

**ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Χρήστος Μαρούσος

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση**

Ιανουάριος 2003

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

- 1. Εισαγωγή**
- 2. Γενικά περί συγχωνεύσεων**
 - 2.1 Τρόποι συγχωνεύσεων και εξαγορών
 - 2.2 Μορφές συγχωνεύσεων
 - 2.3 Αμυντικές τακτικές
- 3. Συγχωνεύσεις εξαγορές στην Ελλάδα και στο Εξωτερικό**
- 4. Θεωρίες Συγχωνεύσεων**
 - 4.1 Λειτουργικές συνέργιες
 - 4.2 Χρηματοοικονομικές συνέργιες
 - 4.3 Αντικατάσταση μη αποτελεσματικής διοίκησης
 - 4.4 Εκδήλωση κόστους αντιπροσώπησης
 - 4.5 Δύναμη αγοράς
- 5. Μεθοδολογία**
- 6. Εμπειρικά αποτελέσματα άλλων εμπειρικών μελετών**
- 7. Συμπεράσματα**
- 8. Βιβλιογραφία**

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα τελευταία δέκα χρόνια η παγκόσμια οικονομία γνώρισε κύμα επιχειρηματικών αναδιοργανώσεων καθώς οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ επιχειρήσεων πραγματοποιήθηκαν σε πρωτοφανή αριθμό. Για πολλές από τις επιχειρήσεις αποτελεί αποτελεσματικό μέσο αντιμετώπισης του διαρκώς αυξανόμενου ανταγωνισμού. Τα πιθανά πλεονεκτήματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών συμβάλουν στην ανάπτυξη νέων επιχειρηματικών σχημάτων που συχνά αποτελούν στρατηγικό στόχο των επιχειρήσεων.

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων έχουν έντονο ακαδημαϊκό και πρακτικό ενδιαφέρον. Θέματα άμεσου ενδιαφέροντος είναι τόσο τα κίνητρα όσο και οι επιδράσεις αυτών των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στις επί μέρους επιχειρήσεις και σε ολόκληρη την οικονομία.

Οι συγχωνεύσεις εταιρειών αποτελούν παγκόσμιο φαινόμενο το οποίο λαμβάνει χώρα εδώ και πολλά χρόνια. Στις Η.Π.Α. ξέσπασε ένα κύμα συγχωνεύσεων καθώς συνδυάστηκε με ραγδαίους ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας και με ραγδαίες εξελίξεις στο επιχειρησιακό περιβάλλον (τεχνολογικές ανακαλύψεις, κρατικές ρυθμίσεις, απελευθέρωση των κεφαλαιαγορών, παγκοσμιοποίηση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων). Στην Ευρώπη η πολιτική και οικονομική ενοποίηση των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης παράλληλα με τις οικονομικές μεταρρυθμίσεις στην Ανατολική Ευρώπη δημιούργησαν ένα πρόσφορο περιβάλλον για νέες συγχωνεύσεις. Ειδικότερα στην Ελλάδα την τελευταία δεκαετία έχει ενταθεί ο ρυθμός των εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Οι συγχωνεύσεις των εταιρειών δεν αποτελούν καινούργιο φαινόμενο, ιδιαίτερα για τις Η.Π.Α.. Μπορούμε να διακρίνουμε πέντε τουλάχιστον σημαντικά κύματα εταιρικών συγχωνεύσεων. Το κύμα της περιόδου 1895-1904, το κύμα της περιόδου

1922-1929, αυτό της περιόδου 1940-1947, το κύμα των ετερογενών συγχωνεύσεων της δεκαετίας του 1960 και τη μετά το 1976 εκδηλωθείσα μανία συγχωνεύσεων. Όλα αυτά τα κύματα έλαβαν χώρα σε περιόδους που η οικονομία απολάμβανε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και συνέπεσαν με σπουδαίες εξελίξεις στο επιχειρηματικό περιβάλλον (π.χ. τεχνολογικές ανακαλύψεις, κρατικές ρυθμίσεις, απελευθέρωση των κεφαλαιαγορών, ανάπτυξη των διεθνών αγορών, εξελίξεις στις αγορές επιχειρηματικού ελέγχου, διεθνοποίηση των επιχειρηματιών δραστηριοτήτων κ.λ.π.).

Η πολιτική ενοποίηση και οικονομική ολοκλήρωση των χωρών της ΕΟΚ σε συνδυασμό με τις πολιτικές εξελίξεις στην Ανατολική Ευρώπη δημιουργούν ευκαιρίες για ένα κύμα συγχωνεύσεων στην Ευρώπη παρόμοιο, αν όχι μεγαλύτερο, αυτών που έλαβαν χώρα στις Η.Π.Α.

Παρατηρώντας καθημερινά νέες συγχωνεύσεις και εξαγορές να λαμβάνουν χώρα στην Ελλάδα, πολλοί έχουν αναρωτηθεί ποιος ο λόγος για τον οποίο πραγματοποιούνται αυτές οι συγχωνεύσεις. Δημιουργείται άραγε πρόσθετη αξία από τις ενώσεις των επιχειρήσεων ή όχι; Ποια η επίδραση της συγχώνευσης ή εξαγοράς στην μετοχή της αγοράζουσας ή αγοραζόμενης εταιρείας.

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται συχνότερα για την εκτίμηση των παραπάνω εκτάκτων αποδόσεων ονομάζεται μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων ή γεγονότων (event study approach). Η παραπάνω μεθοδολογία συγκρίνει τις αποδόσεις που πραγματοποιούν οι επενδυτές (μέτοχοι) κατά την ανακοίνωση του συμβάντος (συγχώνευση) με τις αναμενόμενες αποδόσεις στην περίπτωση που κανένα συμβάν δε θα ελάμβανε χώρα. Η διαφορά ανάμεσα σε πραγματοποιηθείσες και αναμενόμενες αποδόσεις καλείται «έκτακτη απόδοση» και αντιπροσωπεύει την οικονομική αξία που δημιουργείται από την συγχώνευση. Για τη χρησιμοποίηση αυτής της μεθοδολογίας γίνεται η υπόθεση ότι η αγορά κεφαλαίου

(capital market) είναι αποτελεσματική (efficient) σε σχέση με τις πληροφορίες που διαχέονται στο ευρύ επενδυτικό κοινό όπως οι ανακοινώσεις συγχωνεύσεων ή εξαγορών επιχειρήσεων. Σε μια αποτελεσματική αγορά η ανακοίνωση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης αντανακλάται αμέσως στις τιμές των μετοχών των αγοράζουσων ή εξαγοραζόμενων εταιρειών.

Οι συγχωνεύσεις της δεκαετίας του 1980 διαφέρουν πολύ από τις αντίστοιχες συγχωνεύσεις των προηγούμενων δεκαετιών. Για παράδειγμα, οι πρόσφατες συγχωνεύσεις (στις Η.Π.Α.) συνδεθήκανε με τον πολλαπλασιασμό νέων μορφών χρηματοδότησης εκ των οποίων μια σχετίζεται με τη δημιουργία και την κατάρρευση της αγοράς των ομολογιών υψηλού κινδύνου (junk bonds). Επιπρόσθετα, πολλές συγχωνεύσεις συνδεθήκανε με την απαγγελία κατηγοριών χρήσης εμπιστευτικών πληροφοριών εναντίον μυθοποιημένων επενδυτικών τραπεζιτών. Περαιτέρω, αρκετές συγχωνεύσεις προκάλεσαν σφοδρές διαμάχες μεταξύ των διορισμένων διευθυντικών στελεχών και των αντιτιθέμενων ιδιοκτητών.

Οι εμπειρίες από τις συγχωνεύσεις στις Η.Π.Α., κατά την δεκαετία του 1980, είναι πλούσιες σε θέματα και στρατηγικά πορίσματα για επιχειρηματικές αποφάσεις και χάραξη κρατικής πολιτικής και είναι σχετικές σε χώρες που, όπως οι περισσότερες ηπειρωτικές ευρωπαϊκές, εισέρχονται σε μια εκτεταμένη φάση θεμελιώδους αναδιάρθρωσης του ιδιωτικού τομέα.

Εδώ θα παραθέσουμε εμπειρικά πορίσματα που αναφέρονται στις επιδράσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις επιχειρήσεις που τις πραγματοποιούν και σε αυτές που εξαγοράζονται. Συγκεκριμένα, εστιάζεται στις έκτακτες αποδόσεις των μετόχων των αγοράζουσων ή εξαγοραζόμενων εταιρειών που πραγματοποιούνται ύστερα από ανακοίνωση συγχώνευσης ή εξαγοράς των παραπάνω επιχειρήσεων στον ημερήσιο τύπο. Ο σκοπός αυτής εργασίας είναι να παρουσιάσει την πλούσια

διεθνή βιβλιογραφία σε ό,τι αφορά συγχωνεύσεις επιχειρήσεων, να επισημάνει τα κύρια πορίσματα και να βγάλει συμπεράσματα που μπορεί να είναι χρήσιμα στη χάραξη επιχειρησιακή και κυβερνητικής πολιτικής υπό το φως της εκτεταμένης ιδιωτικοποίησης της οικονομίας μας, της οικονομικής ολοκλήρωσης και πολιτικής ενοποίησης των χωρών της, και της επαναπροσέγγισης ανάμεσα στις Δυτικές και πρώην Ανατολικές χώρες. Το κεφάλαιο 2 παρουσιάζει τους τρόπους συγχωνεύσεων και εξαγορών και τις αμυντικές τακτικές που ακολουθούν οι επιχειρήσεις. Το κεφάλαιο 3 αναφέρει τις σημαντικότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα και Διεθνώς. Το κεφάλαιο 4 περιγράφει τις θεωρίες συγχωνεύσεων και εξαγορών. Το κεφάλαιο 5 περιγράφει τη μεθοδολογία που χρησιμοποιείτε συχνότερα. Το κεφάλαιο 6. παρουσιάζει τα εμπειρικά ευρήματα και το κεφάλαιο 7 περιέχει τα συμπεράσματα της μελέτης.

2. ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Με τον γενικό όρο συγχωνεύσεις εννοούμε κάθε συνδυασμό επιχειρήσεων που δημιουργεί μια οικονομική μονάδα από δύο ή περισσότερες υπάρχουσες μονάδες. Στο σημείο αυτό πρέπει να τονίσουμε ότι αυτός ο ορισμός καθώς και οι υπόλοιποι αυτού του κεφαλαίου χρησιμοποιούνται στην διεθνή βιβλιογραφία. Στην Ελλάδα είτε υπάρχουν διαφοροποιήσεις στους ορισμούς είτε δεν υπάρχουν καθόλου.

2.1. Τρόποι συγχωνεύσεων και εξαγορών

Οι παραδοσιακοί τρόποι με τους οποίους λαμβάνουν χώρα οι συνδυασμοί επιχειρήσεων είναι:

- a) *Συγχώνευση*: είναι η πλήρη απορρόφηση από μια επιχείρηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού μιας άλλης επιχείρησης. Η απορροφούμενη επιχείρηση παύει να υπάρχει σαν νομική οντότητα και τα στοιχεία ενεργητικού και

παθητικού της αναλαμβάνονται από την αγοράζουσα επιχείρηση. Οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης επιχείρησης πληρώνονται είτε με μετρητά είτε με αξιόγραφα της αγοράζουσας επιχείρησης. Αυτή η μορφή επιχειρηματικού συνδυασμού απαιτεί συμφωνία των μετόχων και των δύο επιχειρήσεων. Η διοίκηση έχει τη δύναμη να αρνηθεί μια πρόταση για συγχώνευση πριν η πρόταση υποβληθεί στους μετόχους προς συζήτηση.

β) Ενοποίηση: είναι ο συνδυασμός δύο ξεχωριστών επιχειρήσεων σε μια νέα επιχείρηση με ξεχωριστή νομική υπόσταση. Σ' αυτήν την περίπτωση και οι δύο επιχειρήσεις παύουν να υφίστανται, η έγκριση των μετόχων είναι αναγκαία και τα διοικητικά στελέχη διατηρούν την ευχέρεια να αρνηθούν την πρόταση ενοποίησης.

γ) Απόκτηση στοιχείων ενεργητικού: μια επιχείρηση αγοράζει συγκεκριμένα στοιχεία ενεργητικού από μια άλλη επιχείρηση.

δ) Απόκτηση μετοχών: η αγοράζουσα επιχείρηση επενδύει σε μετοχές της αγοραζόμενης επιχείρησης, συνήθως δια μέσου χρηματιστηρίου.

ε) Εξαγορά δια δημόσιας προσφοράς (tender offer): η αγοράζουσα εταιρεία απευθύνει δημοσίως πρόσκληση να αγοράσει ένα μέρος (συνήθως περισσότερο από 51%) από τις κοινές μετοχές της αγοραζόμενης επιχείρησης σε μια συγκεκριμένη ή και πριν από αυτή ημερομηνία. Αυτή η προσφορά υπόκειται συνήθως σε ορισμένους περιορισμούς (π.χ. αριθμός μετοχών που προσφέρονται κ.λ.π.). οι μέτοχοι που προσφέρουν τις μετοχές τους πληρώνονται σε χρήμα ή σε αξιόγραφα της αγοράζουσας εταιρείας (συνήθως σε κοινές μετοχές). Σε αντίθεση με τις συγχωνεύσεις και τις ενοποιήσεις οι εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς δεν απαιτούν γενική συνέλευση των μετόχων προς έγκριση. Οι μέτοχοι που αποδέχονται τους όρους της πρόσκλησης απλά προσφέρουν τις μετοχές τους.

Επιπλέον, δεν απαιτείται συγκατάθεση των διοικητικών στελεχών. Αλλά όμως η συνεργασία της διοίκησης κατά κανόνα συντελεί στην επιτυχή περάτωση της εξαγοράς. Ανάλογα με την τοποθέτηση της διοίκησης απέναντι στην πρόταση εξαγοράς, οι εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς διακρίνονται σε φιλικές εξαγορές και σε εχθρικές εξαγορές. Στις φιλικές εξαγορές, η διοίκηση της αγοραζόμενης επιχείρησης συνεργάζεται με την διοίκηση της αγοράζουσας εταιρείας για την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Στις εχθρικές εξαγορές η διοίκηση δεν εγκρίνει την προταθείσα εξαγορά και καταφεύγει σε αρκετές αμυντικές τακτικές.

Οι τρόποι συγχωνεύσεων και εξαγορών που παρουσιάστηκαν παραπάνω έχουν ένα κοινό χαρακτηριστικό. Δηλαδή, δεν επηρεάζουν τη μορφή επιχειρηματικής οργάνωσης. Όμως η τελευταία δεκαετία συνοδεύτηκε με ένα νέο τύπο επιχειρηματικών συγχωνεύσεων γνωστό σαν μετατροπές σε επιχειρήσεις κλειστού τύπου (*going private transactions*). Αυτές οι συγχωνεύσεις βασικά μετατρέπουν μια εταιρεία κλειστού τύπου. Οι συγχωνεύσεις αυτές διευκολύνονται με υψηλό τραπεζικό δανεισμό και διακρίνονται στις ακόλουθες μορφές:

α) *Εξαγορές δια δανεισμού (Leverage Buy Outs (LBO))*. Είναι η εξαγορά όλων των μετοχών ή των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας εισηγμένης στο χρηματιστήριο, από μια μικρή ομάδα επενδυτών δια μέσου μιας συναλλαγής που χρηματοδοτείται κυρίως (συνήθως σε ποσοστό πάνω από 50% της αξίας) δια δανεισμού. Οι επενδυτές συνήθως υποστηρίζονται χρηματοδοτικά από επιχειρήσεις που εξειδικεύονται στις εξαγορές (π.χ. στις Η.Π.Α. η επιχείρηση Kohlberg, Kravis, Roberts & Co) ή από επενδυτικές τράπεζες που διακανονίζουν τέτοιες συναλλαγές. Μετά την εξαγορά η αγοραζόμενη επιχείρηση συνήθως λειτουργεί σαν επιχείρηση κλειστού τύπου (εξωχρηματιστηριακή εταιρεία λίγων μετοχών). Αυτές οι εξαγορές οδηγούν σε υψηλό δανεισμό. Για παράδειγμα, η

εξαγορά της Beatrice Foods οδήγησε σε δανεισμό που ξεπέρασε τα 5 δισ. δολάρια.

β) *Εξαγορές από διοικητικά στελέχη (Management Buy Outs (MBOs))*. Μερικές εξαγορές ξεκινούν με την πρωτοβουλία μιας ομάδας διοικητικών στελεχών που εξαγοράζουν τμήμα των μετοχών της νέας επιχείρησης. Τα υπόλοιπα χρήματα καταβάλλονται από επενδυτικές τράπεζες υπό την μορφή είτε μετοχικού κεφαλαίου είτε δανείων.

γ) *Εξαγορά εταιρικών μονάδων (Unit MBOs)*. Μια ειδική μορφή εξαγοράς από διοικητικά στελέχη είναι η εξαγορά μιας επιχειρηματικής μονάδας όπου οι αγοραστές, συνήθως καθοδηγούμενοι από ένα διευθυντικό στέλεχος της μητρικής εταιρείας, αγοράζουν μια θυγατρική εταιρεία της μητρικής επιχείρησης. Οι αγοραστές καταβάλουν μέρος του κεφαλαίου ενώ τα υπόλοιπα κεφάλαια αντλούνται από επενδυτικές τράπεζες υπό την μορφή μετοχικού και δανειακού κεφαλαίου.

δ) *Αντίστροφες εξαγορές (Reverse LBOs)*. Πρόσφατα, στις Η.Π.Α. μερικές από τις επιχειρήσεις ή μονάδες που μετατράπηκαν σε επιχειρήσεις κλειστού τύπου επανήλθαν στο χρηματιστήριο.

2.2. Μορφές συγχωνεύσεων και εξαγορών

Οι συγχωνεύσεις διακρίνονται επίσης σε τρία διαφορετικά είδη. Ανάλογα με τον βαθμό συγγένειας ανάμεσα στις αγορές και/ή τα προϊόντα της αγοράζουσας και της αγοραζόμενης επιχείρησης, οι συγχωνεύσεις διακρίνονται σε οριζόντιες, κάθετες και σε ανομοιογενείς.

α) *Οριζόντια συγχώνευση* είναι η συνένωση δύο επιχειρήσεων που παράγουν τα ίδια προϊόντα και τα πωλούν στις ίδιες αγορές π.χ. η συνένωση δύο αεροπορικών εταιρειών.

β) *Κάθετη συγχώνευση* είναι η συνένωση δύο επιχειρήσεων που είχαν μια πιθανή σχέση αγοραστή / πωλητή πριν από την συγχώνευση. Συνήθως μια επιχείρηση εξαγοράζει τον κύριο προμηθευτή της ή διανομέα της.

γ) *Ανομοιογενείς συγχωνεύσεις* αντιπροσωπεύουν συνενώσεις επιχειρήσεων που είτε παράγουν διαφορετικά προϊόντα είτε πωλούν τα προϊόντα τους σε ξεχωριστές αγορές. Η πρώτη κατηγορία είναι γνωστή σαν ανομοιογενείς συγχωνεύσεις επέκτασης προϊόντων, ενώ η δεύτερη είναι γνωστή σαν ανομοιογενείς συγχωνεύσεις επέκτασης προϊόντων αγορών. Τέλος η συνένωση δύο επιχειρήσεων που είναι ουσιαστικά μη σχετιζόμενες είναι γνωστή σαν καθαρή ανομοιογενής συγχώνευση.

2.3. Αμυντικές τακτικές

Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων έχουν φανεί πολύ δημιουργικές στην επινόηση τακτικών προς παρεμπόδιση ή καθυστέρηση ανεπιθύμητων συγχωνεύσεων. Παρακάτω αναφέρονται οι παρουσιάζεται ένας κατάλογος από τις πιο συχνά εφαρμοζόμενες αμυντικές τακτικές.

α) Οι διοικήσεις επιχειρούν να καθυστερήσουν την εξαγορά προκαλώντας δικαστικές επεμβάσεις που βασίζονται συνήθως σε αντιμονοπωλιακές νομοθεσίες.

β) Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις αγοράζουν άλλες επιχειρήσεις – συνήθως στον ίδιο τομέα παραγωγικών δραστηριοτήτων με την αγοράζουσα επιχείρηση – προκαλώντας έτσι αιτίες για δικαστικές επεμβάσεις.

γ) Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις πωλούν μέρος από τα περιουσιακά τους στοιχεία – συνήθως τα πλέον επιθυμητά από τις αγοράζουσες επιχειρήσεις – («τα κοσμήματα του στέμματος – crown jewels).

δ) Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις προσκαλούν έναν άλλο αγοραστή («Λευκό Ιππότης – White Knight») να υποβάλει προσφορά εξαγοράς. Κατά κανόνα οι διοικήσεις της αγοραζόμενης επιχείρησης και του «Λευκού Ιππότη» έχουν καλές σχέσεις.

ε) Οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις συνήθως δανείζονται αρκετά χρήματα που είναι πληρωτέα αμέσως μετά την περάτωση της εξαγοράς.

στ) Οι διοικήσεις των υπό εξαγορά επιχειρήσεων προσφέρουν στους εαυτούς τους «Χρυσά Αλεξίπτωτα» – (Golden Parachutes) - δηλαδή, υπερβολικές αποζημιώσεις σε περίπτωση αντικατάστασής τους από τον αγοραστή.

ζ) «Δηλητηριώδη χάπια» – (Poison pills). Οι διοικήσεις των υπό εξαγορά επιχειρήσεων δημιουργούν αξιόγραφα που δίνουν στους κατόχους τους ειδικά δικαιώματα (π.χ. να αγοράσουν μετοχές της αγοράζουσας ή αγοραζόμενης επιχείρησης) που ασκούνται μόνο σε περίπτωση ιδιοκτησιακής αλλαγής.

η) Παραδείγματα: Η ιστορία των Επιχειρήσεων στις Η.Π.Α. έχει καταγράψει πολυάριθμες κλασικές περιπτώσεις λυσσαλέων εχθρικών εξαγορών. Αξίζει να σημειωθεί η προσπάθεια της Mobil, το 1981, να εξαγοράσει την Marathon Oil στην τιμή των 85 δολαρίων ανά μετοχή (όταν η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής ήταν 65 δολάρια). Η προσπάθεια εξαγοράς της Marathon Oil τελείωσε με την εξαγορά της από την επιχείρηση U.S. Steel (που έπαιξε τον ρόλο του «Λευκού Ιππότη») σε τιμή που ισοδυναμεί με 108,36 δολάρια ανά μετοχή. Πιο δραματική είναι η περίπτωση της Bendix που, στην προσπάθεια της, το 1982, να εξαγοράσει την Marietta, κατέληξε να εξαγοραστεί η ίδια από την Allied Corporation.

3. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ & ΣΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ

Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει τις σημαντικότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα, ενώ ο Πίνακας 2 τις συγχωνεύσεις και εξαγορές που έγιναν στην διεθνή αγορά. Παρατηρούμε τον μεγάλο αριθμό σημαντικών επιχειρήσεων που προέβησαν σε αναδιοργάνωση των επιχειρήσεων τους.

4. ΘΕΩΡΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ – ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Οι συγχωνεύσεις αποτελούν επενδυτικές αποφάσεις από την αγοράζουσα εταιρεία. Τα προσδοκώμενα θετικά αποτελέσματα από μια συγχώνευση πηγάζουν από τις αυξημένες εισροές που δημιουργούνται από τον συνδυασμό των προηγούμενα ανεξάρτητων επιχειρήσεων ή από την επίτευξη ολικού ελέγχου των λειτουργιών των εξαγοραζόμενων εταιρειών (Brealey και Myers (2002)). Το συνολικό κόστος της παραπάνω επενδυτικής απόφασης ισούται με το κόστος έρευνας και διαπραγμάτευσης καθώς και με το συνολικό χρηματικό ποσό πληρωμής (ή με το ισοδύναμο χρηματικό ποσό των μετοχών που εκδίδονται) στους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Η καθαρή παρούσα αξία (ΚΠΑ) αυτής της επένδυσης αντιπροσωπεύει το προσδοκώμενο χρηματικό κέρδος των μετόχων της αγοράζουσας εταιρείας. Εφόσον οι επενδυτές προσδοκούν ότι η ΚΠΑ θα είναι θετική, θα υπάρχει μία αύξηση της τιμής της μετοχής της αγοράζουσας εταιρείας.

Το χρηματικό κέρδος της εξαγοραζόμενης επιχείρησης είναι η διαφορά μεταξύ της χρηματικής αξίας που εισπράττουν οι μέτοχοι της για τις μετοχές που μεταβιβάζουν στην αγοράζουσα εταιρεία και της αξίας των μετοχών (της εξαγοραζόμενης εταιρείας) που προσδιορίζεται από την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών καθαρών χρηματικών ροών υπό το καθεστώς της διοίκησης και παραγωγής πριν από την συγχώνευση. Το άθροισμα των χρηματικών κερδών και των δύο επιχειρήσεων (αγοράζουσας-εξαγοραζόμενης) αντανακλούν την

προσδοκώμενη αξία της συγχώνευσης. Το μείρασμα του προηγούμενα αναφερθέντος συνολικού κέρδους (καθώς και η επίδραση στους μετόχους των δύο εταιρειών) θα εξαρτηθεί από την αξία που θα εισπράξουν οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Αυτό με την σειρά του εξαρτάται από το πόσο ανταγωνιστική είναι η αγορά συγχωνεύσεων.

Γενικά, υπάρχουν δύο ειδών θεωρίες περί τις συγχωνεύσεις-εξαγορές. Οι θεωρίες που ανήκουν στην πρώτη κατηγορία αναφέρουν ότι η διοίκηση των αγοράζουσων επιχειρήσεων δεν προσπαθεί να μεγιστοποιήσει την αξία της επιχείρησης –οι συγχωνεύσεις γίνονται με βάση την μεγιστοποίηση των πωλήσεων ή των περιουσιακών στοιχείων ή την δημιουργία ενός μεγάλου ομίλου. Συγχωνεύσεις αυτού του τύπου δεν έχουν οικονομικά κέρδη, και έχοντας σαν δεδομένο τα κόστη διαπραγμάτευσης και τα πιθανά προβλήματα συντονισμού λόγω της επέκτασης του επιχειρηματικού ομίλου, είναι πιθανό να υπάρχουν οικονομικές ζημιές. Σαν αποτέλεσμα, ένα πιθανό θετικό κέρδος της εξαγοραζόμενης εταιρείας θα αντισταθμιστεί από μια οικονομική ζημία της αγοράζουσας εταιρείας. Με βάση την παραπάνω θεωρία καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι το επενδυτικό κοινό προσδοκά θετική έκτακτη απόδοση των μετοχών της εξαγοραζόμενης εταιρείας κατά την περίοδο της πρώτης ανακοίνωσης στον τύπο της συγχώνευσης ή κατά τη περίοδο της ημερομηνίας της πραγματικής επίτευξης της συγχώνευσης. Αντίθετα για τις αγοράζουσες εταιρείες, το επενδυτικό κοινό προσδοκά αρνητικές έκτακτες αποδόσεις κατά την προαναφερθείσα περίοδο. Η θεωρία της μεγιστοποίησης του μεγέθους είναι πιο πιθανό να ισχύει για αγοράζουσες εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε conglomerate mergers και έχουν ενεργά προγράμματα συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Η δεύτερη κατηγορία θεωριών περί συγχωνεύσεων αναφέρεται στην προσπάθεια μεγιστοποίησης της αξίας κατά την οποία οποιαδήποτε συγχώνευση θα

πρέπει να ικανοποιεί τα ίδια κριτήρια που εφαρμόζονται για την λήψη άλλων επενδυτικών αποφάσεων (Dodd και Ruback (1977)). Θα πρέπει δηλαδή να υπάρχει ένα θετικό οικονομικό κέρδος από την συγχώνευση και με βάση την ανταγωνιστικότητα της αγοράς συγχωνεύσεων, ένα ποσοστό του οικονομικού κέρδους θα μεταβιβαστεί στους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Ανεξάρτητα από τον βαθμό ανταγωνιστικότητας, η αγοράζουσα εταιρεία θα πρέπει να επιτυγχάνει ένα μέσο ποσοστό απόδοσης.

Υπάρχουν πάρα πολλά κίνητρα συγχωνεύσεων που είναι σύμφωνα με τον στόχο της μεγιστοποίησης της αξίας. Η πρώτη τάξη κινήτρων αποτελείται από τα χρηματοοικονομικά κίνητρα. Ένα επιχείρημα αναφέρει ότι μια συγχώνευση επιτρέπει την καλύτερη εκμετάλλευση διαθέσιμων χρηματικών πόρων που ανήκουν είτε στην αγοράζουσα είτε στην εξαγοραζόμενη εταιρεία. Ένα άλλο επιχείρημα είναι ότι η διασπορά κινδύνου που επιτυγχάνεται από μια συγχώνευση μειώνει την πιθανότητα χρεοκοπίας και κατά συνέπεια αυξάνει την δανειοληπτική ικανότητα της νέας οικονομικής οντότητας. Όλες οι παραπάνω επιδράσεις θα αυξήσουν την αγοραία αξία της οικονομικής οντότητας μετά την συγχώνευση σε σχέση με το άθροισμα των επιμέρους αγοραίων αξιών των δύο επιχειρήσεων πριν από την συγχώνευση.

Ένα άλλο οικονομικό κίνητρο είναι η συνέργια με την οποία οι προσδοκώμενες χρηματικές ροές μετά την συγχώνευση είναι μεγαλύτερες από το άθροισμα των ανεξάρτητων χρηματικών ροών των δύο εταιρειών πριν από την συγχώνευση. Αυτά τα κέρδη μπορούν να προκύψουν από οικονομίες κλίμακας, από μείωση κόστους, από συνδυασμό συμπληρωματικών παραγωγικών πόρων και από διαφορετική διοικητική αποδοτικότητα. Ένα άλλο οικονομικό κίνητρο είναι η προσπάθεια της διοίκησης της αγοράζουσας εταιρείας να εκμεταλλευτεί υπάρχουσες ασυμμετρίες στη πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού. Αυτό σημαίνει ότι η αγοράζουσα εταιρεία έχει

πληροφορίες σχετικά με την εταιρεία που πρόκειται να εξαγοράσει, οι οποίες δεν είναι διαθέσιμες στο ευρύ επενδυτικό κοινό και οι οποίες δεν αντανακλώνται στην τιμή της μετοχής της εταιρείας 'στόχος'.

Η τελευταία ομάδα οικονομικών κινήτρων βασίζεται στην προσπάθεια της αγοράζουσας εταιρείας (επενδυτής) να αποκτήσει έλεγχο της εταιρείας-στόχου. Στην πιο γενική της μορφή, η εταιρεία-επενδυτής επιθυμεί τον έλεγχο ώστε να αντικαταστήσει την μη αποτελεσματική διοίκηση της εταιρείας-στόχου ή να εξαναγκάσει την υπάρχουσα διοίκηση να ακολουθήσει μία στρατηγική μεγιστοποίησης κερδών.

4.1 Λειτουργικές συνέργιες

Συχνά υποστηρίζεται πως οι συγχωνεύσεις δημιουργούν λειτουργικές συνέργιες. Οι συνέργιες πηγάζουν από οικονομίες κλίμακος, από μείωση κόστους, από τον συνδυασμό συμπληρωματικών παραγωγικών πόρων και από διαφορετική διοικητική αποδοτικότητα.

α) *Οικονομίες κλίμακος*. Οικονομίες κλίμακος λαμβάνουν χώρα όταν το μέσο κόστος παραγωγής ανά μονάδα προϊόντος μειώνεται όταν η παραγωγή αυξάνει. Αυτό μπορεί να συμβεί όταν το σταθερό κόστος ορισμένων αδιαίρετων συντελεστών παραγωγής, όπως τα γενικά έξοδα, κατανέμονται σε ένα μεγάλο όγκο παραγωγής. Οικονομίες κλίμακος συνήθως σχετίζονται με οριζόντιες συγχωνεύσεις. Σ' αυτή την περίπτωση υποτίθεται πως υπάρχουν οικονομίες κλίμακος στον κλάδο και ότι πριν από την συγχώνευση οι επιχειρήσεις λειτουργούν κάτω από το επίπεδο παραγωγής που επιτυγχάνει οικονομίες κλίμακος. Όμως, οικονομίες κλίμακος έχουν αποδοθεί επίσης και στις κάθετες και στις ανομοιογενείς συγχωνεύσεις. Σ' αυτές τις περιπτώσεις οι συνέργιες προκύπτουν από την από κοινού χρήση των υπηρεσιών της κεντρικής διοίκησης,

όπως του λογιστηρίου, του marketing, του οικονομικού ελέγχου και του προγραμματισμού και ανάπτυξης στελεχών.

β) *Μείωση κόστους*. Υποστηρίζεται πως η συγχώνευση επιχειρήσεων που βρίσκονται σε διαφορετικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας (δηλ. κάθετη συγχώνευση) προκαλεί μείωση του κόστους παραγωγής, γιατί διευκολύνει τον συντονισμό και τη διαχείριση, μειώνει το κόστος επικοινωνίας, καταργεί αρκετές διαπραγματεύσεις και διευκολύνει την εφαρμογή σε ένα τομέα παραγωγής της τεχνολογίας και επιδεξιότητας που αναπτύχθηκε σε έναν άλλο παραγωγικό τομέα.

γ) *Συμπληρωματικοί συντελεστές παραγωγής*. Λειτουργικές συνέργιες μπορούν επίσης να προκύψουν όταν μια επιχείρηση διαθέτει κάτι που η άλλη έχει ανάγκη. Αυτή η πηγή συνέργιας είναι συνήθως στις εξαγορές μικρών επιχειρήσεων από μεγάλες. Η μικρή επιχείρηση συνήθως έχει ένα μοναδικό προϊόν ή πατέντα αλλά στερείται τους οικονομικούς και την υποδομή στο marketing που απαιτείται για την εισαγωγή του προϊόντος στην αγορά και την εκμετάλλευση της πατέντας σε μεγάλη κλίμακα. Η μικρή επιχείρηση συνήθως ξεκινά σαν μια προσωπική εταιρεία που ιδρύεται από λίγους εφευρέτες. Η επιχείρηση αυτού του είδους έχει συγκριτικά πλεονεκτήματα στην τεχνολογία και συγκριτικά μειονεκτήματα στην διοίκηση. Η εξαγορά μιας τέτοιας επιχείρησης από μια ώριμη με πλήρη διοικητική οργάνωση μπορεί να διανοίξει ευκαιρίες που καμία από τις δύο δεν μπορούσε διαφορετικά να επιδιώξει και δημιουργεί ωφέλειες μια και κάθε επιχείρηση αποκτά πόρους που δεν είχε πριν και τους αποκτά με λιγότερο κόστος από ό,τι θα της κόστιζε να τους αναπτύξει μόνη της. Αν και αυτή η πηγή κερδών είναι περισσότερο πιθανόν να παρουσιαστεί στις συγχωνεύσεις ανάμεσα σε μια μεγάλη και σε μια μικρή επιχείρηση και οι συγχωνεύσεις ανάμεσα

σε μεγάλες επιχειρήσεις μπορούν επίσης να δημιουργήσουν κέρδη αυτού του είδους.

δ) *Διαφορετική διοικητική αποτελεσματικότητα.* Υπάρχουν πιθανόν οφέλη από εξαγορές στις περιπτώσεις που η διοίκηση μιας επιχείρησης είναι πιο αποδοτική από τη διοίκηση της άλλης. Η αγοράζουσα επιχείρηση κατά κανόνα έχει μια αποδοτική ομάδα διοικητικών στελεχών, των οποίων η παραγωγική δυναμικότητα ξεπερνά τις τρέχουσες διοικητικές ανάγκες λόγω των συνθηκών ζήτησης που επικρατούν στον κλάδο.

Η διοίκηση της αγοραζόμενης επιχείρησης μπορεί να είναι πολύ αποδοτική αλλά όχι τόσο όσο η διοίκηση της αγοράζουσας επιχείρησης η εξαγορά αυτού του είδους δημιουργεί οικονομικά οφέλη, γιατί η αποδοτικότητα της διοίκησης της αγοραζόμενης επιχείρησης φθάνει στο επίπεδο αποδοτικότητας της αγοράζουσας επιχείρησης. Αυτό το είδος της εξαγοράς αποτελεί μια έμμεση («Toehold») εισαγωγή της αγοράζουσας επιχείρησης στον κλάδο της αγοραζόμενης και είναι προτιμότερη από μια άμεση («de novo») εισαγωγή, που μπορεί επικερδής επειδή η αγοράζουσα επιχείρηση είναι πιθανόν να στερείται την τεχνογνωσία του κλάδου στον οποίο λειτουργεί η αγοραζόμενη επιχείρηση. Πρέπει να τονιστεί πως η επέκταση της αγοράζουσας επιχείρησης σε ένα διαφορετικό κλάδο είναι ένα λογικό στρατηγικό βήμα και λόγω της σμίκρυνσης της συνολικής ζήτησης στον κλάδο και λόγω του αδιαιρέτου των διοικητικών υπηρεσιών / ικανοτήτων που καθιστά αδύνατο τον παροπλισμό των πλεοναζόντων πόρων.

4.2 Χρηματοοικονομικές συνέργιες

Ο κορμός των χρηματοοικονομικών συνεργιών είναι τα φορολογικά οφέλη που δεν θα πραγματοποιούντο χωρίς τις εξαγορές. Πρόσθετα φορολογικά οφέλη

μπορούν να δημιουργηθούν από υψηλότερους τόκους λόγω της αυξημένης δανειοληπτικής ικανότητας που προκαλείται από την εξαγορά. Τα φορολογικά οφέλη επίσης δημιουργούνται από την εκμετάλλευση των αχρησιμοποίητων φορολογικών απαλλαγών, από την αναπροσαρμογή των αποσβέσεων και από τη μείωση των φορολογικών υποχρεώσεων της συνενωμένης επιχείρησης που είναι το αποτέλεσμα της διασποράς του κινδύνου.

α) Αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα. Η συγχώνευση δύο επιχειρήσεων των οποίων οι ταμειακές ροές δεν συσχετίζονται τέλεια μειώνει τον κίνδυνο – διασπορά κινδύνου, δηλαδή ο κίνδυνος της επιχείρησης που προήλθε από τον συνδυασμό των δύο άλλων είναι μικρότερος από το άθροισμα των κινδύνων των ξεχωριστών επιχειρήσεων. Αυτή η μείωση του κινδύνου δημιουργεί το φαινόμενο συνασφάλισης, που μειώνει την πιθανότητα χρεοκοπίας και επομένως αυξάνει τη δανειοληπτική ικανότητα της νέας επιχειρηματικής οντότητας και δημιουργεί περισσότερους τόκους και μεγαλύτερες φορολογικές απαλλαγές (Lewellen (1971)). Βεβαίως, η επιχείρηση ίσως αποφασίσει να μην αδράξει την ευκαιρία για περισσότερο δανεισμό. Σ' αυτή την περίπτωση, η μείωση του κινδύνου χρεοκοπίας οδηγεί σε μεταβίβαση πλούτου από τους μετόχους στους πιστωτές, δηλαδή λαμβάνει χώρα μια αναδιανομή της αξίας της επιχείρησης υπέρ των πιστωτών σε βάρος των μετοχών.

β) Αχρησιμοποίητες φορολογικές απαλλαγές. Μια επιχείρηση μπορεί να έχει πιθανές φορολογικές απαλλαγές λόγω συσσωρευμένων ζημιών, αλλά ίσως στερείται των κερδών που απαιτούνται για την ενεργοποίηση των φορολογικών απαλλαγών. Μια τέτοια επιχείρηση θα μπορούσε να μεταβιβάσει αυτές τις φορολογικές απαλλαγές σε μια επικερδή επιχείρηση μέσω της εξαγοράς της από την τελευταία. Αυτό είναι δυνατόν να συμβεί στις Η.Π.Α. όπου ο φορολογικός

κώδικας επιτρέπει οι καθαρές λειτουργικές ζημιές να μεταφέρονται προς τα πίσω (τρία χρόνια στις Η.Π.Α.) και προς τα εμπρός (δεκαπέντε χρόνια στις Η.Π.Α.). αυτή η νομική παροχή επιτρέπει στην επιχείρηση τη χρησιμοποίηση των τρεχουσών ζημιών για την αντιστάθμιση φορολογητέου εισοδήματος και εξαλείφει φόρους που πληρώθηκαν στα τρία προηγούμενα χρόνια. Ό,τι άλλες ζημιές απομένουν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη μείωση του φορολογητέου εισοδήματος για τα επόμενα δεκαπέντε χρόνια. Εάν η επιχείρηση αδυνατεί να εκμεταλλευθεί αυτή τη νομική παροχή, αμέσως στο προσεχές μέλλον, η αξία της θα είναι μικρή. Εάν όμως μια τέτοια επιχείρηση αγοραστεί από μια επικερδή επιχείρηση, οι ζημιές έχουν αξία διότι μπορούν να μεταβιβαστούν στην αγοράζουσα επιχείρηση και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη μείωση του φορολογητέου εισοδήματός της και των φορολογικών της υποχρεώσεων. Αυτή η νομική παροχή ισχύει (στις Η.Π.Α.) στις εξαγορές μέσω ανταλλαγής μετοχών.

γ) *Αναπροσαρμογή αποσβέσεων.* Η αναπροσαρμογή των αποσβέσεων αναφέρεται στην αύξηση της βάσης στην οποία υπολογίζεται η απόσβεση των παγίων της επιχείρησης. Αυτή η αύξηση δημιουργείται όταν η τιμή που πληρώνει η αγοράζουσα εταιρεία για τα πάγια που υπόκεινται σε απόσβεση ξεπερνά τη λογιστική τους αξία. Η αγοράζουσα επιχείρηση αναπροσαρμόζει τη βάση αποσβέσεων των αγοραζομένων ενεργητικών στοιχείων στην αγοραία τους αξία. Ως εκ τούτου η μελλοντική φορολογική επιβάρυνση της νέας επιχείρησης διαμορφώνεται σε χαμηλότερο επίπεδο από το άθροισμα των φορολογικών υποχρεώσεων των ξεχωριστών επιχειρήσεων. Αυτό το είδος φορολογικού κέρδους είναι δυνατό να δημιουργηθεί στις συγχωνεύσεις που ο φορολογικός κώδικας δεν επιβάλλει φόρο υπεραξίας στο ποσό της αναπροσαρμογής της λογιστικής αξίας των παγίων στοιχείων ενεργητικού. Η αναπροσαρμογή της αξίας

των παγίων δημιουργεί φορολογικά κέρδη από δύο πηγές. Κατά πρώτον, η αγοράζουσα επιχείρηση μπορεί να αναπροσαρμόσει την αξία των αγορασθέντων παγίων στην αντικειμενική τους αξία, όπως προσδιορίζεται από τη μεταβολή του πληθωρισμού. Δεύτερον, η αγοράζουσα επιχείρηση μπορεί επίσης να αποσβέσει και τη διαφορά μεταξύ της αγοραίας αξίας και της αντικειμενικής αξίας (επιπρόσθετη αναπροσαρμογή). Η επιπρόσθετη αναπροσαρμογή μπορεί να είναι ένα σημαντικό ποσόν. Η Hayan (1989) υπολογίζει πως στις Η.Π.Α. αυτό το ποσόν είναι κατά μέσον όρο 18% της αξίας των αγοραζομένων παγίων.

Τα φορολογικά κέρδη από την αναπροσαρμογή των παγίων μπορεί να αντισταθμιστούν μερικώς από τον φόρο λόγω επαναπροσδιορισμού των αποσβέσεων. Αυτός ο φόρος επιβάλλεται στη διαφορά ανάμεσα στο αποσβεσθέν ποσό με βάση οποιαδήποτε μέθοδο επιταχυνόμενης απόσβεσης και στο αποσβεσθέν ποσό με βάση τη μέθοδο της σταθερής απόσβεσης. Όπως είναι επόμενο, αυτός ο φόρος υπάρχει σε χώρες όπως οι Η.Π.Α., όπου οι επιχειρήσεις έχουν το δικαίωμα να χρησιμοποιούν διαφορετική μέθοδο απόσβεσης για φορολογικούς σκοπούς και διαφορετική για τις λογιστικές τους καταστάσεις. Κατά κανόνα αυτός ο φόρος είναι πολύ μικρότερος από τα φορολογικά κέρδη της αναπροσαρμογής. Αν και κατά κανόνα η αγοράζουσα εταιρεία καρπώνεται τα φορολογικά κέρδη της αναπροσαρμογής, οι φορολογικές επιβαρύνσεις λόγω επαναπροσδιορισμού των αποσβέσεων επιβαρύνουν την αγοραζόμενη εταιρεία. Επομένως, το πριμ εξαγοράς που προσφέρεται στην αγοραζόμενη επιχείρηση θα πρέπει να αντανakλά τις φορολογικές επιπτώσεις. Βεβαίως ο επιμερισμός των καθαρών φορολογικών κερδών ανάμεσα στους μετόχους της αγοράζουσας και της αγοραζόμενης επιχείρησης εξαρτάται από τη σχετική διαπραγματευτική ικανότητα των δύο επιχειρήσεων. Το πριμ εξαγοράς θα πρέπει επίσης να

αντανακλά τον φόρο υπεραξίας (σε όσες χώρες ισχύει αυτός ο φόρος) που οι μέτοχοι της αγοραζόμενης επιχείρησης οφείλουν να πληρώσουν επί της διαφοράς ανάμεσα στα μετρητά που η αγοράζουσα επιχείρηση πληρώνει για τις μετοχές της αγοραζόμενης επιχείρησης (σε συναλλαγές σε μετρητά – φορολογούμενη εξαγορά) και στην τιμή αρχικής απόκτησης των μετοχών. Δηλαδή, αναμένεται πως η φορολογική επιβάρυνση θα μετακυλιθεί στην αγοράζουσα επιχείρηση μέσω ενός υψηλότερου τιμής εξαγοράς σε σχέση με την περίπτωση της αφορολόγητης εξαγοράς (συνήθως, η εξαγορά μέσω ανταλλαγής μετοχών).

δ) *Μείωση των φορολογικών υποχρεώσεων λόγω διασποράς κινδύνου.* Ένα άλλο ευνοϊκό υποπροϊόν των συγχωνεύσεων μεταξύ επιχειρήσεων με μη πλήρως συσχετιζόμενες ταμειακές ροές είναι η μείωση των φορολογικών υποχρεώσεων της νέας επιχείρησης σε σχέση με το άθροισμα των φορολογικών υποχρεώσεων των ξεχωριστών επιχειρήσεων. Μια τέτοια μείωση είναι δυνατή διότι σε μελλοντικές περιόδους τα κέρδη της μιας επιχείρησης μπορούν να αντισταθμιστούν ή να μειωθούν από τις ζημιές της άλλης. Τα φορολογικά κέρδη από αυτή την πηγή θα είναι μεγαλύτερα όσο μικρότερος είναι ο συντελεστής συσχέτισης των ταμειακών ροών των δύο επιχειρήσεων. Επομένως, η διαφοροποίηση (διασπορά) των δραστηριοτήτων της επιχείρησης μπορεί να έχει θετικά αποτελέσματα στην αξία της μέσω αυτού του φορολογικού αποτελέσματος.

4.3 Αντικατάσταση μη αποτελεσματικής διοίκησης

Οι σύγχρονες επιχειρήσεις δεν διοικούνται από τους ιδιοκτήτες τους. Αντιθέτως, διοικούνται από διοικητικά / διευθυντικά στελέχη που μπορεί να κατέχουν λίγες μόνο μετοχές της επιχείρησης. Αυτός ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση δημιουργεί σημαντικά κοινωνικά κέρδη αλλά επιτυγχάνεται με κάποιο κόστος. Όπως παρατηρείται από τους Berle και Means (1932), όταν τα διευθυντικά στελέχη

κατέχουν λίγες μετοχές της επιχείρησης και όταν υπάρχει διασπορά των μετόχων, οι πόροι της επιχείρησης είναι πιθανόν να χρησιμοποιούνται για τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητας των διευθυντικών στελεχών αντί των μετόχων. Αυτό μπορεί να συμβεί με τη σπατάλη πόρων σε μη αναγκαίες διοικητικές δαπάνες της επιχείρησης. Λόγω δραστηριοτήτων αυτού του είδους οι αγοραζόμενες επιχειρήσεις είναι υποτιμημένες σε σχέση με τη δυνατή αξία τους. Επομένως υπάρχουν πιο αποδοτικές επιχειρηματικές δραστηριότητες που μια νέα διοίκηση θα μπορούσε να εφαρμόσει και να αυξήσει την αξία της επιχείρησης.

Βεβαίως, οι μέτοχοι δεν εγκαταλείπονται μόνοι τους στο έλεος των διευθυντικών στελεχών. Στην πραγματικότητα υπάρχουν αρκετοί μηχανισμοί που τους προστατεύουν. Για παράδειγμα, όπως προτάθηκε από τους Jensen και Meckling (1976), όσο αυξάνει η συμμετοχή των διευθυντικών στελεχών στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης, τα διευθυντικά στελέχη πληρώνουν τόσο και μεγαλύτερο μέρος του κόστους απόκλισης από τις δραστηριότητες μεγιστοποίησης της αξίας και τόσο είναι λιγότερο πιθανόν να καταχρώνται τον πλούτο της επιχείρησης. Εναλλακτικά, ακόμη και τα διευθυντικά στελέχη με μικρή συμμετοχή στο εταιρικό κεφάλαιο μπορεί να ακολουθούν δραστηριότητες που μεγιστοποιούν την αξία. Αυτό οφείλεται στην πίεση των διορθωτικών δυνάμεων της αγοράς όπως είναι η αγορά εργασίας Fama (1980), η αγορά προϊόντων (Hart (1983)) και η αγορά για τον διαχειριστικό έλεγχο των επιχειρήσεων (Jensen και Ruback (1983)). Όμως όπως παρατηρείται από τον Jensen (1986), οι διορθωτικές δυνάμεις στις αγορές εργασίας και προϊόντων είναι συνήθως ασθενέστερες στους κλάδους που απολαμβάνουν σημαντικά μονοπωλιακά κέρδη.

Σ' αυτές τις περιπτώσεις η παρακολούθηση μέσω συστημάτων εσωτερικού ελέγχου (π.χ. η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου) και η αγορά για τον

διαχειριστικό έλεγχο των επιχειρήσεων είναι οι πιο αποτελεσματικοί μηχανισμοί για τη προστασία των συμφερόντων των μετοχών. Επομένως, μερικές εξαγορές μπορούν να εξαναγκάσουν τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις να κάνουν καλύτερη χρήση των περιουσιακών τους στοιχείων και κατ' αυτόν τον τρόπο μπορούν να ωφελήσουν τους μετόχους και των δύο επιχειρήσεων.

Σ' αυτές τις εξαγορές οι αγοραζόμενες επιχειρήσεις μπορεί να υποστούν ανατίμηση της αξίας τους κατά την ανακοίνωση της πρότασης εξαγοράς έστω και εάν η εξαγορά δεν πραγματοποιηθεί. Οι Bradley, Desai και Kim (1983, 1988) καταλήγουν σ' αυτή την πρόβλεψη από τρεις διαφορετικές θεωρίες. Πρώτον, η νέα πληροφορία οδηγεί την αγορά σε νέα αποτίμηση των ενωρίτερα υποτιμημένων μετοχών της αγοραζόμενης επιχείρησης («Καθισμένος πάνω σε χρυσαυχείο»). Δεύτερον, η νέα πληροφορία θα παρακινήσει την τρέχουσα διοίκηση να εφαρμόσει καλύτερες πολιτικές («Χτύπημα στα παντελόνια»). Τρίτον, αναμένεται πως η αγοραζόμενη επιχείρηση τελικά θα εξαγοραστεί από κάποια άλλη επιχείρηση που τουλάχιστον θα χρησιμοποιήσει τα περιουσιακά της στοιχεία στο σημείο πλήρους δυνατότητας. Επιπλέον, η αγοράζουσα επιχείρηση μπορεί να συνδυάσει εξειδικευμένους πόρους με πόρους της αγοραζόμενης επιχείρησης (Θεωρία συνεργίας).

Η θεωρία αντικατάστασης μη αποδοτικής διοίκησης στην ακραία της περίπτωση ισχυρίζεται πως η διοίκηση είναι ολοκληρωτικά ανίκανη και επομένως οποιαδήποτε άλλη διοίκηση θα μπορούσε να αποδώσει περισσότερο. Συνεπώς, αυτή η θεωρία θα μπορούσε να εξηγήσει ακόμη και συγχωνεύσεις ανάμεσα σε μη σχετιζόμενες επιχειρήσεις (ανομοιογενείς συγχωνεύσεις). Περαιτέρω, αυτή η θεωρία προβλέπει πως οι αγοραζόμενες επιχειρήσεις έχουν σημειώσει χαμηλές αποδόσεις πριν από την συγχώνευση.

4.4 Εκδήλωση κόστους αντιπροσώπησης

Όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, ο διαχωρισμός ανάμεσα σε ιδιοκτησία και διοίκηση στην σύγχρονη επιχείρηση δημιουργεί αντιθέσεις συμφερόντων μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και των μετοχών και μεταξύ των μετοχών και των πιστώσεων. Μερικές από τις αντιθέσεις εκδηλώνονται με τις δραστηριότητες συγχωνεύσεων των επιχειρήσεων και παίρνουν αρκετές μορφές, όπως μεγέθυνση πωλήσεων, μεγέθυνση περιουσιακών στοιχείων, διασπορά (διαφοροποίηση) κινδύνου, διαφορετικοί ορίζοντες αποφάσεων και σπατάλη αδέσμευτων ταμειακών ροών.

α) *Μεγέθυνση πωλήσεων.* Ο Murphy (1985) βρίσκει πως οι μεταβολές στις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών συσχετίζονται θετικά με την αύξηση των πωλήσεων. Τα διευθυντικά στελέχη, επομένως, έχουν κίνητρα να αυξάνουν τις πωλήσεις πέρα από το βέλτιστο μέγεθος. Σύμφωνα μ' αυτό το σκεπτικό οι συγχωνεύσεις μπορεί να υποκινούνται από την επιδίωξη των διευθυντικών στελεχών να μεγιστοποιήσουν τις αμοιβές τους.

β) *Μεγέθυνση στοιχείων ενεργητικού.* Η αύξηση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης αυξάνει τους πόρους που βρίσκονται υπό τον έλεγχο της διοίκησης και επομένως αυξάνει τη δύναμη των διευθυντικών στελεχών και μειώνει την πιθανότητα χρεοκοπίας και την συνεπαγόμενη απώλεια αμοιβών. Επιπροσθέτως, η τάση των επιχειρήσεων να επιβραβεύουν τα μεσαία στελέχη με προαγωγές δημιουργεί μια ισχυρή οργανωτική προκατάληψη για τη δημιουργία αυτοκρατοριών που προσφέρουν τις νέες θέσεις που απαιτεί ένα τέτοιο σύστημα προαγωγών (Baker (1986)). Περαιτέρω, οι Shleifer και Vishny (1989) καταλήγουν στο συμπέρασμα πως η επέκταση των επιχειρήσεων, ιδιαίτερα σε τομείς που σχετίζονται με το υπόβαθρο και τις εμπειρίες των διευθυντικών στελεχών, βοηθά τα διευθυντικά στελέχη να καλυτερεύσουν τη θέση τους υπό τη μορφή της

μείωσης της πιθανότητας αντικατάστασής τους και της απομύζησης από τους μετόχους υψηλότερων μισθών και άλλων μη χρηματικών ωφελειών.

γ) *Διασπορά (διαφοροποίηση) κινδύνου.* Το κυριότερο μέρος του πλούτου των διευθυντικών στελεχών αποτελείται από μισθούς και άλλα εισοδήματα από την επιχείρησή τους. Από τη φύση του αυτός ο πλούτος, γνωστός σαν «ανθρώπινο κεφάλαιο», δεν είναι διασπαρμένος σε πολλές επενδύσεις, σε αντίθεση με τον πλούτο των επενδυτών που κρατούν τις μετοχές της επιχείρησης, με αποτέλεσμα τα διευθυντικά στελέχη να αποστρέφονται τον κίνδυνο περισσότερο από τους άλλους καλά διαφοροποιημένους μετόχους. Αυτός ο διαφορετικός βαθμός αποστροφής κινδύνου παρέχει κίνητρα στα διευθυντικά στελέχη για υποεπένδυση σε επενδύσεις υψηλού κινδύνου και για χρησιμοποίηση πολλών πόρων σε δραστηριότητες που μειώνουν τη μεταβλητικότητα των κερδών, προκαλώντας έτσι απώλεια πλούτου στους μετόχους (Amihud and Lev (1981)). Όπως προτάθηκε από τους Amihud and Lev (1981), τα διευθυντικά στελέχη προβαίνουν σε ανομοιογενείς συγχωνεύσεις για να μειώσουν τον κίνδυνο.

δ) *Διαφορετικοί ορίζοντες αποφάσεων.* Οι Jeinsen και Smith (1985) και Jensen και Meckling (1979) παρατηρούν πως αφού οι απαιτήσεις των διευθυντικών στελεχών έναντι στην επιχείρηση σε γενικές γραμμές περιορίζονται στην περίοδο απασχολήσεώς τους, τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να δίνουν λιγότερη βαρύτητα στις ταμειακές ροές που πραγματοποιούνται μετά την αποχώρησή τους, σε σύγκριση με τη βαρύτητα που συνεπάγεται η αγοραία αξία ολόκληρης της σειράς ταμειακών ροών της επιχείρησης. Οι Tehranian, Travlos and Waegelein (1987) διατυπώνουν την άποψη πως η ανάληψη επιχειρηματικών συγχωνεύσεων ενδεχομένως επηρεάζεται από αυτόν τον παράγοντα (διαφορετικοί ορίζοντες) λόγω της επίδρασης των συγχωνεύσεων στα

επιχειρηματικά κέρδη και στις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών. Πιο συγκεκριμένα, τα διευθυντικά στελέχη των οποίων οι αμοιβές συνδέονται με τα βραχυπρόθεσμα κέρδη της επιχείρησης ενδεχομένως έχουν το κίνητρο να προωθούν συγχωνεύσεις που αυξάνουν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη ανεξάρτητα από την Καθαρή Παρούσα Αξία τους. Αντίθετα, αμοιβές που συνδέονται με τη μακροπρόθεσμη απόδοση της επιχείρησης δίνουν κίνητρα στα διευθυντικά στελέχη για αποφάσεις που μεγιστοποιούν τα μακροπρόθεσμα κέρδη.

ε) *Αδέσμευτες ταμειακές ροές*. Συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στους μετόχους και στα διευθυντικά στελέχη επίσης προκαλούνται και από την πολιτική εκταμειύσεων. Τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να μειώσουν τις ταμειακές εκροές προς τους μετόχους, γιατί αυτές οι εκροές μειώνουν τους πόρους που υπόκεινται στον έλεγχό τους και θέτουν εαυτούς υπό τον έλεγχο των κεφαλαιαγορών όταν καταφεύγουν σ' αυτές για άντληση νέων κεφαλαίων (Rozeff (1982)). οι συγκρούσεις που προέρχονται από αυτή την κατεύθυνση είναι ισχυρές όταν η επιχείρηση συσσωρεύει σημαντικά ποσά αδέσμευτων ταμειακών ροών. Ο Jensen (1986) ορίζει σαν αδέσμευτες ταμειακές ροές εκείνες τις ταμειακές ροές που ξεπερνούν τις ανάγκες κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση όλων των επενδυτικών σχεδίων που έχουν θετική παρούσα αξία. Σε μια επιχείρηση που ακολουθεί πολιτική μεγιστοποίησης της αγοραίας αξίας της οι αδέσμευτες ταμειακές ροές πρέπει να διανέμονται στους μετόχους υπό μορφή μερισμάτων ή εξαγοράς των ίδιων μετοχών της (όπου επιτρέπεται). Αντιθέτως, σε μια επιχείρηση που δεν ακολουθεί πολιτική μεγιστοποίησης της αγοραίας αξίας, οι αδέσμευτες ταμειακές ροές σπαταλούνται σε μη παραγωγικές χρήσεις. Ο Jensen (1986) υποδεικνύει πως οι συγχωνεύσεις είναι ένας τρόπος με τον οποίο

τα διευθυντικά στελέχη δαπανούν ταμειακά διαθέσιμα αντί να τα διαθέτουν στους μετόχους.

Υπό αυτή την έννοια οι συγχωνεύσεις αποτελούν και απόδειξη σύγκρουσης συμφερόντων ανάμεσα σε μετόχους και διευθυντικά στελέχη, αλλά και λύση του προβλήματος. Κατ' ακολουθία, η θεωρία προβλέπει πως τα διευθυντικά στελέχη επιχειρήσεων με σημαντικά ποσά αδέσμευτων ταμειακών ροών (και ανεκμετάλλευτης δανειοληπτικής ικανότητας) είναι περισσότερο πιθανόν να πραγματοποιούν συγχωνεύσεις χαμηλής αξίας – ακόμη και αρνητικής. Προγράμματα διαφοροποίησης δραστηριοτήτων (π.χ. ανομοιογενείς συγχωνεύσεις) συνήθως εμπίπτουν σ' αυτή την κατηγορία και σχετίζονται με χαμηλά κέρδη. Αυτού του είδους οι συγχωνεύσεις είναι περισσότερο πιθανές σε φθίνοντες κλάδους που δημιουργούν αδέσμευτες ταμειακές ροές αλλά στερούνται αναπτυξιακών ευκαιριών. Από την άλλη πλευρά, αυτή η θεωρία προβλέπει επωφελείς συγχωνεύσεις σε περιπτώσεις που επιχειρήσεις εξαγοράζουν άλλες που διαθέτουν σημαντικά ποσά αδέσμευτων ταμειακών ροών, που όμως σπαταλούνται λόγω αναποτελεσματικής διοίκησης και οργάνωσης.

4.5 Δύναμη αγοράς

Ο Eckbo (1983) υποδεικνύει πως ο συνδυασμός – ιδιαίτερα στις οριζόντιες συγχωνεύσεις – μειώνει τον ανταγωνισμό και αυξάνει την πιθανότητα επιτυχούς συνεργασίας ανάμεσα σε ανταγωνιζόμενες επιχειρήσεις. Σαν αποτέλεσμα, οι συγχωνεύσεις αυξάνουν τις τιμές των προϊόντων και επομένως δημιουργούν κέρδη τόσο στις επιχειρήσεις που συγχωνεύονται όσο και στις άλλες επιχειρήσεις του κλάδου. Ως εκ τούτου, οι τιμές των μετοχών των αντίστοιχων επιχειρήσεων αναμένεται να αυξηθούν κατά την πρώτη ανακοίνωση της συγχώνευσης. Επίσης, οι τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων, ολόκληρου του κλάδου θα πρέπει να μειωθούν

κατά την ανακοίνωση αντιμονοπωλιακών μέτρων από τις αρμόδιες κρατικές υπηρεσίες.

5. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Οι περισσότερες μελέτες στον τομέα των συγχωνεύσεων χρησιμοποιούν τη μεθοδολογία "ανάλυση επιχειρηματικών συμβάντων". Αυτή η μεθοδολογία συγκρίνει τις αποδόσεις που πραγματοποιούν οι επενδυτές (μέτοχοι ή κάτοικοι ομολογιών) κατά την ανακοίνωση του συμβάντος (συγχώνευση-εξαγορά) με τις αναμενόμενες αποδόσεις στην περίπτωση που κανένα συμβάν δεν θα ελάμβανε χώρα. Η διαφορά ανάμεσα σε πραγματοποιηθείσες και αναμενόμενες αποδόσεις καλείται "έκτακτη" απόδοση (abnormal return) και αντιπροσωπεύει την οικονομική αξία που δημιουργείται από τη συγχώνευση. οι έκτακτες αποδόσεις συνήθως μετρούνται για κάποια περίοδο γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης κάθε συγχώνευσης (ημέρα συμβάντος ($t=0$) και εν συνεχεία υπολογίζεται ο μέσος τους όρος για ολόκληρο το δείγμα των συγχωνεύσεων. Συνήθως η περίοδος καλύπτει δεκαπέντε ημέρες πριν και δεκαπέντε ημέρες μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης. Ο στατιστικός έλεγχος του μέσου όρου των εκτάκτων αποδόσεων καθορίζει εάν η μέση έκτακτη απόδοση είναι στατιστικά σημαντική. οι περισσότερες μελέτες αντλούν τα συμπεράσματά τους από την ανάλυση των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο από -1 σε 0 ημέρες σχετικά με την ημέρα συμβάντος ($t=0$).

Σε ότι αφορά τις τεχνικές λεπτομέρειες αυτή η μεθοδολογία εφαρμόζεται ως εξής:
Πρώτον, το υπόδειγμα αγοράς υπολογίζεται σε κάποια περίοδο πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Συνήθως, η περίοδος υπολογισμού καλύπτει διάστημα -136 ημέρες μέχρι -16 ημέρες σχετικά με την ημέρα συμβάντος 0. Το υπόδειγμα αγορά έχει ως ακολούθως:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Όπου R_{it} είναι η πραγματοποιηθείσα απόδοση στην μετοχή i κατά την ημέρα t , R_{mt} είναι η απόδοση του δείκτη αγοράς (χρηματιστηριακός δείκτης) κατά την ημέρα t , α και β , είναι η σταθερά και ο συντελεστής παλινδρόμησης, αντιστοίχως, της παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων (1) και ε_{it} , είναι το σφάλμα της παλινδρόμησης. *Δεύτερον*, η αναμενόμενη απόδοση R_{it} υπολογίζεται για κάθε ημέρα συμβάντος στην περίοδο -15 μέχρι +15 ημέρες γύρω από την ημέρα συμβάντος 0.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (2)$$

όπου α_i και β_i είναι οι εκτιμήσεις από την παλινδρόμηση των συντελεστών α_i και β_i αντιστοίχως.

Τρίτον, η έκτακτη απόδοση AR_{it} υπολογίζεται ως:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{it} \quad (3)$$

Δηλαδή, η έκτακτη απόδοση αντιπροσωπεύει αποδόσεις που έχουν λάβει υπ' όψη τους το συστηματικό κίνδυνο της κεφαλαιαγοράς. *Τέταρτον*, οι έκτακτες αποδόσεις κάθε μιας μετοχής χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της μέσης έκτακτης απόδοσης για κάθε ημέρα συμβάντος t . Ας σημειωθεί ότι, επειδή οι ανακοινώσεις των συγχωνεύσεων των διαφορετικών επιχειρήσεων εμπίπτουν σε διαφορετικές ημερολογιακές ημερομηνίες, η μέση έκτακτη απόδοση (AR_t) αντιπροσωπεύει το μέσο όρο των εκτάκτων αποδόσεων που οι διαφορετικές μετοχές πραγματοποιούν σε διαφορετικές ημερολογιακές ημερομηνίες. Η μέση έκτακτη απόδοση (AR_t) υπολογίζεται ως:

$$AR_t = 1/N \sum_{i=1}^N AR^{ti} \quad (4)$$

όπου N είναι ο αριθμός των επιχειρήσεων (μετοχών) του δείγματος.

Η εκτίμηση της μέσης απόδοσης που βασίζεται σε παρατηρήσεις από N επιχειρήσεις τείνει να εκμηδενίζει το στατιστικό «θόρυβο» των μεμονωμένων αποδόσεων και επομένως μετρά την οικονομική επίδραση του συμβάντος. Τέλος, οι μέσες ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις αθροίζονται για κάποιο διάστημα και δημιουργούν την αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση CAR:

$$CAR = \sum AR_1 \quad (5)$$

Συνήθως τα CARs υπολογίζονται για την περίοδο -1 μέχρι 0 , δηλαδή

$CAR_{-1,0} = AR_{-1} + AR_0$. Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις και τα αντίστοιχα στατιστικά τους τεστ αντιπροσωπεύουν το μέσο όρο της οικονομικής επίδρασης του συμβάντος (συγχώνευσης) όλων των επιχειρήσεων του δείγματος.

6. ΓΕΝΙΚΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΠΟΡΙΣΜΑΤΑ

Πολλές μελέτες με θέμα τις συγχωνεύσεις και εξαγορές έχουν παρουσιαστεί και δημοσιευτεί σε διάφορα επιστημονικά περιοδικά με σκοπό να απαντήσουν στο ερώτημα εάν οι συγχωνεύσεις δημιουργούν πρόσθετη αξία. Για να απαντήσουν στο παραπάνω ερώτημα μελετάνε τις έκτακτες αποδόσεις των αγοράζουσων και αγοραζόμενων εταιρειών κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης.

6.1. Έκτακτες αποδόσεις αγοράζουσων εταιρειών

6.1.1. Έκτακτες αποδόσεις των αγοράζουσων εταιρειών σε επιτυχές συγχωνεύσεις και εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς.

Ο Travlos (1984) σε μία μελέτη του το, στην οποία μελετάει συγχωνεύσεις και εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς, αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοράζουσων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1,0) αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με -0,52% στατιστικά σημαντικές. Ο Firth (1980) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοράζουσων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με -6,3% στατιστικά σημαντικές. Οι Franks and Harris (1989) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοράζουσων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 1,00% στατιστικά σημαντικές. Οι Franks, Harris and Titman (1989) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοράζουσων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-5,+5) αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με -1,02% στατιστικά μη σημαντικές.

6.1.2. Έκτακτες αποδόσεις των αγοράζουσων εταιρειών σε επιτυχές συγχωνεύσεις.

Ο Dodd (1980) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοράζουσων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1,0) αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με -1,09% στατιστικά σημαντικές. Ο Asquith (1983) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοράζουσων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1,0) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 0,20% μη στατιστικά σημαντικές. Ο Eckbo (1983) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοράζουσων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1,+1) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 0,07% μη στατιστικά σημαντικές. Οι Franks and Harris (1989) μελέτησαν τις έκτακτες αποδόσεις ύστερα από συγχωνεύσεις σε δύο διαφορετικές αγορές, του Ηνωμένου

Βασιλείου (U.K.) και των Η.Π.Α. (U.S.A.). Συγκεκριμένα αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοράζουσων εταιρειών στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με $-3,60\%$ στατιστικά σημαντικές ενώ οι μετοχές των αγοράζουσων εταιρειών στην αγορά των Η.Π.Α. (U.S.A.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με $0,10\%$ στατιστικά μη σημαντικές. Οι Jensen and Ruback (1983) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοράζουσων εταιρειών δεν πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) έκτακτες αποδόσεις (δηλαδή οι έκτακτες αποδόσεις είναι ίσες με $0,00\%$ στατιστικά σημαντικές).

6.1.3. Έκτακτες αποδόσεις των αγοράζουσων εταιρειών σε επιτυχές εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς.

Οι Dodd and Ruback (1977) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοράζουσων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με $2,83\%$ στατιστικά σημαντικές. Οι Kummer and Hoffmeister (1978) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοράζουσων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με $5,22\%$ στατιστικά σημαντικές. Ο Bradley (1980) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοράζουσων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-20,+20) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με $4,36\%$ στατιστικά σημαντικές. Οι Eckbo and Langhor (1989) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοράζουσων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με $-3,21\%$ στατιστικά μη σημαντικές. Οι Franks and Harris (1989) μελέτησαν τις έκτακτες αποδόσεις ύστερα από συγχωνεύσεις σε δύο διαφορετικές αγορές, του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) και των Η.Π.Α. (U.S.A.). Συγκεκριμένα αναφέρουν ότι οι μετοχές

των αγοράζουσων εταιρειών στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 1,20% στατιστικά σημαντικές ενώ οι μετοχές των αγοράζουσων εταιρειών στην αγορά των Η.Π.Α. (U.S.A.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 1,0% στατιστικά μη σημαντικές. Οι Jensen and Ruback (1983) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοράζουσων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) έκτακτες ίσες με 4,00% στατιστικά σημαντικές.

Από τις παραπάνω μελέτες συμπεραίνουμε σε ότι αφορά τις αγοράζουσες επιχειρήσεις ότι τα εμπειρικά πορίσματα αντικρούονται. Μερικές μελέτες αναφέρουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές, άλλες αναφέρουν θετικές έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές, και άλλες μελέτες αναφέρουν έκτακτες αποδόσεις στατιστικά μη σημαντικές, κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει περιληπτικά τα πορίσματα των παραπάνω μελετών που διερευνούν συγχωνεύσεις και εξαγορές στις Η.Π.Α., Μεγάλη Βρετανία και Γαλλία.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΠΟΥ ΔΙΕΡΕΥΝΟΥΝ ΤΙΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ
ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΑΖΟΥΣΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ)¹

ΜΕΛΕΤΗ	ΤΡΟΠΟΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ	ΕΚΤΑΚΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
Dodd (1980)	Συγχωνεύσεις	(-1, 0)	-1,09%*
Asquith (1983)	»	(-1, 0)	0,20%
Eckbo (1983)	»	(-1, +1)	0,07%
Jensen και Ruback (1983)	»	(0 μήνα)	0,00%*
Franks και Harris (1989)	»	(0 μήνα) (Αγγλία) (0 μήνα) (Η.Π.Α.)	-3,60%* 0,10%*
Dodd και Ruback (1977)	Εξαγορές με δημόσια προσφορά	(0 μήνα)	2,83%*
Kummer και Hoffmeister (1978)	»	(0 μήνα)	5,22%*
Bradley (1980)	»	(-20, +20)	4,36%*
Jensen και Ruback (1983)	»	(0 μήνα)	4%*
Eckbo και Langhor (1989)	»	(0 μήνα)	-3,21%*
Franks και Harris (1989)	»	(0 μήνα) (Αγγλία) (0 μήνα) (Η.Π.Α.)	1,20%* 1%*
Firth (1980)	Συγχωνεύσεις και εξαγορές με δημόσια προσφορά	(0 μήνα)	-6,3%*
Travlos (1984)	»	(-1, 0)	-0,52%*
Franks και Harris (1989)	»	(0 μήνα)	1%*
Franks, Harris και Titman (1989)	»	(-5, +5)	1,02%*

¹ Πηγή: Τραυλός (1991)

* Στατιστικά σημαντικά.

6.2. Έκτακτες αποδόσεις αγοραζόμενων εταιρειών

6.2.1. Έκτακτες αποδόσεις των αγοραζόμενων εταιρειών σε επιτυχές συγχωνεύσεις και εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς.

Ο Travlos (1984) σε μία μελέτη του, στην οποία μελετάει συγχωνεύσεις και εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς, αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1,0) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 15,07% στατιστικά σημαντικές. Ο Firth (1980) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 28,10% στατιστικά σημαντικές. Οι Franks and Harris (1989) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 23,30% στατιστικά σημαντικές. Οι Franks, Harris and Titman

(1989) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-5,+5) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 28,04% στατιστικά σημαντικές.

6.2.2. Έκτακτες αποδόσεις των αγοραζόμενων εταιρειών σε επιτυχές συγχωνεύσεις.

Ο Dodd (1980) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1,0) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 13,41% στατιστικά σημαντικές. Ο Asquith (1983) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1,0) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 6,20% στατιστικά σημαντικές. Ο Eckbo (1983) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1,+1) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 6,24% στατιστικά σημαντικές. Οι Franks and Harris (1989) μελέτησαν τις έκτακτες αποδόσεις ύστερα από συγχωνεύσεις σε δύο διαφορετικές αγορές, του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) και των Η.Π.Α. (U.S.A.). Συγκεκριμένα αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 14,80% στατιστικά σημαντικές ενώ οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών στην αγορά των Η.Π.Α. (U.S.A.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 14,70% στατιστικά σημαντικές. Οι Jensen and Ruback (1983) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) έκτακτες ίσες με 20,00% στατιστικά σημαντικές.

6.2.3. Έκτακτες αποδόσεις των αγοραζόμενων εταιρειών σε επιτυχές εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς.

Οι Dodd and Ruback (1977) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες

αποδόσεις ίσες με 20,58% στατιστικά σημαντικές. Οι Kummer and Hoffmeister (1978) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 16,85% στατιστικά σημαντικές. Ο Bradley (1980) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-20,+20) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 32,18% στατιστικά σημαντικές. Οι Eckbo and Langhor (1989) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 13,54% στατιστικά σημαντικές. Οι Franks and Harris (1989) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 24,00% στατιστικά σημαντικές ενώ οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών στην αγορά των Η.Π.Α. (U.S.A.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 23,30% στατιστικά σημαντικές. Οι Jensen and Ruback (1983) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) έκτακτες ίσες με 30,00% στατιστικά σημαντικές.

Από τις παραπάνω μελέτες συμπεραίνουμε σε ότι αφορά τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις ότι τα εμπειρικά πορίσματα συγκλίνουν στην άποψη ότι παρουσιάζονται υψηλές θετικές έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές, κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Ο Πίνακας 2 παρουσιάζει περιληπτικά τα πορίσματα των παραπάνω μελετών που διερευνούν συγχωνεύσεις και εξαγορές στις Η.Π.Α., Μεγάλη Βρετανία και Γαλλία.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2			
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΠΟΥ ΔΙΕΡΕΥΝΟΥΝ ΤΙΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ΣΤΟΧΟΙ) ¹			
ΜΕΛΕΤΗ	ΤΡΟΠΟΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ	ΕΚΤΑΚΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
Dodd (1980)	Συγχωνεύσεις	(-1, 0)	13,41%*
Asquith (1983)	»»	(-1, 0)	6,20%*
Eckbo (1983)	»»	(-1, +1)	6,24%*
Jensen και Ruback (1983)	»»	(0 μήνα)	20,00%*
Franks και Harris (1989)	»»	(0 μήνα) (Αγγλία) (0 μήνα) (Η.Π.Α.)	14,80%* 14,70%*
Dodd και Ruback (1977)	Εξαγορές με δημόσια προσφορά	(0 μήνα)	20,58%*
Kummer και Hoffmeister (1978)	»»	(0 μήνα)	16,85%*
Bradley (1980)	»»	(-20, +20)	32,18%*
Jensen και Ruback (1983)	»»	(0 μήνα)	30,00%*
Eckbo και Langhor (1989)	»»	(0 μήνα)	13,54%*
Franks και Harris (1989)	»»	(0 μήνα) (Αγγλία) (0 μήνα) (Η.Π.Α.)	24,00%* 23,30%*
Firth (1980)	Συγχωνεύσεις και εξαγορές με δημόσια προσφορά	(0 μήνα)	28,10%*
Travlos (1984)	»»	(-1, 0)	15,07%*
Franks και Harris (1989)	»»	(0 μήνα)	23,30%*
Franks, Harris και Titman (1989)	»»	(-5, +5)	28,04%*

¹ Πηγή: Τραυλός (1991)

* Στατιστικά σημαντικά.

7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Αυτή η μελέτη ασχολήθηκε με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων. Επικεντρώνει το ενδιαφέρον της στη βιβλιογραφική ανασκόπηση της επίδρασης της ανακοίνωσης (στον ημερήσιο τύπο) συγχώνευσης και εξαγοράς στη χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών τόσο των αγοράζουσων όσο και των αγοραζόμενων επιχειρήσεων. Η ανάλυσή μας έδειξε ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές δημιουργούν πρόσθετη αξία την οποία μοιράζονται οι αγοράζουσες και οι αγοραζόμενες επιχειρήσεις. Τα συμπεράσματα συνοψίζονται:

α) Οι μετοχές των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων πραγματοποιούν στατιστικά σημαντικά μεγάλες έκτακτες αποδόσεις τόσο στις εξαγορές μέσω δημόσιας προσφοράς όσο και στις συγχωνεύσεις ανεξάρτητα από την έκβαση της προτεινόμενης εξαγοράς.

- β) Οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις κερδίζουν μεγαλύτερες έκτακτες αποδόσεις σε εξαγορές μέσω δημόσιας προσφοράς παρά σε συγχωνεύσεις.
- γ) Οι εξαγοράζουσες εταιρείες πραγματοποιούν μικρές, στατιστικά σημαντικές, θετικές έκτακτες αποδόσεις κατά την ανακοίνωση επιτυχών εξαγορών μέσω δημόσιας προσφοράς. Μερικές μελέτες αναφέρουν αρνητικές, αλλά στατιστικά μη σημαντικές έκτακτες αποδόσεις.
- δ) Σε ότι αφορά τις αγοράζουσες εταιρείες σε συγχωνεύσεις, τα εμπειρικά πορίσματα, αντικρούονται. Μερικές μελέτες (Dodd (1980), Firth (1980), Travlos (1984)) αναφέρουν αρνητικές (στατιστικά σημαντικές) έκτακτες αποδόσεις, μια μελέτη (Franks and Harris (1989)) αναφέρει θετικές, στατιστικά σημαντικές αποδόσεις και άλλες μελέτες (Asquith (1983) και Eckbo (1983)) αναφέρουν στατιστικά μη σημαντικές έκτακτες αποδόσεις.
- ε) Παρατηρείται μια διαχρονική μείωση στις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών εταιρειών σε εξαγορές μέσω δημόσιας προσφοράς. Για παράδειγμα, οι Jarrell, Brickley and Netter (1988) αναφέρουν πως οι σχετικές αποδόσεις (κέρδη) για τις δεκαετίες του 1960, 1970 και 1980 ήταν 4,40%, 1,22% και -1,10% αντίστοιχα. Η ίδια μελέτη αναφέρει πως οι αντίστοιχες πρόσθετες τιμές (πριμ) που δόθηκαν στις εξαγοραζόμενες εταιρείες κατά τις παραπάνω τρεις δεκαετίες ήταν κατά μέσον όρο 19%, 35% και 30% αντίστοιχα.
- στ) Οι έκτακτες αποδόσεις των αγοράζουσων εταιρειών δεν επηρεάζονται από το μέγεθος των εταιρειών αυτών, ούτε από το σχετικό μέγεθος της συγχώνευσης.

Από τα εμπειρικά πορίσματα προκύπτει πως οι εξαγορές αυξάνουν την αξία των επιχειρήσεων. Οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις καρπούνται το μεγαλύτερο μέρος από

τα οφέλη. Οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις είτε καρπούνται μικρά οφέλη είτε ακόμη πραγματοποιούν και ζημιές. Τα οφέλη για τις αγοράζουσες επιχειρήσεις έχουν σημειώσει διαχρονική μείωση, ενώ το αντίθετο παρατηρείται για τις αγοράζουσες επιχειρήσεις.

Τα πραγματοποιηθέντα κέρδη από τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις ενισχύουν την άποψη πως οι εξαγορές επιχειρήσεων αποτελούν δραστηριότητες που οδηγούν σε αύξηση της επιχειρηματικής αξίας. Από την άλλη πλευρά, τα στοιχεία που φανερώνουν ζημιές για τις αγοράζουσες επιχειρήσεις έχουν προ πολλού προβληματίσει τους ερευνητές γιατί δεν είναι συμβατά με το κριτήριο της υποτιθέμενης μεγιστοποίησης του επιχειρηματικού πλούτου.

Τα αποτελέσματα είναι ανεξάρτητα από την χρησιμοποιούμενη μέθοδο για την ανάλυση των επιχειρηματικών γεγονότων για τον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων των αγοραζόμενων εταιρειών.

Μελλοντικά θα ήταν ενδιαφέρον να παρουσιαστούν εμπειρικά αποτελέσματα που θα προσδιορίζουν τις συγκεκριμένες πηγές των κερδών που απορρέουν από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Amihud Y. and Lev. "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers". The Bell Journal of Economics 12 (Autumn 1981), 605-17.
2. Asquith P., "Mergers Bids, Uncertainty And Stockholder Returns", Journal Of Financial Economics, 11, April 1983, 51-83.
3. Baker G., "Compensation and Hierarchies". Working Paper (1986), Harvard Business School.
4. Berle A. and G. C. Means. The Modern Corporation and Private Property 1932 (Macmillan, New York, N.Y.).
5. Bradley M., "Inter Firm Tender Offers And The Market Of Corporate Control", Journal Of Business 53, 1980, 345-376.
6. Bradley M., A. Desai and E. H. Kim. "The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy", Journal of Financial Economics 11 (1983), 183-206.
7. Bradley M. A. Desai and E. H. Kim. "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms", Journal of Financial Economics 21 (1988), 3-40.
8. Brealey R. and S. Myers, "Principles of Corporate Finance" – 7th Edition, McGraw-Hill
9. Dodd P. R., "Merger Proposals, Management Discretion And Stockholder Wealth", Journal Of Financial Economics 8, June 1980, 105-137.
10. Dodd P. R., R. Ruback, "Tender Offers And Stockholder Returns", An Empirical Analysis", Journal Of Financial Economics, December 1977, 351-373.
11. Eckbo B. E., "Horizontal Mergers, Collusion And Stockholder Wealth", Journal Of Financial Economics 11, April 1983, 241-273.
12. Eckbo B. E., H. Langohr, "Information Disclosure, Method Of Payment And Takeover Premiums: Public And Private Tender Offers In France", Journal Of Financial Economics 24, October 1989, 363-403.
13. Fama E. F., "Agency Problems and the Theory of the Firm". Journal of Political Economy 88 (1980), 288-307.
14. Firth M., "Takeovers, Shareholder Returns And The Theory Of The Firm", Quarterly Journal Of Economics 94, March 1980, 235-260.
15. Franks J., R.S. Harris, "Shareholder Wealth Effects Of Corporate Takeovers: The U.K. Experience 1955-1985", Journal Of Financial Economics 23 August (1989), 195-224.

16. Franks J., Harris, R. and S. Titman, S. "The Post Merger Share – Price Performance Of Acquiring Firms", *Journal Of Financial Economics* 29 (1991), 81-96.
17. Hart O. D. "The Market Mechanism as an Incentive Scheme". *Bell Journal of Economics* 14 (1983). 366-82.
18. Hayn C. "Tax attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate acquisitions", *Journal of Financial Economics* 23 (June 1989). 121-53.
19. Jarrell G. A. Brickley and J. M. Netter. "The Market for Corporate Control: the Empirical Evidence since 1980". *Journal of Economics Perspectives* 2 (Winter 1988). 46-68.
20. Jensen M. C. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review* 76 (May 1986), 323-29.
21. Jensen M. C. and W. H. Meckling. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" *Journal of Financial Economics* 3 (1976), 305-60.
22. Jensen M. C. and W. H. Meckling. "Right and Production Functions: An Application to Labor - managed Firms and Cudetermination", *Journal of Business* 52 (1979), 469-506.
23. Jensen M. C. and R. S. Ruback. "The Market for Corporate Control. The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics* 11 (April 1983), 5-50.
24. Jensen M. C. and C. Smith. "Stockholder, Manager and Creditor.
25. Lewellen, W.O. "A pure Financial Rationale ffor the Conglomerate Merger", *The Journal of Finance* 26 (May 1971), 521-37.
26. Kummer D., R. Hoffmeister, "Valuation Consequences Of Cash Tender Offers", *The Journal Of Finance* 33 (1978), 505-516.
27. Murphy K. J. "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empicial Analysis", *Journal of Accounting and Economics* 7 (April 1985), 11-42.
28. Rozeff M. "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research* 5 (Fall 1982), 249-59.
29. Shleifer A. and R. W. Vishny. "Managment Entrenchment. The Case of Manager - Specific Investments", *Journal of Financial Economics* 25 (November 1989), 123 - 139.
30. Tehranial H., N. G. Travlos and J. F. Waegelein. "Managment Compensation Contracts and Merger - Induced Abnormal Returns", *Journal of Accounting Research* 25 (Supplement 1987), 51-76.

31. Travlos N. G. "Corporate Takeover Bids. Methods of Payment and Bidding Firms' Stock Returns". *The Journal of Finance* 42 (September 1987), 51-76.
32. Τραυλός Ν., «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Επιχειρήσεων», Οικονομικό Δελτίο Εμπορικής Τράπεζας 1991.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1
ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΩΓΕΣ ΜΕΤΑΞΥ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΑΠΟΡΡΟΦΩΜΕΝΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (ΣΤΟΧΟΣ)	ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ
EFG EUROBANK	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΡΗΤΗΣ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
EFG EUROBANK SA	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΕΘΝΙΚΗ ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
ALFA BANK	ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
SINGULAR ΑΕ	ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΕ	HARDWARE, SOFTWARE
SINGULAR ΑΕ	ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΑΒΕΕ	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ
ΕΤΑΝΕ ΑΕ	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ ΑΕ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
INTRACOM ΑΕ	ΕΛΛ. ΤΕΧΝΟΔ.	ΑΓΟΡΑ ΜΕΛΕΤΩΝ
ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ	ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΕ	ΓΛΥΚΑ, ΨΑΡΙΑ ΙΧΘΥΟΤΡΟΦ.
ΑΕΓΕΚ ΑΕ	ΕΚΤΕΡ ΑΕ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΑΤΤΙΚΑΤ ΑΕ	ΣΙΓΑΛΑΣ ΑΕ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΑΕ	ΜΥΛΟΙ ΑΓ. ΓΕΩΡΓΙΟΥ	ΑΛΕΥΡΑ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ	ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
INFOQUEST ΑΕ	ERGODATA ΑΕ	COMPUTERS
TELESIS ΑΧΕ	ΔΩΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ ΑΕ	SPORTSMAN ΑΕ	ΡΟΥΧΑ. ΥΠΟΔΗΜΑΤΑ
CONSOL EUROFINANCE HOLDINGS	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΑΕΓΕΚ, ΤΕΡΝΑ, ΓΕ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ, ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
TELESIS ΑΧΕ	ΔΙΑΣ ΕΕΧ	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ ΑΕ	ΔΟΥΔΟΣ ΑΕ	ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ ΑΕ	ΓΡ. ΣΤΡΙΝΤΖΗ ΑΕ	ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
ΕΛΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΑΕ	ΑΚΤΩΡ ΑΕ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
INTRACOM ΑΕ	ΕΛ. ΤΕΧΝ. ΑΚΤΩΡ	ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΑ ΕΡΓΑ
BLUE CIRCLE INDUSTRIES SA	ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛ. ΑΕ	ΤΣΙΜΕΝΤΑ
ΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΕ	ΒΑΛΚ. ΕΧΠΟΡΤ	ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑ ΞΥΛΟΥ
ALFA BANK	ALPHA FINANCE	ΧΡΗΜΑΤ/ΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
ΡΑΝΑΦΟΝ ΑΕ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ	UNION ΑΕ	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ & ΤΗΛΕΠ/ΝΙΕΣ
ALTEC ΑΕΒΕ	SYSWARE ΑΕ	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ
ALTEC ΑΕΒΕ	UNISOFT ΑΕ	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ
Α.Γ.Ε.Τ. ΑΕ	ΤΣΙΜΕΝΤΑ ΧΑΛΚΙΔΑΣ ΑΕ	ΤΣΙΜΕΝΤΑ
ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ	ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΑ ΑΕ,	ΧΟΝΔΡΙΚΟ/ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ	ΣΠΟΡΤΣΜΑΝ ΑΕ,	ΧΟΝΔΡΙΚΟ/ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ	ΕΝΔΥΣΗ ΑΕ,	ΧΟΝΔΡΙΚΟ/ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ	ΑΦΟΙ ΛΑΜΠΡΟΠΟΥΛΟΙ ΑΕ	ΧΟΝΔΡΙΚΟ/ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ ΚΛ.	ΥΓΕΙΑ
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε	ΠΑΛΑΙΟΥ ΦΑΛΗΡΟΥ ΑΕ	ΥΓΕΙΑ
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΔΟΥΔΟΣ ΑΕ	Γ. ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ ΑΕ	ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 2
ΟΙ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΠΟΥ
ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΘΗΚΑΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

Αγοραζόμενη Επιχείρηση	Χώρα	Αγοράζουσα Επιχείρηση	Χώρα
Oberoesterreichische Landes-Hy	Austria	Raiffeisenlandesbank	Austria
Creditanstalt-Bankverein AG	Austria	Bank Austria AG	Austria
GiroCredit Bank AG	Austria	Erste Oestreichische	Austria
Creditanstalt-Bankverein AG	Austria	Bank Austria AG	Austria
Landeshypothekenbank Steiermar	Austria	Raiffeisen Landesbank Steirmar	Austria
Salzburger Landeshypothekenban	Austria	Oberoesterreichische Hypo-	Australia
Bank Austria AG	Austria	HypoVereinsbank AG	Germany
Oberoesterreichische Postsparkasse	Austria	BAWAG	Austria
Banque Bruxelles Lambert SA	Belgium	ING Groep NV	Netherlands
CGER-Banque (ALSK-CGER Banque)	Belgium	Fortis International NV	Netherlands
ASLK-CGER Banque	Belgium	Fortis International NV	Netherlands
ABB Verzekeringen NV	Belgium	Almanij NV	Belgium
CERA	Belgium	Almanij NV	Belgium
Almanij-Banking and Insurance	Belgium	Kredietbank NV	Belgium
Generale de Banque SA	Belgium	Fortis AG	Belgium
Credit Lyonnais Belgium	Belgium	Deutsche Bank AG	Germany
ASLK-CGER Banque	Belgium	Fortis International NV	Netherlands
An-Hyp NV	Belgium	Royale Belge SA	Belgium
Groupe Bruxelles Lambert SA	Belgium	Electrafina SA	Belgium
Artesia Banking Corp NV/SA	Belgium	Dexia Belgium	Belgium
BG Bank	Denmark	Realkredit Danmark	Denmark
Codan Bank A/S (Codan/Royal)	Denmark	Skandinaviska Enskilda Banken	Sweden
Unidanmark A/s	Denmark	MeritaNordbanken (Nordbanken)	Finland
RealDanmark A/S	Denmark	Danske Bank AS	Denmark
Midtbank A/S	Denmark	Svenska Handelsbanken AB	Sweden
Merita Oy	Finland	Nordbanken Holding AB	Sweden
Leonia Bank PLC	Finland	Vakuutusosakeyhtio Sampo	Finland
Merita Oy	Finland	Solidium (Sponda/Suomen)	Finland
Parfinance SA	France	Parfinance SA	France
Banque Indosuez (Cia de Suez)	Finland	Credit Agricole	France
Banque Indosuez (CNCA/France)	Finland	Credit Agricole	France
Credit Foncier de France	Finland	CDC	France
Cie de Suez SA	Finland	Electrafina SA	Belgium
Credit du Nord	Finland	Societe Generale SA	France
UFB Locabail (Cia Bancaire SA)	Finland	Cie Bancaire SA	France
Dresdner Bank AG	Germany	Allianz AG	Germany

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 (συνέχεια)
ΟΙ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΠΟΥ
ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΘΗΚΑΝ ΣΤΗΝ
ΕΥΡΩΠΗ

Αγοραζόμενη Επιχείρηση	Χώρα	Αγοράζουσα Επιχείρηση	Χώρα
Irish Life Finance Group Ltd	Ireland-Rep	KBC bancassurance Holding NV	Belgium
First-e	Ireland-Rep	Investor Group	Spain
TSB Bank	Ireland-Rep	Irish Life & Permanent PLC	Ireland-Rep
ICC Bank PLC	Ireland-Rep	Bank of Scotland PLC	United Kingdom
Banco di Napoli-50 Branches	Italy	Banca Popolare di Brescia	Italy
Istituto Mobiliare Italiano	Italy	Investors	Italy
Banco di Napoli SpA	Italy	Italian Treasury (Italy)	Italy
Carisa	Italy	Carige	Italy
Interbanca SpA	Italy	Banca Antoniana Popolare	Italy
CREDIOP	Italy	Dexia France	France
Istituto Bancario San Paolo di	Italy	Investor Group	Italy
Cassa di Risparmio delle Provi	Italy	Banco Ambrosiano Veneto SpA	Italy
Banca Commerciale Italiana SpA	Italy	Assicurazioni Generali SpA	Italy
Credito Bergamasco	Italy	Banka Popolare di Verona	Italy
Credito Bergamasco	Italy	Banka Popolare di Verona	Italy
Banco di Sicilia SpA	Italy	Mediocredito Centrale	Italy
Banca Popolare Udinese	Italy	Banca Popolare Vicentina	Italy
Unicredito SpA	Italy	Credito Italiano SpA	Italy
Istituto Mobiliare Italiano	Italy	Istituto Bancario San Paolo di	Italy
Banca Popolare Friuladria	Italy	Banca Intesa SpA	Italy
Cassa di Risparmio di Parma e	Italy	Banca Intesa SpA	Italy
Cassa di Risparmio di Trento e	Italy	Credito Italiano SpA	Italy
Banca Agricola Mantovana	Italy	Monte dei Paschi di Siena	Italy
Banca Nazionale del Lavoro	Italy	Banco Bilbao Vizcaya SA	Spain
Banca Nazionale del Lavoro	Italy	Banca Popolare Vicentina	Italy
Banca San Paolo di Brescia	Italy	Credito Agrario Bresciano SpA	Italy
Banca Commerciale Italiana SpA	Italy	Deutsche Bank AG	Germany