωνισμού. Το Δεκέμβριο, οι μέτοχοι και των δύο εταιρειών ψήφισαν υπέρ της συμφωνίας των 48 δισ. δολαρίων. Οι εταιρείες αναμένουν η συγχώνευση να ολοκληρωθεί αργότερα το 2016, όταν ολοκληρωθεί ο έλεγχος των αρμόδιων αρχών. Η UBS και η Credit Suisse συμβούλεψαν την Anthem στη συμφωνία. Η Credit Suisse συμμετείχε σε 215 συμφωνίες το 2015 συνολικής αξίας 718 δισ. δολαρίων.

➤ **Μέτοχοι EBay και Paypal:** 47 δισ. δολάρια

Τον Ιούνιο, ο κολοσσός ηλεκτρονικού εμπορίου eBay ανακοίνωσε πως θα προχωρήσει στην απόσχιση της εταιρείας διαδικτυακών πληρωμών Paypal την οποία απέκτησε το 2002. Επειδή, οι μέτοχοι της eBay έλαβαν μια μετοχή της Paypal για κάθε μετοχή της eBay που κατείχαν, η Thomson Reuters συμπεριέλαβε την απόσχιση ως τη 10η μεγαλύτερη συμφωνία M&A του έτους. Σε ανακοίνωσή του, ο διευθύνων σύμβουλος της eBay, John Donahoe, ανέφερε πως το σκεπτικό της απόσχισης ήταν να γίνει κάθε επιχείρηση πιο ανταγωνιστική προκειμένου να ανταποκριθεί στις μελλοντικές προκλήσεις. Όταν η Paypal ξεκίνησε να διαπραγματεύεται στον Nasdaq τον Ιούλιο, είχε μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση από τη μητρική της εταιρεία.

1.6 Περιγραφή θέματος και σκοπού της παρούσας εργασίας

Η συγκεκριμένη διπλωματική εργασία εξετάζει πώς η κεφαλαιακή διάρθρωση και ρευστότητα των εταιριών επηρεάζει τις αποφάσεις των Διοικήσεων σε θέματα συγχωνεύσεων και εξαγορών. Προσπαθεί δηλαδή να απαντήσει στο ερώτημα αν μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά 2 ή περισσότερων εταιριών, η απόφαση της εξαγοράζουσας εταιρίας να κάνει την εξαγορά με μετρητά ή ανταλλαγή μετοχών επηρεάζεται από διάφορους χρηματοοικονομικούς δείκτες τόσο της ίδιας όσο και της εταιρίας στόχος.

Ειδικότερα, αναμένουμε με βάση την κύρια βιβλιογραφία μας (Pinkowitz, Sturgess & Williamson, 2013) να μην βρούμε ενδείξεις ότι τα αυξημένα ταμειακά διαθέσιμα της εξαγοράζουσας εταιρείας την οδηγούν σε Ε&Σ με την χρήση μετρητών. Επιπρόσθετα αναμένουμε κάποια μορφή συσχέτισης μεταξύ της αγοραίας αξίας της εξαγοράζουσας και της εταιρείας στόχο με τον τρόπο πληρωμής των Ε&Σ.

Στο πρώτο κεφάλαιο πραγματοποιήθηκε εισαγωγή στις έννοιες Εξαγορά και Συγχώνευση. Στο κεφάλαιο που ακολουθεί, θα γίνει επισκόπηση της βιβλιογραφίας και των αποτελεσμάτων αυτής και τέλος στο τρίτο και τέταρτο κεφάλαιο θα γίνει ανάλυση του οικονομετρικού μοντέλου (logit) που χρησιμοποιήθηκε καθώς και των αποτελεσμάτων της έρευνας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ, ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΘΕΩΡΗΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ

2.1 Δημιουργούν ή Καταστρέφουν αξία οι Εξαγορές & Συγχωνεύσεις;

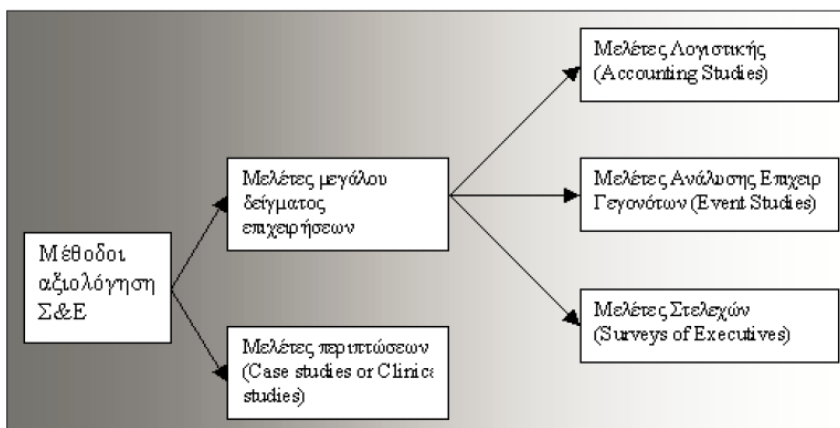
Εμπειρικές έρευνες (Bruner R. 2002) έχουν δείξει ότι οι συσχετιζόμενες εξαγορές δημιουργούν μεγαλύτερη αξία για τους μετόχους από ότι οι ασυσχέτιστες. Μάλιστα, όσο λιγότερο κερδοφόρα είναι η επιχείρηση-αγοραστής, τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία που δημιουργεί μέσω των εξαγορών.

Οι εξαγορές που πραγματοποιούνται στην εγχώρια αγορά, κατά μέσο όρο, δε δημιουργούν αξία για τους μετόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης, ενώ διεθνείς εξαγορές (ιδιαίτερα επιχειρήσεων της ηπειρωτικής Ευρώπης) συνδέονται άμεσα με αυξημένα καθαρά κέρδη (Dickerson, A., Gibson, H. and Tsakalotos, E. (1997).

2.2 Κατηγοριοποίηση των μεθοδολογιών αξιολόγησης Εξαγορών & Συγχωνεύσεων.

Η δυνατότητα ενός μελετητή να εκφέρει την γνώμη του πάνω σε ένα αντικείμενο μελέτης αποτελεί άμεση συνάρτηση του γεγονότος ότι αυτή πιστοποιείται από κάποιο υπαρκτό και αξιόπιστο εύρημά του. Κατ' επέκταση, η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε ορίζει και το κύρος του τελικού επιτεύγματός του που επιδεικνύει.

Πίνακας 2.1.: Κατηγοριοποίηση των μεθοδολογιών αξιολόγησης συγχωνεύσεων και εξαγορών.



Γενικά, μπορούμε να πούμε ότι ανάλογα με το μέγεθος του δείγματος επιχειρήσεων προς εξέταση, οι εφαρμοσμένες μεθοδολογίες διακρίνονται σε μελέτες περιπτώσεων επιχειρήσεων και σε μελέτες μεγάλου μεγέθους δείγματος επιχειρήσεων προς εξέταση. Παρακάτω παρατίθενται αναλυτικά:

- **Μελέτες λογιστικής** (“accounting studies”).

Η μεθοδολογία αυτή συνίσταται και εφαρμόζεται με την εξέταση καταγεγραμμένων χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων και αναλύσεων (π.χ. ισολογισμών, αριθμοδεικτών, κτλ.) πριν και μετά από μια πράξη συγχώνευσης και εξαγοράς, ώστε να διερευνηθεί η μεταβολή της επιχειρησιακής τους

επίδοσης. Αυτό που συνήθως μελετούν είναι μεταβολές στα καθαρά κέρδη, στην αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων ("Return On Equity - ROE", όπου $ROE = \text{net income} / \text{equity}$), στην απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων (ή αλλιώς, στον συντελεστή απόδοσης λειτουργίας, "Return On Assets - ROA", όπου $ROA = \text{EBTDA} / \text{net assets}$), στα κέρδη ανά μετοχή ("Earnings Per Share - EPS"), στο βαθμό χρήσης δανειακών κεφαλαίων και στη ρευστότητα.

- **Μελέτες ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων** ("event studies").

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται σε τέτοιου είδους μελέτες βασίζεται στην εκτίμηση της αντίδρασης της τιμής της μετοχής από την ανακοίνωση διαφόρων εταιρικών πράξεων-γεγονότων (όπως π.χ. ανακοίνωση συγχώνευσης και εξαγοράς, διάσπασης μετοχών, μερίσματος, αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, κτλ.). Ο υπολογισμός της αντίδρασης της τιμής της μετοχής υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ πραγματικής και προσδοκώμενης απόδοσης. Η τελευταία υπολογίζεται με διάφορους τρόπους, όπως βάσει προηγούμενων ιστορικών δεδομένων (μέχρι τη συγχώνευση και εξαγορά) της τιμής της μετοχής, με βάση την απόδοση του γενικού δείκτη μιας χρηματιστηριακής αγοράς ή βάσει του υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων ("Capital Asset Pricing Model -CAPM").

Η διαφορά μεταξύ πραγματικής και προσδοκώμενης απόδοσης δείχνει το μέγεθος της μεταβολής της τιμής της μετοχής, δηλαδή με άλλα λόγια δείχνει τη θετική ή αρνητική υπεραπόδοση που προκύπτει από την ανακοίνωση ενός εταιρικού γεγονότος (συγχώνευσης και εξαγοράς στην περίπτωση μας).

2.2.1. Μεταβολές της επιχειρηματικής επίδοσης με μελέτες λογιστικής.

Οι *Weston and Mansinghka (1971)* εξέτασαν την περίπτωση αμερικάνικων επιχειρήσεων σε συγχωνεύσεις και εξαγορές κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 60. Στην έρευνά τους εξέτασαν ένα δείγμα επιχειρήσεων που έκαναν συγχωνεύσεις και εξαγορές και ένα δείγμα επιχειρήσεων που δεν έκαναν καθόλου συγχωνεύσεις και εξαγορές και κατέληξαν στο συμπέρασμα

ότι αν και αρχικά, η κερδοφορία των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων σε συγχωνεύσεις και εξαγορές ήταν χαμηλότερα από ότι των άλλων επιχειρήσεων, στη συνέχεια, κατόρθωσαν να καλύψουν την όποια διαφορά υπήρχε μεταξύ τους στην κερδοφορία. Η βελτίωση αυτής της κερδοφορίας αποδόθηκε από τους μελετητές στην πιο αποδοτική χρήση των δανειακών κεφαλαίων από το μάνατζμεντ των εξαγοράζουσων επιχειρήσεων και ανέφεραν ότι οι προηγούμενες διοικήσεις των επιχειρήσεων-στόχων δεν έκαναν ικανοποιητική εκμετάλλευση και χρήση της δυνατότητας αυτής.

Ο *Meeks (1987)* μελέτησε 233 συγχωνεύσεις στο Η.Β. ως προς το τελικό αποτέλεσμά τους κατά την περίοδο 1964-1972. Στο δείγμα αυτό εξέτασε με τον αριθμοδείκτη απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων ή συντελεστή απόδοσης λειτουργίας (ROA) την επιχειρησιακή επίδοση στις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις. Συνολικά και κατά πολύ μεγάλο ποσοστό, βρήκε ότι το ROA χειροτερεύει σημαντικά τα επόμενα χρόνια αμέσως μετά από την όποια ενέργεια συγχώνευσης και εξαγοράς σε σχέση με τον μέσο όρο του αντίστοιχου κλάδου.

Οι *Salter & Weinhold (1989)* εξέτασαν διαχρονικά εξαγοράζουσες επιχειρήσεις που είχαν ως έδρα τους τις Η.Π.Α. Με την έρευνά τους βρήκαν ότι, κατά μέσο όρο, ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE) για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις ήταν 44% κάτω από το μέσο όρο που προέκυπτε για την αντίστοιχη περίοδο για όλες τις επιχειρήσεις που διαπραγματεύονταν οι μετοχές τους στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης ("New York Stock Exchange - NYSE"), ενώ το αντίστοιχο ROA ήταν κάτω από το 75% ανάλογα.

Οι *Cosh et al. (1980)* μελέτησαν 225 συγχωνεύσεις στο Η.Β. ως προς το τελικό αποτέλεσμά τους κατά την περίοδο 1967-1970. Στο δείγμα που επέλεξαν εξέτασαν την κερδοφορία με τον αριθμοδείκτη ROE στις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις σε σχέση με ένα δείγμα ελέγχου μη εμπλεκόμενων επιχειρήσεων σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Το συμπέρασμα της έρευνάς τους ήταν ότι η κερδοφορία των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων βελτιώθηκε σημαντικά μετά από τρία έτη και μετά από πέντε έτη, αμέσως μετά

από την όποια ενέργεια συγχώνευσης και εξαγοράς σε σχέση με τις μη εμπλεκόμενες επιχειρήσεις σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Ο *Kusewitt (1985)* εξέτασε 138 περιπτώσεις αμερικάνικων επιχειρήσεων που έκαναν συγχωνεύσεις και εξαγορές για δέκα έτη (κατά το χρονικό διάστημα 1967-1976). Με την έρευνα του βρήκε ότι το ROA των εξαγοράζουσων επιχειρήσεων μειωνόταν σημαντικά και υπήρχε αρνητική συσχέτιση ανάμεσα σε αυτό και την αύξηση του μεγέθους της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

Οι *Healy et al. (1992)* διερεύνησαν τις πενήντα μεγαλύτερες συγχωνεύσεις στις Η.Π.Α. για τη χρονικό περίοδο 1979-1984. Διαπίστωσαν ότι υπάρχει σημαντική βελτίωση του αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας, αλλά δεν βρήκαν να υπάρχει κάποια θετική αλλαγή ή αύξηση του αριθμοδείκτη καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων. Επίσης, ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας βελτιώθηκε, στα τρία τέταρτα του δείγματος των επιχειρήσεων που εξέτασαν, ενώ στο υπόλοιπο ένα τέταρτο των επιχειρήσεων είχε χειροτερέψει η γενική ρευστότητά τους.

Ο *Ghosh (2001)* διερεύνησε τις 315 μεγαλύτερες συγχωνεύσεις και εξαγορές αμερικανικών επιχειρήσεων κατά το χρονικό διάστημα 1981-1995, συγκρίνοντας ανά ζεύγη επιχειρήσεις που είχαν κάνει μία τουλάχιστον συγχώνευση και εξαγορά με επιχειρήσεις που δεν είχαν καμία συγχώνευση και εξαγορά για το εν λόγω διάστημα. Τα αποτελέσματα της έρευνάς του έδειξαν ότι αν και δεν υπάρχει διαφορά στο ROA, οι χρηματορροές για τις συγχωνευόμενες επιχειρήσεις μετά την συγχώνευση και εξαγορά αυξάνονται όταν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές έγιναν με μετρητά, ενώ μειώνονται στις περιπτώσεις που έγιναν με ανταλλαγές μετοχών μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών.

2.3 Πως το ποσοστό μόχλευσης της εξαγοράζουσας (leverage ratio) επηρεάζει τον τρόπο πληρωμής των εξαγορών.

Ένας από τους στόχους της διοίκησης των bidders είναι η δημιουργία υπερβάλλουσας ρευστότητας για την χρηματοδότηση συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ελλείψεως αυτής της υπερβάλλουσας ρευστότητας, η διοίκηση απευθύνεται στις αγορές για να τους παρασχεθεί η ρευστότητα που χρειάζεται για να χρηματοδοτήσει τα επενδυτικά της προγράμματα. Αυτός ο τρόπος άντλησης ρευστότητας επιφέρει ένα είδος εξωτερικού έλεγχου των πεπραγμένων της διοίκησης προς όφελος των μετόχων μειώνοντας έτσι τα agency problems.

Σε αυτό προστίθεται και η έρευνα του Jensen, (1986) που αναφέρει ότι η δημιουργία χρέους από την πλευρά της διοίκησης, δημιουργεί ένα είδος δέσμευσης για αυτήν ότι εγγυάται την καταβολή αυτών των μελλοντικών ροών. Η δέσμευση αυτή προκύπτει από το γεγονός ότι δίνεται η δυνατότητα στους μετόχους να οδηγήσουν την εταιρία σε χρεοκοπία αν υπάρξει αθέτηση της δέσμευσης. Όσο μεγαλύτερη είναι η μόχλευση σε μια επιχείρηση, τόσο περισσότερο αυξητικά κινείται και το κόστος δημιουργίας νέου χρέους. Η ιδανική σχέση δανειακών προς ιδίων κεφαλαίων είναι όταν το οριακό κόστος του χρέους αντισταθμίζει τα οριακά οφέλη αυτού. Έτσι λοιπόν, ο «έλεγχος» που προσφέρει η δημιουργία χρέους είναι σημαντικός σε επιχειρήσεις με υψηλές ταμειακές ροές και ισχνές προοπτικές ανάπτυξης. Στον αντίποδα, είναι αμελητέας σημασίας σε επιχειρήσεις που παρουσιάζουν μεγάλη και γρήγορη ανάπτυξη με μεγάλης προστιθέμενης αξίας επενδυτικά προγράμματα. Τέτοιες επιχειρήσεις καταφεύγουν συχνά στις αγορές προς άντληση ρευστότητας για να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους, δίνοντας στους επενδυτές με αυτό τον τρόπο την ευκαιρία να αξιολογήσουν την επιχείρηση, την διοίκηση αυτής καθώς και τα επενδυτικά προγράμματα που τα στελέχη της διοίκησης αναλαμβάνουν. Επιπρόσθετα, οι μέτοχοι

μοχλευμένων εταιριών έχουν μεγαλύτερη δύναμη στο να επέμβουν στην διοίκηση αυτής. Αυτή η δύναμη μεταφράζεται στην θέση (ή θέσεις) εκπροσώπησης τους στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας καθώς και την δυνατότητα να αντικαθιστούν τον Δ/ντα Σύμβουλο. Τα υψηλόβαθμα στελέχη, για να μην δώσουν αυτά τα δικαιώματα στους μετόχους, θα κάνουν ότι περνάει από το χέρι τους για την ομαλή εξυπηρέτηση των δανειακών υποχρεώσεων της επιχείρησης και την συνεχή ευχαρίστηση των μετόχων. Επομένως αυτή η μέθοδος μειώνει τα agency costs, μειώνοντας τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες στην διοίκηση.

Ορμώμενοι από τις μελέτες των παραπάνω ερευνητών καθώς και άλλων, οι Almeida, Campello και Hackbarth (2011) αναφέρουν μεταξύ άλλων ότι οι γραμμές πίστωσης που παρέχονται στις εταιρίες των ΗΠΑ είναι της τάξης του 20-25% του συνολικού ενεργητικού τους. Οι εταιρίες αυτές τραβούν κατά μέσο όρο το 30-35% του παραπάνω ποσοστού. Είναι φανερό ότι, από αυτά τα ποσοστά και αναλογικά με το μέγεθος των εταιριών που εμφανίζονται στις παραπάνω μελέτες, οι γραμμές πίστωσης που είναι διαθέσιμες για τις εταιρίες αυτές μπορούν να καλύψουν τα επενδυτικά τους προγράμματα, συμπεριλαμβανομένων και των εξαγορών τους.

Επίσης, παρατηρείται ότι οι κερδοφόρες και κεφαλαιακά επαρκείς εταιρίες είναι σε γενικές γραμμές αυτές που χρησιμοποιούν περισσότερο τις γραμμές πίστωσης που τους παρέχουν τα κέντρα παροχής ρευστότητας (π.χ. τράπεζες, επενδυτές κ.α.). Αυτό μπορεί να δικαιολογηθεί από το γεγονός ότι οι εταιρίες αυτές διακρατούν τα ταμειακά τους πλεονάσματα για τυχόν χρηματοδότηση μελλοντικών επενδυτικών προγραμμάτων (Martin, 1996).

Άξιος αναφοράς ακόμα, είναι μελέτες που αποτυπώνουν την αλληλεξάρτηση μεταξύ κεφαλαιακής διάρθρωσης και επενδυτικών αποφάσεων που παίρνουν οι διοικήσεις των bidders. Μία από αυτές του Uysal, (2011) δείχνει την σχέση μεταξύ του leverage ratio των bidders και των αποφάσεων εξαγορών που παίρνουν αυτές. Σύμφωνα με την έρευνα αυτή, οι overleveraged εταιρίες προσφέρουν λιγότερα μετρητά και χαμηλότερα premiums από τις underleveraged εταιρίες. Επιπλέον οι αγορές αντιδρούν

θετικά στην είδηση εξαγοράς από μία εταιρία με μεγάλη μόχλευση μιας και την εκλαμβάνουν ως μία καλά μελετημένη επενδυτική κίνηση εκ μέρους της διοίκησης. Αυτό συμβαίνει γιατί, λόγω των περιορισμών που έχει η διοίκηση μιας overleveraged εταιρίας, θα επιδιώξει μία εξαγορά που θα της επιφέρει μεγάλη προστιθέμενη αξία, καθώς και γιατί θα προσπαθήσει να εφαρμόσει γρήγορα, μέσω ανακοινώσεως Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου, πρόγραμμα μείωσης του δανεισμού της.

Επιπλέον, η μελέτη των Harris και Raviv (1988), δείχνει ότι οι διοικήσεις των εταιριών που είναι και μέτοχοι ταυτοχρόνως, προτιμούν να χρηματοδοτούν τα επενδυτικά τους προγράμματα μέσω δανεισμού. Στις μελέτες αυτές φαίνεται ότι οι διοικήσεις των εταιριών αυτών χρησιμοποιούν για τις εξαγορές που πραγματοποιούν εξωτερικό δανεισμό ή τα επιπλέον ταμειακά τους διαθέσιμα περισσότερο από την χρηματοδότηση μέσω έκδοσης νέων μετοχών από Αύξεις Μετοχικού Κεφαλαίου. Με αυτόν τον τρόπο, οι διοικήσεις διατηρούν τον έλεγχο της εταιρίας τους μετά από την εξαγορά λόγω του ότι δεν υφίσταται αποσπένδυση (dilution). Ακολουθώντας, όσο μεγαλύτερο το ποσοστό μετοχών που διαθέτουν οι διοικήσεις, τόσο περισσότερο χρησιμοποιούν δανειακά ή ίδια κεφάλαια. Με αυτόν τον τρόπο, διατηρώντας τα επίπεδα δανεισμού της εταιρίας που διοικούν σε υψηλά επίπεδα, αποθαρρύνουν τυχόν επιθετικές εξαγορές από άλλους bidders επειδή οι τελευταίες αποστρέφονται από την υψηλή μόχλευση που εμφανίζουν.

Ένας άλλος παράγοντας που επηρεάζει τον τρόπο χρηματοδότησης μιας εξαγοράς είναι το ποσοστό ιδιοκτησίας που κατέχουν οι μέτοχοι του bidder. Η μελέτη του Faccio και Masulis (2005) σε ένα δείγμα από ευρωπαϊκές εταιρίες δείχνει την προτίμηση των μετόχων του bidder να χρηματοδοτήσει μια συγχώνευση ή εξαγορά με δανειακά ή ίδια κεφάλαια αντί της ανταλλαγής μετοχών, όταν αυτοί κατέχουν μετοχικό ποσοστό της τάξεως 20-60% στην εξαγοράζουσα. Αυτό δικαιολογείται από την ισχυρή επιθυμία τους να διατηρήσουν τον έλεγχο που έχουν στην μετά την εξαγορά εταιρική οντότητα. Εύλογο από τα παραπάνω είναι και το γεγονός ότι όταν ο βασικός ή βασικοί μέτοχοι του bidder κατέχουν σημαντικό μετοχικό ποσοστό στην target εταιρία,

τότε η ανταλλαγή μετοχών σε μεταξύ τους συμφωνία εξαγοράς είναι προτιμητέα.

Από την πλευρά των μετόχων της target επιχείρησης, παρουσιάστηκε σε έρευνα των Burch, Nanda και Silveri (2012) η αποστροφή των μετόχων σε προτάσεις συγχώνευσης ή εξαγοράς με μετρητά και ή προτίμησή τους σε προσφορές ανταλλαγής μετοχών. Αυτό συμβαίνει, γιατί οι μέτοχοι της target εξετάζουν και αξιολογούν τις μεταβολές που επέρχονται στις φορολογικές τους υποχρεώσεις (tax-liabilities). Όταν έχουν υψηλά tax-liabilities, η προσφορά μετρητών από τον bidder αυξάνει υπερβολικά αυτές τους τις υποχρεώσεις με αποτέλεσμα σε αρκετές περιπτώσεις να συγκλίνουν με προσφορές ανταλλαγής μετοχών. Βέβαια, πρέπει σε αυτό το σημείο να αναφέρουμε και την συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ επιθυμίας ή μη των μετόχων της target να διακρατήσουν τις μετοχές του bidder μετά την μεταξύ τους συγχώνευση ή εξαγοράς. Δηλαδή, προτιμούν προσφορές ανταλλαγής μετοχών όταν βλέπουν τις μετοχές του bidder ως μια μακροπρόθεσμη επένδυση, σε αντίθεση με την προτίμησή τους σε ρευστό όταν δεν θεωρούν αυτές τις μετοχές ως μακροπρόθεσμη επένδυση.

Τα παραπάνω μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι bidders προσαρμόζουν την στρατηγική τους σε επενδυτικά προγράμματα εξαγορών, ανάλογα με τις προτιμήσεις των μετόχων της target επιχείρησης. Παρατηρείται έτσι, αρνητική συσχέτιση μεταξύ των bid premiums και α) τα tax-liabilities των μετόχων των target επιχειρήσεων και β) της επιθυμίας τους ή μη, να διακρατήσουν τις μετοχές που παίρνουν.

Οι bidders φαίνεται να μειώνουν τον δανεισμό τους όταν προσδοκούν να εμπλακούν σε μια εξαγορά. Πιθανολογούμενες target εταιρίες με υψηλό δανεισμό φαίνεται να μειώνουν τις πιθανότητες να γίνουν στόχοι εξαγορών εξαιτίας αυτού του δανεισμού και πόσο μάλλον όταν αυτός είναι κυρίως υψηλού ρίσκου. Σκοπός τους είναι να εστιάσουν την μελέτη τους στα επίπεδα του δανεισμού μιας εταιρίας και πως αυτά τα επίπεδα επηρεάζουν κινήσεις Σ&Ε και πως επηρεάζουν την διαπραγματευτική δύναμη είτε του bidder είτε του target.

Η αυξημένη μόχλευση τείνει να ενισχύσει τη διαπραγματευτική δύναμη του ΔΣ των εταιρειών στόχων και να αυξήσει την αναμενόμενη μεταφορά πλούτου από τους μετόχους της εξαγοράζουσας προς τους μετόχους της εταιρείας στόχος. Οι νέες εκδόσεις χρέους σηματοδοτούν βελτίωση της διαπραγματευτικής ισχύος των managers των target. Δεύτερον, το σήμα της υψηλότερης ποιότητας του ενεργητικού target, απόρροια της νέας έκδοσης δανεισμού μπορεί να επιτρέψει στις target να απαιτήσουν υψηλότερο τίμημα εξαγοράς και μπορεί επίσης να προσελκύσει εναλλακτικούς πλειοδότες.

Μια άλλη έρευνα από τους Jandik και Lallemand (2012) δείχνει ότι οι επιχειρήσεις έχουν ως στόχο να αυξάνουν σημαντικά τη μόχλευση (συνολικού χρέους / Σύνολο Ενεργητικού), 5,5% συγκριτικά με αύξηση 1,1% για παρόμοιες επιχειρήσεις που δεν αποτελούν στόχο για μια περίοδο που εκτείνεται από το ένα έτος πριν από την ανακοίνωση εξαγοράς μέχρι την ολοκλήρωσή της. Οι επιχειρήσεις-Στόχοι επίσης μειώνουν σημαντικά τον όρο ιδίων κεφαλαίων προς το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού κατά 3,8% σε σύγκριση με μείωση της τάξης του 1,6% για παρόμοιες μη στοχευόμενες επιχειρήσεις. Η συχνότητα των εκδόσεων χρέους από τις επιχειρήσεις στόχος είναι περίπου 29%. Πάνω από το 12% των επιχειρήσεων που έγιναν στόχοι βρέθηκε να εκδίδουν χρέος κατά την περίοδο αμέσως πριν την απόπειρα εξαγοράς (δηλαδή κατά τη διάρκεια του τριμήνου που προηγείται ανακοίνωση εξαγοράς μέχρι να ολοκληρωθεί).

Επίσης οι (Myers και Majluf, 1984) δείχνουν ότι η έκδοση τραπεζικού δανεισμού είναι προτιμότερο είδος δανεισμού, συγκριτικά με τα άλλα είδη, για τις target εταιρίες όταν αυτές συγκρίνονται με παρόμοιες εταιρίες που δεν έχουν γίνει στόχος εξαγοράς. Οι ανακοινώσεις έκδοσης χρέους παρέχουν ένα θετικό μήνυμα για την ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων του εκδότη και επίσης για την προθυμία των εξωτερικών επενδυτών να δεσμεύσουν τους πόρους τους στα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης. Οι ανακοινώσεις έκδοσης χρέους μπορεί επίσης να σημάνει τη βελτίωση της εταιρικής

διακυβέρνηση που προκύπτει από την παρακολούθηση των δανειστών, ειδικά όταν οι δανειακοί πόροι προέρχονται από τράπεζες.

Τέλος, η μελέτη των Jandik και Lallemand (2012) εξετάζει επίσης τα επίπεδα μόχλευσης που έχει η target εταιρία και συγκεκριμένα αναλύει τους λόγους για τους οποίους συχνά παρουσιάζεται αύξηση δανεισμού (5,5%) από αυτές, πριν και κατά την διάρκεια της ανακοίνωσης πρότασης εξαγοράς από μία εταιρία bidder. Ένας από αυτούς τους λόγους είναι ότι μία ανακοίνωση νέου δανεισμού σηματοδοτεί στις αγορές ότι η διοίκηση της target εταιρίας έχει μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη μιας και κατάφερε νέο δανεισμό. Επιπλέον, αυτός ο δανεισμός μπορεί να εκληφθεί από αρκετούς επενδυτές ως ένδειξη για υψηλότερες αποτιμήσεις των περιουσιακών της στοιχείων, με αποτέλεσμα στις διαπραγματεύσεις με τον bidder να ζητάει υψηλότερο αντίτιμο για την ολοκλήρωση της εξαγοράς.

2.4 Ρευστότητα της εξαγοράζουσας επιχείρησης.

Σε κάθε εταιρία, η διοίκηση αυτής είναι ο αντιπρόσωπος των μετόχων. Ενώ κανείς θα πίστευε ότι η σχέση των δύο αυτών οικονομικών οντοτήτων θα είναι αρμονική, συναντάμε συχνές περιπτώσεις που παρουσιάζεται σύγκρουση συμφερόντων των δύο πλευρών. Σύμφωνα με τον Jensen (1986) και την θεωρία του (Agency Theory), παρουσιάζεται πρόβλημα αντιπροσώπευσης μεταξύ διοίκησης και μετόχων. Οι μεν μέτοχοι επιζητούν την μεγιστοποίηση του πλούτου τους και η δε εκάστοτε διοίκηση επιδιώκει την αύξηση της επιρροής της και την αύξηση του πλούτου της.

Το πρόβλημα αυτό της αντιπροσώπευσης είναι εύκολα παρατηρήσιμο στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών που έχει μία εταιρία. Αυτήν την υπερβάλλουσα ρευστότητα, θέλουν οι μέτοχοι να διοχετευθεί σε αυτούς με την μορφή αύξησης των μερισμάτων από τις μετοχές που διακρατούν. Παρ' όλα αυτά, σκοπός των στελεχών της διοίκησης (managers) είναι η μεγέθυνση της εταιρίας που είναι υπεύθυνοι, μεγαλώνοντας την επιρροή τους μέσα από την αύξηση των περιουσιακών στοιχείων που έχουν προς διαχείριση. Μετατρέποντας λοιπόν την υπερβάλλουσα ρευστότητα σε μερίσματα για τους μετόχους, μειώνονται αυτά τα περιουσιακά στοιχεία με αποτέλεσμα να μειώνεται και η δύναμη τους.

Σε αρκετές περιπτώσεις, ο manager για να αυξήσει την αξία της εταιρίας, διακρατεί μεγάλη ρευστότητα, ως ένα "μαξιλαράκι" ταμειακών διαθεσίμων για πιθανές μελλοντικές επενδύσεις. Αυτή η επιπλέον ρευστότητα βοηθά τον manager να χρηματοδοτεί επενδυτικά προγράμματα τα οποία πιθανόν δεν θα μπορούσε να υποστηρίξει έχοντας χαμηλές ταμειακές ροές.

Επιπροσθέτως, τα στελέχη μιας επιχείρησης, γνωρίζουν ότι οι αγορές δεν είναι τέλειες καθώς παρουσιάζεται ατελής πληροφόρηση μεταξύ των ιδίων και των κέντρων παροχής κεφαλαίου, και γι' αυτό το λόγο αποφεύγουν τον εξωτερικό δανεισμό και προτιμούν την εσωτερική διαχείριση των ταμειακών τους διαθεσίμων (Harford, 1999). Συνεχίζοντας την έρευνά του ο Harford

φτάνει στο συμπέρασμα ότι ενώ η υπερβάλλουσα ρευστότητα μιας εταιρίας σε ένα βαθμό είναι ευεργετική και για τους μετόχους, εν τούτοις ,μπορεί να αποδεχθεί μοιραία για αυτούς. Βρίσκει ότι το ποσοστό των κεφαλαιακά πλουσίων εταιριών που πραγματοποιούν εξαγορές, όχι με γνώμονα την μέγιστη προστιθέμενη αξία αλλά την διαφοροποίηση της λειτουργικής τους δραστηριότητας, είναι αισθητά υψηλότερο από το ποσοστό των εταιριών που δεν χαίρουν μεγάλης κεφαλαιακής ρευστότητας.

Παρατηρείται επίσης, ότι οι target εταιρίες που γίνονται στόχοι από κεφαλαιακά πλούσιους bidders, έχουν πολύ λίγες πιθανότητες να προσελκύσουν και άλλες εταιρίες για την εξαγορά τους με αποτέλεσμα να αμφισβητείται από τις αγορές η ορθότητα της απόφασης αυτής των managers του bidder. Αυτή η αμφισβήτηση αποτυπώνεται και στην πτώση της τιμής της μετοχής της bidder εταιρίας όταν αυτή ανακοινώνει μια επικείμενη εξαγορά. Αυτό το γεγονός είναι συνεπές με την παρουσιαζόμενη δυσλειτουργία της νέας οντότητας που αντιπροσωπεύει την bidder και target εταιρία.

Σε αυτό το σημείο, αξίζει να αναφερθούμε και στις μελέτες που δείχνουν ότι η υπερβάλλουσα ρευστότητα που παρατηρείται σε αρκετές εταιρίες οφείλεται στο γεγονός ότι αρκετές φορές οι διοικήσεις αυτών καταφεύγουν σε αυτό το μέτρο προληπτικά, για να αποφύγουν τυχών μελλοντικές μειώσεις ταμειακών ροών (Opler, Pinkowitz, Stulz, και Williamson 1999). Επιπλέον, υποστηρίζεται ότι η αυξημένη ρευστότητα όχι μόνο δεν οδηγεί σε υποαπόδοση της εταιρίας bidder αλλά αυξάνει και την αξία της.

Επιπλέον, σε μεταγενέστερες έρευνες (Lins και Kalcheva, 2004; Pinkowitz, Stulz, και Williamson, 2004) με θέμα την παρουσία υπερβάλλουσας ρευστότητας σε επιχειρήσεις με προβλήματα εκπροσώπησης (agency problems) έχει παρατηρηθεί ότι, όταν οι μέτοχοι έχουν αυξημένες δυνατότητες να ελέγχουν τους managers, διακρατούν μικρότερη ρευστότητα από τις εταιρίες των οποίων τα στελέχη έχουν πλήρη ελευθερία κινήσεων.

Η παρατήρηση αυτή, υποδηλώνει ότι οι μέτοχοι επιθυμούν η υπερβάλλουσα αυτή ρευστότητα να διαχέεται προφανώς προς αυτούς με σκοπό την αύξηση του πλούτου τους και όταν έχουν τις κατάλληλες εξουσίες

ενεργούν προς αυτή την κατεύθυνση. Επίσης, η παραπάνω επιχείρημα ισχυροποιείται ακόμα περισσότερο από μελέτες που δείχνουν ότι οι μέτοχοι επιχειρήσεων με αυξημένα δικαιώματα-αρμοδιότητες, απολαμβάνουν υψηλότερα μερίσματα σε αντίθεση με τους μετόχους εταιριών με λιγότες δικαιοδοσίες.

Στα παραπάνω, έρχονται να προστεθούν και τα ευρήματα των Bliss, Rosen (2001) για την χρησιμοποίηση της υπερβάλλουσας ρευστότητας, από τις διοικήσεις εταιριών, σε επενδυτικά προγράμματα με σκοπό των πλουτισμό τους. Οι διοικήσεις αυτών των εταιριών, αυξάνουν την περιουσία τους είτε μέσω bonus για την πραγματοποίηση τέτοιων προγραμμάτων είτε μέσω αύξησης του μισθού του, παρ' όλο που αυτά τα επενδυτικά προγράμματα επιφέρουν τελικώς μείωση της αξίας των bidders.

Τέλος, η μελέτη των Pinkowitz, Sturgess και Williamson (2013), έδειξε ότι δεν είναι προφανές ότι οι επιχειρήσεις με υπερβάλλουσα ρευστότητα θα χρησιμοποιήσουν μετρητά για να χρηματοδοτήσουν τις εξαγορές τους. Παρατηρείται συχνά ότι οι managers παρ' όλο που έχουν στα χέρια τους μεγάλη ρευστότητα προτιμούν, κατά 23% των περιπτώσεων που εξετάστηκαν, την ανταλλαγή μετοχών. Ένας από τους λόγους που συμβαίνει αυτό είναι το γεγονός ότι πολυεθνικές εταιρίες με μεγάλη ρευστότητα, διατηρούν την ρευστότητα τους εκτός συνόρων προς αποφυγή μεγάλης φορολόγησης εταιρικών κερδών που υιοθετούν οι ανεπτυγμένες χώρες. Έτσι, καταφεύγουν συχνά σε χρηματοδότηση εξαγορών με ανταλλαγή μετοχών λόγω φορολογικού κόστους επαναπατρισμού των κεφαλαίων τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

3.1. Στόχος της Παρούσας Εργασίας, Δειγματοληψία και Συλλογή Δεδομένων.

Η παρούσα μελέτη προσπαθεί να απαντήσει στο ερώτημα αν μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά 2 ή περισσότερων εταιριών, η απόφαση της εξαγοράζουσας εταιρίας να κάνει την εξαγορά με μετρητά ή ανταλλαγή μετοχών επηρεάζεται από διάφορους χρηματοοικονομικούς δείκτες τόσο της ίδιας όσο και της εταιρίας στόχος. Θα ορισθούν οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στο οικονομετρικό μοντέλο και θα περιγραφεί ο τρόπος συλλογής των δεδομένων.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιεί η διατριβή αυτή είναι ένα μεγάλο δείγμα εταιριών, 1159 στο σύνολο (τελικό δείγμα μετά την εφαρμογή των φίλτρων), που συμμετείχαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές στην αγορά των ΗΠΑ (1990-2013) μαζί με στοιχεία για τις τιμές των μετοχών τους και την απόδοση του γενικού δείκτη S&P500. Όλες οι υπό εξέταση εταιρίες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Αμερικής.

Επιπροσθέτως, τα **φίλτρα** που εφαρμόσαμε είναι τα ακόλουθα:

- Οι υπό εξέταση Ε & Σ αφορούν πραγματοποιηθείσες συμφωνίες μεταξύ εταιριών εντός της αγοράς των ΗΠΑ.
- Και η εξαγοράζουσα καθώς και η εταιρεία στόχος είναι εγχώριες εταιρίες.
- Επιλέξαμε περιπτώσεις που οι Ε ή Σ πραγματοποιήθηκαν επιτυχώς.
- Η συνολική αξία της Ε & Σ προς εξέταση είναι μεγαλύτερη του US\$ 1 εκ.
- Η εξαγοράζουσα εταιρεία μετά το πέρας της εξαγοράς κατέχει ποσοστό της εταιρείας στόχου πάνω από 50%.
- Η εξαγοράζουσα εταιρεία 6 μήνες πριν την πραγματοποίηση της συμφωνίας, κατέχει λιγότερο από το 10% της εταιρείας στόχου.

- Η εταιρεία στόχος καθώς και η εξαγοράζουσα είναι εισηγμένες εταιρείες.
- Τέλος αποκλείσαμε από το δείγμα μας συμφωνίες που αφορούν εξαγορές θυγατρικών εταιριών ή τμήμα αυτών.

3.2. Περιγραφή των Κυριότερων Μεταβλητών

Όσον αφορά στις μεταβλητές που πήραμε, επιλέξαμε αυτές που μας παρέχουν πλήρη στοιχεία και αποκλείσαμε αυτές που είχαν ελλιπή δεδομένα. Αναλυτικά αυτές είναι οι ακόλουθες:

- **X1: Gearing Ratio (Target).** Είναι ο λόγος του συνολικού χρέους της εταιρείας στόχος προς τα ίδια κεφάλαια. Η μεταβλητή αυτή υπολογίζεται διαιρώντας το συνολικό χρέος προς το μετοχικό κεφάλαιο + Αποθεματικά.
- **X2: Χρηματικά διαθέσιμα της εξαγοράζουσας εταιρείας (Acquirer CASH)** . Ο δείκτης αυτός μας δείχνει την αναλογία μεταξύ μετρητών + ισοδύναμα μετρητών και του συνόλου των κυκλοφοριακών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας (LN μορφή).
- **X3: Χρηματικά διαθέσιμα της εταιρείας στόχος (Target CASH)** . Ο δείκτης αυτός μας δείχνει την αναλογία μεταξύ μετρητών + ισοδύναμα μετρητών και του συνόλου των κυκλοφοριακών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας (LN μορφή).
- **X4: Δείκτης Κεφαλαιουχικών δαπανών προς σύνολο ενεργητικού της εξαγοράζουσας εταιρείας (CAPEXR).** Μας δείχνει τις ακαθάριστες αγορές ή αλλιώς τις αγορές ενσώματων παγίων της εξαγοράζουσας πριν την ανακοίνωση της επικείμενης συζήτησης προς εξαγορά (LN μορφή).
- **X5: Δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας της εξαγοράζουσας εταιρείας (Acquirer CASHFLOW).** Μας δείχνει το δυνητικό απόθεμα ρευστότητας της εξαγοράζουσας εταιρείας (LN μορφή).
- **X6: Δείκτης EBITDA εταιρίας στόχου (Target CF).** Μας δείχνει τα κέρδη της εταιρείας στόχου προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (LN μορφή).

- **X7: Αγοραία αξία της εξαγοράζουσας εταιρείας.** (Acquirer AMV). Είναι το σύνολο των μετοχών της εταιρείας επί την τιμή της μετοχής αυτής 1 μήνα πριν την ανακοίνωση της επικείμενης συμφωνίας Ε ή Σ (LN μορφή).
- **X8: Αγοραία αξία της εταιρείας στόχος.** (Target MV). Είναι το σύνολο των μετοχών της εταιρείας επί την τιμή της μετοχής αυτής 1 μήνα πριν την ανακοίνωση της επικείμενης συμφωνίας Ε ή Σ (LN μορφή).
- **X9: Δείκτης αναλογίας αγοραίας προς λογιστικής αξίας της εξαγοράζουσας εταιρείας** (Acquirer MPRICEBOOK). Είναι το σύνολο των μετοχών της εταιρείας επί την τιμή της μετοχής της εταιρείας προς την λογιστική αξία αυτής 1 μήνα πριν την ανακοίνωση της επικείμενης συμφωνίας Ε ή Σ.

3.2.1. Περιγραφικά Μέτρα (Descriptive Statistics)

Σε αυτή την ενότητα θα παρουσιάσουμε κάποια περιγραφικά μέτρα για την κυριότερες μεταβλητές που θα υπάρχουν στο οικονομετρικό μας μοντέλο. Έτσι, θα έχουμε μια πρώτη εικόνα για τα μεγέθη των χρηματοοικονομικών δεικτών της εξαγοράζουσας και της εταιρίας στόχου. Τα περιγραφικά μέτρα στα οποία θα εστιάσουμε θα είναι τα δύο πιο συνήθη, η μέση τιμή και η διάμεσος. Συνεχίζουμε και εμείς την παράδοση που ακολουθεί η βιβλιογραφία, όπως οι Jandik και Lallemand (2012), και οι Pinkowitz, Sturgess και Williamson (2013), καθώς αυτά τα μέτρα χρησιμοποιούνται κατά κόρον από τους ερευνητές. Άλλωστε, δεν έχει και νόημα να παρουσιάσουμε πιο πολύπλοκα περιγραφικά όπως η διακύμανση, αφού μιλάμε για χρηματοοικονομικούς δείκτες και όχι για μεγέθη που έχουν πολύ μεγάλη μεταβλητότητα σε σύντομο χρονικό διάστημα (όπως π.χ η αποδόσεις των τιμών μιας μετοχής). Σ' αυτό το σημείο πρέπει να σημειώσουμε ότι για να είναι καλύτερα ορισμένο το οικονομετρικό μας μοντέλο, κάποιες από τις μεταβλητές που έχουν περιγραφεί στην παραπάνω, έχουν υπολογιστεί σε μορφή LN.

Παρακάτω ακολουθεί ο Πίνακας 3.1 που αναφέρεται στο σύνολο του δείγματος που έχουμε συλλέξει.

Πίνακας 3.1: Descriptive Statistics		
Μεταβλητές	Mean	Median
X1: Gearing Ratio (Target)	1.63	0.60
LN(X2): LN(Acquirer Cash)	4.31	4.33
LN(X3): LN(Target Cash)	2.76	2.86
LN(X4): LN(ACAPEXR)	-3.24	-3.07
LN(X5): LN(Acquirer Cashflow)	5.01	5.09
LN(X6): LN(Target CF)	3.43	3.43
LN(X7): LN(Acquirer AMV)	7.35	7.38
LN(X8): LN(Target MV)	5.52	5.53
X9: Acquirer MPRICEBOOK	4.31	2.09
Αριθμός Παρατηρήσεων	1156	

Όπως έχουμε αναφέρει και παραπάνω ο αριθμός των παρατηρήσεων των συγχωνεύσεων για την αγορά των Η.Π.Α για την περίοδο 1990-2013 που έχουν μείνει στο τελικό μας δείγμα είναι 1156.

Το πρώτο πράγμα που μπορεί κάποιος να παρατηρήσει για όλες αυτές της μεταβλητές είναι ότι για κάθε μεταβλητή η μέση τιμή (που επηρεάζεται από ακραίες τιμές) είναι μεγαλύτερη από τη διάμεσο μόνο για τις μεταβλητές X1 και X9 που δεν έχουν υπολογιστεί σε LN μορφή. Όλες οι άλλες (X2-X8), υπολογίστηκαν σε LN μορφή, με αποτέλεσμα η διάμεσος και η μέση τιμή των μεταβλητών δεν έχουν σημαντική διαφορά μεταξύ τους, όπως βλέπουμε στον παραπάνω πίνακα. Αυτό είναι πολύ λογικό αφού αυτό που κάνει το LN είναι να ομαλοποιεί το δείγμα και πλέον η μέση τιμή των μεταβλητών επηρεάζεται πολύ λιγότερο από ακραίες τιμές που μπορεί να υπάρχουν.

Παρακάτω ακολουθεί ένας άλλος πίνακας (Πίνακας 3.2) που διαθέτει περιγραφικά μέτρα. Η μόνη διαφορά είναι ότι τώρα πάμε και υπολογίζουμε τα ίδια μέτρα για τις ίδιες μεταβλητές αλλά χωρίζουμε το δείγμα στις περιπτώσεις

όπου η εξαγοράζουσα εταιρία έκανε εξαγορά με μετρητά και στις περιπτώσεις που η εξαγορά έγινε με ανταλλαγή μετοχών. Έτσι μπορούμε να δούμε διαφορετικές τάσεις ή χαρακτηριστικά που μπορεί να έχει το δείγμα μας ανάλογα με το αν οι συγχωνεύσεις γίνονται με μετρητά ή με ανταλλαγή μετρητών.

Πίνακας 3.2: Descriptive Statistics

<u>Y=1: Cash Merger</u>		
Μεταβλητές	Mean	Median
X1: Gearing Ratio (Target)	1.89	0.64
LN(X2): LN(Acquirer Cash)	4.23	4.28
LN(X3): LN(Target Cash)	2.91	2.93
LN(X4): LN(ACAPEXR)	-3.08	-2.91
LN(X5): LN(Acquirer Cashflow)	5.05	5.09
LN(X6): LN(Target CF)	3.61	3.60
LN(X7): LN(Acquirer AMV)	7.33	7.45
LN(X8): LN(Target MV)	5.66	5.68
X9: Acquirer MPRICEBOOK	4.72	2.09
Αριθμός Παρατηρήσεων	518	
<u>Y=0: Stock Exchange Merger</u>		
Μεταβλητές	Mean	Median
X1: Gearing Ratio (Target)	1.42	0.55
LN(X2): LN(Acquirer Cash)	4.37	4.36
LN(X3): LN(Target Cash)	2.63	2.79
LN(X4): LN(ACAPEXR)	-3.37	-3.23
LN(X5): LN(Acquirer Cashflow)	4.98	5.08
LN(X6): LN(Target CF)	3.28	3.24
LN(X7): LN(Acquirer AMV)	7.36	7.33
LN(X8): LN(Target MV)	5.40	5.42
X9: Acquirer MPRICEBOOK	3.98	2.10
Αριθμός Παρατηρήσεων	638	

Όπως παρατηρούμε από τον πίνακα 3.2 και στις δύο περιπτώσεις (συγχώνευση με μετρητά $Y=1$, συγχώνευση με ανταλλαγή μετοχών $Y=0$), οι παρατηρήσεις που κάναμε για το σύνολο δείγματος ισχύουν και στη περίπτωση της εξαγοράς με ανταλλαγή μετοχών και με μετρητά. Δηλαδή, έχουμε μια μεγαλύτερη μέση τιμή από την διάμεσο για τις μεταβλητές X_1 και X_9 που δεν υπολογίστηκαν σε LN μορφή, που σημαίνει ότι σε αυτή την περίπτωση ίσως έχουμε κάποιου είδους ακραίες τιμές, από την άλλη όμως η διαφορά στα δύο μέτρα δεν είναι πάρα πολύ μεγάλη. Όσον αφορά τις υπόλοιπες μεταβλητές που θα χρησιμοποιηθούν στο οικονομετρικό υπόδειγμα (X_2 - X_8) και έχουν υπολογιστεί σε μορφή LN προκύπτει ότι οι μέσες τιμές τους δεν διαφέρουν σημαντικά από τις διαμέσους τους. Άρα και σε αυτή την περίπτωση το σύνολο του δείγματος φαίνεται να έχει την ίδια τάση ως προς τα περιγραφικά μέτρα με τα δύο υποδείγματα (συγχώνευση με μετρητά, συγχώνευση με ανταλλαγή μετοχών).

Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο για τον πίνακα 3.2 είναι και το γεγονός ότι το μέγεθος του δείγματος στη περίπτωση των συγχωνεύσεων με μετρητά είναι 518 και το μέγεθος του δείγματος για συγχωνεύσεις με ανταλλαγή μετοχών είναι 638. Αυτό σημαίνει ότι από τις συγχωνεύσεις που περιλαμβάνονται στο δείγμα που έχουμε συλλέξει περίπου το $45\% \frac{518}{1156}$ πραγματοποιήθηκαν με μετρητά και το υπόλοιπο $55\% \left(\frac{638}{1156}\right)$ με ανταλλαγή μετοχών πράγμα που σημαίνει ότι οι συγχωνεύσεις με ανταλλαγή μετοχών υπερισχύουν αυτών με μετρητά.

3.3. Μοντέλο Logit

Το οικονομετρικό μοντέλο που θα εφαρμόσουμε για την εμπειρική ανάλυση της παρούσας εργασίας είναι το μοντέλο Logit. Θα εφαρμόσουμε αυτή την μεθοδολογία λόγω της φύσης την εξαρτημένης μεταβλητής μας Y . Αυτή είναι μια δίτιμη μεταβλητή που παίρνει την τιμή 1 όταν η συγχώνευση γίνεται με μετρητά και την τιμή μηδέν όταν η συγχώνευση γίνεται με την ανταλλαγή μετοχών. Άλλωστε, και η αντίστοιχη βιβλιογραφία που ασχολείται με θέματα που σαν της παρούσας εργασίας χρησιμοποιεί πολύ συχνά το μοντέλο Logit.

Η παλινδρόμηση Logit χρησιμοποιείται για να προβλέψει μια εξαρτημένη μεταβλητή η οποία είναι σε μορφή ψευδομεταβλητής (dummy variable) μέσω περισσότερων από μία ανεξάρτητων μεταβλητών. Το μοντέλο Logit χρησιμοποιείται ως μια εναλλακτική της γραμμικής παλινδρόμησης όταν το γραμμικό μοντέλο αντιμετωπίζει κάποια προβλήματα. Για παράδειγμα μπορεί να μην ισχύουν κάποιες από τις υποθέσεις που θα έπρεπε για να θεωρηθεί ότι το μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης είναι καλά ορισμένο (π.χ. τα δεδομένα δεν ακολουθούν την κανονική κατανομή ενώ σε κάποιες περιπτώσεις τα σφάλματα έχουν πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας). Για τους λόγους αυτούς προτείνεται το μοντέλο Logit που είναι ανθεκτικό σε αυτές τις υποθέσεις.

Μερικά από τα πλεονεκτήματα που προσφέρει το μοντέλο logit είναι τα εξής:

- Οι ανεξάρτητες και η εξαρτημένη μεταβλητή δεν είναι απαραίτητο να κατανέμονται κανονικά.
- Δεν προϋποθέτει ότι η σχέση μεταξύ εξαρτημένης και ανεξάρτητων μεταβλητών να είναι γραμμική

- Η λογιστική παλινδρόμηση (logit model) δε προϋποθέτει ότι πρέπει να υπάρχει έλλειψη ετεροσκεδαστικότητα στις μεταβλητές που χρησιμοποιούμε.
- Τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης δεν είναι αναγκαίο να ακολουθούν τη κανονική κατανομή.

Αυτοί ήταν μερικοί από τους λόγους που το μοντέλο της λογιστικής παλινδρόμησης μπορεί να εφαρμοστεί αντί κάποιων μοντέλων γραμμικής παλινδρόμησης, τα οποία δεν ακολουθούν κάποιες από τις υποθέσεις που κάνουν τα γραμμικά υποδείγματα παλινδρόμησης.

Για τις ανάγκες του μοντέλου Logit κατασκευάζεται όπως είπαμε και πιο πάνω η δίτιμη ψευδομεταβλητή Y_i που είναι και η εξαρτημένη μεταβλητή του μοντέλου που θα χρησιμοποιήσουμε. Η μεταβλητή αυτή παίρνει την τιμή 1 αν η συγχώνευση έγινε με μετρητά και την τιμή μηδέν αν έγινε με ανταλλαγή μετοχών. Οπότε ορίζουμε τη μεταβλητή με τον παρακάτω τύπο

$$Y_i = \begin{cases} 1 & , \text{αν η συγχώνευση } i \text{ έγινε με μετρητά} \\ 0 & , \text{αν η συγχώνευση } i \text{ έγινε με ανταλλαγή μετοχών} \end{cases} \quad (1)$$

Στο Logit μοντέλο η εξαρτημένη μεταβλητή θα είναι η ψευδομεταβλητή Y_i της εξίσωσης (1) ενώ εξαρτημένες θα είναι οι ποσοτικές μεταβλητές X_1 , $LN(X_2)$, $LN(X_3)$, $LN(X_4)$, $LN(X_5)$, $LN(X_6)$, $LN(X_7)$, $LN(X_8)$, και X_9 . Παρακάτω θα εξηγήσουμε τι είναι κάθε μία από αυτές τις μεταβλητές. Κατά συνέπεια ορίζεται το μοντέλο λογιστικής παλινδρόμησης που ακολουθεί πιο κάτω.

$$\ln\left(\frac{p_i}{1-p_i}\right) = \alpha + b_1 * X_{1i} + b_2 * LN(X_{2i}) + b_3 * LN(X_{3i}) + b_4 * LN(X_{4i}) + b_5 * LN(X_{5i}) + b_6 * LN(X_{6i}) + b_7 * LN(X_{7i}) + b_8 * LN(X_{8i}) + b_9 * X_{9i} + e_i \quad (2)$$

Το p_i συμβολίζει ουσιαστικά την πιθανότητα το $Y_i = 1$, δηλαδή εκφράζει την πιθανότητα η συγχώνευση να έγινε με μετρητά ενώ αντίστοιχα η

συμπληρωματική της πιθανότητα $1 - p_i$ συμβολίζει την πιθανότητα το $Y_i = 0$, που ουσιαστικά εκφράζει την πιθανότητα η συγχώνευση να γίνει μέσω ανταλλαγής μετοχών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4.1 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Σε αυτήν την ενότητα θα παρουσιάσουμε τα αποτελέσματα από το μοντέλο παλινδρόμησης Logit που τρέξαμε σύμφωνα με τον τύπο (2) που ορίσαμε στην ενότητα 3.3, και είναι ο παρακάτω.

$$\ln\left(\frac{p_i}{1-p_i}\right) = \alpha + b_1 * X_{1i} + b_2 * LN(X_{2i}) + b_3 * LN(X_{3i}) \\ + b_4 * LN(X_{4i}) + b_5 * LN(X_{5i}) + b_6 * LN(X_{6i}) \\ + b_7 * LN(X_{7i}) + b_8 * LN(X_{8i}) + b_9 * X_{9i} + e_i$$

Προσπαθώντας να εκτιμήσουμε το παραπάνω μοντέλο λαμβάνουμε τα ακόλουθα αποτελέσματα (πίνακας 4.1). Τα βασικά μεγέθη που θα υπάρχουν στους πίνακες αποτελεσμάτων που ακολουθούν παρακάτω είναι τα εξής:

- I. Στη πρώτη στήλη του πίνακα θα τοποθετηθούν οι ανεξάρτητες μεταβλητές του μοντέλου που έχουμε ορίσει.
- II. Στη δεύτερη, θα υπάρχουν οι εκτιμήσεις των συντελεστών παλινδρόμησης των ανεξάρτητων μεταβλητών b_i . Αυτοί οι συντελεστές εκφράζουν κάθε φορά τη μεταβολή του λογαρίθμου (μεταβολή του LN) του λόγου πιθανοτήτων (η πιθανότητα η $Y=1$ προς τη πιθανότητα $Y=0$) όταν η αντίστοιχη ανεξάρτητη μεταβλητή αυξάνεται κατά μία μονάδα δεδομένου ότι όλες οι υπόλοιπες διατηρούνται σταθερές.
- III. Στη Τρίτη στήλη, υπάρχουν οι τιμές των P-Values για κάθε εξαρτημένη μεταβλητή.
- IV. Και τέλος στην τελευταία στήλη σας παρουσιάζουμε τα Odds Ratios. Αυτά τα μεγέθη έχουν στενή σχέση με τους συντελεστές που έχουμε στη δεύτερη στήλη των πινάκων με τα αποτελέσματα. Τα Odds Ratios εκφράζουν των λόγο πιθανοτήτων (πιθανότητα $Y=1$ προς τη

πιθανότητα $Y=0$), όταν η αντίστοιχη εξαρτημένη αυξάνεται κατά μια μονάδα και οι υπόλοιπες ανεξάρτητες διατηρούνται σταθερές.

Πίνακας 4.1: Results (All Variables)

Μεταβλητές	Coefficients (bi)	P-Value (Sig.)	Odds Ratio
Constant (Σταθερά)	0.820	0.015	2.271
X1: Gearing Ratio (Target)	0.017	0.404	1.017
LN(X2): LN(Acquirer Cash)	-0.031	0.480	0.969
LN(X3): LN(Target Cash)	0.074	0.070	1.077
LN(X4): LN(ACAPEXR)	0.230	0.000	1.259
LN(X5): LN(Acquirer Cashflow)	0.059	0.357	1.061
LN(X6): LN(Target CF)	0.024	0.691	1.024
LN(X7): LN(Acquirer AMV)	-0.178	0.022	0.837
LN(X8): LN(Target MV)	0.098	0.210	1.103
X9: Acquirer MPRICEBOOK	0.001	0.868	1.001
Αριθμός Παρατηρήσεων	1156		

Όπως φαίνεται και από τη στήλη των τιμών P-Value αρκετές από τις εννέα μεταβλητές που έχουμε εισάγει στο μοντέλο μας δεν είναι στατιστικά σημαντικές ($p\text{-value} > 1\%, 5\%, 10\%$), δηλαδή δεν έχουν στατιστικώς σημαντική επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή Y . Αυτό για την έρευνα που διεξάγουμε σημαίνει ότι αυτές οι μεταβλητές δεν επηρεάζουν στατιστικώς σημαντικά την απόφαση να γίνει η συγχώνευση με μετρητά ή με ανταλλαγή μετοχών.

Οι μεταβλητές που δεν επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή πρέπει να εξαχθούν από το μοντέλο μας, για να θεωρήσουμε ότι το μοντέλο είναι καλά ορισμένο. Φυσικά η εξαγωγή αυτών των μεταβλητών δε μπορεί να γίνει ταυτόχρονα εξαγοντας όλες τις μεταβλητές που έχουν $p\text{-value}$ μεγαλύτερο του 10%, αλλά η εξαγωγή των μεταβλητών από το υπόδειγμα πρέπει να γίνει σταδιακά. Η διαδικασία εξαγωγής είναι η εξής:

- Αρχικά πάμε και εντοπίζουμε την μεταβλητή με το μεγαλύτερο $p\text{-value}$, την εξαγουμε και τρέχουμε το μοντέλο με τις εναπομείναντες μεταβλητές.
- Στη συνέχεια πάμε και βλέπουμε και πάλι τα $p\text{-values}$ των μεταβλητών, και εφόσον κάποια/ες έχουν $p\text{-value}$ μεγαλύτερο του 10%, εξαγουμε αυτή με το μεγαλύτερο $p\text{-value}$, εφόσον οι μεταβλητές με $p\text{-value}$ μεγαλύτερο του 10% είναι παραπάνω από μία.

• Τέλος, συνεχίζουμε την ίδια διαδικασία μέχρι να καταλήξουμε με μεταβλητές που έχουν p-value μικρότερο του 10%, που σημαίνει ότι σε επίπεδο σημαντικότητας 10% αυτές οι μεταβλητές θα επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή Y.

Αφού ακολουθήσαμε την παραπάνω διαδικασία, τα αποτελέσματα που λάβαμε ακολουθούν στον πίνακα 4.2.

Πίνακας 4.2: Results (Only Significant Variables)			
Μεταβλητές	Coefficients (bi)	P-Value (Sig.)	Odds Ratio
Constant (Σταθερά)	0.762	0.014	2.142
LN(X3): LN(Target Cash)	0.067	0.078	1.069
LN(X4): LN(ACAPEXR)	0.235	0.000	1.264
LN(X7): LN(Acquirer AMV)	-0.151	0.001	0.860
LN(X8): LN(Target MV)	0.128	0.021	1.136
Αριθμός Παρατηρήσεων	1156		
R-Square	4.0%		
Προβλεπτική Ικανότητα Μοντέλου	60.0%		

Όπως παρατηρείται και από τον παραπάνω πίνακα οι μεταβλητές LN(X3), LN(X4), LN(X7), και LN(X8) είναι οι μόνες που επηρεάζουν την απόφαση να γίνει μια συγχώνευση με μετρητά ή με ανταλλαγή μετοχών, καθώς το p-value και των τριών μεταβλητών είναι πολύ μικρό (μικρότερο του 10%).

Αρα το υπόδειγμά μας από κει που ξεκίνησε να έχει εννέα μεταβλητές, κατέληξε να έχει μόνο τρεις. Έτσι από τον θεωρητικό τύπο (1) του μοντέλου logit που ορίσαμε στην ενότητα 4.1 καταλήγουμε τελικά στον παρακάτω τύπο (3):

$$\ln\left(\frac{p_i}{1-p_i}\right) = \alpha + b_3 * LN(X_{3i}) + b_4 * LN(X_{4i}) + b_7 * LN(X_{7i}) + b_8 * LN(X_{8i}) + e_i \quad (3)$$

Μια εκτίμηση του παραπάνω τύπου είναι ο ακόλουθος (ο 4 είναι εκτίμηση του 3).

$$\ln\left(\frac{p_i}{1-p_i}\right) = -0.762 + 0.067 * LN(X_{3i}) + 0.235 * LN(X_{4i}) - 0.151 * LN(X_{7i}) + 0.128 * LN(X_{8i})$$

(4)

Σχολιασμός τελικών αποτελεσμάτων

Όπως φαίνεται και από την (4) που είναι μια εκτίμηση του υποδείγματος logit που έχουμε ορίσει μόνο 4 από τις 9 ανεξάρτητες μεταβλητές που είχαμε στη διάθεσή μας επηρεάζουν τη δίτιμη εξαρτημένη μεταβλητή Y. Συγκεκριμένα:

- **Χρηματικά διαθέσιμα της εταιρείας στόχου (Target Cash):** όταν η Target Cash αυξάνεται κατά μία μονάδα τότε ο λογάριθμος του λόγου της πιθανότητας η συγχώνευση να γίνει σε μετρητά προς τη πιθανότητα η συγχώνευση να γίνει με ανταλλαγή μετοχών αυξάνεται κατά 0.067 μονάδες. Αυτό ουσιαστικά σημαίνει ότι όσο η Target Cash αυξάνεται τόσο αυξάνεται και η πιθανότητα η συγχώνευση να γίνει με μετρητά. Μια πιθανή αιτιολόγηση για την προαναφερθείσα συσχέτιση είναι το γεγονός ότι οι επενδυτές εκλαμβάνουν την αύξηση στα χρηματικά διαθέσιμα της εταιρείας στόχου ως σημάδι εύρυθμης λειτουργίας της εταιρείας και ως εκ τούτου αυξάνουν την αξία της μετοχής της. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να μειωθεί η πιθανότητα η εξαγοράζουσα εταιρεία να χρησιμοποιήσει στην επικείμενη εξαγορά τις μετοχές τις ως μέσω πληρωμής καθώς ο λόγος ανταλλαγής μετοχών εξαγοράζουσας και εταιρείας στόχου έχει μεταβληθεί.

- **Δείκτης Κεφαλαιουχικών δαπανών προς σύνολο ενεργητικού της εξαγοράζουσας εταιρείας (ACAPEXR):** όταν η ACAPEXR αυξάνεται κατά μια μονάδα τότε ο λογάριθμος του λόγου της πιθανότητας η συγχώνευση να γίνει με μετρητά προς τη πιθανότητα η συγχώνευση να γίνει με ανταλλαγή μετοχών αυξάνεται κατά 0.235. Οπότε και αυτή η μεταβλητή έχει θετική επίδραση στην πιθανότητα η συγχώνευση να γίνει με μετρητά.

- **Αγοραία αξία της εξαγοράζουσας εταιρείας (Acquirer AMV):** Μια αύξηση της Acquirer AMV κατά μια μονάδα συνεπάγεται μια μείωση 0.151 στο λογάριθμο του λόγο της πιθανότητας η συγχώνευση να γίνει με μετρητά προς τη πιθανότητα η συγχώνευση να γίνει με ανταλλαγή μετοχών. Αυτό πάει

να πει ότι όσο αυξάνεται αυτή η μεταβλητή τόσο μικραίνει η πιθανότητα η συγχώνευση να γίνει με μετρητά. Αιτία της παραπάνω συσχέτισης είναι το γεγονός ότι η εξαγοράζουσα εταιρεία θα χρησιμοποιήσει την υπερτιμημένη μετοχή της ως μέθοδο πληρωμής επικείμενης Ε&Σ καθώς θα διαθέσει λιγότερες δικές της μετοχές για να αποκτήσει τις μετοχές της εταιρείας στόχου.

- **Αγοραία αξία της εταιρείας στόχος (Target MV):** Όταν η Target MV αυξάνεται κατά μία μονάδα τότε ο λογάριθμος του λόγου της πιθανότητας η συγχώνευση να γίνει με μετρητά προς τη πιθανότητα η συγχώνευση να γίνει με ανταλλαγή μετοχών αυξάνεται κατά 0.128. Άρα και σε αυτή τη περίπτωση όταν η Target MV αυξάνεται τότε θα έχουμε και αύξηση στη πιθανότητα η συγχώνευση να γίνει με μετρητά. Αναλύοντας τα παραπάνω αποτελέσματα, μια αύξηση της αξίας της μετοχής της εταιρείας στόχου, αυξάνει την πιθανότητα η πληρωμή να γίνει με μετρητά καθώς η εξαγοράζουσα εταιρεία εκλαμβάνει το γεγονός ως υπερτίμηση της αξίας της εταιρείας στόχου με αποτέλεσμα σε μια τυχόν εξαγορά με μέσω πληρωμής ανταλλαγή μετοχών, να χρειαστεί να καταβάλει περισσότερες δικές της μετοχές έναντι μετοχών της εταιρείας στόχου.

Τέλος όπως δείχνουμε και στη τελευταία στήλη του πίνακα 4.2 η προβλεπτική ικανότητα του μοντέλου μας είναι 60%. Αυτό είναι το ποσοστό σωστής πρόβλεψης του μοντέλου. Δηλαδή στο 60% των περιπτώσεων το μοντέλο που εκτιμήσαμε παραπάνω προβλέπει σωστά την τιμή που θα πάρει η εξαρτημένη μεταβλητή Y , που στην ουσία είναι η απόφαση για το αν η συγχώνευση θα γίνει με μετρητά ή με ανταλλαγή μετοχών. Αυτό το ποσοστό σωστής πρόβλεψης του μοντέλου θεωρείται αποδεκτό-ικανοποιητικό από τη στιγμή που περνάει το φράγμα του 50%.

Σημείωση: Οι παραπάνω μεταβλητές έχουν υπολογιστεί σε LN μορφή, εμείς όμως χάριν ευκολίας αναφερόμαστε κατευθείαν σε αυτές και όχι στο LN αυτών των μεταβλητών.

4.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Προς επιβεβαίωση της κύριας βιβλιογραφίας μας (Pinkowitz L., Sturgess J., Williamson R. 2013), βρήκαμε ότι τα χρηματικά διαθέσιμα της εξαγοράζουσας εταιρείας δεν επηρεάζουν την λήξη αποφάσεων σε περιπτώσεις Ε&Σ. Στο ίδιο μοτίβο κινείται και ο Δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας του οποίου οι μεταβολές δεν σηματοδοτεί αλλαγές στην πιθανότητα η συγχώνευση να γίνει με ανταλλαγή μετοχών ή μετρητών.

Επιπλέον, τα αποτελέσματα της ερευνάς μας, βγήκαν σύμφωνα με την παραδοχή ότι μια αύξηση στην αγοραία αξία της εξαγοράζουσας εταιρείας πριν την συγχώνευση έχει ως επακόλουθο την μείωση της πιθανότητας η εξαγορά να γίνει με μετρητά καθώς η εξαγοράζουσα εταιρεία χρησιμοποιεί την υπερτιμημένη μετοχή ως μέθοδο πληρωμής επικείμενης Ε&Σ καθώς θα διαθέσει λιγότερες δικές της μετοχές για να αποκτήσει τις μετοχές της εταιρείας στόχος. Στο ίδιο πλαίσιο κινείται και η αγοραία αξία της εταιρείας στόχου καθώς τυχόν αύξηση της αξίας της αυξάνει την πιθανότητα η πληρωμή να γίνει με μετρητά καθώς η εξαγοράζουσα εταιρεία εκλαμβάνει το γεγονός ως υπερτίμηση της αξίας της εταιρείας στόχου.

Τέλος, βρήκαμε πιθανή συσχέτιση μεταξύ του Δείκτη Κεφαλαιουχικών δαπανών προς σύνολο ενεργητικού της εξαγοράζουσας εταιρείας κατά την οποία μια αύξηση του δείκτη οδηγεί σε αύξηση της πιθανότητας η συγχώνευση να γίνει με μετρητά.

Βιβλιογραφία

Almeida H., Campello M., Hackbarth D. 2011, "Liquidity mergers" *Journal of Financial Economics* 102 (2011), 526-558.

Bliss, R., Rosen, R., 2001. "CEO compensation and bank mergers". *Journal of Financial Economics* 61, 107–138.

Burch T. R., Nanda V., Silveri S. 2012, "Taking stock or cashing in? Shareholder style preferences, premiums and the method of payment" *Journal of Empirical Finance* 13 (2012) 558-582.

Dickerson, A., Gibson, H. and Tsakalotos, E. (1997) "The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of U.K. Firms," *Oxford Economic Papers*, 49

Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., Servaes, H., 2003. "International corporate governance and corporate cash holdings" *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 111–133.

Easterbrook, Frank, 1984, "Two agency-cost explanations of dividends, *American Economic Review*" 74, 650–659.

Faccio M., Masulis W., 2005. "The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions". *Journal of Finance* 3, Vol LX.

Golubov A., Petmezas D. and Travlos N. 2012, "Empirical M&A research: A review of methods, evidence and managerial implication" *Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance*, Edward Elgar.

Harford J., 2005, "What drives merger waves?" *Journal of Financial Economics* 77 (2005) 529-560.

Harford, J., 1999. "Corporate cash reserves and acquisitions" *Journal of Finance* 54, 1969–1997.

Harford, J., Li, K., 2007. "Decoupling CEO wealth and firm performance: the case of acquiring CEOs". *Journal of Finance* 62, 917–949.

Harford, J., Mansi S., Maxwell W., 2007. "Corporate governance and firm cash holdings in the US" *Journal of Financial Economics* 87, 535–555.

Harris, M. and A. Raviv, 1988. "Corporate Control Contests and Capital Structure". *Journal of Financial Economics* 20, 55-86.

Jandik T., Lallemand J., 2012, "Do capital structure adjustments by takeover targets influence acquisition gains?" Working paper series.

Jensen, M., 1986. "Agency costs of the free cash flow, corporate finance and takeovers" *American Economic Review* 76, 323–329.

Jensen, M., Meckling, W., 1976. "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure" *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.

Kaun L. Y., Chung K. H. 2013, "Liquidity and Returns to Target Shareholders in the Market for Corporate Control: Evidence from the US Markets" *Journal of Business Finance & Accounting* 40 (2013) 142-171.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2000. "Investor protection and corporate governance". *Journal of Financial Economics* 58, 3–27.

Lins, K., Kalcheva, I., 2004. "International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems" Working paper, University of Utah.

Martin, K., 1996. "The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership". *Journal of Finance* 51, 1227–1246.

Mikkelson, W., Partch, M., 2003. "Do persistent large cash reserves hinder performance?". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 275–294.

Mrtynova M., Renneboog L. 2008, "A century of corporate takeovers: What have we learned" *Journal of Banking & Finance* 32 (2008) 2148-2177.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., 1999. "The determinants and implications of corporate cash holdings". *Journal of Financial Economics* 52, 3–46.

Pinkowitz L., Sturgess J., Williamson R. 2013, "Do cash stockpiles fuel cash acquisitions?" *Journal of Corporate Finance*, 23 (2013), 128–149.

Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., 2004. "Do firms with poor protection of investor rights hold more cash?" Working paper, Georgetown University.

Shleifer, Andrei, Vishny, Robert, 2003. "Stock market driven acquisitions". *Journal of Financial Economics* 70, 295–311.

Sibilkov V. 2009, "Asset Liquidity and Capital Structure" *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 44 (2009) 1173-1196.

Stulz, R., 1988. "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control". *Journal of Financial Economics* 20, 25-54.

Uysal V. B., 2011, "Deviation from the target capital structure and acquisition choices" *Journal of Financial Economics* 102 (2011) 602-620.

Ελληνική

Γεωργακοπούλου Βασιλική, ΕΞΑΓΟΡΕΣ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ: Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις, www.ine.otoe.gr).

Formatted: Greek

Σακκέλης, Ι. 2001, "Συγχωνεύσεις - διασπάσεις - Εξαγορές - Μετατροπές & Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως", Εκδ/σεις Μπένου, Αθήνα.

Αρσένος Παναγιώτης 2013, ΠΜΣ: Λογιστική και Χρηματοοικονομική, σημειώσεις από μάθημα Εξαγορές και Συγχωνεύσεις, ΑΤΕΙ Πειραιά.

Formatted: Greek

Πρωτόπαπας Παναγιώτης, Τραυλός Νικόλαος, Τσαγκαράκης Νικόλαος 2003, «Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων στην Ελλάδα: Επίδραση στην χρηματιστηριακή τιμή εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, «Σπουδαι» , Τόμος 53, Πανεπιστήμιο Πειραιά

Formatted: Greek

Δ. Κυριαζής, 2007 «Συγχωνεύσεις και εξαγορές» Εκδ/σεις Κ. Σμπίλια, Αθήνα

Αθανάσιος Γ. Τσάγκανος, 2007, Χαρακτηριστικά και πρόβλεψη επιχειρήσεων στόχων εξαγοράς, Πανεπιστήμιο Πατρών

Internet sites

www.euro2day.gr

www.pwc.com

www.dialogic.com

www.ineqsee.gr

www.cnbc.com

www.statistics.gr

www.bankofgreece.gr

Formatted: English (United States)

Formatted: English (United States)

Formatted: English (United States)

Formatted: English (United States)

Field Code Changed

Formatted: English (United States)

Formatted: English (United States)

Field Code Changed

Formatted: English (United States)

Formatted: English (United States)

Formatted: English (United States)

Field Code Changed

Formatted: English (United States)

Formatted: English (United States)

Formatted: English (United States)

Field Code Changed

Formatted: English (United States)

Formatted: English (United States)

Formatted: English (United States)

Field Code Changed

Formatted: English (United States)

Formatted: English (United States)

Formatted: English (United States)

Field Code Changed

Formatted: English (United States)

Formatted: English (United States)

Formatted: English (United States)

Πίνακας περιεχομένων Πινάκων και Σχεδιαγραμμάτων

Πίνακας 1.1.: Οι Κυριότεροι Λόγοι Πραγματοποίησης και Αποτυχίας μιας ΕήΣ

Πίνακας 1.2.: Κατάτμηση των Αποτελεσμάτων των Ε & Σ Βάσει του Χρονικού Ορίζοντα

Πίνακας 1.3.: Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα το 2014 (€5,1 δισ. αξία συναλλαγών)

Πίνακας 2.1.: Κατηγοριοποίηση των μεθοδολογιών αξιολόγησης συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Πίνακας 3.1 : Descriptive Statistics

Πίνακας 3.2 : Descriptive Statistics

Πίνακας 4.1 : Results (All Variables)

Πίνακας 4.2 : Results Significant variables