

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

**MBA Tourism Management - Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη
Διοίκηση Επιχειρήσεων - Μάνατζμεντ Τουρισμού**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**“Η Δημιουργία Αξίας ως Ανταγωνιστικό Πλεονέκτημα στην Εξαγορά
Μικρών Εμπορικών Σημάτων από Μεγάλες Επιχειρήσεις”**

Γιώργος Κωστόπουλος

ΔΕ-ΜΤ 0516

Επιβλέπων: Βικτωρία Πέκκα - Οικονόμου
Αναπλ. Καθηγήτρια Πανεπιστημίου Πειραιώς

Περίληψη

Η παρούσα μελέτη διερευνά τις συνθήκες, κάτω από τις οποίες η εξαγορά μικρών εμπορικών σημάτων από μεγαλύτερες εταιρείες, οδηγεί σε δημιουργία αξίας για την αγοράζουσα. Ο λόγος που εστιάζουμε σε εξαγορές μικρών, και συνήθως αναγνωρισμένου κύρους εμπορικών σημάτων, είναι διότι μεγάλες εταιρείες, στις οποίες ανήκουν επιχειρήσεις, οι οποίες είναι συχνά ηγέτιδες στην αγορά, στην οποία απευθύνονται, προσπαθούν να ενισχύσουν τη θέση τους στην εν λόγω αγορά μέσω απόκτησης μικρότερων εμπορικών σημάτων, τα οποία έχουν μικρότερο και εξειδικευμένο target group πελατών. Επιπλέον, τέτοιου είδους εξαγορές δύναται να αποδειχθούν επωφελείς για την συνολική αξία της αγοράζουσας εταιρείας, καθώς η εξαγορά ενός μικρού εμπορικού σήματος, το οποίο έχει ήδη επιτύχει να δημιουργήσει αφοσιωμένους πελάτες, μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της αξίας της εταιρείας, που πραγματοποιεί την εξαγορά.

Το εννοιολογικό μοντέλο, που προτείνεται, εξετάζει τη σχέση των διαφόρων αγοραζόμενων επιχειρήσεων, με τα χαρακτηριστικά και την αποδοτικότητα των εξαγορών αυτών, όπως αυτή μπορεί να μετρηθεί από τις μη κανονικές αποδόσεις, που αποφέρουν αυτές οι εξαγορές στους μετόχους την περίοδο της πραγματοποίησης του επιχειρηματικού γεγονότος. Για αυτό το λόγο, έχουν συγκεντρωθεί, δεδομένα που αφορούν 115 εξαγορές μικρών επιχειρήσεων, από μεγαλύτερες, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν μεταξύ 2000 και 2009. Η ίδια η φύση αυτών των δεδομένων αντικατοπτρίζει το πλαίσιο πάνω στο οποίο διάφοροι καθοριστικοί παράγοντες της απόδοσής μιας εξαγοράς θα πρέπει να επαληθευτούν. Τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης δείχνουν ότι υπάρχουν τρεις βασικές δυνάμεις που επηρεάζουν την απόδοση μίας εξαγοράς. Επιδεικνύεται το πώς ο αριθμός των αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων, τα οποία λειτουργούν κάτω από το αγοραζόμενο κυρίως εμπορικό σήμα, είναι σε ευθεία αναλογία με της μη κανονικές αποδόσεις που αποκομίζονται, πιθανότατα λόγω των αυξημένων ευκαιριών μόχλευσης που παρουσιάζονται σε τέτοιου είδους επιχειρηματικές δομές. Πρόσθετα, το γεωγραφικό πεδίο της εξαγοράς, ο τρόπος χρηματοδότησης της συμφωνίας και η σχέση μεγέθους μεταξύ των δύο εμπλεκόμενων επιχειρήσεων είναι παράγοντες που επηρεάζουν τη διακύμανση στην αποδοτικότητα της εξαγοράς.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	2
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.2 Η ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΑΞΙΑΣ ΩΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑ	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.3 ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ ΈΡΕΥΝΑΣ	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.4 ΑΚΑΔΗΜΑΪΚΗ ΚΑΙ ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΣΥΝΑΦΕΙΑ	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.5 ΟΡΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΔΟΜΗ	10
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 1 ^{ΟΥ} ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΚΑΙ ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.1 ΕΜΠΟΡΙΚΑ ΣΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΑΞΙΑ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΣΗΜΑΤΩΝ	13
<i>Κεφάλαιο 2.1.1 Οφέλη από την αξία των εμπορικών σημάτων</i>	15
<i>Κεφάλαιο 2.1.2 Ανάπτυξη Εμπορικού Σήματος και Επιδόσεις των Εταιρειών</i>	17
<i>Κεφάλαιο 2.1.3 Πως οι αγορές αξιολογούν την καθαρή αξία</i>	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.2 ΕΞΑΓΟΡΕΣ	19
<i>Κεφάλαιο 2.2.1 Τα συνήθη κίνητρα των εξαγορών</i>	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.3 ΜΟΝΤΕΛΟ ΈΡΕΥΝΑΣ	27
<i>Κεφάλαιο 2.3.1 Χαρακτηριστικά του εμπορικού σήματος «στόχου»</i>	27
<i>Κεφάλαιο 2.3.2 Χαρακτηριστικά εξαγοράς</i>	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.4 ΣΥΝΟΨΗ	38
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 2 ^{ΟΥ} ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	40
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.3 ΠΗΓΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ	52
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.4 ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ ΈΡΕΥΝΑΣ & ΔΕΙΓΜΑ	53
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.5 ΜΕΤΡΗΣΗ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΚΑΙ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	54
<i>Κεφάλαιο 3.5.1 Χαρακτηριστικά της επιχείρησης «στόχου»</i>	54
<i>Κεφάλαιο 3.5.2 Μεταβλητές εξαγοράς</i>	57
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 3 ^{ΟΥ} ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	67
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	68
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	68
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ	69
<i>Κεφάλαιο 4.2.1 Πίνακας συσχετίσεων</i>	69

<i>Κεφάλαιο 4.2.2 Γραμμική Παλινδρόμηση</i>	74
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.3 ΕΠΙΠΡΟΣΘΕΤΕΣ ΑΝΑΛΥΣΕΙΣ	78
<i>Κεφάλαιο 4.3.1 Χαρακτηριστικά Επιχείρησης «Στόχου»</i>	78
<i>Κεφάλαιο 4.3.2 Χαρακτηριστικά Εξαγοράς</i>	79
<i>Κεφάλαιο 4.3.3 Περίληψη Επαληθευμένων Υποθέσεων</i>	82
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 4 ^{ΟΥ} ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	84
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ	85
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.1 ΣΥΝΟΨΗ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΚΥΡΙΟΤΕΡΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ	85
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.2 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ	88
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 5 ^{ΟΥ} ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	90
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ	91
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 6 ^{ΟΥ} ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	92
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ	93
ΛΕΞΕΙΣ ΚΛΕΙΔΙΑ	103
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α	104
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β	105

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τις τελευταίες δεκαετίες, έχει παρατηρηθεί αξιοσημείωτη αύξηση του αριθμού των εξαγορών. Οι εταιρείες προτιμούν αυτή την στρατηγική ανάπτυξης, αντί για την εκ των έσω ανάπτυξη, με σκοπό να βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητά τους. Για αυτό το λόγο, πολλές εταιρείες αργά ή γρήγορα βρίσκονται να ανταγωνίζονται σε διαφορετικές αγορές από αυτές, στις οποίες δραστηριοποιούνταν αρχικά ή σε διαφορετικά τμήματα της αγοράς στην οποία ήδη ανήκουν. Σε άλλες περιπτώσεις, οι εταιρείες πραγματοποιούν εξαγορές, με σκοπό να πάρουν τον έλεγχο περιουσιακών στοιχείων ή τεχνολογίας ενδυναμώνοντας με τη στρατηγική αυτή, τη θέση τους και εξασφαλίζοντας εναλλακτικές μεθόδους για να αυξήσουν την κερδοφορία τους.

Απόρροια αυτού είναι το αυξανόμενο ενδιαφέρον στην σχετική επιστημονική βιβλιογραφία σχετικά με το αν οι εξαγορές πραγματικά επιτυγχάνουν να δημιουργήσουν αξία για τον αγοραστή. Σε πλήθος επιστημονικών μελετών συμπεραίνεται ότι οι εξαγορές αποτυγχάνουν να ενισχύσουν την αξία της αγοράζουσας εταιρείας λαμβάνοντας υπόψη βραχυπρόθεσμα (Asquith 1983; Jarrell & Poulsen, 1989) και μακροπρόθεσμα αποτελέσματα (Agrawal, Jaffe & Mandelker, 1992; Asquith, 1983; Loderer & Martin, 1992). Αντίθετα, σύμφωνα με τους Chatterjee (1992) & D. K. Datta, Pinches & Narayanan (1992) οι εξαγορές φαίνεται να μετριάζουν την εταιρική αξία. Ως εκ τούτου οι εξαγορές, ως μέσο ανάπτυξης, φαίνεται να εμπεριέχουν υψηλό ποσοστό κινδύνου για τον αγοραστή γεγονός που καθιστά απαραίτητη την έρευνα και τον προσεκτικό σχεδιασμό προτού πραγματοποιηθεί η εξαγορά.

Στον αντίποδα, έχει γίνει σημαντική έρευνα, σχετικά με τα οφέλη που αποκομίζει η εξαγορασθείσα θυγατρική εταιρεία μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Στις περισσότερες περιπτώσεις τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι μέτοχοι της αγοράζόμενης είχαν σημαντικό θετικό αποτέλεσμα, το οποίο αποδίδεται στο γεγονός ότι, συνήθως οι αγοράζουσες εταιρείες καταβάλουν ποσά ανώτερα της «δίκαιης» αξίας του εμπορικού σήματος (υπεραξία), προκειμένου να πραγματοποιήσουν τις εξαγορές (Asquith & Kim, 1982; D. K. Datta et al., 1992). Επίσης, πολλοί ακαδημαϊκοί ερευνητές εξέτασαν την επίδραση της εξαγοράς στα συνδυαστικά οφέλη που παρουσιάστηκαν σε αγοράζουσα και αγοράζόμενη εταιρεία (Bradley,

Desai & Kim, 1998; Carow, Heron & Saxton, 2004). Αυτές οι έρευνες κατέδειξαν ότι, παρά το γεγονός ότι οι εξαγορές κατάφεραν να προσφέρουν σε συνδυασμό θετικά αποτελέσματα, μετά από προσεκτική αποδόμηση των αποτελεσμάτων, αποκαλύπτεται ότι κατά κύριο λόγο, αυτό αποδίδεται στα θετικά αποτελέσματα, που εμφανίστηκαν για την αγοραζόμενη, ενώ ταυτόχρονα η συμβολή της αγοράζουσας στο θετικό αποτέλεσμα είναι συχνά ουδέτερη ή αρνητική.

Η παρούσα μελέτη προσπαθεί να διερευνήσει, αν η εξαγορά μικρών εμπορικών σημάτων από μεγάλες εταιρείες, κρίνεται θετικά ή αρνητικά από τους μετόχους, επηρεάζοντας έτσι την τιμή της μετοχής της αγοραζουσας εταιρείας, αυξάνοντας ή μειώνοντας την αξία της. Τα εμπορικά σήματα είναι σημαντικά περιουσιακά στοιχεία σε συγχωνεύσεις και εξαγορές (Keller 2003). Σε πολλές περιπτώσεις εταιρείες έχουν πληρώσει τεράστια ποσά, προκειμένου να αποκτήσουν ένα μικρό εμπορικό σήμα. Για παράδειγμα η Phillip Morris εξαγόρασε την Kraft έναντι 12,9 δις καταβάλλοντας ποσό τετραπλάσιο από την λογιστική της αξία (Bahadir, Bharadwaj & Srivastava, 2008). Μέσω των εξαγορών, οι εταιρείες προσπαθούν να εκμεταλλευτούν την αξία που έχει παραχθεί από μία άλλη επιχείρηση βελτιώνοντας έτσι την κερδοφορία τους. Το μεγάλο κόστος και το ρίσκο αποτυχίας, που ενέχει η ανάπτυξη ενός νέου προϊόντος έχει ενισχύσει τη δημοτικότητα των εξαγορών ως μέθοδο ανάπτυξης (Mahajan, Rao & Srivastava, 1994). Ωστόσο, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, η συμβολή των εξαγορών στην αύξηση της αξίας της αγοραζουσας εταιρείας είναι αμφίβολη καθώς μία τέτοια επένδυση μπορεί να προκαλέσει απροσδόκητη ζημία στην αγοραζουσα εταιρεία.

1.2 Η ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΑΞΙΑΣ ΩΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑ

Λόγω της έλλειψης ξεκάθਾਰου ορισμού για το Ανταγωνιστικό Πλεονέκτημα (Competitive Advantage) και λόγω της συνεχώς εναλλασσόμενης χρήσης των όρων Ανώτερη Επίδοση (Superior Performance) και Ανταγωνιστικό Πλεονέκτημα, σε όλο σχεδόν το εύρος της επιστημονικής βιβλιογραφίας που αφορά το Στρατηγικό Management, προκειμένου να ξεπεραστεί το πρόβλημα της μετρησιμότητας του Ανταγωνιστικού Πλεονεκτήματος, οι Ανώτερες Επιδόσεις χρησιμοποιούνται ως μέτρο του Ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος (Sigalas, C. & Pekka Economou, V. (2011). Ως εκ των άνω η δημιουργία αξίας από την εξαγορά ενός εμπορικού σήματος αποτελεί αύξηση της οικονομικής επίδοσης των εμπλεκόμενων εταιρειών και ενδυνάμωση του πλεονεκτήματος έναντι του ανταγωνισμού.

Συνηγορώντας με τα παραπάνω, οι Wiggins & Ruefli (2002) αναφέρουν ότι Ανταγωνιστικό Πλεονέκτημα είναι η ομάδα ικανοτήτων ή η ομάδα πόρων που διαθέτει μια εταιρεία και της προσδίδει πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών της, αυτό το πλεονέκτημα όταν όλοι οι

υπόλοιποι παράγοντες παραμένουν σταθεροί (*ceteris paribus*) οδηγούν σε συγκριτικά ανώτερες επιδόσεις. Ο Schoemaker (1990), συμφωνώντας με τους άνω, είναι ακόμα πιο συγκεκριμένος ορίζοντας το Ανταγωνιστικό Πλεονέκτημα ως την ικανότητα μιας εταιρείας να παράγει συστηματικά επιδόσεις άνω του μέσου όρου.

Όπως θα αναλυθεί εκτενώς παρακάτω, στην παρούσα μελέτη ως εξαρτημένη μεταβλητή και κριτήριο επιτυχίας των εξαγορών, μικρών εμπορικών σημάτων, επιλέγονται οι μέσες σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις δηλαδή οι απροσδόκητες και άνω του μέσου όρου οικονομικές επιδόσεις της εταιρείας οι οποίες αποδεικνύουν την ενίσχυση του Ανταγωνιστικού Πλεονεκτήματος. Βιβλιογραφικά αυτή η υπόθεση υποστηρίζεται από τους Meyer, 1991; Powell, 2001; Baaij et al., 2004 οι οποίοι υποστηρίζουν ότι όντως οι Ανώτερες Επιδόσεις και όχι το Ανταγωνιστικό Πλεονέκτημα είναι η εξαρτημένη μεταβλητή που μας ενδιαφέρει στις εμπειρικές έρευνες που αφορούν στο Στρατηγικό Management. Οι περισσότεροι ακαδημαϊκοί μελετητές ορίζουν το Ανταγωνιστικό Πλεονέκτημα με όρους οικονομικών επιδόσεων και πιο συγκεκριμένα με όρους ανώτερων επιδόσεων, με άλλα λόγια ταυτίζουν εννοιολογικά το Ανταγωνιστικό Πλεονέκτημα με τις Ανώτερες Επιδόσεις. Sigalas, C. & Pekka Economou, V. (2011)

1.3 ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ ΈΡΕΥΝΑΣ

Η παρούσα μελέτη προσπαθεί να διερευνήσει, πότε και υπό ποιες συνθήκες, η εξαγορά μικρότερων επιχειρήσεων από μεγαλύτερες επιτυγχάνει να δημιουργήσει αξία για την αγοράζουσα. Συνεπώς το κύριο ερώτημα υπό διερεύνηση είναι το ακόλουθο:

Ποιοί είναι οι παράγοντες δημιουργίας αξίας που διέπουν τις εξαγορές μικρών εμπορικών σημάτων από μεγάλες εταιρείες;

Προκειμένου να απαντηθεί το προαναφερθέν κεντρικό ερώτημα θα πρέπει πρώτα να απαντηθούν τα τέσσερα παρακάτω υποερωτήματα:

- *Ποια χαρακτηριστικά των εξαγορών θα εξεταστούν;* Τα κύρια γνωρίσματα των εξαγορών που θα εξεταστούν σε σχέση με τη δημιουργία αξίας για τον αγοραστή, είναι το γεωγραφικό πεδίο της εξαγοράς, η ομοιότητα των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της αγοράζουσας και της αγοραζόμενης επιχείρησης, η σχέση μεγέθους μεταξύ των δύο επιχειρήσεων, η αξία της συμφωνίας και ο τρόπος πληρωμής του αντιτίμου της εξαγοράς.
- *Ποια χαρακτηριστικά της αγοραζόμενης επιχείρησης θα εξεταστούν;* Τα χαρακτηριστικά που θα εξεταστούν θα είναι ο αριθμός των αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων που λειτουργούν υπό το κυρίως εμπορικό σήμα της αγοραζόμενης

καθώς και το πλήθος των κατηγοριών προϊόντων στις οποίες ανήκουν αυτά τα εμπορικά σήματα.

- *Πως θα μετρηθεί η δημιουργία αξίας;* Προκειμένου να μετρηθεί αν δημιουργήθηκε αξία λόγω του επιχειρηματικού γεγονότος της εξαγοράς, θα χρησιμοποιηθεί η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων χρησιμοποιώντας αγορές υποδείγματα. Ως μέρος αυτής της μεθόδου θα υπολογιστούν οι μέσες σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις προς τους μετόχους για κάθε μία από τις εξαγορές που περιέχονται στα δεδομένα.

1.4 ΑΚΑΔΗΜΑΪΚΗ ΚΑΙ ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΣΥΝΑΦΕΙΑ

Σκοπός αυτής της μελέτης είναι να διεξάγει συμπεράσματα σχετικά με το, πότε και υπό ποιες συνθήκες, οι εξαγορές καταφέρνουν να δημιουργήσουν αξία για την αγοράζουσα εταιρεία και τους μετόχους της. Ιδιαίτερα θα μελετηθεί, αν ορισμένοι παράμετροι που σχετίζονται με τη εξαγορά (γεωγραφικό πεδίο, ομοιότητα των επιχειρήσεων, σχετικές πωλήσεις, αξία συμφωνίας και τρόπος πληρωμής του αντιτίμου της εξαγοράς), καθώς και τα χαρακτηριστικά της αγοραζόμενης επιχείρησης (αριθμός αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων και πλήθος κατηγοριών προϊόντων στις οποίες ανήκουν αυτά) μπορούν να θεωρηθούν υπεύθυνα για τις θετικές ή αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις των μετοχών της αγοράζουσας εταιρείας, τις ημέρες κοντά στην ημερομηνία της ανακοίνωσης του επιχειρηματικού γεγονότος. Αυτή η μελέτη εστιάζεται σε εξαγορές, τις οποίες έκαναν μεγάλες εταιρείες, προκειμένου να αποκτήσουν περιουσιακά στοιχεία μικρών, συνήθως καταξιωμένων στον κλάδο τους επιχειρήσεων, οι οποίες δραστηριοποιούνταν σε σχετικές ή μερικές φορές και σε διαφορετικές αγορές σε σχέση με την κύρια δραστηριότητα της αγοράζουσας. Σε όλες τις εξαγορές που εξετάζονται η μεγαλύτερη εταιρεία αποκτά την περιουσία και τη διαχείριση μίας μικρότερης η οποία συνεχίζει να υφίσταται και μετά το επιχειρηματικό γεγονός.

Το ερευνητικό έργο, που αφορά συγχωνεύσεις και εξαγορές και ιδιαίτερα εκείνο που ασχολείται με το αν οι τελευταίες αποτελούν αποτελεσματική στρατηγική δημιουργίας αξίας είναι πλούσιο. Μελέτες, όπως αυτές που εκπονήθηκαν από τους Kusewitt (1985), Seth (1990) & Hazelkorn, Zenner and Shivdasani (2004) εξετάζουν αν τα χαρακτηριστικά της αγοράζουσας εταιρείας, της αγοραζόμενης εταιρείας ή της συναλλαγής σχετίζονται με τη δημιουργία αξίας για τις εταιρείες που εμπλέκονται στη συναλλαγή. Οι συγγραφείς εξετάζουν μεγάλο δείγμα σχετικών και μη εξαγορών προκειμένου να εξάγουν κανόνες σχετικά με την αύξηση των πιθανοτήτων μια εξαγορά να επιφέρει αύξηση αξίας για την αγοράζουσα εταιρεία.

Η παρούσα μελέτη εστιάζεται αποκλειστικά στη διερεύνηση των εξαγορών και πιο συγκεκριμένα στη διερεύνηση εξαγορών μικρών εταιρειών από μεγαλύτερες. Πρέπει να είναι ξεκάθαρο ότι οι εξαγορές συμβαίνουν λόγω πληθώρας κινήτρων (Haleblian, Devers, McNamara, Carpenter and Davison, 2009), στα οποία συμπεριλαμβάνονται οι προσπάθειες να δημιουργηθεί αξία, λόγω της ισχυροποίησης της θέσης μιας εταιρείας στην αγορά. Αυτή μπορεί να γίνει δυνατή μέσω μιας εξαγοράς εμπορικού σήματος ή μέσω της απόκτησης πρόσθετων παραγωγικών πόρων που ενδεχομένως να οδηγήσουν στην αύξηση της αποτελεσματικότητας. Σε άλλες περιπτώσεις, μία εταιρεία προχωρά σε εξαγορά λόγω συνθηκών του περιβάλλοντος, όπως για παράδειγμα λόγω νομικών περιορισμών, αβεβαιότητας και εξάρτησης από παραγωγικούς πόρους. Επιπλέον αρκετές συμφωνίες συμβαίνουν καθώς ανώτατα διευθυντικά στελέχη της αγοράζουσας εταιρείας σκοπεύουν σε υψηλές αμοιβές που θα καρπωθούν από την πραγματοποίηση της συμφωνίας ή ακόμα και λόγω ματαιοδοξίας. Τα διαφορετικά κίνητρα που οδηγούν σε εξαγορές θα αναλυθούν περαιτέρω στο επόμενο κεφάλαιο αυτής της μελέτης. Παρ' όλα αυτά λαμβάνοντας υπόψη τα προαναφερθέντα υπάρχουν λόγοι να πειστούμε ότι οι εξαγορές οι οποίες συμβαίνουν για διαφορετικούς λόγους παράγουν και διαφορετικά αποτελέσματα όσον αφορά στην επίδοση της συμφωνίας. Οι εξαγορές εμπορικών σημάτων σκοπεύουν στην απόκτηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων μιας αναγνωρισμένης φίρμας η οποία ανήκει στην αγοραζόμενη εταιρεία, ενισχύοντας έτσι τη θέση της αγοράζουσας εταιρείας στην αγορά, την αξία του εμπορικού σήματος της και τις προοπτικές ανάπτυξης. Για αυτό το λόγο είναι ενδιαφέρον να ερευνηθεί αν τα ευρήματα της βιβλιογραφίας γύρω από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές ισχύουν όταν επικεντρωνόμαστε σε εξαγορές μικρών εταιρειών από μεγαλύτερες. Σε παλαιότερες μελέτες, αυτού του είδους οι συμφωνίες αποτελούν μικρό μέρος του πλήθους των περιπτώσεων που συμπεριλαμβάνονται στα δεδομένα που λαμβάνονται υπόψη οπότε δε θα είναι απροσδόκητο τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης να παρουσιάσουν διαφορές σε σύγκριση με αυτά άλλων μελετών.

Η παρούσα μελέτη εξετάζει αν τα χαρακτηριστικά του αγοραζόμενου εμπορικού σήματος (πλήθος αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων και πλήθος κατηγοριών προϊόντων στις οποίες ανήκουν αυτά) μπορούν να είναι υπεύθυνα για διαφοροποιήσεις στην παραγόμενη αξία για τον αγοραστή. Υποστηρίζεται ότι το πλήθος των αποκτούμενων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων και το πλήθος των κατηγοριών προϊόντων στις οποίες αυτά δραστηριοποιούνται σχετίζονται θετικά με την οικονομική επίδοση της εξαγοράς. Το γεγονός

ότι η μελέτη βασίζεται σε δευτερογενή δεδομένα προερχόμενα από πραγματικές εξαγορές που συνέβησαν την τελευταία δεκαετία κάνει τα εξαγόμενα αποτελέσματα ιδιαίτερα ενδιαφέροντα.

Η παρούσα μελέτη συγκεράζει τόσο ακαδημαϊκές προτάσεις και τα συμπεράσματά της, εντάσσουν την υπάρχουσα βιβλιογραφία όσο και εμπειρικές εφαρμογές. Πολλές έρευνες οι οποίες αναφέρονται στη δημιουργία αξίας μέσω εξαγορών έχουν πολύ ευρύ πεδίο εξετάζοντας εξαγορές οι οποίες πραγματοποιήθηκαν βασισμένες σε διάφορα αίτια όπως η δημιουργία οικονομικών συνεργιών, ο επαναπροσδιορισμός της επιχειρηματικής στρατηγικής και φορολογικοί παράγοντες. Σε αυτή τη μελέτη η εστίαση είναι πιο συγκεκριμένη καθώς εξετάζονται μόνο εξαγορές μικρών εμπορικών σημάτων από σχετικά μεγαλύτερους αγοραστής. Αυτή η εξειδικευμένη εστίαση παράγει χρήσιμα αποτελέσματα που αφορούν τα ερευνητικά πεδία του Marketing και της Επιχειρηματικής Στρατηγικής. Σκοπός είναι να παρουσιαστεί η σύνδεση μεταξύ της ανάπτυξης εμπορικών σημάτων και των επενδύσεων με το να καθοριστεί αν η επέκταση σε νέα εμπορικά σήματα αυξάνει την αξία της αγοράζουσας εταιρείας. Πρακτικός σκοπός είναι τα αποτελέσματα που θα εξαχθούν να φανούν χρήσιμα σε στελέχη τα οποία εμπλέκονται στην πραγματοποίηση εξαγορών. Μεγάλες συμφωνίες από εταιρείες εγνωσμένης αξίας όπως οι Philips, EMC, Adidas, Louis Vuitton, PepsiCo, Cisco & Unilever αποτελούν μέρος του δείγματος περιπτώσεων πάνω στο οποίο βασίζεται η μελέτη. Το επιθυμητό αποτέλεσμα είναι να γίνουν ορατές οι πτυχές μιας εξαγοράς μπορούν να είναι εξαιρετικά σημαντικές για τον αγοραστή.

1.5 ΟΡΟΛΟΓΙΑ & ΔΟΜΗ

Ένα επιχειρηματικό γεγονός θεωρείται εξαγορά όταν μία επιχείρηση αποκτά το δικαίωμα ελέγχου μίας άλλης επιχείρησης, μίας θυγατρικής εταιρείας που ανήκει σε άλλη επιχείρηση, ή επιλεγμένων περιουσιακών στοιχείων (DePamphilis, 2008). Στην παρούσα μελέτη όλες οι μελετώμενες εξαγορές είναι εξαγορές εμπορικών σημάτων, δηλαδή η εξαγορά μιας εταιρείας προκειμένου να αποκτηθεί ο έλεγχος ενός εμπορικού σήματος. Όταν γίνεται αναφορά σε **δημιουργία αξίας** εξετάζεται αν το χρηματιστήριο αντιδρά ασυνήθιστα θετικά στην ανακοίνωση μιας εξαγοράς δημιουργώντας έτσι αξία για τους μετόχους της αγοράζουσας εταιρείας (Hazelkorn, Zenner και Shivdasani, 2004).

Η μελέτη, είναι δομημένη ως εξής: Το κεφάλαιο 2 εξετάζει τη σχετική με τις εξαγορές βιβλιογραφία, την αξία ενός εμπορικού σήματος και πως αυτή δημιουργείται. Το κεφάλαιο 3 περιγράφει τη μεθοδολογία της παρούσας μελέτης και τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται για

να εξαχθούν συμπεράσματα. Το κεφάλαιο 4 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της ερευνητικής προσπάθειας καθώς και την ερμηνεία τους. Τέλος το κεφάλαιο 5 συνοψίζει τα σημαντικότερα ευρήματα και πορίσματα της μελέτης αναπτύσσοντας τη σημασία τους και τους περιορισμούς στους οποίους αυτά υπόκεινται.

Βιβλιογραφικές Αναφορές 1^ο Κεφαλαίου

Agrawal A., Jaffe J. F. & Mandelker G. N. (1992), “The post-merger performance of acquiring firms: a reexamination of an anomaly”, *Journal of Finance*, Vol. 47, 1605-1621

Asquith P., (1983), “Merger bids, uncertainty, and stockholder returns”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, 51-83

Asquith P. & Kim E. H. (1982), “The impact of merger bids on the participating firms’ security holders”, *Journal of Finance*, Vol. 37, 1209-1228

Baaij, M., Greevena, M. and Dalen, J.V. (2004), “Persistent Superior Economic Performance, Sustainable Competitive Advantage, and Schumpeterian Innovation: Leading Established Computer Firms, 1954-2000”, *European Management Journal*, Vol. 22 No. 5, pp. 517-531.

Bahadir S.C., Bharadwaj S.G. & Srivastava R.K. (2008), “Financial value of brands in mergers and acquisitions: is value in the eye of the beholder?”, *Journal of Marketing*, Vol. 72 (Nov.), 49-64

Bradley M., Desai A. & Kim E. H. (1998), “Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, 3-40

Carow K., Heron R. & Saxton T. (2004), “Do early birds get the returns? an empirical investigation of early-mover advantages in acquisitions”, *Strategic Management Journal*, Vol. 25, 563-585

Chatterjee S. (1992), “Sources of value in takeovers: synergy or restructuring implications for target and bidder firms”, *Strategic Management Journal*, Vol. 13, 267-286

Datta D. K., Pinches G. E. & Narayanan V. K. (1992), “Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: a meta-analysis”, *Strategic Management Journal*, Vol. 13, 67-84

DePamphilis D.M. (2008), *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Academic Press Advanced Finance Series, California

- Haleblian J., Devers C.E., McNamara G., Carpenter M.A. & Davison R.B. (2009), "Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: a review and research agenda", *Journal of Management*, Vol. 35, 469-503
- Hazelkorn T., Zenner M. & Shivdasani A. (2004), "Creating value with mergers and acquisitions", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.16, 81-90
- Jarrell G.A. & Poulsen A.B. (1989), "The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from 3 decades", *Financial Management*, Vol. 18(3), 12-19
- Keller K.L. (2003), "Brand Synthesis: The Multidimensionality of Brand Knowledge", *Journal of Consumer Research*, Vol. 29, No4
- Kusewitt J.B. (1985), "An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 6, 151-169
- Loderer C. & Martin K. (1992), "Postacquisition performance of acquiring firms", *Financial Management*, Vol. 21(3), 69-79
- Mahajan V., Rao V.R. & Srivastava R.K. (1994), "An approach to assess the importance of brand equity in acquisition decisions", *Journal of Product Innovation Management*, Vol. 11, 221-235
- Meyer, A.D. (1991), "What is strategy's distinctive competence?", *Journal of Management*, Vol. 17 No. 4, pp. 821-833.
- Powell, T.C. (2001), "Competitive advantage: logical and philosophical considerations", *Strategic Management Journal*, Vol. 22 No. 9, pp. 875-888.
- Schoemaker, P.J.H. (1990), "Strategy, complexity and economic rent", *Management Science*, Vol. 36 No. 10, pp. 1178-1192.
- Seth A. (1990), "Value creation in acquisitions: a re-examination of performance issues", *Strategic Management Journal*, Vol. 11, 99-115
- Seth A. (1990), "Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation", *Strategic Management Journal*, Vol. 11, 431-446
- Sigalas, C. and Pekka Economou, V. (2011), "Revisiting the Concept of Competitive Advantage: Problems and Fallacies Arizing from its Conceptualization". *Emerald Journal of Strategy and Management*.
- Wiggins, R.R. and Ruefli, T.W. (2002), "Competitive advantage: temporal dynamics and the incidence and persistence of superior economic performance", *Organization Science*, Vol. 13 No. 1, pp. 82-105.

2. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ ΚΑΙ ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ

Το θεωρητικό πλαίσιο πάνω στο οποίο βασίζεται η παρούσα μελέτη παρουσιάζεται και δικαιολογείται παρακάτω. Η βιβλιογραφική ανασκόπηση γίνεται κυρίως σε εργασίες που αφορούν τον τομέα των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Αναλύεται η φύση των εμπορικών σημάτων και ο τρόπος που αυτά αποτελούν δυνάμεις που επηρεάζουν τις αγορές. Αναπτύσσεται η σημασία της αξίας που αυτά φέρουν και πώς αυτή μπορεί να αποτελεί δείγμα ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος το οποίο είναι αντιληπτό από την ίδια την εταιρεία αλλά ακόμα σημαντικότερα από τους καταναλωτές.

Εξηγείται το πώς η διατήρηση και ενίσχυση της αξίας ενός εμπορικού σήματος εξασφαλίζει το παρόν και το μέλλον των επιδόσεων των εταιρειών και των μετοχών τους, κάνοντας έτσι σημαντική την όσο το δυνατόν καλύτερη αποτίμηση της αξίας τους και στρατηγικής σημασίας κίνηση την απόκτησή τους μέσω εξαγορών.

Συνεχίζοντας γίνεται ανάλυση της φύσης των εξαγορών ως επιχειρηματικά γεγονότα και τα κίνητρα που υπάρχουν πίσω από αυτές. Εξηγείται ποιοι μηχανισμοί ενεργοποιούνται από τις εξαγορές εντός της αγοράς αλλά και ενδοεταιρικά με σκοπό την αύξηση της αξίας των εταιρειών που συμμετέχουν. Παρουσιάζεται το πώς οι εξαγορές, αντιμετωπίζονται από το management των εταιρειών που συμμετέχουν σε αυτές και το πώς αυτές επηρεάζονται από το οικονομικό περιβάλλον.

Τέλος, παρουσιάζονται τα χαρακτηριστικά των εταιριών που εμπλέκονται σε εξαγορές και τα βασικά χαρακτηριστικά βάση των οποίων αναλύονται αυτές, προκειμένου να γίνουν ορατές οι υποθέσεις με τις οποίες θα ασχοληθεί η παρούσα μελέτη έτσι ώστε οδηγηθεί σε χρήσιμα συμπεράσματα.

2.1 ΕΜΠΟΡΙΚΑ ΣΗΜΑΤΑ ΚΑΙ Η ΑΞΙΑ ΤΟΥΣ

Η ανάπτυξη εμπορικών σημάτων υφίσταται για αιώνες, ως μέσο διαχωρισμού των αγαθών ενός παραγωγού από αυτά ενός άλλου (Keller, 2008). Συμφωνά με την American Marketing Association (AMA), το **εμπορικό σήμα** είναι ένα «όνομα, όρος, επιγραφή, σύμβολο, σχέδιο ή ο συνδυασμός των προαναφερθέντων που σα σκοπό να έχει να προσδιορίσει τα αγαθά και υπηρεσίες που διαθέτει μια εταιρεία ή ομάδα εταιρειών και να τα διαφοροποιήσει από αυτά του ανταγωνισμού». Τα εμπορικά σήματα είναι σημαντικά και για τις εταιρείες και για τους καταναλωτές; ως εκ τούτου είναι απαραίτητο για τις εταιρείες να μπορούν να υπολογίσουν την αξία τους. **Ως αξία εμπορικού σήματος** μπορεί να οριστεί ως η *παρούσα καθαρή αξία των πρόσθετων χρηματοροών*, που αποδίδονται σε ένα εμπορικό σήμα και την εταιρεία, στην οποία

αυτό ανήκει σε σχέση με ένα όμοιο προϊόν το οποίο δε διαθέτει εμπορικό σήμα και για το οποίο δεν έχουν γίνει προσπάθειες ανάπτυξης εμπορικού σήματος (Shocker and Weitz, 1988).

Όπως υπογραμμίζει ο Aaker (1996), η αξία του εμπορικού σήματος είναι μια σειρά περιουσιακών στοιχείων. Επομένως η διαχείριση της αξίας ενός εμπορικού σήματος συμπεριλαμβάνει επενδύσεις που σα σκοπό έχουν να δημιουργήσουν και να ενδυναμώσουν τα υφιστάμενα περιουσιακά στοιχεία. Αυτά τα περιουσιακά στοιχεία συμπεριλαμβάνουν την αφοσίωση των καταναλωτών στο εμπορικό σήμα, την αναγνωρισιμότητα του εμπορικού σήματος, την αντιληπτή ποιότητα, τους νοητούς συσχετισμούς, που αυτό δημιουργεί καθώς και το συγκριτικό πλεονέκτημα που αυτό εκφράζει. Καθένα από τα παραπάνω περιουσιακά στοιχεία δημιουργεί αξία με πολλούς διαφορετικούς τρόπους, οπότε κάποιος που θέλει να σχεδιάσει στρατηγικές ανάπτυξης ενός εμπορικού σήματος θα πρέπει να τα έχει υπόψη του. Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί ότι αυτά τα περιουσιακά στοιχεία για να αυξήσουν την αξία του εμπορικού σήματος θα πρέπει να συνδεθούν άρρηκτα με το όνομα και το σύμβολο του εμπορικού σήματος.

Η αξία ενός εμπορικού σήματος είναι σημαντική σε δύο επίπεδα (Chu and Keh, 2006): στο μικροοικονομικό ή το επίπεδο του καταναλωτή, όπου επηρεάζει την καταναλωτική συμπεριφορά του, όπως για παράδειγμα την πρόθεση του να προβεί σε αγορές, και το μακροοικονομικό ή επιχειρηματικό επίπεδο, όπου επηρεάζει τις αντιλήψεις των επενδυτών και των οικονομικών αναλυτών όπου μπορεί να έχει καθοριστική επίδραση στη διαμόρφωση των τιμών της μετοχής των εταιρειών (Simon and Sullivan, 1993). Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω οι εταιρείες πληρώνουν τεράστια ποσά, προκειμένου να αποκτήσουν τα στοχευόμενα εμπορικά σήματα. Για παράδειγμα, η Hewlett-Packard αξιολόγησε σε \$1.5 δις τα εμπορικά σήματα της Compaq, πριν πραγματοποιήσει μια εξαγορά συνολικής αξίας \$24 δις. Σε μία τέτοια συναλλαγή η αγοράζουσα εταιρεία προσπαθεί να αποκτήσει την αξία, ενός στοχευόμενου εμπορικού σήματος κάνοντας την μέρος των δικών της άυλων περιουσιακών στοιχείων ή καθαρής θέσης. Η υπό διερεύνηση σχετική βιβλιογραφία θα ταξινομηθεί ως κάτωθι: Πρώτα θα παρουσιαστούν τα οφέλη που αποφέρει η αξία του εμπορικού σήματος για την εταιρεία. Κατόπιν θα παρουσιαστούν και θα αναλυθούν οι θεωρίες που αφορούν τη σχέση μεταξύ της δημιουργίας εμπορικών σημάτων και των επιδόσεων της εταιρείας και τελικά θα παρουσιαστεί το πώς οι αγορές εκτιμούν την αξία του εμπορικού σήματος. Είναι πολύ σημαντικό να κατανοήσουμε το θεωρητικό πλαίσιο πίσω από τα εμπορικά σήματα και την αξία τους, προκειμένου να

καταλάβουμε το λόγο για τον οποίο οι εταιρείες ενδιαφέρονται να εξαγοράσουν εμπορικά σήματα προκειμένου να επιτύχουν εξωτερική ανάπτυξη.

2.1.1 Οφέλη από την αξία των εμπορικών σημάτων

Προκειμένου να κατανοήσουμε καλύτερα το λόγο για τον οποίο οι εταιρείες προχωρούν σε εξαγορές εμπορικών σημάτων ως μέσο επίτευξης ανάπτυξης και ενδυνάμωσης της θέσης τους στον ανταγωνισμό, είναι απαραίτητο να παρουσιάσουμε τη σχετική βιβλιογραφία η οποία ασχολείται με τις συνέπειες που έχει η αξία του εμπορικού σήματος για την εταιρεία αλλά και τον καταναλωτή. Τα οφέλη από την αξία του εμπορικού σήματος συνοψίζονται στον πίνακα 1.

Πίνακας 1: Οφέλη από την αξία των εμπορικών σημάτων

Ομάδα ενδιαφέροντος	Οφέλη
Καταναλωτές	Μειωμένοι αναμενόμενοι κίνδυνοι Αυξημένη εμπιστοσύνη στην απόφαση αγοράς Ενδυνάμωση της αντιληπτής ικανοποίησης Θετική επίδραση στην αγοραστική συμπεριφορά
Εταιρείες	Ενδυνάμωση αξίας Δημιουργία εμποδίων στην είσοδο νέων ανταγωνιστών

Όσον αφορά τους **καταναλωτές**, υπογραμμίζονται τέσσερις κύριες επιπτώσεις που αναφέρονται στην σχετική με την αξία των εμπορικών σημάτων βιβλιογραφία. Ξεκινώντας πρέπει να αναφερθεί ότι η αξία ενός εμπορικού σήματος σημαίνει για τον καταναλωτή μειωμένο ρίσκο, όσον αφορά στην αγοραστική απόφαση (Guerrero et al., 2000; Lassar, Mittal and Sharma, 1995). Εξάλλου, η αξία του εμπορικού σήματος αυξάνει την νοητή εμπιστοσύνη του καταναλωτή για την αγοραστική του απόφαση (Aaker, 1996). Καθώς ο καταναλωτής συχνά δε διαθέτει όλα τα απαραίτητα μέσα (χρόνο, πληροφόρηση ή κίνητρο) , η αξία του εμπορικού σήματος μπορεί να διευκολύνει την αγοραστική απόφαση αυξάνοντας το επίπεδο της εμπιστοσύνης του καταναλωτή σε αυτή (Aaker, 1996; Keller, 2003). Η τρίτη επίπτωση της καθαρής αξίας του εμπορικού σήματος είναι ότι επηρεάζει το αναμενόμενο επίπεδο ικανοποίησης από τη χρήση του προϊόντος. Αυτή η επιρροή αναφέρεται στη νοητή διαδικασία που συμβαίνει όταν ένας καταναλωτής συγκρίνει τα αποτελέσματα της χρήσης προϊόντων ενός συγκεκριμένου εμπορικού σήματος σε σχέση με τις προσδοκίες του (Cadotte, Woodruff, and

Jenkins, 1987; Oliver 1980), και την ψυχολογική κατάσταση που δημιουργεί η χρήση του (Oliver, 1999). Τέλος και πιθανόν το πιο σημαντικό είναι ότι η πρόσθετη αξία του εμπορικού σήματος θα επηρεάσει θετικά την αγοραστική συμπεριφορά (Aaker, 1991; Keller, 1993; Farquhar, 1989; Guerrero et al. 2000).

Όσον αφορά τις **εταιρείες**, η καθαρή αξία του εμπορικού σήματος παρέχει δύο σημαντικά πλεονεκτήματα. Πρώτον, επιτρέπει την ενσωμάτωση μοναδικών συνειρμών και νοήματος στο εμπορικό σήμα ενισχύοντας έτσι την αξία του στα μάτια του καταναλωτή. Η υψηλή αξία του εμπορικού σήματος σηματοδοτεί την υψηλή ποιότητα των προϊόντων που το φέρουν κάτι που οδηγεί σε επαναλαμβανόμενες αγορές από ικανοποιημένους πελάτες (Erdem and Swait, 1998). Για την ίδια την εταιρεία αυτή η αφοσίωση των πελατών παρέχει ασφαλείς προβλέψεις της ζήτησης και επακόλουθα δημιουργεί εμπόδια εισόδου άλλων εταιρειών στην εν λόγω αγορά. Πρόσθετα, παρ' όλο που οι παραγωγικές διαδικασίες και ο σχεδιασμός προϊόντων μπορεί να αντιγραφεί σχετικά εύκολα, η θέση του εμπορικού σήματος στο μυαλό των καταναλωτών η οποία προέρχεται από μία σειρά προωθητικών ενεργειών και από την εμπειρία χρήσης του προϊόντος είναι δύσκολο να αναπαραχθούν, συνεπώς η αξία του εμπορικού σήματος εκφράζει ένα ανεκτίμητο και άυλο περιουσιακό στοιχείο (Keller, 2008). Ως αποτέλεσμα η αξία του εμπορικού σήματος παρέχει την ασφάλεια διατηρήσιμων μελλοντικών εσόδων για την εταιρεία (Bymer, 1991). Όπως τονίζει ο Keller (2008), για αυτούς τους λόγους τεράστια ποσά, που συχνά είναι πολλαπλάσια των εσόδων που αποδίδονται σε ένα εμπορικό σήμα, δαπανώνται για την απόκτηση εμπορικών σημάτων κατά τη διαδικασία συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οι διαχειριστές των εταιρειών έχουν την πεποίθηση ότι τα ισχυρά εμπορικά σήματα αποδίδουν μεγαλύτερα έσοδα και κέρδη για τις εταιρείες τους, τα οποία κέρδη με τη σειρά τους, δημιουργούν μεγάλη αξία για τους μετόχους. Συνεπώς η υπεραξία, η οποία πληρώνεται κατά την συναλλαγή που αφορά σε εξαγορές εμπορικών σημάτων δικαιολογείται από την απόκτηση της ευκαιρίας για μελλοντικά διατηρούμενα και αυξανόμενα κέρδη που θα προέλθουν από το αποκτηθέν εμπορικό σήμα αλλά και από την αποφυγή της σημαντικής δυσκολίας και του κόστους που ενέχει η δημιουργία ενός εξίσου δυνατού εμπορικού σήματος.

2.1.2 Ανάπτυξη Εμπορικού Σήματος και Επιδόσεις των Εταιρειών

Πολλοί ερευνητές έχουν αναφέρει τη σχέση μεταξύ της ανάπτυξης εμπορικών σημάτων και της οικονομικής επίδοσης της εταιρείας (Madden, Fehle, Fournier, 2006). Οι Kerin and Sethuraman (1998) εξέτασαν εταιρείες που συμπεριλαμβάνονταν στον κατάλογο Interbrand του 1995 και 1996 με τίτλο «Τα Εμπορικά Σήματα με τη Μεγαλύτερη Αξία» (Most Valued Brands) και βρήκαν θετική συσχέτιση μεταξύ της αξίας του εμπορικού σήματος και της χρηματοοικονομικής απόδοσης. Πρόσθετα οι, Barth, Clement, Foster και Kaszkik (1998) αναφέρουν ότι η αξία του εμπορικού σήματος, όπως αυτή μετράται από την λίστα της Interbrand, παρουσιάζει σημαντική θετική συσχέτιση με τις τιμές των μετοχών και τις αποδόσεις. Οι Simon και Sullivan (1993) ανέπτυξαν τη δική τους μονάδα μέτρησης για να μετρήσουν την αξία του εμπορικού σήματος και ακολούθως απέδειξαν στη μελέτη τους ότι η αξία του εμπορικού σήματος αποτελεί ένα μεγάλο ποσοστό (πάνω από 151%) της αξίας υποκατάστασης ή αντικειμενικής αξίας πολλών επιχειρήσεων.

Η πιο γνωστή έρευνα πάνω στο συγκεκριμένο θέμα, εκπονήθηκε από τους Aaker και Jacobson (1994) και εξετάζει αν η αξιολόγηση της ποιότητας ενός προϊόντος μπορεί να δώσει πληροφόρηση για τις τιμές των μετοχών μιας εταιρείας πέρα από αυτή που εμπεριέχεται στα στοιχεία της απόδοσης της επένδυσης (ROI). Οι εν λόγω ερευνητές χρησιμοποίησαν το σύστημα αντιληπτής ποιότητας προϊόντων 11 σημείων της EquiTrend ως δείκτη της καθαρής αξίας του εμπορικού σήματος και την τιμή της μετοχής ως δείκτη εταιρικής αξίας, προκειμένου να δημιουργήσουν ένα πίνακα δεδομένων ο οποίος αποτελείται από 34 εισηγμένες εταιρείες του 1991 και 1993 και μετέπειτα, ανέλυσαν τις ετήσιες τιμές των μετοχών συναρτήσει των προσδοκώμενων αποδόσεων των επενδύσεων και την αξία του εμπορικού σήματος, οι ερευνητές υποθέτουν ότι οι επενδυτές γνωρίζουν τις τάσεις αυτών των μεταβλητών και έτσι μόνο απρόβλεπτα επιχειρηματικά γεγονότα και αποκλίσεις από αυτές τις τάσεις μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές των μετοχών. Οι Aaker και Jacobson βρήκαν στατιστικώς σημαντικούς θετικούς συσχετισμούς μεταξύ των αλλαγών στην αντιληπτή ποιότητα και στη διακύμανσή των τιμών των μετοχών, φτάνοντας έτσι στο συμπέρασμα ότι οι μεταβλητές που μετρούν την ποιότητα των προϊόντων είναι εξίσου σημαντικές με τις μεταβλητές που μετρούν την απόδοση επί των επενδύσεων (ROI). Η μελέτη τους έχει αναγνωριστεί ευρέως ότι παρέχει σημαντικές αποδείξεις ότι τα εμπορικά σήματα και η αξία τους είναι ικανή να δημιουργήσει υπεραξία για τους μετόχους. Ο Pettis (1995) αναφέρει ότι: «Η έρευνα των Aaker και Jacobson's δείχνει ότι η ανάπτυξη εμπορικών σημάτων ... απέδωσε όταν αυτό είχε πραγματική σημασία ... για τους μετόχους». Για να συνοψίσουμε, υπάρχουν σαφείς αποδείξεις στην βιβλιογραφία του

Marketing και των επενδύσεων ότι τα εμπορικά σήματα παράγουν υπεραξίες για τους μετόχους των εταιρειών και έτσι οι εξαγορές μοιάζουν να είναι μία βιώσιμη στρατηγική που οδηγεί σε υψηλότερη κερδοφορία και ανάπτυξη. Το επόμενο κεφάλαιο αναλύει το πώς οι αγορές εκτιμούν την αξία του εμπορικού σήματος.

2.1.3 Πώς οι Αγορές Αξιολογούν την Αξία του Εμπορικού Σήματος

Καταρχήν, η χρηματοοικονομική αξία μιας εταιρείας βασίζεται στη συνολική αξία που δημιουργούν τα περιουσιακά της στοιχεία, τα οποία είναι είτε υλικά είτε άυλα. Τα υλικά περιουσιακά στοιχεία κατατάσσονται σε τρεις κατηγορίες, συγκεκριμένα σε (1) ακίνητη ιδιοκτησία και εξοπλισμό, (2) τρέχοντα περιουσιακά στοιχεία, όπως χρεόγραφα και ρευστά διαθέσιμα, και (3) επενδύσεις σε μετοχές και άλλους τίτλους μακροχρόνιας απόδοσης. Αυτές οι τρεις κατηγορίες αντικατοπτρίζουν την φυσική αξία της εταιρείας. Από την άλλη πλευρά, ως άυλα περιουσιακά στοιχεία ορίζονται όλοι οι παραγωγικοί παράγοντες που επιτρέπουν στην εταιρεία να εισπράττει πρόσθετες χρηματικές ροές πέρα από τα υλικά της περιουσιακά στοιχεία. Η αξία του εμπορικού σήματος είναι ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο και από την οπτική των χρηματοοικονομικών αγορών ορίζεται ως η πρόσθετη αξία που πηγάζει από τη συσχέτιση του εμπορικού σήματος με συγκεκριμένα προϊόντα ή υπηρεσίες (Simon and Sullivan, 1993).

Ο υπολογισμός της χρηματοοικονομικής αξίας μιας επιχείρησης εξαρτάται από την αξιολόγηση της αξίας τόσο των υλικών όσο και των άυλων στοιχείων. Η αξία των πρώτων εκτιμάται χρησιμοποιώντας λογιστικά βιβλία και επίσημες εκτιμήσεις. (Hirschey and Weygandt, 1985). Ωστόσο τέτοιου είδους λογιστικά μέτρα και σταθμά είναι ανεπαρκή για την αξιολόγηση της αξίας των άυλων κεφαλαίων. Οι δαπάνες για διαφήμιση, προώθηση, έρευνα & ανάπτυξη δεν αναφέρονται στον ισολογισμό των εταιρειών και επιπλέον τα έσοδα που αυτές αποφέρουν παρουσιάζονται μελλοντικά, δηλαδή όχι στις τρέχουσες ή παρελθούσες λογιστικές χρήσεις. Οι Simon και Sullivan (1993) προτείνουν τη χρήση οικονομικών κριτηρίων για την αξιολόγηση των άυλων κεφαλαίων, όπως τον υπολογισμό της διαφοράς της συνολικής αξίας μιας επιχείρησης με την αξία των υλικών της περιουσιακών στοιχείων προκειμένου να καθοριστεί η αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων. Αυτή η προσέγγιση της αξιολόγησης εμπορικών σημάτων η οποία θεωρεί το εμπορικό σήμα ως μέρος των άυλων κεφαλαίων της επιχείρησης έχει σημαντικά πλεονεκτήματα. Πρώτον, αυτή η προσέγγιση έχει ισχυρά θεωρητικά και εμπειρικά θεμέλια στην θεωρία της ορθολογικής κεφαλαιαγοράς (*efficient-markets*) (Ross, 1983). Η θεωρία της ορθολογικής κεφαλαιαγοράς υποστηρίζει ότι σε μία καπιταλιστική αγορά που λειτουργεί καλά, οι τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν την

καλύτερη διαθέσιμη αμερόληπτη εκτίμηση της αξίας των κεφαλαίων μιας επιχείρησης. Με άλλα λόγια, η τιμή της μετοχής μιας εταιρείας σε οποιαδήποτε στιγμή αντικατοπτρίζει όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές αναμενόμενες χρηματοροές προς τους μετόχους.

Οι Simon και Sullivan (1993) παρουσιάζουν το πώς όλη η διαθέσιμη πληροφόρηση ενσωματώνεται στην τιμή της μετοχής. Υποστηρίζουν ότι οι νέες πληροφορίες δίνουν νέες ευκαιρίες στους επενδυτές. Για παράδειγμα, αν μία διαφημιστική καμπάνια αυξήσει τις αναμενόμενες μελλοντικές αποδόσεις για μία μετοχή, τότε αυτή η μετοχή είναι επί του παρόντος υποτιμημένη. Αυτοί οι επενδυτές που θα θεωρήσουν την διαφημιστική καμπάνια επιτυχημένη, θα αγοράσουν άμεσα αυτή τη μετοχή, κατά συνέπεια η ζήτηση για τη μετοχή θα αυξηθεί γεγονός που θα αυξήσει την τιμή της μετοχής μέχρι εκείνο το σημείο όπου θα αντικατοπτρίζονται πλέον οι αναμενόμενες μελλοντικές αποδόσεις. Παρομοίως, αν μια εταιρεία αποκτήσει ένα εμπορικό σήμα και αυτό κριθεί ευνοϊκά από τους επενδυτές, τότε η τιμή της μετοχής της αγοράζουσας εταιρείας θα αυξηθεί ενσωματώνοντας μέρος της αξίας του νεοαποκτηθέντος εμπορικού σήματος δημιουργώντας έτσι αξία για την αγοράζουσα εταιρεία και πιθανότατα και για την αγοραζόμενη.

2.2 ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Οι εξαγορές είναι κυρίως στρατηγική ανάπτυξης. Όταν αναφερόμαστε σε στρατηγικές ανάπτυξης εννοούμε τις στρατηγικές αυτές που βοηθούν στην επέκταση των δραστηριοτήτων των εταιρειών. Οι στρατηγικές ανάπτυξης χωρίζονται σε εσωτερικής ανάπτυξης, όπου οι εταιρείες αναπτύσσονται επεκτείνοντας τις δραστηριότητες τους τοπικά αλλά και παγκόσμια, και σε εξωτερικής ανάπτυξης όπου οι εταιρείες αναπτύσσονται μέσω συγχωνεύσεων, εξαγορών και στρατηγικών συμμαχιών. Επιπλέον, υπάρχουν δύο τύποι εξαγορών, οι οριζόντιες εξαγορές όπου μια εταιρεία εξαγοράζει μία άλλη που δραστηριοποιείται στην ίδια ή παρόμοια βιομηχανία και τις κάθετες εξαγορές όπου η αγοράζουσα και αγοραζόμενη εταιρεία ανήκουν στην ίδια βιομηχανία αλλά ασχολούνται με διαφορετικό κομμάτι της παραγωγικής διαδικασίας. Η πτυχή των συγχωνεύσεων και εξαγορών που έχει ερευνηθεί περισσότερο από οποιαδήποτε άλλη είναι αυτή των κινήτρων και των καθοριστικών παραγόντων που κρίνουν το αποτέλεσμα ενός τέτοιου επιχειρηματικού γεγονότος. Αρχικά θα παρουσιαστεί μία επισκόπηση των κυριότερων κινήτρων που ωθούν σε εξαγορές, με έμφαση σε αυτά που αποτελούν αίτιο δημιουργίας υπεραξιών. Τα πιο συνήθη αίτια εξαγορών παρουσιάζονται στον πίνακα 2.

Πίνακας 2: Κίνητρα εξαγορών

Κατηγορία κινήτρων	Κίνητρα
Δημιουργία αξίας	Αύξηση της δύναμης της εταιρείας στην αγορά Αύξηση της αποδοτικότητας Ανασύνταξη πόρων Βελτιωμένη διοίκηση των εξαγοραζόμενων εταιρειών Διαφοροποίηση διάχυση επιχειρηματικού ρίσκου
Διοικητικά ,Εγωιστικά	Υψηλότεροι μισθοί, bonus και παροχές Λόγοι αυτοεκπλήρωσης, ματαιοδοξίας Αμυντική τακτική της στοχευόμενης εταιρείας
Περιβαλλοντικοί παράγοντες	Αβεβαιότητα περιβάλλοντος και κανονισμοί Μιμητική συμπεριφορά Ανεξαρτησία πόρων Σχέσεις δικτύου
Χαρακτηριστικά εταιρείας	Απόκτηση εμπειρίας εξαγορών Εταιρική στρατηγική

2.2.1 Τα Συνήθη Κίνητρα των Εξαγορών

A. Δημιουργία αξίας

Μέσω των εξαγορών οι αγοράζουσες εταιρείες προσπαθούν να δημιουργήσουν αξία με πολλούς τρόπους. Αρχικά η αγοράζουσα εταιρεία μπορεί να δημιουργήσει αξία αυξάνοντας τη δύναμη της στην αγορά. Αύξηση της δύναμης στην αγορά μπορεί να θεωρηθεί η προσπάθεια να εξαχθεί περισσότερη αξία από τους πελάτες (Haleblian et al. 2009). Βασικά η δύναμη που μια εταιρεία κατέχει μέσα σε μία αγορά είναι η ικανότητα που έχει να ελέγχει την τιμή, την ποσότητα ή ακόμα και τη φύση των προσφερόμενων προϊόντων δημιουργώντας έτσι υπέρμετρα κέρδη (Seth 1990). Ο Stigler (1968) υποστηρίζει ότι στις οριζόντιες εξαγορές η αύξηση δύναμης στην αγορά έχει επίπτωση στα κέρδη όλων των συμμετεχόντων μέσω των παρενεργειών που μπορεί να παρουσιαστούν στα έσοδα λόγω των μεγαλύτερων ευκαιριών για συνεννόηση και συμπαιγνία. Επιπλέον, οι εξαγορές μπορούν να αποφέρουν αυξημένη κερδοφορία λόγω της αυξημένης δύναμης στην αγορά μέσω της εφαρμογής ανταναγωνιστικών πρακτικών όπως οι αμοιβαίες συμφωνίες συνεκμετάλλευσης πόρων σε

περιόδους ανάγκης και οι συνδεδεμένες πωλήσεις (οπού ο αγοραστής / λιανέμπορος μαζί με την αγορά ενός δημοφιλούς προϊόντος υποχρεούται και στη αγορά συγκεκριμένης ποσότητας άλλου λιγότερου δημοφιλούς προϊόντος της ίδιας εταιρείας) (Lorie και Halpern, 1970). Αυτοί οι μηχανισμοί προκειμένου να δημιουργήσουν αυξημένα έσοδα θα πρέπει να βασίζονται στην ανεξάρτητη λειτουργία των επιχειρηματικών μονάδων κάτι που συνήθως συμβαίνει στις οριζόντιες εξαγορές. Στην οικονομική θεωρία του ολιγοπωλίου η κυρίαρχη εταιρεία του κλάδου έχει συνήθως τη δυνατότητα να αυξάνει το γενικό επίπεδο τιμών μέσω οριζοντίων εξαγορών.

Το φαινόμενο της δημιουργίας αξίας, η οποία οφείλεται σε εξαγορές ερευνήθηκε για πρώτη φορά στην οικονομική βιβλιογραφία με το να μετρηθεί η αντίδρασή της τιμής των μετοχών των ανταγωνιστριών εταιρειών κατά την πραγματοποίηση οριζοντίων εξαγορών χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων, προκειμένου να αναλυθεί αν ισχύει η υπόθεση ότι όταν υπάρχουν λιγότερες εταιρείες σε μια βιομηχανία τότε έχουν μεγαλύτερη δύναμη να επηρεάσουν το επίπεδο των τιμών. Τα πρώτα ευρήματα αυτών των ερευνών απέτυχαν να επιβεβαιώσουν ότι η δύναμη μιας εταιρείας συσχετίζεται με την πραγματοποίηση εξαγορών (Eckbo, 1983; Stillman, 1983). Ωστόσο, η εγκυρότητα αυτών των ευρημάτων είναι υπό αμφισβήτηση καθώς οι εταιρείες που εξετάστηκαν ήταν πολύ μεγάλες με μεγάλη γκάμα προϊόντων και έτσι τα έσοδα τα οποία προέρχονταν από την επηρεαζόμενη αγορά εκπροσωπούσαν ένα μικρό ποσό από τα συνολικά έσοδα, πρόσθετα κατά την περίοδο που έγινε η δειγματοληψία επικρατούσε ισχυρή αντιμονοπωλιακή νομοθεσία. Παρ' όλα αυτά, σε μία άλλη μελέτη ο Prager (1992) εντόπισε ότι οι τιμές των μετοχών των ανταγωνιστών στην σιδηροδρομική βιομηχανία αυξήθηκαν μέσα στην εβδομάδα οπού ανακοινώθηκαν εξαγορές. Σε παρόμοια μελέτη οι Kim και Singal (1993) ανακάλυψαν ότι οι τιμές που χρέωναν οι αερομεταφορείς που συγχωνεύονταν είχαν αυξηθεί σε σύγκρισή με αυτές των εταιρειών που δεν επηρεάστηκαν από την εν λόγω συναλλαγή. Λαμβάνοντας υπόψη, τις προαναφερθείσες μελέτες μπορούμε να θεωρήσουμε ότι η αύξηση της δύναμης της εταιρείας στην αγορά αποτελεί κίνητρο για εξαγορές.

Άλλος ένας τρόπος, με τον οποίο οι εταιρείες που πραγματοποιούν εξαγορές προσπαθούν να δημιουργήσουν αξία είναι μέσω της αύξησης της αποδοτικότητας. Μία τέτοια αύξηση είναι εφικτή μέσω της δημιουργίας οικονομιών κλίμακας η οικονομιών εύρους (Seth, 1990). Οικονομίες κλίμακας μπορούν να επιτευχθούν σε διάφορες λειτουργίες των δύο εταιρειών. Για παράδειγμα κατά την παραγωγή οι εταιρείες μπορεί να χρησιμοποιούν παρόμοιες πρώτες ύλες ή συστατικά. Επιπλέον οικονομίες κλίμακας μπορεί να παρουσιαστούν σε άλλες εταιρικές

λειτουργίες όπως η διαφήμιση, η διανομή και η έρευνα και ανάπτυξη (Porter, 1980). Εδώ θα πρέπει να αναφερθεί ότι λόγω της φύσης τους οι οικονομίες κλίμακας παρουσιάζονται μόνο σε εξαγορές σχετικών εταιρειών. Λειτουργικές οικονομίες κλίμακος μπορούν να εμφανιστούν είτε σε περιπτώσεις όπου η επιχείρηση παράγει ένα μόνο προϊόν, γεγονός που ισχύει συνήθως σε οριζόντιες εξαγορές είτε σε περιπτώσεις όπου η επιχείρηση παράγει πολλά προϊόντα (Seth, 1990). Όταν τέτοιου είδους οικονομίες παρουσιάζονται σε επιχειρήσεις που παράγουν πολλά προϊόντα τότε θεωρούνται οικονομίες εύρους.

Οικονομίες κλίμακας και φάσματός παρουσιάζονται όταν το συνδυαστικό κόστος της παραγωγής δύο αγαθών από μία εταιρεία που διαθέτει πολλά προϊόντα είναι μικρότερο από το συνδυασμένο κόστος της παραγωγής, των ίδιων προϊόντων, αν αυτά παράγονταν από δύο εταιρείες που διαθέτουν μόνο ένα προϊόν. Προκειμένου να συμβεί αυτό πρέπει να υπάρχουν κοινοί πόροι οι οποίοι θα πρέπει να είναι δυνατόν να αξιοποιηθούν χωρίς επιπλέον κόστος κατά την παραγωγή παραπάνω του ενός αγαθών (Baumol et al. 1982). Τέτοιου είδους αύξηση της αποδοτικότητας αναμένεται να εμφανιστεί μόνο σε περίπτωση εξαγορών από παρόμοιες εταιρείες (Seth 1990). Συνήθως, τόσο ο αγοραστής όσο και η εξαγοραζόμενη εταιρεία διαθέτουν συμπληρωματικές ικανότητες οι οποίες όταν συνδυαστούν παράγουν αξία για την εταιρεία. Από την άλλη μεριά για τις εταιρείες οι οποίες είναι διαφορετικές, είναι εξαιρετικά αμφίβολο ότι θα καταφέρουν να δημιουργήσουν τέτοιου είδους αύξηση αποδοτικότητας λόγω της εντελώς διαφορετικής φύσης των προϊόντων που συνδυάζονται (Hughes et al., 1980).

Υπάρχουν ερευνητές, που εκφράζουν την άποψη ότι, τα διευθυντικά στελέχη θεωρούν τις οριζόντιες εξαγορές ως μέσο διευκόλυνσης αναδιάταξης πόρων προκειμένου να δημιουργηθούν οικονομίες εύρους. Οι Capron, Dussauge και Mitchell (1998) υπογραμμίζουν ότι οι οριζόντιες εξαγορές οδήγησαν σε σημαντική αναδιάταξη πόρων μεταξύ των εμπλεκόμενων εταιρειών. Επιπλέον οι King, Slotegraaf και Kesner (2008) έδειξαν ότι οι μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία μπορούσαν να αποδοθούν στη συμπληρωματικότητα των πόρων που διέθεταν οι εμπλεκόμενες εταιρείες. Οι Karim και Mitchell (2000) υποστηρίζουν ότι οι αγοράζουσες εταιρείες καταφέρνουν να αυξήσουν το εύρος των πόρων που διαθέτουν μέσω της ενδυνάμωσης των ήδη διαθέσιμων ή μέσω της προσθήκης νέων. Επίσης η εξαγορά εταιρειών μπορεί να διευρύνει τους διαθέσιμους πόρους μέσω της απόκτησης νέων τεχνολογιών και κεφαλαίων επιτυγχάνοντας έτσι την καινοτομία.

Υπάρχουν διάφοροι τύποι πόρων τους οποίους διαθέτουν οι εταιρείες. Όσον αφορά στη συγκεκριμένη μελέτη, οι πόροι που αφορούν το marketing θεωρούνται ως ένα σημαντικό υποσύνολο (Day, 1994; Karferer, 1992). Μέσω των εξαγορών οι εταιρείες καταφέρνουν να αποκτούν νέους πόρους που αφορούν το marketing, συμπεριλαμβανομένων εμπορικών σημάτων τα οποία παρέχουν δυνατότητες πωλήσεων τις οποίες οι εταιρείες πολλές φορές κοπιάζουν πολύ για να αναπτύξουν εσωτερικά. Εξάλλου, οι εξαγορές επιτρέπουν στις αγοράστριες εταιρείες να αναδιατάξουν τις ισχυροποιημένες δυνάμεις marketing που δημιουργούν εντός της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείτε η αγοραζόμενη εταιρεία (Carron and Hulland, 1999). Κατά αυτό τον τρόπο, οι συγχωνευόμενες εταιρείες μπορούν να ισχυροποιήσουν τη θέση τους έναντι του ανταγωνισμού και να επιτύχουν βελτιωμένα οικονομικά αποτελέσματα. Οι Carron και Hulland εντοπίζουν ότι οι αγοράζουσες και αγοραζόμενες εταιρείες συχνά αναδιατάσσουν το marketing τους κατόπιν οριζοντίων εξαγορών. Τα περιουσιακά στοιχεία μάρκετινγκ είναι πιο πιθανόν να μεταφερθούν από τον αγοραστή στον στόχο, παρά τούμπαλιν.

Άλλοι ερευνητές υποστηρίζουν ότι οι εξαγορές μπορούν να αυξήσουν την αξία μέσω της τιμωρίας των μη αποτελεσματικών managers. Η θεωρία της πειθαρχίας στην αγορά (**Market discipline**) υποστηρίζει ότι οι εξαγορές μπορεί να προστατέψουν τους μετόχους από κακοδιαχείριση (Jensen and Ruback, 1983). Πράγματι, η έρευνα έχει αποδείξει ότι οι CEOs των αγοραζόμενων εταιρειών, συχνά εκδιώκονται μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς (Agrawal & Walkling, 1994). Πολλές φορές εταιρείες γίνονται στόχοι εξαγοράς προσπαθώντας να ξεφορτωθούν μη αποτελεσματικούς και ταυτόχρονα υψηλά αμειβόμενους managers προκειμένου να επιτύχουν εταιρική ανάκαμψη. Το θεώρημα της πειθαρχίας στην αγορά υπονοεί ότι οι κακοδιαχειριζόμενες επιχειρήσεις έχουν χαμηλή αξία με αποτέλεσμα να αναλαμβάνουν τη διαχείριση τους εταιρείες υψηλότερη αξίας.

Τέλος, άλλοι ακαδημαϊκοί αναφέρουν ότι οι εξαγορές μπορούν να δημιουργήσουν αξία μέσω της διαφοροποίησης του επιχειρηματικού ρίσκου. Όταν οι εταιρείες σχεδιάζουν την είσοδό τους σε μία νέα αγορά ή προϊόν, φαντάζει δυνατόν να μετριαστεί το ρίσκο αυτής της εισόδου μέσω μίας στρατηγικής συγχωνεύσεων και εξαγορών. Στην περίπτωση της εξαγοράς μιας επιχείρησης με διαφορετικό οικονομικό κύκλο, η εισοδηματική ροή του αγοραστή μπορεί να γίνει πιο σταθερή και η διακύμανση των αποδόσεων της εταιρείας να μειωθεί (Seth, 1990). Διάφοροι ερευνητές, (Reed and Luffman, 1986; Naylor and Taron, 1982; Hughes et al., 1980) έχουν υποστηρίξει ότι τέτοιου είδους «εξομαλύνσεις» πιθανότατα θα εκτιμηθούν θετικά από τους

επενδύτες. Ωστόσο, η οικονομική θεωρία αντικρούει αυτή την άποψη, καθώς σε υποθετικά τέλειες καπιταλιστικές αγορές αυτή η συγκέντρωση ρίσκου μπορεί να αναπαραχθεί και από άλλους επενδυτές με αποτέλεσμα να μην τους οδηγήσει τελικά σε ευνοϊκές εκτιμήσεις. Παρ' όλα αυτά, μία μελέτη από τους Levy και Sarnat (1970), δείχνει ότι οι εξαγορές μπορούν να δημιουργούν αξία μειώνοντας το συνολικό ρίσκο σε περιπτώσεις όπου η εξαγορά ενέχει διαφοροποίηση και σε περίπτωση που παρουσιάζονται ατέλειες στην αγορά (υψηλό κόστος απόκτησης πληροφορήσης, διαχείρισης μεγάλου όγκου κεφαλαίων και συναλλαγών). Αυτή η διαπίστωση είναι ιδιαίτερα σημαντική για τις εξαγορές μη σχετιζόμενων εταιρειών οι οποίες είθισται να έχουν μικρότερο βαθμό συσχετισμού μεταξύ των αποδόσεων των συνδυαζόμενων επιχειρήσεων.

B. Προσωπικό συμφέρον των Managers

Αν και οι περισσότερες εξαγορές γίνονται γιατί οι εταιρείες σκοπεύουν να δημιουργήσουν αξία, υπάρχουν μελέτες που δείχνουν ότι μερικές φορές οι εξαγορές γίνονται από managers που θέλουν να μειώσουν την αξία που απολαμβάνουν οι μέτοχοι προκειμένου να εξυπηρετήσουν το προσωπικό τους συμφέρον. Υψηλής βαθμίδας managers μπορεί να επιλέξουν τις εξαγορές προκειμένου να επιτύχουν μεγαλύτερους μισθούς και αποζημιώσεις. Σύμφωνα με τους Agrawal και Walkling (1994), στις βιομηχανίες εκείνες όπου οι αποζημιώσεις των CEO είναι υψηλές υπάρχει μεγαλύτερη δραστηριότητα σε εξαγορές. Επιπλέον οι αμοιβές των CEO, κατόπιν των εξαγορών, αυξάνουν ανεξάρτητα από τις επιδόσεις των εξαγορών μέσω χρηματικών κινήτρων όπως είναι τα πριμ (Grinstein και Hribar 2004). Επίσης, σύμφωνα με κάποιους ακαδημαϊκούς, η αυτοπεποίθηση των διαχειριστών και η ανάγκη για αυτοεκπλήρωση είναι ο κύριος λόγος πίσω από κάποιες εξαγορές (Haleblian et al. 2009). Οι Hayward και Hambrick (1997) κατέδειξαν ότι η «ύβρις» των CEO αύξησε τις υπεραξίες (premium) που κατεβλήθησαν κατά την εξαγορά, γεγονός που με τη σειρά του μείωσε την προστιθέμενη αξία της εξαγοράς.

Τέλος, ακόμα ένας λόγος που οι εξαγορές μπορεί να φθείρουν τον πλούτο των μετόχων είναι οι «αμυντικές κινήσεις» τις οποίες μπορεί να κάνει μια αγοραζόμενη εταιρεία προκειμένου να αποφύγει την επερχόμενη εξαγορά. Τέτοιες πρακτικές μπορεί να μειώσουν την αξία την οποία είχε εξ' αρχής σκοπό να εκμεταλλευτεί ο αγοραστής.

Γ. Περιβαλλοντικοί παράγοντες

Ο πρώτος περιβαλλοντικός παράγων που μπορεί να επηρεάσει τις εξαγορές είναι η αβεβαιότητα του περιβάλλοντος και οι υπάρχοντες κανονισμοί. Σύμφωνα με τον Folta (1998), η αβεβαιότητα του περιβάλλοντος αυξάνει την πιθανότητα συνεργασιών μέσω των εξαγορών. Σε μία άλλη μελέτη, οι Bergh και Lawless (1998) έδειξαν ότι οι εταιρείες με υψηλό βαθμό διαφοροποίησης ρέπουν περισσότερο προς τις εξαγορές προκειμένου να μειώσουν την αβεβαιότητα του περιβάλλοντος, με το αντίστροφο να ισχύει για τις εταιρείες εκείνες που έχουν χαμηλότερο βαθμό διαφοροποίησης. Από την άλλη μεριά, συγκεκριμένοι κανονισμοί μπορεί να ενθαρρύνουν ή να αποθαρρύνουν τις εξαγορές. Οι Rossi και Volpin (2004) έδειξαν ότι σε χώρες με ισχυρότερα λογιστικά πρότυπα και μέτρα προστασίας των μετόχων, οι εξαγορές είναι πιο συχνές.

Οι επιπλέον παράγοντες που επηρεάζουν τις εξαγορές είναι η μιμητική συμπεριφορά και η εξάρτηση από πόρους. Βασίζοντας την έρευνά τους σε συγχωνεύσεις που έγιναν εντός της ίδιας βιομηχανίας και λαμβάνοντας υπόψη τη θεωρία που θέλει μιμητισμό να παρουσιάζεται στο εσωτερικό οργανωτικών οντοτήτων, οι Stearns και Allan (1996) αναφέρουν ότι οι εταιρείες, που λειτούργησαν καινοτόμα καταφέροντας έτσι να προχωρήσουν σε εξαγορές που αποδείχτηκαν αυξανόμενα επιτυχημένες, σύντομα έγιναν παράδειγμα προς μίμηση από άλλες. Η θεωρία της εξάρτησης από πόρους υποστηρίζει ότι οι εταιρείες που επιθυμούν να επιτύχουν λειτουργική ανεξαρτησία είναι πολύ πιο πιθανόν να προχωρήσουν σε εξαγορές. Οι εταιρείες μπορεί να διαχειριστούν την εξάρτησή τους από συγκεκριμένους πόρους με το να τους αποκτήσουν μέσω εξαγορών (Pfeffer, 1972). Ως προέκταση της άποψης του Pfeffer, οι Casciagio και Piskorski (2005) αναφέρουν ότι η ανεξαρτησία μεταξύ δύο εταιρειών μπορεί να είναι ισχυρό κίνητρο για εξαγορές εταιρειών που μετέχουν σε άλλες βιομηχανίες.

Τέλος σημαντικός περιβαλλοντικός παράγοντας που επηρεάζει τις εξαγορές είναι η δικτύωση. Ο Haunschild (1993) δείχνει ότι οι managers, που είναι μέλη διαπλεκόμενων διευθύνσεων, έχουν την τάση να μιμούνται την εξαγοραστική συμπεριφορά τους σε όλους τους ρόλους που αναλαμβάνουν και σε όλες τις εταιρείες που κατά καιρούς απασχολούνται. Μια επιπλέον μελέτη που εκπονήθηκε από τους Haunschild και Beckman (1998) έδειξε ότι ο αριθμός των εξαγορών που έγινε από κάποιες εταιρείες ήταν θετικά συσχετισμένος με τον αριθμό εξαγορών που έγινε από τις εταιρείες με τις οποίες αυτές ήταν επιχειρηματικά διασυνδεδεμένες.

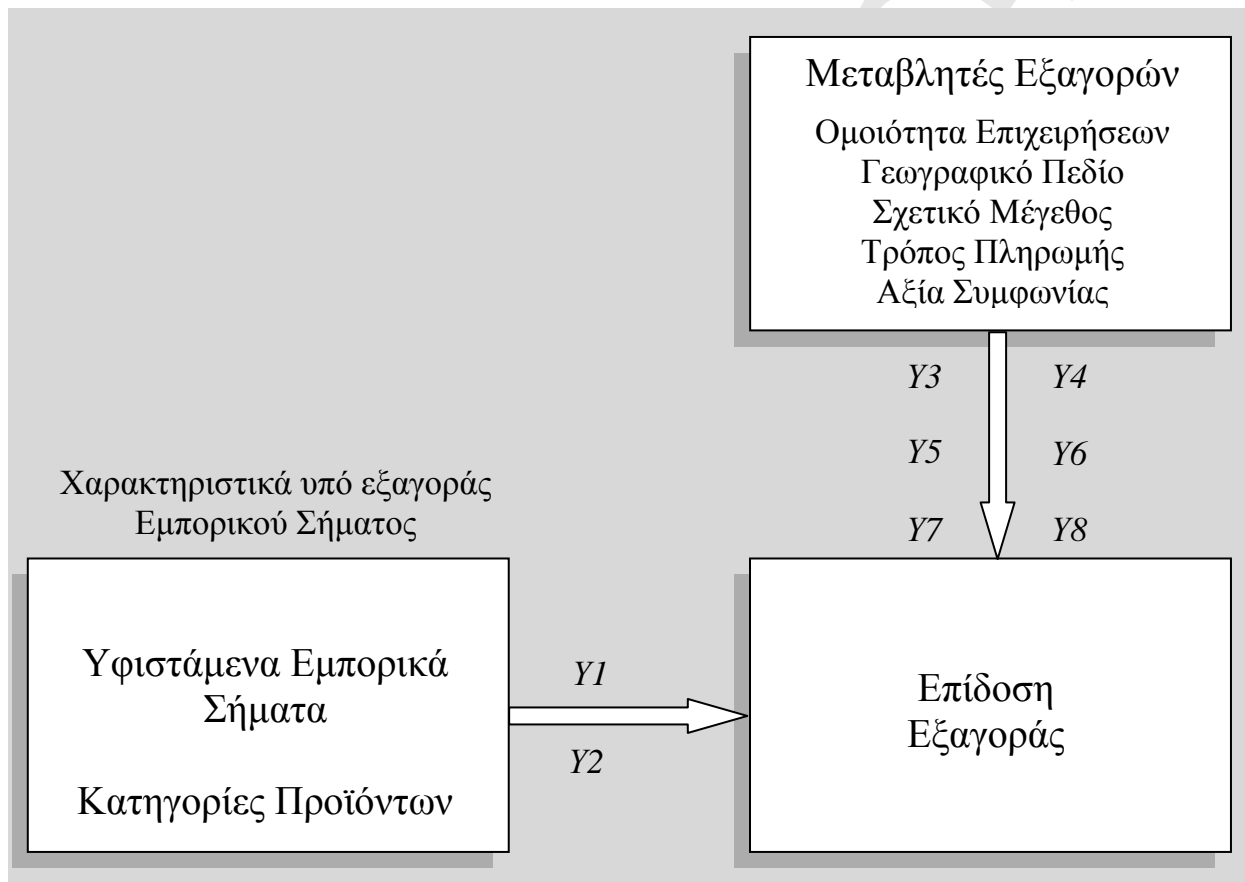
Δ. Χαρακτηριστικά εταιρείας

Οι λόγοι για την πραγματοποίηση μίας εξαγοράς μπορεί να εξηγούνται από συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της αγοράζουσας εταιρείας. Ένα από τα κυριότερα είναι η εμπειρία που η εταιρεία διαθέτει σχετικά με τις εξαγορές. Πρόκειται για ένα χαρακτηριστικό που έχει μελετηθεί από πολλούς ακαδημαϊκούς οι οποίοι ενδιαφέρονταν να ερευνήσουν το ρόλο που αυτή η εμπειρία παίζει ως κίνητρο εξαγορών. Δεδομένου ότι οι εξαγορές είναι στρατηγικά σημαντικές, με διακριτά αποτελέσματα και συμβαίνουν αρκετές φορές κατά τη διάρκεια του βίου μιας εταιρείας, οι ερευνητές έχουν τη δυνατότητα να αξιολογήσουν την επίδρασή τους στην βελτίωση των εταιρικών επιδόσεων. Οι μελέτες που ασχολήθηκαν με αυτό το θέμα, όπως αυτή των Heblbian, Kim & Rajagopalan (2006), κατέδειξαν ότι οι πρόσφατες εμπειρίες εξαγορών έχουν θετική συσχέτιση με την επακόλουθη συμπεριφορά της εταιρείας σχετικά με τις εξαγορές, ιδιαίτερα όταν αυτές οι εμπειρίες αποδείχθηκαν επωφελείς αποφέροντας θετικές επιδόσεις. Άλλοι ακαδημαϊκοί ανάλυσαν περαιτέρω τη φύση αυτής της σχέσης και έφτασαν στο συμπέρασμα ότι η εμπειρία σε εξαγορές συγκεκριμένου τύπου (π.χ. οριζόντιες ή κάθετες) επηρέασε την μελλοντική συμπεριφορά της εταιρείας προς ίδιου τύπου εξαγορές (Amburgey & Miner, 1992) και όπως είναι αναμενόμενο μείωσε την πιθανότητα εμπλοκής σε διαφορετικού τύπου εξαγορές (Yang & Hyland, 2006). Τέλος υποστηρίζεται ότι οι πρακτικές εμπειρίες ενθαρρύνουν την επαναλαμβανόμενη συμπεριφορά και ότι η γνώση που αποκτάται από την παρατήρηση των εξαγορών που πραγματοποιούν άλλες εταιρείες επηρεάζει και την συμπεριφορά του ίδιου του παρατηρητή.

Η στρατηγική και η τοποθέτηση της αγοράζουσας εταιρείας στην αγορά επίσης επηρεάζει τη συμπεριφορά προς τις εξαγορές. Για παράδειγμα, οι εταιρείες που ακολουθούν παγκόσμιες στρατηγικές έχουν υψηλότερη αναλογία θυγατρικών σε σχέση με αυτές που έχουν εγχώρια στόχευση στις εξαγορές πολυ-εγχώριων, ενώ οι τελευταίες παρουσιάζουν υψηλότερη αναλογία εξαγορών (Harzing 2002). Παρ' όλα αυτά οι Graebner και Eisenhardt (2004) ανακάλυψαν ότι όταν μία υπό εξαγορά εταιρεία αντιμετωπίζει σημαντικά στρατηγικά προβλήματα, π.χ. αναζητεί διαχειριστή ή κεφάλαια για να χρηματοδοτήσει τη λειτουργία της, είναι πιο πιθανόν να εξαγοραστεί σε αντίθεση με μία εταιρεία που δεν αντιμετωπίζει τέτοιου είδους δυσκολίες. Εδώ θα πρέπει να αναφερθεί ότι η έρευνα στο συγκεκριμένο θέμα είναι περιορισμένη και θα είχε ενδιαφέρον να διερευνηθεί το πώς άλλες εταιρικές στρατηγικές μπορεί να συνδέονται με την πιθανότητα μιας εξαγοράς.

2.3 ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΈΡΕΥΝΑΣ

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να ρίξει φώς στις δυνάμεις που δημιουργούν αξία κατά την εξαγορά μικρών εμπορικών σημάτων από μεγάλες εταιρείες. Έτσι λοιπόν, ένα πλήθος παραγόντων εξετάζεται και χωρίζεται σε δύο βασικές κατηγορίες, τα χαρακτηριστικά του υπό εξαγοράς εμπορικού σήματος συμπεριλαμβανομένων αυτών της ίδιας της εξαγοράς και της επίδρασής που αυτά έχουν στην επίδοση της εξαγοράς. Αυτές οι μεταβλητές και οι σχέσεις τους απεικονίζονται στο παρακάτω εννοιολογικό μοντέλο (σχήμα 1), το οποίο θα αποτελέσει τη βάση της εμπειρικής έρευνας η οποία αναλύεται εδώ. Κατά συνέπεια θα προκύψουν οι υποθέσεις οι οποίες θα πρέπει να αναλυθούν και να επιβεβαιωθούν.



Σχήμα 1: Εννοιολογικό Μοντέλο

2.3.1 Χαρακτηριστικά του Αγοραζόμενου Εμπορικού Σήματος

Η ποικιλία εμπορικών σημάτων που περιέχει το χαρτοφυλάκιο που διαχειρίζεται μια εταιρεία λειτουργεί ως σημαντικός δείκτης της μακροπρόθεσμης επίδοσης της εταιρείας. Σε περίπτωση που αυτό το χαρτοφυλάκιο έχει υψηλή διαφοροποίηση, τα έσοδα τείνουν να είναι υψηλότερα λόγω των καλύτερων ευκαιριών στόχευσής και τοποθέτησης στην αγορά, ταυτόχρονα βέβαια, το ίδιο συμβαίνει με τις δαπάνες marketing καθώς απαιτείται ξεχωριστή υποστήριξη των πωλήσεων για κάθε εμπορικό σήμα (Bahadir, Bharadwaj and Srivastava, 2008). Τα Εμπειρικά

στοιχεία σε σχέση με την επιρροή της μεγάλης ή μικρής διαφοροποίησης στις καθαρές επιδόσεις των εταιρειών είναι λιγοστά και αντιφατικά. Για παράδειγμα, οι Rao, Agarwal και Dahloff (2004) αναφέρουν ότι η εταιρική στρατηγική που αφορά τα εμπορικά σήματα, όπως αυτή της μικρής διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου (“branded house”) έχει υψηλότερη θετική επιρροή στις επιδόσεις μίας εταιρείας, όπως αυτή μετράται με το δείκτη Tobin’s q, σε σύγκριση με ένα χαρτοφυλάκιο μεγάλης διαφοροποίησης (“house of brands”). Από την άλλη μεριά, οι Morgan και Rego (2006) αναφέρουν ότι το μέγεθος του χαρτοφυλακίου και η επίδοση της εταιρείας (Tobin’s q) είναι θετικά συσχετισμένα.

Όσον αφορά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, τα χαρτοφυλάκια με μικρό βαθμό διαφοροποίησης παρέχουν λιγότερες ευκαιρίες για ανάπτυξη στην αγοράζουσα εταιρεία. Επιπλέον, ο μικρός βαθμός διαφοροποίησης ενός χαρτοφυλακίου εμπορικών σημάτων μειώνει τις επιλογές για επιπλέον επέκταση, καθώς μία τέτοια προσπάθεια αν εφαρμοστεί για τον περιορισμένο αριθμό εμπορικών σημάτων που διαθέτει το χαρτοφυλάκιο μπορεί να προκαλέσει αποδυνάμωση τους. Αντίθετα, στην περίπτωση που το χαρτοφυλάκιο της αγοραζόμενης εταιρείας έχει μεγαλύτερο βαθμό διαφοροποίησης τότε ο αγοραστής αποκτά μια ποικιλία στρατηγικών επιλογών όπως η αυξημένη ευελιξία και η δυνατότητα μόχλευσης της επέκτασης των εμπορικών σημάτων που διαθέτει. Ο αγοραστής έχει επίσης την ευκαιρία να αυξήσει τα έσοδα του με το να εισάγει τα νεοαποκτηθέντα εμπορικά σήματα σε νέες αγορές ή κατηγορίες προϊόντων. Ως αποτέλεσμα, η ύπαρξη τέτοιων προοπτικών επέκτασης θα αυξήσει το επίπεδο της αναμενόμενης αύξησης χρηματοροών που θα αποφέρει στον αγοραστή το αποκτηθέν χαρτοφυλάκιο, κάτι που θα προκαλέσει την αύξηση της αξίας που θα απολαύουν οι μέτοχοι της εταιρείας. Για παράδειγμα, όταν η AOL/Time Warner εξαγόρασε την IPC Media, ο Michael Pepe, CEO της Time International, υπογράμμισε ότι η IPC Media διέθετε ένα ισχυρό χαρτοφυλάκιο στην εκδοτική βιομηχανία κάτι που δημιουργούσε αξιόλογες ευκαιρίες επέκτασης (Brech, 2001). Πρόσθετα, όταν η VF εξαγόρασε την Vans, ο Mike Egeck, πρόεδρος της VF Outdoor (βορείου Αμερικής), εξέφρασε την άποψη ότι το έντονα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο της εταιρείας στόχου, η οποία δραστηριοποιούνταν στον τομέα των αθλητικών ειδών, παρείχε εξαιρετικές ευκαιρίες για επιπλέον ανάπτυξη. Ως εκ τούτου μπορούμε να συμπεράνουμε ότι παρουσία πολλών ευκαιριών, οι προσδοκίες των μετόχων της αγοράζουσας εταιρείας σχετικά με ρυθμό ανάπτυξης των χρηματοροών που θα αποφέρει η απόκτηση του στοχευόμενου χαρτοφυλακίου θα είναι υψηλότερες, καθώς επιπλέον έσοδα μπορεί να δημιουργηθούν μελλοντικά μέσω της μόχλευσης αυτών των ευκαιριών επέκτασης.

Η παρούσα μελέτη υποστηρίζει ότι ο αριθμός των εμπορικών σημάτων και κατηγοριών προϊόντων, στις οποίες αυτά ανήκουν, είναι θετικά συσχετισμένος με την επίδοση της εξαγοράς, όπως αυτή μετράται από τις σωρευτικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις που παρατηρούνται κοντά στην ημερομηνία πραγματοποίησης της εξαγοράς. Οι αυξημένες ευκαιρίες ανάπτυξης οι οποίες προέρχονται από την εξαγορά ενός κύριου εμπορικού σήματος, στο οποίο ανήκουν και άλλα μικρότερα ως προεκτάσεις του, είναι αναμενόμενο να εκτιμηθούν θετικά από τους μετόχους και έτσι να αυξηθεί η ζήτηση για τη μετοχή της αγοράζουσας εταιρείας κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος. Το αποτέλεσμα είναι υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις σε σύγκριση με αυτές που παρουσιάζονται κατά τις εξαγορές που έχουν σαν αντικείμενο την απόκτηση περιορισμένου αριθμού εμπορικών σημάτων τα οποία ανήκουν σε μικρότερο αριθμό κατηγοριών προϊόντων. Ως εκ τούτου οι βασικές υποθέσεις στις οποίες οδηγούμαστε είναι οι κάτωθι:

Υπόθεση 1: Ο αριθμός των εξαγοραζόμενων εμπορικών σημάτων που ανήκουν σε ένα κύριο μεγαλύτερο εμπορικό σήμα είναι θετικά συσχετισμένος με την επίδοση της εξαγοράς όπως αυτή μετράται από τις μη κανονικές αποδόσεις που απολαμβάνει η αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος.

Υπόθεση 2: Ο αριθμός κατηγοριών προϊόντων στις οποίες πωλούνται τα αγαθά που ανήκουν στα εξαγοραζόμενα εμπορικά σήματα είναι θετικά συσχετισμένος με την επίδοση της εξαγοράς όπως αυτή μετράται από τις μη κανονικές αποδόσεις που απολαμβάνει η αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος.

2.3.2 Χαρακτηριστικά Εξαγοράς

Λόγω του ότι η αγοράζουσα εταιρεία συχνά αποτυγχάνει να δημιουργήσει αξία κατά την πραγματοποίηση της εξαγοράς, υπάρχει αυξανόμενο ενδιαφέρον από μελετητές να ορίσουν τις συνθήκες οι οποίες αυξάνουν την πιθανότητα επιτυχίας της εξαγοράς. Οι παράγοντες αυτοί που θα παρουσιαστούν εδώ εν συντομία, θα ενσωματωθούν στο προτεινόμενο ερευνητικό μοντέλο το οποίο συνοψίζεται στον πίνακα 3.

A. Ομοιότητα εταιριών

Η συγγένεια των εταιριών, δηλαδή η ομοιότητα μεταξύ αγοράζουσας και αγοραζόμενης εταιρείας θεωρείται κρίσιμος παράγοντας για την επίδοση της εξαγοράς (Seth, 1990; Wang and Zajac, 2007) και λαμβάνεται υπόψη σε κάθε απόφαση που αφορά τη διαφοροποίηση (Pehrsson, 2006). Σύμφωνα με τον Lubatkin (1983), οι κατηγορίες συγγένειας μεταξύ επιχειρήσεων όσον αφορά τις εξαγορές και συγχωνεύσεις όπως ορίζονται από την Ομοσπονδιακή Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (FTC) είναι η οριζόντια, η κάθετη, προϊόντος, καθώς και στοχευμένης αγοράς. Το είδος της συγγένειας μπορεί να αποτελέσει δείκτη για το πόσο καλά μπορεί να αλληλοσυμπληρωθούν οι στρατηγικές της αγοράζουσας με αυτές της αγοραζόμενης επιχείρησης (αυτές οι κατηγορίες παρουσιάζονται στο παράρτημα Α). Το ποσοστό της στρατηγικής συμβατότητας μπορεί να δώσει στους managers που πραγματοποιούν μία εξαγορά μια ιδέα σχετικά με τις δυνατότητες της. Στην πράξη, οι περισσότεροι ακαδημαϊκοί χρησιμοποιούν τη διάκριση μεταξύ συγγενευσών και μη εξαγορών. Οι συγγενεύουσες εξαγορές διαθέτουν μεγάλο βαθμό ομοιότητας, μεταξύ της εξαγοράζουσας και της αγοραζόμενης επιχείρησης, ενώ οι μη συγγενεύουσες χαρακτηρίζονται από μικρό βαθμό ομοιότητας μεταξύ των εταιριών. Προκειμένου να μετρήσουμε την επιχειρηματική ομοιότητα χρησιμοποιούμε μία ποικιλία διαφόρων μέτρων και μεθόδων όπως αυτές έχουν καθιερωθεί στη βιβλιογραφία. Ο Seth (1990b) προτείνει να εκτιμούμε την ομοιότητα των επιχειρήσεων ανάλογα με το βαθμό σχετικότητας που έχουν οι επιχειρήσεις της αγοράζουσας και αυτές της αγοραζόμενης επιχείρησης όσον αφορά την παραγωγική διαδικασία, το marketing και τον τρόπο λειτουργίας. Οι Capron et al. (2001) προτείνουν να εκτιμείται η ομοιότητα των επιχειρήσεων σύμφωνα με το βαθμό στρατηγικής συμβατότητας μεταξύ των δύο εταιριών, όπως αυτή προκύπτει από το αν οι εταιρείες εξυπηρετούν τους ίδιους πελάτες, αν λειτουργούν σε παρόμοιες γεωγραφικές περιοχές και αν είναι ανταγωνίστριες. Συνήθως, στη βιβλιογραφία οι ομοιότητα των επιχειρήσεων αναφέρεται στην ομοιότητα μεταξύ βιομηχανιών στις οποίες αυτές ανήκουν. Η ομοιότητα βάσει της βιομηχανίας επιτρέπει ευκολότερη εκτίμηση της ομοιότητας των επιχειρήσεων, μέσω της χρήσης των κωδικών SIC ή NAICS των δύο επιχειρήσεων, και έτσι αυτή η μέθοδος χρησιμοποιείται ευρέως σε μελέτες που αφορούν συγχωνεύσεις και εξαγορές (e.g. Ramaswamy, 1997; Capron, 1999; Wang and Zajac, 2007).

Μία σειρά μελετών, που εκπονήθηκαν στα τέλη της δεκαετίας του '80 σε διάφορα ερευνητικά πεδία, όπως αυτό της βιομηχανικής οικονομικής οργάνωσης (Ravenscraft & Scherer, 1987), του στρατηγικού management (Chatterjee, 1986; Lubatkin, 1987) χρηματοοικονομικής διοίκησης (Choi & Philipatos, 1983) συμφωνούν ότι «όταν όλοι οι άλλοι

παράγοντες είναι ίσοι, η ύπαρξη κάποιας συγγένειας μεταξύ προϊόντων και αγορών είναι καλύτερη από την πλήρη απουσία της» (Lubatkin, 1987). Γενικά η πλειοψηφία της βιβλιογραφίας γύρω από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές υποστηρίζει ότι η απόκτηση σχετικών εταιρειών οδηγεί σε αυξημένες επιδόσεις μετά την εξαγορά (Kusewitt, 1985; Capon et al, 1988; Palich, Cardinal and Miller, 2000). Οι Finkelstein και Haleblan (2002) συμπέραναν ότι η ομοιότητα μεταξύ αγοράζουσας και αγοραζόμενης εταιρείας αύξησε τις αποδόσεις που προήλθαν από την αναγγελία της εξαγοράς δημιουργώντας κατά αυτόν τον τρόπο αξία. Η ομοιότητα των επιχειρήσεων επιτρέπει στους managers της αγοράζουσας εταιρείας, να αξιοποιήσουν την προϋπάρχουσα λογική καθώς και τις γνώσεις που ήδη διαθέτουν σχετικά με τους παράγοντες επιτυχίας στην αγορά που ανήκει η αποκτηθείσα εταιρεία (Prahalad and Bettis, 1986). Οι Hitt, Harrison και Ireland (2001) εκφράζουν την άποψή ότι η οικειότητα που έχουν οι managers με τη συγκεκριμένη βιομηχανία τους επιτρέπει να «μάθουν» την αγοραζόμενη εταιρεία με λιγότερη προσπάθεια και έτσι να διευκολυνθεί η ίδια η διαδικασία της εξαγοράς. Συμφωνώντας με αυτό το επιχείρημα, οι Roberts και Berry (1985) υποστηρίζουν ότι στις εξαγορές, όπου απαιτείται έντονη ανάμειξη των managers, η οικειότητα με την αγορά στην οποία δραστηριοποιείται η αγοραζόμενη εταιρεία είναι συνήθως το κλειδί για την επιτυχή της ενσωμάτωση. Επιπλέον η εμπλοκή σε εξαγορά μίας σχετικής εταιρείας μπορεί να δώσει στην αγοράζουσα εταιρεία την ευκαιρία μόχλευσης πόρων προς νέες επιχειρήσεις και δραστηριότητες όπου αυτοί είναι πιο πιθανόν να αποδώσουν λόγω της συνάφειας τους με την αγορά. Παρ' όλο που στη βιβλιογραφία υποστηρίζεται ότι οι εξαγορές σχετικών επιχειρήσεων έχουν υψηλότερες επιδόσεις, θα πρέπει να σημειωθεί ότι αυτό δεν τις απαλλάσσει από το επιχειρηματικό ρίσκο. Ο Bergh (1997) αναφέρει ότι η εξαγορά σχετικών επιχειρήσεων μειώνει τον οικονομικό κίνδυνο που εμπεριέχεται στην συναλλαγή.

Παρ' όλα αυτά, είναι σημαντικό να επιβεβαιώσουμε αν η θετική σχέση μεταξύ ομοιότητας επιχειρήσεων και επίδοσης εξαγορών όπως αυτή παρουσιάζεται στην σχετική με τις εξαγορές βιβλιογραφία ισχύει και για τις εξαγορές μικρών εμπορικών σημάτων από μεγάλες εταιρείες. Η ιδιαίτερη φύση των στοιχείων στα οποία βασίζεται η παρούσα μελέτη απαιτεί επαναξιολόγηση της σχέσης μεταξύ των διαφόρων χαρακτηριστικών της συναλλαγής και της επίδοσης της εξαγοράς. Συνεπώς η αναπαραγωγή ιδίων συμπερασμάτων με αυτά της βιβλιογραφίας υπό το νέο πρίσμα που συζητείται εδώ είναι πολύ σημαντική. Η ομοιότητα μεταξύ των δύο επιχειρήσεων που εμπλέκονται στην εξαγορά θα πρέπει να είναι θετικά συσχετισμένη με τις μη κανονικές αποδόσεις που παρουσιάζονται κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος (π.χ. Finkelstein και Haleblan, 2002). Αυτό θα συμβεί λόγω της μείωσης του

επιχειρηματικού ρίσκου στην οποία θα προσδοκούν οι μέτοχοι της αγοράζουσας εταιρείας. Ως εκ τούτου:

Υπόθεση 3: Η ομοιότητα μεταξύ της αγοράζουσας και της αγοραζόμενης επιχείρησης είναι θετικά συσχετισμένη με την επίδοση της εξαγοράς, όπως αυτή μετράται από τις μη κανονικές αποδόσεις που απολαμβάνει η αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος.

B. Γεωγραφικό πεδίο

Ο όρος γεωγραφικό πεδίο της εξαγοράς αναφέρεται στο εάν η φύση της εξαγοράς είναι εγχώρια ή διασυνοριακή. Το γεωγραφικό πεδίο μιας εξαγοράς έχει σημαντικό αντίκτυπο στην επίδοση της εξαγοράς. Στη βιβλιογραφία οι μελέτες που συγκρίνουν τις επιδόσεις των εγχώριων και διασυνοριακών εξαγορών παράγουν διφορούμενα αποτελέσματα (Anand, Capron και Mitchell, 2005). Μερικοί ακαδημαϊκοί υποστηρίζουν ότι οι μέτοχοι απολαμβάνουν αυξημένα κέρδη από τις διασυνοριακές εξαγορές. Σε μία οικονομική μελέτη επιχειρηματικού γεγονότος, οι Markides και Ittner (1994) αναφέρουν ότι οι αγοραστές που στόχευσαν εκτός συνόρων φαίνεται να κέρδισαν αξία, σε αντίθεση με το σύνηθες συμπέρασμα της βιβλιογραφία που αναφέρεται σε εγχώριες εξαγορές σύμφωνα με το οποίο η αξία που κατείχαν οι μέτοχοι μειώθηκε ή παρέμεινε αμετάβλητη. Ο Swenson (1993) μελέτησε τις εξαγορές αμερικάνικων εταιρειών, τα ευρήματά του κατέδειξαν ότι οι μέτοχοι της αγοραζόμενης εταιρείας απολαμβάνουν μεγαλύτερα οφέλη όταν η εξαγορά γίνεται από αλλοδαπή εταιρεία. Από την άλλη μεριά, χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο δείγμα από εξαγορές οι Moeller και Schlingemann (2005) αναφέρουν ότι οι διασυνοριακοί αγοραστές έχουν μικρότερες αποδόσεις κατά την ανακοίνωση της συμφωνίας από αυτούς που ανακοινώνουν εγχώριες εξαγορές. Αυτή η διαφορά είναι στατιστικώς σημαντική και οι ερευνητές την αναφέρουν ως διασυνοριακή επίδραση (cross-border effect). Τέλος, υπάρχουν ερευνητές που υποστηρίζουν ότι οι διασυνοριακές και εγχώριες εξαγορές δε διαφέρουν πολύ όσον αφορά τη δημιουργία αξίας. Οι Eddy και Seifert (1984) βρήκαν λίγη διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των αγοραστών που εξαγόρασαν εταιρείες του εξωτερικού και αυτών που εξαγόρασαν εταιρείες του εσωτερικού. Στα ίδια πλαίσια, οι Dewenter (1995) και Seth et al. (2000) βρήκαν οι τι οι διασυνοριακές εξαγορές παράγουν παρόμοια κέρδη για αγοραστές και εξαγοραζόμενους με αυτά των εγχωρίων εξαγορών.

Μπορούμε ασφαλώς να συμπεράνουμε ότι η υπάρχουσα βιβλιογραφία διαθέτει αντικρουόμενα αποτελέσματα. Οι παράγοντες που μπορεί να ευθύνονται για αυτό είναι ότι οι μελέτες έχουν εκπονηθεί σε διαφορετικές περιόδους, αναφέρονται σε διαφορετικές χώρες με

διαφορετικά νομικά συστήματα, τα οποία μπορεί να προσφέρουν περισσότερα δικαιώματα στους μετόχους ή να υπάρχει υψηλός βαθμός οικονομικών περιορισμών στη χώρα όπου βρίσκεται η αγοραζόμενη εταιρεία (Moeller and Schlingemann, 2005). Η παρούσα μελέτη θα επιχειρήσει να εξετάσει την επίδραση του γεωγραφικού πεδίου στην επίδοση της εξαγοράς σε δύο επίπεδα. Πρωτίστως θα εισάγουμε μία τριπλή υπόθεση σε σχέση με το αν η εξαγορά είναι διασυνοριακή ή όχι:

Υπόθεση 4.1α: Οι διασυνοριακές εξαγορές παράγουν υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος σε σύγκριση με τις εγχώριες εξαγορές.

Υπόθεση 4.1β: Οι εγχώριες εξαγορές παράγουν υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος σε σύγκριση με τις διασυνοριακές εξαγορές.

Υπόθεση 4.1γ: Οι εγχώριες και διασυνοριακές εξαγορές δεν διαφέρουν σημαντικά όσον αφορά τις παραγόμενες μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος.

Δευτερευόντως, θα εισάγουμε μία τριπλή υπόθεση σε σχέση με το αν η εξαγορά αφορά εταιρείες διαφορετικών ηπείρων, π.χ. ο αγοραστής να είναι μία αμερικάνικη εταιρεία και η εξαγοραζόμενη ευρωπαϊκή ή το αντίθετο:

Υπόθεση 4.2α: Οι διηπειρωτικές εξαγορές παράγουν υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος σε σύγκριση με τις μη διηπειρωτικές εξαγορές.

Υπόθεση 4.2β: Οι μη διηπειρωτικές εξαγορές παράγουν υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος σε σύγκριση με τις διηπειρωτικές εξαγορές.

Υπόθεση 4.2γ: Οι διηπειρωτικές και μη διηπειρωτικές εξαγορές δεν διαφέρουν σημαντικά όσον αφορά τις παραγόμενες μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος.

Γ. Μέγεθος εταιρείας

Το μέγεθος της εταιρείας είναι αναμενόμενο να επηρεάσει την επίδοση της εξαγοράς. Οι Healy, Palepu και Ruback (1992) βρήκαν ότι οι μεγάλες συγχωνεύσεις αποφέρουν θετική μετα-εξαγοραστική λογιστική επίδοση, η οποία αποδίδεται στην αυξημένη παραγωγικότητα των κεφαλαίων. Άλλοι ερευνητές υποστηρίζουν ότι οι μεγάλες συγχωνεύσεις ενέτειναν το φαινόμενο της προσέλευσης πελατών, της παραγωγικότητας των υπαλλήλων και της ανάπτυξης κεφαλαίων (Cornett και Tehranian 1992). Αντίθετα, οι Moeller, Schlingemann και Stulz (2004) υποστήριξαν ότι οι μικρές εξαγορές από μικρούς αγοραστές επέφεραν θετικά αποτελέσματα από την ανακοίνωση της συμφωνίας ενώ οι μεγάλες εξαγορές από μεγάλους αγοραστές οδήγησαν σε σημαντικές απώλειες την ημερομηνία ανακοίνωσης της συμφωνίας. Σύμφωνα με τα ευρήματά τους, οι μεγάλες εταιρείες προσέφεραν υψηλότερα premiums εξαγοράς σε σύγκριση με τους μικρότερους ομολόγους τους και ήταν πιο πρόθυμες να ολοκληρώσουν τη συναλλαγή κάτι που αποδίδεται στην υπερβάλλουσα αυτοπεποίθηση των διαχειριστών τους.

Είναι φανερό ότι πρέπει να γίνει επιπλέον έρευνα πάνω στο συγκεκριμένο θέμα προκειμένου να αποσαφηνιστεί ο τύπος και η ισχύς της σχέσης μεταξύ του σχετικού μεγέθους του αγοραστή, της υπό εξαγορά εταιρείας και της επίδοσης της εξαγοράς. Αυτή η σχέση θα αναλυθεί αναφορικά με την απόκτηση εμπορικών σημάτων, οπότε και εισάγεται η παρακάτω τριπλή υπόθεση:

Υπόθεση 5α: Οι εξαγορές σχετικά μικρότερων εταιρειών παράγουν υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος σε σύγκριση με την εξαγορά σχετικά μεγαλύτερων εταιρειών.

Υπόθεση 5β: Οι εξαγορές σχετικά μεγαλύτερων εταιρειών παράγουν υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος σε σύγκριση με την εξαγορά σχετικά μικρότερων εταιρειών.

Υπόθεση 5γ: Οι διαφορές στο σχετικό μέγεθος των δύο εταιρειών που εμπλέκονται στην εξαγορά δεν επιφέρουν σημαντικές διαφοροποιήσεις στην παραγωγή μη κανονικών αποδόσεων για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος.

Δ. Τύπος πληρωμής και αξία συμφωνίας

Υπάρχουν τρεις βασικοί τρόποι χρηματοδότησης μίας εξαγοράς, με μετρητά, με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή και με τους δύο τρόπους ταυτόχρονα. Είναι γενικά αποδεκτό ότι οι managers χρηματοδοτούν τις εξαγορές με μετρητά όταν θεωρούν ότι η μετοχή της εταιρείας τους είναι υποτιμημένη και με μετοχές όταν θεωρούν ότι η μετοχή της εταιρείας τους είναι υπερτιμημένη (King et al. 2004). Αυτό σημαίνει ότι η αγορά θα πρέπει να θεωρεί ότι όταν μία εξαγορά χρηματοδοτείται με μετοχές αυτό αποτελεί ένδειξη ότι η αγοράζουσα εταιρεία είναι υπερτιμημένη (Loughran & Vijh, 1997). Ένα άλλο ενδιαφέρον επιχείρημα από τον Hayward (2003) υποστηρίζει ότι ισχυρές τράπεζες με εξειδικευμένες γνώσεις στο αντικείμενο ανυπομονούν να εκμεταλλευτούν τις γνώσεις τους με αποτέλεσμα να οδηγούν τους πελάτες τους σε πολύπλοκες λύσεις όπως οι εξαγορές που χρηματοδοτούνται μέσω μετοχών. Πρόσθετα υποστηρίζει ότι η αγοράζουσα εταιρεία μοιάζει να βλάπτεται όταν χρησιμοποιεί ως συμβούλους επενδυτικές τράπεζες σε εξαγορές χρηματοδοτούμενες μέσω μετοχών.

Σε όρους μετά-εξαγοραστικών επιδόσεων, πολλές μελέτες απέδειξαν ότι οι εξαγορές που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά είναι πιο προσοδοφόρες ή λιγότερο βλαπτικές για τους μετόχους του αγοραστή (π.χ. Carow et al., 2004; Huang & Walkling, 1987; Loughran & Vijh, 1997; Travlos, 1987). Παρ' όλα αυτά, υπάρχουν μελέτες στη σχετική βιβλιογραφία που διαφωνούν με αυτή την άποψη. Οι Healy, Palepu και Ruback (1992) βρήκαν ότι ο τρόπος πληρωμής δεν έχει καμία επίδραση στις επιδόσεις της αγοράζουσας εταιρείας. Επιπλέον, οι Heron και Lie (2002) αναφέρουν χαμηλότερες αποδόσεις κατά την ανακοίνωση εξαγορών που χρηματοδοτήθηκαν με μετοχές σε σχέση με αυτές που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά, συνάμα όμως δε βρήκαν διαφορές στις λειτουργικές επιδόσεις των εξαγορών που χρηματοδοτήθηκαν με μετοχές σε σύγκριση με αυτές που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά. Τέλος, οι Fuller et al. (2002) έδειξαν ότι στην περίπτωση εξαγορών εισηγμένων εταιρειών, ο αγοραστής είχε ασήμαντες αποδόσεις όταν χρησιμοποιήθηκε χρηματοδότηση με μετρητά ή συνδυασμός μετρητών με μετοχές και μάλιστα είχε σημαντικά αρνητικές αποδόσεις όταν η εξαγορά χρηματοδοτήθηκε αποκλειστικά με μετοχές. Οι ερευνητές επίσης καθόρισαν ότι οι ιδιωτικές εξαγορές μη εισηγμένων και οι εξαγορές θυγατρικών αύξησαν τις επιδόσεις του αγοραστή ασχέτως του τύπου πληρωμής, ωστόσο αυτή η θετική επίδραση ήταν ισχυρότερη όταν η εξαγορά χρηματοδοτήθηκε αποκλειστικά με μετοχές.

Λαμβάνοντας υπόψη αυτά τα αντικρουόμενα ευρήματα, σχετικά με το αν οι χρηματοδοτούμενες τοις μετρητοίς ξεπερνούν σε επιδόσεις τις χρηματοδοτούμενες με μετοχές εξαγορές, θα πρέπει να εισαχθεί μία διπλή υπόθεση:

Υπόθεση 6α: Οι τοις μετρητοίς χρηματοδοτούμενες εξαγορές παράγουν υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος σε σχέση με τις χρηματοδοτούμενες μέσω μετοχών εξαγορές.

Υπόθεση 6β: Οι τοις μετρητοίς και μέσω μετοχών χρηματοδοτούμενες εξαγορές δεν διαφέρουν σημαντικά όσον αφορά τις παραγόμενες μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος.

Επιπλέον, μία σημαντική οπτική εμπεριέχεται στην εργασία των Fuller, Netter και Stagemoller (2002), οι οποίοι αναφέρουν ότι για τις εισηγμένες αγοραζόμενες εταιρείες, όσο μεγάλωνε το σχετικό μέγεθός της υπό εξαγορά εταιρείας τόσο πιο θετικές ήταν οι επιδόσεις για συμφωνίες χρηματοδοτούμενες τοις μετρητοίς και αντίστροφα τόσο πιο αρνητικές για τις συμφωνίες που χρηματοδοτήθηκαν μέσω μετοχών, ενώ οι μεικτές συμφωνίες δε φάνηκε να επηρεάζονται. Παρ' όλα αυτά τα ευρήματα των ερευνητών σχετικά με τις εξαγορές μη εισηγμένων (private acquisitions) είναι αντικρουόμενα, εφόσον οι μέσω μετοχών χρηματοδοτούμενες συμφωνίες παράγουν υψηλότερες αποδόσεις από αυτές που χρηματοδοτούνται τοις μετρητοίς. Για αυτό το λόγο, θα ήταν ενδιαφέρον να διερευνηθεί αν ο τύπος πληρωμής επηρεάζει την επίδραση του σχετικού μεγέθους των εταιρειών στις μη κανονικές αποδόσεις που απολαμβάνουν οι μέτοχοι της αγοράζουσας εταιρείας στην περίπτωση εξαγοράς εμπορικών σημάτων. Επομένως:

Υπόθεση 7: Η επίδραση του σχετικού μεγέθους των εταιρειών που εμπλέκονται σε μία εξαγορά στις παραγόμενες μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος εξαρτάται από τον τρόπο πληρωμής.

Τέλος, μαζί με τον τύπο πληρωμής θα πρέπει να συνυπολογιστεί και η αξία της εξαγοράς. Παρ' όλο που δεν υπάρχουν έρευνες που να εξετάζουν την επίδραση του σχετικού μεγέθους της συμφωνίας στα ίδια κεφάλαια του αγοραστή, είναι απαραίτητο να ερευνησουμε αν οι διαφορές μεταξύ της αξίας των εξαγορών είναι υπεύθυνες για διαφορετικά αποτελέσματα όσον αφορά τις αποδόσεις των εξαγορών. Συνήθως, οι αγοράστριες εταιρείες πληρώνουν υπεραξία πάνω στην τρέχουσα αξία της αγοραζόμενης εταιρείας. Ο Hogarty (1970) αναφέρει ότι το ύψος του

premium που καταβάλλεται είναι βασικός καθοριστικός παράγοντας της κερδοφορίας στις συγχωνεύσεις. Άλλοι ερευνητές υπογραμμίζουν τη σημασία της σωστής εκτίμησης και τιμολόγησης των εξαγορών (Rappaport, 1979; Terry, 1982) και υποστηρίζουν ότι η οικονομική επίδοση του αγοραστή θα ζημιωθεί μελλοντικά αν η τιμή αγοράς είναι μεγαλύτερη της πραγματικής αξίας, λαμβάνοντας υπόψη και τα όποια οφέλη μπορούν να δημιουργηθούν λόγω των δημιουργούμενων συνεργειών. Ο Kusewitt (1985) συμφωνεί με αυτή την άποψη, παρ' όλο που αναφέρει ότι η αξία της συμφωνίας δεν ήταν σημαντικά συσχετισμένη με τις επιδόσεις στην έρευνά του. Ο ίδιος υποστηρίζει ότι τα ευρήματα του ήταν τέτοια είτε διότι οι διαφορετικές εξαγορές τις οποίες μελέτησε βασιστήκαν σε διαφορετικές μεταξύ τους στρατηγικές είτε διότι υπήρχαν ανακρίβειες στις πληροφορίες που αφορούσαν τις τιμές των εξαγορών.

Για να συνοψίσουμε, μπορούμε να καταλήξουμε στο ότι παρ' όλο που οι ακαδημαϊκοί οι οποίοι πραγματοποίησαν τις έρευνες εκφράζουν την άποψη ότι η αγοράζουσα εταιρεία μπορεί να έχει ζημίες αν κατέβαλε υψηλό premium κανένας δεν καταφέρνει να αποδείξει κάποια σημαντική σχέση μεταξύ της αξίας της συμφωνίας και της επίδοσής της. Επομένως θα πρέπει να εισάγουμε την κάτωθι διπλή υπόθεση:

Υπόθεση δα: Η αξία της συμφωνίας της εξαγοράς (premium που κατεβλήθη υπέρ της τιμής) είναι αρνητικά συσχετισμένη με την επίδοση της εξαγοράς όπως αυτή μετράται από τις μη κανονικές αποδόσεις που απολαμβάνει η αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία πραγματοποίησης του επιχειρηματικού γεγονότος.

Υπόθεση δβ: Η αξία της συμφωνίας της εξαγοράς (premium που κατεβλήθη υπέρ της τιμής) δεν έχει κάποια ιδιαίτερη σχέση με την επίδοση της εξαγοράς όπως αυτή μετράται από τις μη κανονικές αποδόσεις που απολαμβάνει η αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία πραγματοποίησης του επιχειρηματικού γεγονότος.

Πίνακας 3: Καθοριστικοί παράγοντες των επιτυχημένων εξαγορών

Παράγοντας	Επίδραση στην επίδοση της εξαγοράς
Ομοιότητα εταιρειών	<u>Θετική (+)</u> : Kusewitt (1985); Capon et al. (1988); Finkelstein and Haleblan (2002)
Γεωγραφικό πεδίο	<u>Διασυνοριακές εξαγορές (+)</u> : Markides and Ittner (1994); Swenson (1993) <u>Εγχώριες εξαγορές (+)</u> : Moeller and Schlingemann (2005) <u>Μη σημαντική επίδραση</u> : Eddy and Seifert (1984); Dewenter (1995); Seth et al. (2000)
Μέγεθος εταιρείας	<u>Μεγάλοι στόχοι & αγοραστής (+)</u> : Healy, Palepu and Ruback (1992); Cornett and Tehranian (1992) <u>Μικροί στόχοι & αγοραστής (+)</u> : Moeller, Schlingemann and Stulz (2004) <u>Σχετικό μέγεθος επί τύπο πληρωμής</u> : Fuller, Netter and Stagemoller (2002)
Τύπος πληρωμής	<u>Εξαγορές με μετρητά (+)</u> : Carow et al. (2004); Huang & Walkling (1987); Travlos (1987) <u>Μη σημαντική επίδραση</u> : Healy, Palepu and Ruback (1992)
Αξία συμφωνίας	<u>Αρνητική σχέση αναμενόμενη αλλά μη αποδεικνυόμενη</u> : Rappaport (1979); Terry (1982); Kusewitt (1985)

2.4 ΣΥΝΟΨΗ

Συνοψίζοντας, θα πρέπει να αναφέρουμε ότι οι εξαγορές εμπορικών σημάτων έχουν σα σκοπό την απόκτηση της αξίας του υπό εξαγορά εμπορικού σήματος από την αγοράζουσα εταιρεία. Η αξία του εμπορικού σήματος είναι σημαντική τόσο σε μικροοικονομικό επίπεδο (επίπεδο καταναλωτή), καθώς αποτελεί παράγοντα που επηρεάζει την καταναλωτική συμπεριφορά, όσο και σε μακροοικονομικό, όπου επηρεάζει την οπτική των επενδυτών και των οικονομικών αναλυτών οι οποίοι και διαμορφώνουν τελικά την αξία της εταιρείας. Η αξία του εμπορικού σήματος είναι σημαντική για τους καταναλωτές καθώς μειώνει το αντιληπτό ρίσκο μίας καταναλωτικής επιλογής και έτσι επηρεάζει το επίπεδο της αντιληπτής ικανοποίησης που

προέρχεται από τη χρήση των προϊόντων της φίρμας. Επιπλέον όσον αφορά την ίδια την εταιρεία, η αξία του εμπορικού σήματος είναι πολύ σημαντική καθώς επιτρέπει την ενίσχυση του κύρους της εταιρείας στα μάτια του καταναλωτή και πρόσθετα δημιουργεί φραγμούς εισόδου σε ανταγωνιστές.

Υπάρχουν τέσσερις βασικές κατηγορίες κινήτρων πίσω από τις εξαγορές, συγκεκριμένα (1) δημιουργία αξίας, (2) προσωπικό συμφέρον των managers, (3) περιβαλλοντικοί παράγοντες και (4) χαρακτηριστικά εταιρείας. Οι εξαγορές εμπορικών σημάτων λαμβάνουν χώρα κυρίως λόγω της πρόθεσης του αγοραστή να δημιουργήσει αξία για τους μετόχους του μέσω της απόκτησης των άυλων κεφαλαίων της εταιρείας στόχου (π.χ. αξία εμπορικού σήματος). Η παρούσα μελέτη έχει σα στόχο να αναγνωρίσει τις κύριες δυνάμεις πίσω από την επιτυχία εξαγορών μικρών εμπορικών σημάτων από μεγάλες εταιρείες. Το προτεινόμενο ερευνητικό μοντέλο εξετάζει τη σχέση μεταξύ δύο ομάδων μεταβλητών, δηλαδή των χαρακτηριστικών της εξαγοράς (ομοιότητα επιχειρήσεων, γεωγραφικό πεδίο, σχετικό μέγεθος, τύπος πληρωμής και αξία συμφωνίας), των χαρακτηριστικών των υπό εξαγορά εμπορικών σημάτων (αριθμός αποκτούμενων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων που ανήκουν στο υπό εξαγορά εμπορικό σήμα, αριθμός κατηγοριών προϊόντων όπου αυτά δραστηριοποιούνται και προωθούνται), και της επίδοσης της εξαγοράς όπως αυτή μετράται από τις μη κανονικές αποδόσεις που λαμβάνουν οι μέτοχοι κοντά στην ημερομηνία πραγματοποίησης του επιχειρηματικού γεγονότος. Εισήχθησαν αρκετές υποθέσεις για κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή συνδέοντας την με την εξαρτημένη μεταβλητή (επίδοση εξαγοράς). Βάση αυτών των υποθέσεων θα αναλυθεί παρακάτω η μεθοδολογία της μελέτης.

Βιβλιογραφικές Αναφορές 2^ο Κεφαλαίου

Aaker D. (1991), *Managing Brand Equity*, The Free Press, New York

Aaker D. (1996), *Building Strong Brands*, The Free Press, New York

Aaker D. & Jacobson R. (1994), "The financial information content of perceived quality", *Journal of Marketing Research*, Vol. 31, 191-201

Agrawal A. & Walkling R.A. (1994), "Executive careers and compensation surrounding takeover bids", *Journal of Finance*, Vol. 49, 985-1014

Anand J., Capron L., and Mitchell W. (2005), "Using acquisitions to access multinational diversity: thinking beyond the domestic versus cross-border M&A comparison", *Industrial and Corporate Change*, Volume 14, Issue 2, Pp. 191-224

Amburgey T. L. & Miner A. S. (1992), "Strategic momentum: the effects of repetitive, positional and contextual momentum on merger activity", *Strategic Management Journal*, Vol. 13, 335-348

Bahadir S.C., Bharadwaj S.G. & Srivastava R.K. (2008), "Financial value of brands in mergers and acquisitions: is value in the eye of the beholder?", *Journal of Marketing*, Vol. 72 (Nov.), 49-64

Barth M.E., Clement M.B., Foster G. & Kaszkik R. (1998), "Brand values and capital market valuation", *Review of Accounting Studies*, Vol. 3, 41-68

Baumol W. J., Panzar J.C. & Willig R.D. (1982), *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*, Harcourt Brace Jovanovich, San Diego

Bergh D.D. (1997), "Predicting divestiture of unrelated acquisitions: an integrative model of ex ante conditions", *Strategic Management Journal*, Vol. 18, 715-731

Bergh D.D. & Lawless M.W. (1998), "Portfolio restructuring and limits to hierarchical governance: the effects of environmental uncertainty and diversification strategy", *Organizational Science*, Vol.9, 87-102

Brech P. (2001), "Brands behind the Time-IPC deal", *Marketing*, (August 2), 19

Bymer C. (1991), "Valuing your brands: lessons from Wall Street and the impact on marketers", ARF Third Annual Advertising and Promotion Workshop

Cadotte E.R., Woodruff R.B., and Jenkins R.L. (1987), "Expectations and Norms in Models of Consumer Satisfaction", *Journal of Marketing Research*, Vol. XXIV (August 1987), 305-14

- Capon N., Hulbert J.M., Farley J.U. & Martin I.E. (1988), "Corporate diversity and economic performance: the impact of market specialization", *Strategic Management Journal*, Vol. 9, 61-74
- Capron L. (1999), "The long-term performance of horizontal acquisitions", *Strategic Management Journal*, Vol. 20, 987-1018
- Capron L., Dussauge P. & Mitchell W. (1998), "Resource redeployment following horizontal acquisitions in Europe and North America, 1988-1992", *Strategic Management Journal*, Vol. 19, 631-663
- Capron L., Mitchell W. & Swaminathan A. (2001), "Asset divestiture following horizontal acquisitions", *Strategic Management Journal*, Vol. 22, 817-844
- Carow K., Heron R. & Saxton T. (2004), "Do early birds get the returns? an empirical investigation of early-mover advantages in acquisitions", *Strategic Management Journal*, Vol. 25, 563-585
- Chatterjee S. (1986), "Types of synergy and economic value: the impact of acquisitions on merging and rival firms", *Strategic Management Journal*, Vol. 7, 119-139
- Choi D. & Philipatos G.C. (1983), "An examination of merger synergism", *Journal of Financial Research*, Vol. 6, 239-256
- Chu S. & Keh H.T. (2006), "Brand value creation: analysis of the interbrand-business week brand value rankings", *Marketing Letters*, Vol. 17, 323-331
- Cornett M.M. & Tehranian H. (1992), "Changes in corporate performance associated with bank acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, 211-234
- Day G. S. (1994), "The capabilities of market-driven organizations", *Journal of Marketing*, Vol. 58, 69-83
- Dewenter K.L. (1995), "Does the market react differently to domestic and foreign takeover announcements? Evidence from the US chemical and retail industries", *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, 421-441
- Eckbo B.E. (1983), "Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, 241-273
- Eddy A. & Seifert B. (1984), "International benefits and foreign acquisitions by US firms", *Management International Review*, Vol. 24, 27-35
- Erdem T. & Swait J., (1998), "Brand equity as a signaling phenomenon", *Journal of Consumer Psychology*, Vol. 7(2), 131-157
- Farquhar P.H. (1989), "Managing brand equity", *Marketing Research*, Vol. 1, 24-33

- Finkelstein S. & Halebian J. (2002), "Understanding acquisition performance: the role of transfer effects", *Organization Science*, Vol. 13, 36-47
- Folta T.B. (1998), "Governance and uncertainty: the trade-off between administrative control and commitment", *Strategic Management Journal*, Vol. 19, 1007-1028
- Fuller K., Netter J. & Stegemoller M. (2002), "What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions", *Journal of Finance*, Vol. 5, 1763-1793
- Graebner M.E. & Eisenhardt K.M. (2004), "The seller's side of the story: acquisition as courtship and governance as syndicate in entrepreneurial firms", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 49, 366-403
- Grinstein Y. & Hribar P., (2004), "CEO compensation and incentives: evidence from M&A bonuses", *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, 119-143
- Guerrero L., Colomer Y., Guardia M.D., Xicola J. & Clotet R. (2000), "Consumer Attitude Towards Store Brands", *Food Quality and Preference*, Vol. 11, 387-395
- Haleblian J., Devers C.E., McNamara G., Carpenter M.A. & Davison R.B. (2009), "Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: a review and research agenda", *Journal of Management*, Vol. 35, 469-503
- Haleblian J., Kim J. Y. J. & Rajagopalan N. (2006), "The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: evidence from the US commercial banking industry", *Academy of Management Journal*, Vol. 49, 357-370
- Harzing A. W. (2002), "Acquisitions versus greenfield investments: international strategy and management of entry modes", *Strategic Management Journal*, Vol. 23, 211-227
- Haunschild P.R. (1993), "Interorganizational imitation: the impact of interlocks on corporate acquisition activity", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 38, 564-592
- Haunschild P.R. & Beckman C. M. (1998), "When do interlocks matter? Alternate sources of information and interlock influence", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 43, 391-411
- Hayward M.L.A. (2003), "Professional influence: the effects of investment banks on clients' acquisition financing and performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 23, 21-39
- Hayward M.L.A. & Hambrick D. C. (1997), "Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 42, 103-127
- Healy P.M., Palepu K. G. & Ruback R.S. (1992), "Does corporate performance improve after mergers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, 135-175

- Heron R. & Lie E. (2002), "Operating performance and the method of payment in takeovers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 37, 137-155
- Hirschey M. & Weygandt J. (1985), "Amortization policy for advertising and research and development expenditures", *Journal of Accounting Research*, Vol. 23, 326-335
- Hitt M.A., Harrison J.S. & Ireland R.D. (2001), "Mergers and acquisitions: a guide to creating value for stakeholders", Oxford University Press: Oxford, UK
- Hogarty T.F. (1970), "The profitability of corporate mergers", *Journal of Business*, Vol. 43, 317-327
- Huang Y.S. & Walkling R.A. (1987), "Target abnormal returns associated with acquisition announcements-payment, acquisition form, and managerial resistance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, 329-349
- Hughes A., Mueller D.C. & Singh A. (1980), "Hypotheses about mergers", In Mueller, D.C. (ed.), *The Determinants and Effects of Mergers*, Oelgeschlager, Gunn & Hain, Cambridge, Massachusetts, 27-66
- Jensen M.C. & Ruback R.S. (1983), "The market for corporate control: the scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, 5-50
- Kapferer J-N. (1992), "Strategic Brand Management: New Approaches to Creating and Evaluating Brand Equity", London: Kogan Page
- Karim S. & Mitchell W. (2000), "Path-dependent and path-breaking change: Reconfiguring business resources following acquisitions in the US medical sector, 1978-1995", *Strategic Management Journal*, Vol. 21, 1061-1081
- Keller K.L. (1993), "Conceptualizing, measuring, managing customer-based brand equity", *Journal of Marketing*, Vol. 57 (Jan.), 1-22
- Keller K.L. (2003), "Brand Synthesis: The Multidimensionality of Brand Knowledge", *Journal of Consumer Research*, Vol. 29, No4
- Keller K.L. (2008), *Strategic Brand Management*, Pearson Prentice Hall, New Jersey
- Kerin R.A. & Sethuraman R. (1998), "Exploring the brand value-shareholder value nexus for consumer goods companies", *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol. 26, 260-273
- Kim E.H. & Singal V. (1993), "Mergers and market power: evidence from the airline industry", *American Economic Review*, Vol. 83, 549-569

- King D.R., Dalton D.R., Daily C.M. & Covin J.G. (2004), “Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators”, *Strategic Management Journal*, Vol. 25, 187-200
- King D.R., Slotegraaf R.J. & Kesner I. (2008), “Performance implications of firm resource interactions in the acquisition of R&D-intensive firms”, *Organization Science*, Vol. 19, 327-340
- Kusewitt J.B. (1985), “An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance”, *Strategic Management Journal*, Vol. 6, 151-169
- Lassar W., Mittal B. & Sharma A. (1995), “Measuring Customer-Based Brand Equity”, *Journal of Consumer Marketing*, Vol. 12, 11-19
- Levy H. & Sarnat M. (1970), “Diversification, portfolio analysis and the uneasy case for conglomerate mergers”, *Journal of Finance*, 795-802
- Lorie J. H. & Halpern P. (1970), “Conglomerates: The rhetoric and the evidence”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 13, 149-166
- Loughran T. & Vijh A.M. (1997), “Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions”, *Journal of Finance*, Vol. 52, 1765-1790
- Lubatkin M. (1983), “Mergers and the performance of the acquiring firm”, *Academy of Management Review*, Vol. 8, 218-225
- Lubatkin M. (1987), “Merger strategies and stockholder value”. *Strategic Management Journal*, Vol. 8, 39-53
- Madden T.J., Fehle F. & Fournier S. (2006), “Brands matter: an empirical demonstration of the creation of shareholder value through branding”, *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol. 34, 224-235
- Markides C. & Ittner C. (1994), “Shareholder benefits from corporate international diversification: evidence from US international acquisitions”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 25, 343-366
- Moeller S.B. & Schlingemann F.P. (2005), “Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions”, *Journal of Banking & Finance*, Volume 29, Issue 3, March 2005, Pages 533–564
- Moeller S.B., Schlingemann F.P. & Stulz R.M. (2004), “Firm size and the gains from acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, Volume 73, Issue 2, August 2004, Pages 201–228

- Morgan N.A. & Rego L.L. (2006), "Brand portfolio strategy and firm performance", MSI Working Paper Series, Issue 1, No. 06-101
- Naylor T.H. & Tapon F. (1982), "The capital asset pricing model: an evaluation of its potential as a strategic planning tool", *Management Science*, Vol. 28, 1166-1173
- Oliver R.L. (1980), "A cognitive model of the antecedents and consequences of satisfaction decisions", *Journal of Marketing Research*, Vol. 17, 460-469
- Oliver R.L. (1999), "Whence consumer loyalty?", *Journal of Marketing*, Vol.63, 33-44
- Palich L.E., Cardinal L.B. & Miller C.C. (2000), "Curvilinearity in the diversification-performance linkage: an examination of over three decades of research", *Strategic Management Journal*, Vol. 21, 155-174
- Pehrsson A. (2006), "Business relatedness and performance: a study of managerial perceptions", *Strategic Management Journal*, Vol. 27, 265-282
- Pettis C. (1995), "TechnoBrands: How to create & use "brand identity" to market, advertise & sell technology products", Amacom NY
- Pfeffer J. (1972), "Merger as a response to organizational interdependence", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 17, 382-394
- Porter M. (1980), *Corporate Strategy*, The Free Press, New York
- Prager R.A. (1992), "The effects of horizontal mergers on competition: the case of the Northern Securities Company", *Rand Journal of Economics*, Vol. 23, 123-133
- Prahalad C.K. & Bettis R.A. (1986), "The dominant logic: a new linkage between diversity and performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 7, 485-501
- Ramaswamy K. (1997), "The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: evidence from the US banking industry", *The Academy of Management Journal*, Vol. 40, 697-715
- Rao V.R., Agarwal M.K. & Dahlhoff D. (2004), "How is manifest branding strategy related to the intangible value of a corporation?", *Journal of Marketing*, Vol. 68, 126-41
- Rappaport A. (1979), "Strategic analysis for more profitable acquisitions", *Harvard Business Review*, Vol. 57, 99-110
- Ravenscraft D.J. & Scherer F.M. (1987), "Mergers, sell-offs, and economic efficiency", Washington, DC: Brookings Institution

- Reed R. & Luffman G.A. (1986), "Diversification: the growing confusion", *Strategic Management Journal*, Vol. 7, 29-35
- Roberts E.B. & Berry C.A. (1985), "Entering new businesses: selecting strategies for success", *Sloan Management Review*, Vol. 27, 3-17
- Ross S. (1983), "Accounting and Economics", *The Accounting Review*, Vol. 58, 375-380
- Rossi S. & Volpin P.F. (2004), "Cross-country determinants of mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, 277-304
- Seth A. (1990), "Value creation in acquisitions: a re-examination of performance issues", *Strategic Management Journal*, Vol. 11, 99-115
- Seth A. (1990), "Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation", *Strategic Management Journal*, Vol. 11, 431-446
- Seth A., Song K. & Pettit R. (2000), "Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms", *Journal of International Business Studies*, Vol. 31, 387-406
- Shocker A., Weitz B., (1988), "A perspective on brand equity: principles and issue", L. Leuthesser, ed. "Defining, measuring and managing brand equity: Conf. Summary", MSI Report, 88-104, Marketing Science Institute, Cambridge, MA
- Simon C.J. & Sullivan M.W. (1993), "The measurement and determinants of brand equity: a financial approach", *Marketing Science*, Vol. 12, 28-52
- Stearns L. B. & Allan K. D. (1996), "Economic behaviour in institutional environments: the corporate merger wave of the 1980s", *American Sociological Review*, Vol. 61, 699-718
- Stigler G.J. (1968), "A theory of oligopoly", *The Organization of Industry*, Irwin, Homewood, Illinois, 39-63
- Stillman R. (1983), "Examining antitrust policy towards horizontal mergers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, 225-240
- Swenson D.L. (1993), "Foreign mergers and acquisitions in the United States", *Foreign Direct Investment, National Bureau of Economic Research Project Report*, University of Chicago, 255-281
- Terry R. (1982), "Ten suggestions for acquisitions success", *Managerial Planning*, Vol. 31, 13-16
- Travlos N.G. (1987), "Corporate takeover bids, method of payment, and bidding firms' stock returns", *Journal of Finance*, Vol. 42, 943-963

Wang L. & Zajac E. (2007), “Alliance or acquisition? A dyadic perspective on interfirm resource combinations”, *Strategic Management Journal*, Vol. 28, 1291-1317

Yang M. & Hyland M. (2006), “Who do firms imitate? A multilevel approach to examining sources of imitation in the choice of mergers and acquisitions”, *Journal of Management*, Vol. 32, 381-399

3. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστεί η μεθοδολογία, που εφαρμόζεται στη μελέτη προκειμένου να δοκιμαστούν οι προαναφερθέντες υποθέσεις. Αρχικά, θα αναλυθεί εν συντομία η μεθοδολογία της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων και θα εξηγηθεί ο τρόπος χρήσης της εξαρτημένης μεταβλητής, δηλαδή των σωρευτικών μη κανονικών αποδόσεων που απολαμβάνει η αγοράζουσα εταιρεία. Κατόπιν, θα αναφερθούν οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν για τη δημιουργία του συνόλου δεδομένων που εξετάζεται. Κατά συνέπεια, θα παρουσιαστεί ο σχεδιασμός της έρευνας ακολουθούμενος από την ανάλυση των μετρήσεων και της διαβάθμισης των ανεξαρτήτων μεταβλητών. Στο τελευταίο τμήμα του κεφαλαίου θα παρουσιαστούν τα χαρακτηριστικά του δείγματος μαζί με σημαντικές περιγραφικές στατιστικές.

Πιο συγκεκριμένα, θα γίνει αναφορά στη μέθοδο μελέτης επιχειρηματικών γεγονότων, θα αναλυθούν τα χαρακτηριστικά της μεθόδου και ο τόπος χρήσης της. Θα εξηγηθεί το σημαντικό εργαλείο του υποδείγματος αγοράς και πως αυτό μπορεί να παράγει προβλέψεις για τα επίπεδα των μετοχών αν θεωρήσουμε ότι το εξεταζόμενο επιχειρηματικό γεγονός δε συνέβαινε ποτέ.

Η δυνατότητα που παρέχουν αυτές οι προβλέψεις είναι ο υπολογισμός των μη κανονικών αποδόσεων των μετοχών, ο οποίος αποτελεί ακρογωνιαίο λίθο της μελέτης καθώς παρέχει τα επίπεδα της εξαρτημένης μεταβλητής η οποία θα αξιολογήσει την κάθε υπό εξέταση εξαγορά.

Κατόπιν αυτού, αναλύονται τα πιο πρακτικά θέματα που άπτονται της μεθοδολογίας, γίνεται αναφορά των πηγών πληροφόρησης, αναφέρεται το αρχικό τεράστιο ανομοιογενές δείγμα εξαγορών και ο τρόπος με τον οποίο αυτό φιλτράρεται και συρρικνώνεται σε ένα συμπαγές, ομοιογενές και ποιοτικό τελικό δείγμα περιπτώσεων, για το οποίο υπάρχουν επαρκή ιστορικά οικονομικά στοιχεία.

Τέλος, καθορίζονται οι ανεξάρτητες μεταβλητές οι οποίες θα μας απασχολήσουν και αναλύεται ο τρόπος ποσοτικοποίησης ή κατηγοριοποίησης των χαρακτηριστικών της κάθε μίας έτσι ώστε, να είναι δυνατές και αξιόπιστες οι συγκρίσεις εκείνες που θα οδηγήσουν σε σαφή και μετρήσιμα αποτελέσματα.

3.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Προκειμένου να μετρηθεί η επίδοση της εξαγοράς, στην παρούσα μελέτη εφαρμόζεται η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (Event Study Methodology). Αυτή η μεθοδολογία έχει προτυποποιηθεί στη βιβλιογραφία όταν χρειάζεται να εκτιμηθούν οι αντιδράσεις των τιμών των μετοχών σε ένα συγκεκριμένο επιχειρηματικό γεγονός (Aybar and Ficici, 2009). Η μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων έχει επίσης χρησιμοποιηθεί

όταν στόχος είναι να προσδιοριστούν οι οργανωτικές και δημόσιες επιπτώσεις των ενδογενών και εξωγενών επιχειρηματικών γεγονότων (McWilliams and Siegel, 1997). Η ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων επιτρέπει την απομόνωση και μέτρηση της συμβολής ενός μεμονωμένου επιχειρηματικού γεγονότος στην μελλοντική κερδοφορία μίας εταιρείας (Hyman and Mathur, 2005).

Στην παρούσα έρευνα θα εκτιμηθεί η επίδραση των εξαγορών στον πλούτο των μετόχων των αγοραζουσών εταιρειών. Για αυτό το λόγο θα χρησιμοποιηθεί το υπόδειγμα της αγοράς, όπως έχει συμβεί μέχρι σήμερα στην πλειονότητα των ερευνών που χρησιμοποιούν αυτή τη μεθοδολογία. Το υπόδειγμα της αγοράς (market model) υποθέτει ότι υπάρχει μια γραμμική σχέση μεταξύ της απόδοσης ενός χρεογράφου και της απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου. Η υπόθεση περί αποτελεσματικότητας της αγοράς υποστηρίζει ότι η τιμή μιας μετοχής αντικατοπτρίζει όλες τις πληροφορίες που αφορούν μια εταιρεία και είναι δημόσια γνωστές, οπότε μόνο απροσδόκητες πληροφορίες μπορούν να αλλάξουν την τιμή μίας μετοχής (Fama, Fisher, Jensen and Roll, 1969). Η ύπαρξη καινούριων πληροφοριών, είναι επόμενο να επηρεάσει τις μελλοντικές χρηματοροές της εταιρείας αυξάνοντας ή μειώνοντας αυτές, ανάλογα και η τιμή της μετοχής θα ανεβεί ή θα πέσει αντιδρώντας στην νέα πληροφορία. Ως εκ τούτου, η μη κανονική απόδοση της μετοχής, δηλαδή η διαφορά μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης της μετοχής η οποία προκύπτει χρησιμοποιώντας ως βάση πληροφορίες από την αγορά, και της πραγματικής απόδοσης, παρέχει μια αμερόληπτη εκτίμηση της οικονομικής αξίας του επιχειρηματικού γεγονότος (Brown and Warner, 1980).

Εξαρτημένη Μεταβλητή: Μέσες σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις αγοράζουσας

Η χρήση του υποδείγματος αγοράς για να μετρηθεί η επίδοση της εξαγοράς απαιτεί να εκτιμηθούν και να βρεθεί ο μέσος όρος των μη κανονικών αποδόσεων της μετοχής της αγοράζουσας εταιρείας κοντά στην ημερομηνία της εξαγοράς. Για κάθε χρεόγραφο i , η μέθοδος της αγοράς υπόδειγμα εικάζει ότι οι αποδόσεις προκύπτουν από την παρακάτω εξίσωση:

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

Όπου $E(R_{it})$ η αναμενόμενη απόδοση του χρεογράφου security i σε χρόνο t . Ο δείκτης t καταδεικνύει το χρόνο, ο δείκτης i καταδεικνύει το συγκεκριμένο χρεόγραφο (security) και ο δείκτης m καταδεικνύει την αγορά. Όπου R_{mt} η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς σημείου αναφοράς σε χρονική περίοδο t . Υποθέτοντας την κανονικότητα και γραμμικότητα των

αποδόσεων, όπου ε_t ο τυχαίος όρος σφάλματος για το χρεόγραφο i σε χρόνο t , και όπου β_i ο συντελεστής κάθε εταιρείας ο οποίος υπολογίζεται από τις παλινδρομήσεις της αγοράς υπόδειγμα. Η εξίσωση (1) υπολογίζει την αναμενόμενη απόδοση της μετοχής την ημέρα του επιχειρηματικού γεγονότος, ή εναλλακτικά κατά τη διάρκεια ενός επιλεγμένου χρονικού περιθωρίου, υποθέτοντας ότι το επιχειρηματικό γεγονός δε συνέβη ποτέ. Στην παρούσα μελέτη χρησιμοποιείται περίοδος 255 ημερών ως βάση για την εκτίμηση της εξίσωσης (1). Με τιμές που κυμαίνονται από $t=-21$ έως $t=-275$, όπου το $t=0$ η ημερομηνία της εξαγοράς. Το χαρτοφυλάκιο που χρησιμοποιείται ως σημείο αναφοράς είναι ο δείκτης του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης (NYSE).

Συνεπώς, η μη κανονική απόδοση (AR) που οφείλετε στην αναγγελία της εξαγοράς σε μία συγκεκριμένη μέρα μπορεί να υπολογιστεί αφαιρώντας την αναμενόμενη κανονική απόδοση από την πραγματική:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2)$$

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η επίδραση του επιχειρηματικού γεγονότος δεν γίνεται αισθητή ξεετάζοντας μόνο μία ημέρα, οι αναλύσεις επιχειρηματικών γεγονότων ξεετάζουν τις αποδόσεις κατά τη διάρκεια καθορισμένης περιόδου γύρω από το επιχειρηματικό γεγονός, αυτή η περίοδος ορίζεται ως *χρονικό περιθώριο* (Event Window). Στην παρούσα μελέτη το χρονικό περιθώριο ορίζεται ως η περίοδος μεταξύ πέντε (5) ημερών πριν και μίας (1) ημέρας μετά το επιχειρηματικό γεγονός. Η επιλογή αυτού του συγκεκριμένου περιθωρίου είναι συμβατή με τη σχετική βιβλιογραφία που αφορά τις εξαγορές και συγχωνεύεις (Swaminathan, Murshed and Hulland, 2008; Hazelkorn et al. 2004), η οποία προτείνει την εξέταση μίας περιόδου πέντε ημερών γύρω από την ημέρα πραγματοποίησης της εξαγοράς και λαμβάνει υπόψη της την άποψη των Wiles και Danielova (2009), οι οποίοι πιστεύουν ότι είναι σημαντικό να συμπεριλαμβάνονται τα αποτελέσματα των 5, 4 και 3 ημερών πριν το επιχειρηματικό γεγονός προκειμένου να διερευνηθεί η πιθανότητα διαρροής πληροφοριών. Οι αναμενόμενες αποδόσεις της μετοχής της αγοράζουσας εταιρείας αφού υπολογίζονται με την εξίσωση (1) κατά τη διάρκεια του χρονικού περιθωρίου (-5, +1) συγκρίνονται με τις πραγματικές αποδόσεις της ίδιας περιόδου συγκρίνοντας την κάθε ημέρα εντός του χρονικού περιθωρίου. Η διαφορά μεταξύ της αναμενόμενης και πραγματικής απόδοσης εντός της ξεεταζόμενης χρονικής περιόδου αποτελεί τη σωρευτική μη κανονική απόδοση [*cumulative abnormal return (CAR)*] και προκύπτει από την κάτωθι εξίσωση:

$$CAR_i[t_1, t_2] = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (3)$$

Στο επόμενο βήμα ο μέσος όρος \overline{CAR} (\overline{CAR}) υπολογίζεται για το καθορισμένο χρονικό περιθώριο για κάθε εξαγορά χρησιμοποιώντας την κάτωθι εξίσωση (όπου n το σύνολο των ημερών του χρονικού περιθωρίου):

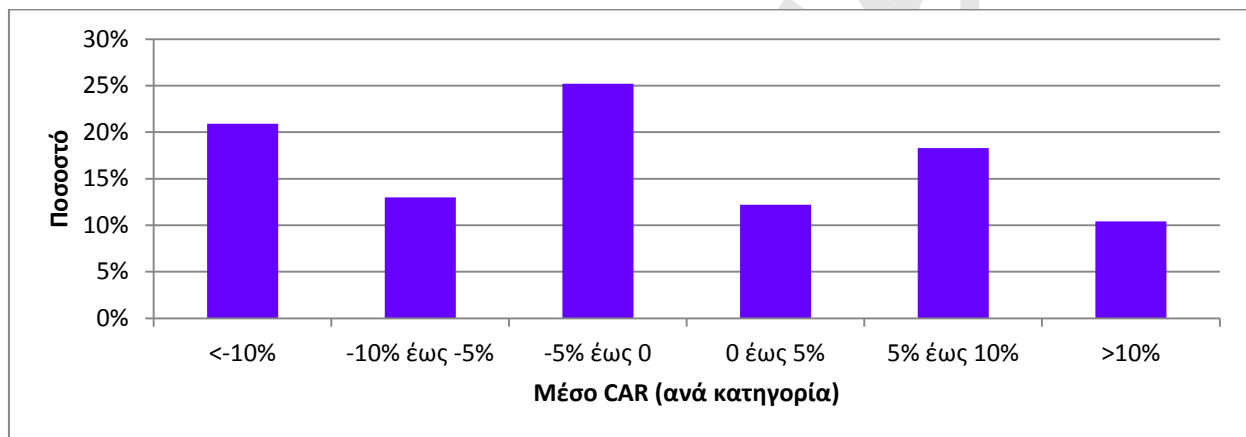
$$\overline{CAR}_i = \frac{\sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}}{n} \quad (4)$$

Τέλος, οι μη κανονικές αποδόσεις για κάθε ημέρα και για κάθε εξαγορά μετατρέπονται σε ποσοστά επί της πραγματικής τιμής του χρεογράφου i την ημέρα t . Κατόπιν, για κάθε επιχειρηματικό γεγονός εκτιμάται ο μέσος όρος των μη κανονικών αποδόσεων εκφρασμένος σε ποσοστά. Ο κύριος λόγος για αυτή την προσέγγιση είναι να εξεξηγηθούν οι σχετικές διαφορές των τιμών των μετοχών μεταξύ εταιρειών όταν προχωρούμε σε περαιτέρω αναλύσεις

Ο πίνακας 4 και το γράφημα 2 παρέχουν πληροφορίες για τη διαβάθμιση των μη κανονικών αποδόσεων που είχαν οι αγοράζουσες εταιρίες του δείγματος. Γενικά, οι εξαγορές εμπορικών σημάτων συχνά αποτυγχάνουν να δημιουργήσουν αξία για την αγοράζουσα εταιρεία ($\text{mean}_{\text{averageCAR}} = -3.167\%$). Για το 59.1% των αγοραστών εμπορικών σημάτων οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις ήταν αρνητικές, ενώ για το 40.9% των εξαγορών οι μη κανονικές σωρευτικές αποδόσεις ήταν θετικές. Ακόμα ένα σημαντικό στοιχείο είναι ότι για σχεδόν το ένα τρίτο αυτών των συναλλαγών οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις (\overline{CAR}), είχαν σημαντικό μέγεθος, δηλαδή στο 20.9% των περιπτώσεων παρουσιάστηκαν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις άνω του 10%, ενώ στο 10.4% οι θετικές μη κανονικές αποδόσεις για τους μετόχους ήταν άνω του 10%.

Πίνακας 4: Μέσο CAR (%)

Μέσο CAR (%)	N	Ποσοστό
<-10%	24	20.9%
-10% έως -5%	15	13%
-5% to 0	29	25.2%
0 έως 5%	14	12.2%
5% έως 10%	21	18.3%
>10%	12	10.4%
Σύνολο	115	100%



Γράφημα 2: Μέσο CAR%

3.3 ΠΗΓΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Προκειμένου να επιβεβαιωθεί το εννοιολογικό μοντέλο και οι εισηγμένες υποθέσεις χρησιμοποιήθηκαν δευτερογενή δεδομένα, τα οποία προήλθαν από διάφορες πηγές. Τα δεδομένα σχετικά με τα αγοραζόμενα εμπορικά σήματα, τα εμπορικά σήματα τα οποία ανήκουν σε αυτά και τις κατηγορίες προϊόντων στις οποίες αυτά προωθούνται, προήρθαν από ιστοσελίδες εταιρειών, απολογισμούς εξαγορών, επίσημες δημοσιεύσεις, και δελτία τύπου. Οι πηγές περιλαμβάνουν τις Thomson One Banker, Reuters, The Financial Times και τις ιστοσελίδες των αγοραζουσών και αγοραζομένων εταιρειών. Τα δεδομένα σχετικά με την ομοιότητα των εταιρειών, το γεωγραφικό πεδίο της εξαγοράς, το σχέση μεγέθους μεταξύ των εταιρειών, τον τρόπο πληρωμής, την αξία της συμφωνίας και τις τιμές των μετοχών της αγοράζουσας εταιρείας προήρθαν από βάσεις δευτερογενών δεδομένων, οι οποίες εξειδικεύονται στην παροχή οικονομικών πληροφοριών για τις εταιρείες και τις επιδόσεις τους. Οι βάσεις δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν είναι οι Thomson One Banker, Worldscope, Datastream και SEC.

3.4 ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ ΈΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΔΕΙΓΜΑ

Για τις ανάγκες τις παρούσας έρευνας, μελετώνται εξαγορές οι οποίες ανακοινώθηκαν μεταξύ 2000 και μέσα 2009 (30 Ιουνίου). Ο λόγος για τον οποίο προτείνεται το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα είναι εξαιτίας της φύσης των εξαγορών που θα μελετηθούν, δηλαδή εξαγορές μικρών εμπορικών σημάτων από μεγάλες εταιρείες. Προκειμένου να δημιουργηθεί ένα ικανοποιητικό σύνολο δεδομένων ήταν απαραίτητο να εξεταστεί ένα αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα. Η αρχική έρευνα κατέδειξε ότι σε αυτό το χρονικό διάστημα έγιναν 370,732 εξαγορές. Προκειμένου να «φιλτραριστεί» αυτό το τεράστιο δείγμα και να δημιουργηθεί ένα ομοιογενές και ευμεγέθες σύνολο δεδομένων χρησιμοποιήθηκαν τα παρακάτω κριτήρια:

- Περιοχή όπου βρίσκεται η αγοράζουσα εταιρεία: Οι έρευνες που υπάρχουν στη σχετική βιβλιογραφία, έχουν πραγματοποιηθεί σε όλες τις περιπτώσεις χρησιμοποιώντας δεδομένα από εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στη βόρειο Αμερική, Ευρώπη και Ιαπωνία. Κάθε χρόνο σε αυτές τις περιοχές πραγματοποιείται υψηλός αριθμός εξαγορών, οι οποίες εξετάζονται από ακαδημαϊκούς παγκοσμίως (Hazelkorn et al. 2004). Κατόπιν της εφαρμογής αυτού του κριτηρίου ο αριθμός των υπό εξέταση εξαγορών μειώθηκε σε 265,773.
- Δημόσιος Χαρακτήρας: Τα οικονομικά στοιχεία που αφορούν στατιστικές συναλλαγών και τις επιδόσεις των εταιρειών είναι διαθέσιμα μόνο για τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Οι εισηγμένες εταιρείες είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν μία μεγάλη ποικιλία οικονομικών πληροφοριών και μάλιστα ανά τακτά χρονικά διαστήματα, αυτά τα δεδομένα συγκεντρώνονται και αρχειοθετούνται σε δευτερογενείς βάσεις δεδομένων. Μετά την εφαρμογή και αυτού του κριτηρίου υπάρχει σημαντική μείωση των υπό εξέταση εξαγορών σε 26,499.
- Ποσοστό των αποκτηθέντων μετοχών: Οι εξαγορές μπορεί να είναι μερικές ή ολικές. Στην περίπτωση μίας μερικής εξαγοράς η αγοράζουσα εταιρεία αποκτά λιγότερο από το 100% των μετοχών της αγοραζόμενης και έτσι μπορεί να μην έχει τον πλήρη έλεγχο όλων των περιουσιακών στοιχείων της αγοραζόμενης. Εφόσον η παρούσα έρευνα έχει σα σκοπό να εξετάσει τη σχέση μεταξύ της απόκτησης εμπορικών σημάτων και της επίδοσης της εταιρείας, είναι απαραίτητο να ληφθούν υπόψη μόνο πλήρης εξαγορές προκειμένου να διασφαλιστεί ότι η κυριότητα όλων των περιουσιακών στοιχείων της αγοραζόμενης, συμπεριλαμβανομένων των εμπορικών σημάτων, πέρασαν στον έλεγχο της αγοράζουσας. Κατά αυτό τον τρόπο η λίστα των υπό εξέταση εξαγορών μειώθηκε σε 3,831.

- Βιομηχανία όπου ανήκει η αγοράζουσα εταιρεία: Η πλειονότητα των εξαγορών εμπορικών σημάτων έγινε από επιχειρήσεις που ανήκουν στη μεταποιητική βιομηχανία. Η μεταποιητική βιομηχανία έχει τεράστιο μέγεθος και υψηλό βαθμό διαφοροποίησης καθώς σε αυτή συμπεριλαμβάνονται κλάδοι όπως τα καταναλωτικά αγαθά και υπηρεσίες, η υγεία, η υψηλή τεχνολογία, οι τηλεπικοινωνίες κλπ. Συνεπώς η λίστα των υπό εξέταση εξαγορών μειώθηκε ακόμα περισσότερο, καθώς συμπεριλήφθησαν μόνο οι εξαγορές που έκαναν εταιρείες οι οποίες ανήκουν στη μεταποιητική βιομηχανία σύμφωνα με το σύστημα βιομηχανικής κατηγοριοποίησης Industry Classification System (ICS). Έτσι οι περιπτώσεις μειώθηκαν σε 1,326.
- Εξαγορές εμπορικών σημάτων: Σε αυτό το τελευταίο βήμα, διαχωρίστηκαν οι συναλλαγές εκείνες οι οποίες αφορούσαν εξαγορές εμπορικών σημάτων από μεγαλύτερες εταιρείες. Οι 1,326 εξαγορές εξετάστηκαν βάσει των απολογισμών τους, των επίσημων υποβολών εγγράφων και των ιστοσελίδων των εμπλεκόμενων εταιρειών προκειμένου να καθοριστεί σε ποιες υπήρξε εξαγορά εμπορικού σήματος. Προκειμένου μία εξαγορά να επιλεχτεί για το δείγμα της έρευνάς, έπρεπε να έχει εξαγοραστεί ένα κυρίως εμπορικό σήμα ανεξάρτητα από τα πόσα υφιστάμενα εμπορικά σήματα μπορεί αυτό να περιείχε. Επιπλέον, έπρεπε οι πωλήσεις της αγοραζόμενης εταιρείας για το προηγούμενο από την εξαγορά έτος να είναι μικρότερες από αυτές της αγοράζουσας εταιρείας. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω απέμεινε ένα δείγμα 123 εξαγορών. Από αυτές αφαιρέθηκαν άλλες 8 καθώς δεν υπήρχαν τα στοιχεία των τιμών των μετοχών των εμπλεκόμενων εταιρειών με αποτέλεσμα ένα τελικό δείγμα 115 εταιρειών το οποίο παρουσιάζεται στο παράρτημα Β.

3.5 ΜΕΤΡΗΣΗ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΚΑΙ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

3.5.1 Χαρακτηριστικά αγοραζόμενης εταιρείας

Υφιστάμενα εμπορικά σήματα: Ο αριθμός των υφιστάμενων εμπορικών σημάτων που αποκτήθηκαν μετρώνται από δεδομένα που προέκυψαν από διάφορες πηγές με κυριότερη τις ιστοσελίδες της αγοράζουσας και αγοραζόμενης εταιρείας. Ως υφιστάμενο εμπορικό σήμα θεωρείται εκείνο του οποίου τα προϊόντα έχουν διακριτό όνομα το οποίο συνοδεύεται από το όνομα του κυρίως εμπορικού σήματος. Για παράδειγμά τα ATI Radeon και ATI Fire είναι δύο ξεχωριστά υφιστάμενα εμπορικά σήματα που ανήκουν στο κυρίως εμπορικό σήμα ATI, ταυτόχρονα αυτά περιέχουν μία γκάμα προϊόντων (ATI Radeon HD 3200, 4000, 4570, etc.). Ο αριθμός των αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων μετριέται με τη χρήση δύο μεταβλητών. Πρώτα μία αναλογική μεταβλητή δημιουργήθηκε προκειμένου να καταγραφεί ο ακριβής αριθμός των υφιστάμενων εμπορικών σημάτων που αποκτήθηκαν. Κατόπιν μία

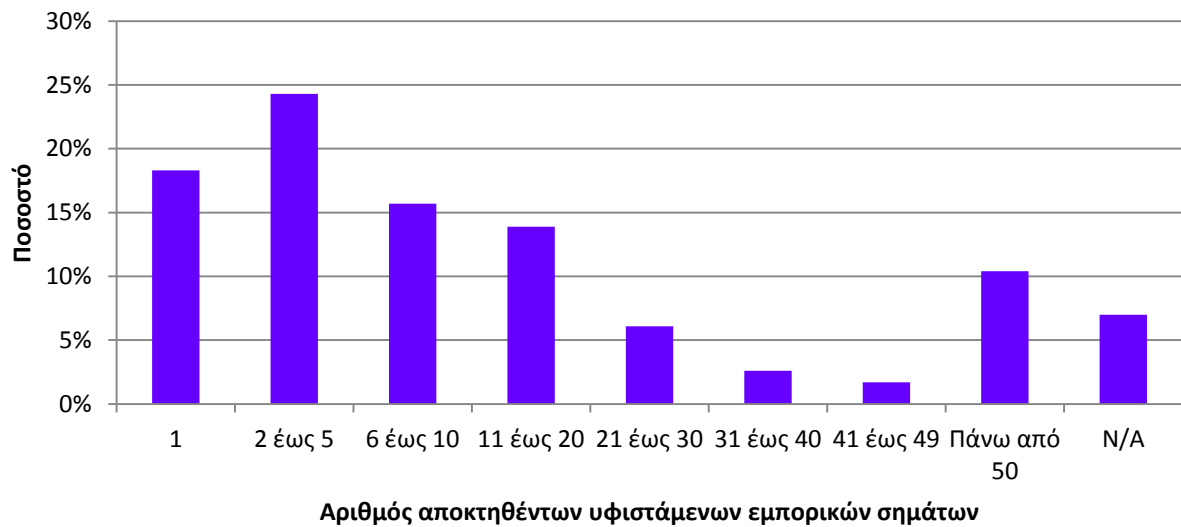
κατηγορική μεταβλητή δημιουργήθηκε και οι εξαγορές μοιράστηκαν σε διαφορετικές κατηγορίες ανάλογα με το πόσα υφιστάμενα εμπορικά σήματα εξαγοράστηκαν, προκειμένου να γίνει πιο κατανοητή η στατιστική ανάλυση. Οι διαφορετικές κατηγορίες αυτής της μεταβλητής είναι οι παρακάτω: 1) 1 υφιστάμενο εμπορικό σήμα, 2) 2-5 υφιστάμενα εμπορικά σήματα, 3) 6-10 υφιστάμενα εμπορικά σήματα, 4) 11-20 υφιστάμενα εμπορικά σήματα, 5) 21-49 υφιστάμενα εμπορικά σήματα and 6) πάνω από 49 υφιστάμενα εμπορικά σήματα. Για όλες τις εξαγορές που περιέχονται στο παράρτημα Β υπάρχουν διαθέσιμα παραδείγματα των υφιστάμενων εμπορικών σημάτων που εξαγοράστηκαν.

Κατηγορίες προϊόντων: Οι κατηγορίες προϊόντων στις οποίες ανήκουν τα αποκτηθέντα υφιστάμενα εμπορικά σήματα μετρήθηκαν με μία διαφορετική αναλογική μεταβλητή. Τα δεδομένα προήρθαν από τις ιστοσελίδες των εμπλεκόμενων εταιρειών. Για παράδειγμα, αν σε μία εξαγορά αποκτήθηκαν δύο υφιστάμενα εμπορικά σήματα τα οποία ανήκουν στην ίδια κατηγορία προϊόντων, τότε η μεταβλητή παίρνει την τιμή 1 καθώς θεωρείται ότι και τα δυο υφιστάμενα εμπορικά σήματα ικανοποιούν την ίδια καταναλωτική ανάγκη.

Ο πίνακας 5 και το γράφημα 3 δείχνουν τις συχνότητες του αριθμού των υφιστάμενων εμπορικών σημάτων που αποκτήθηκαν ενώ ο πίνακας 6 και το γράφημα 4 αναφέρουν τις συχνότητες του αριθμού των κατηγοριών προϊόντων στις οποίες ανήκουν τα αποκτηθέντα υφιστάμενα εμπορικά σήματα. Οι περισσότερες εξαγορές εμπορικών σημάτων (42.6%) περιείχαν περιορισμένο αριθμό υφιστάμενων εμπορικών (1-5). Σε περισσότερο από το 10% των εξαγορών αποκτήθηκαν πάνω από 50 υφιστάμενα εμπορικά σήματα. Αυτό το φαινόμενο παρατηρήθηκε κυρίως στον τομέα της ένδυσης οπου λόγω της φύσης του προϊόντος υπάρχουν πάντα πολλά υφιστάμενα εμπορικά σήματα. Όσον αφορά τις κατηγορίες προϊόντων στις οποίες ανήκουν τα υφιστάμενα εμπορικά σήματα, θα πρέπει να σημειωθεί ότι σχεδόν το μισό (43.5%) των εμπορικών σημάτων που αποκτήθηκαν ανήκαν σε μία μόνο κατηγορία.

Πίνακας 5: Υφιστάμενα εμπορικά σήματα που αποκτήθηκαν

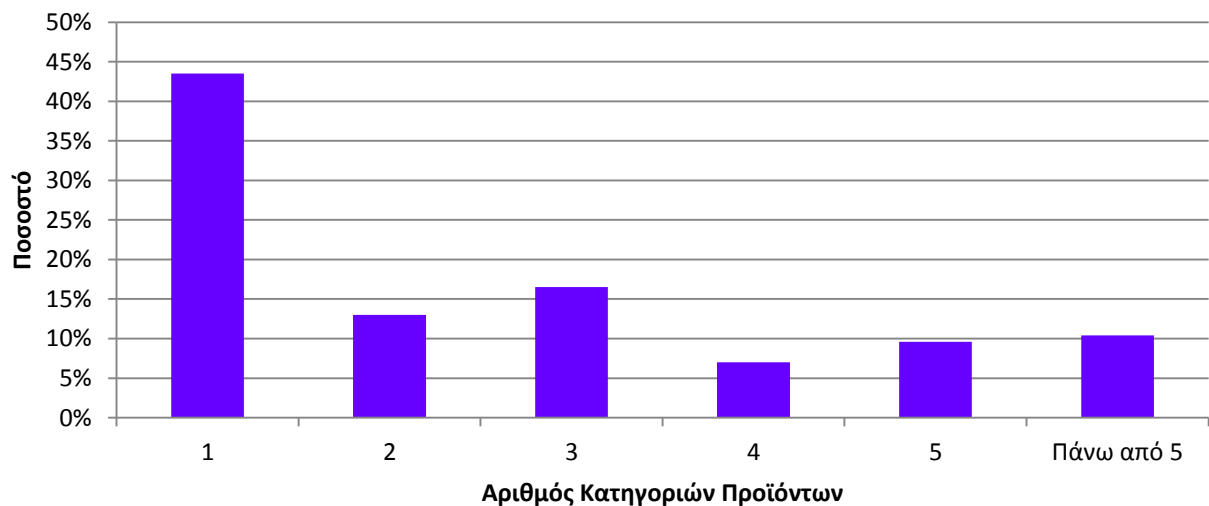
Αριθμός Αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων	Πλήθος εξαγορών	Ποσοστό
1	21	18.3%
2-5	28	24.3%
6-10	18	15.7%
11-20	16	13.9%
21-30	7	6.1%
31-40	3	2.6%
41-49	2	1.7%
≥50	12	10.4%
N/A	8	7%
Σύνολο	115	100%



Γράφημα 3: Αποκτηθέντα υφιστάμενα εμπορικά σήματα

Πίνακας 6: Κατηγορίες Προϊόντων

Αριθμός Κατηγοριών Προϊόντων	Πλήθος εξαγορών	Ποσοστό
1	50	43.5%
2	15	13%
3	19	16.5%
4	8	7%
5	11	9.6%
>5	12	10.4%
Σύνολο	115	100%



Γράφημα 4: Κατηγορίες Προϊόντων

3.5.2 Μεταβλητές εξαγοράς

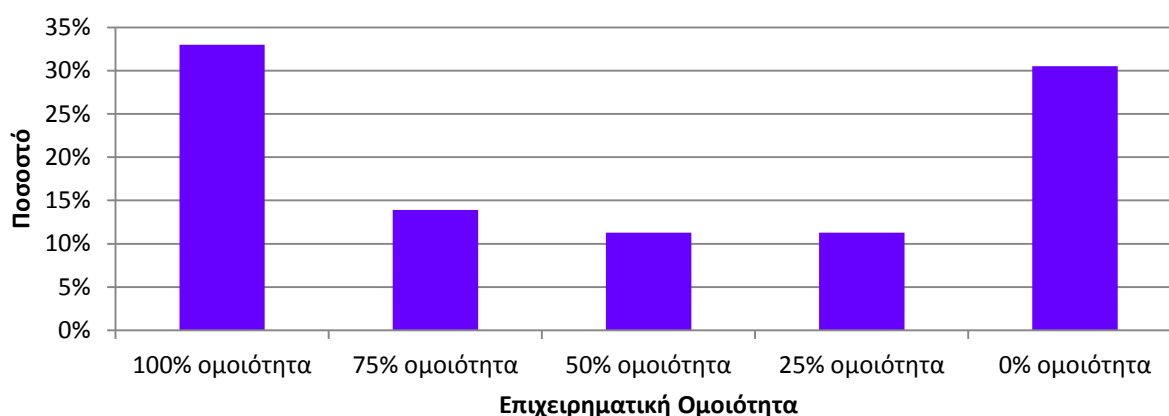
Ομοιότητα επιχειρήσεων: Στην βιβλιογραφία που αφορά τις εξαγορές είναι συνήθης πρακτική να εκτιμάται η ομοιότητα των επιχειρήσεων ως ο βαθμός των κοινών χαρακτηριστικών μεταξύ των βιομηχανιών στις οποίες ανήκουν οι εμπλεκόμενες στην εξαγορά εταιρείες. Ακαδημαϊκοί όπως οι Kusewitt (1985) και οι Wang και Zajac (2007), συγκρίνουν τους τετραψήφιους SIC κωδικούς (Standard Industrial Classification) της αγοράζουσας και της αγοραζόμενης εταιρείας προκειμένου να εκτιμήσουν το βαθμό επιχειρηματικής ομοιότητας. Όταν οι επιχειρήσεις έχουν κοινά και τα τέσσερα ψηφία του κωδικού τους τότε η μεταβλητή της επιχειρηματικής ομοιότητας παίρνει την τιμή 1, κάτι που σημαίνει ότι και οι δύο επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται εντός της ίδιας βιομηχανίας. Αν είναι όμοια τα τρία πρώτα ψηφία τότε η επιχειρηματική ομοιότητα παίρνει την τιμή 0.75 κάτι που υποδηλώνει υψηλό βαθμό ομοιότητας

μεταξύ των επιχειρήσεων. Σε περίπτωση που είναι όμοια τα δύο πρώτα ψηφία η ομοιότητα θεωρείται μέτρια και έχει την τιμή 0.5. Όταν μόνο το πρώτο ψηφίο είναι κοινό η επιχειρηματική ομοιότητα παίρνει την τιμή 0.25 δηλώνοντας χαμηλό βαθμό ομοιότητας. Τέλος όταν δεν υπάρχουν καθόλου κοινά ψηφία η μεταβλητή παίρνει την τιμή 0 θεωρώντας τις επιχειρήσεις άσχετες μεταξύ τους. Αυτός ο τρόπος λειτουργίας της μεταβλητής επιτρέπει να την αντιμετωπίσουμε ως μεταβλητή διαστήματος όπου οι υψηλότερες αξίες δείχνουν και υψηλότερο βαθμό ομοιότητας μεταξύ αγοράζουσας και αγοραζόμενης εταιρείας.

Ο πίνακας 7 και το γράφημα 5 δείχνουν τις συχνότητες των διαφορετικών βαθμών επιχειρηματικής ομοιότητας των εταιρειών που συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα:

Πίνακας 7: Επιχειρηματική ομοιότητα

Επιχειρηματική Ομοιότητα	Πλήθος εξαγορών	Ποσοστό
100% Ομοιότητα	38	33%
75% Ομοιότητα	16	13.9%
50% Ομοιότητα	13	11.3%
25% Ομοιότητα	13	11.3%
0% Ομοιότητα	35	30.5%
Σύνολο	115	100%



Γράφημα 5: Επιχειρηματική ομοιότητα

Η πλειοψηφία των εξαγορών που αποτελούν το δείγμα είναι μεταξύ πλήρως ομοίων επιχειρήσεων (33%). Αυτό δεν αποτελεί έκπληξη, δεδομένου ότι οι εξαγορές εμπορικών σημάτων συμβαίνει εντός της ίδιας βιομηχανίας όπου η αγοράζουσα εταιρεία έχει ήδη εδραιωμένη παρουσία. Για περίπου 47% των εξαγορών που περιέχονται στο δείγμα, υπάρχει

υψηλός βαθμός ομοιότητας (100% ή 75% ομοιότητα). Από την άλλη μεριά ο αριθμός εξαγορών μεταξύ εντελώς ανόμοιων εταιρειών δεν είναι αμελητέος αφού σε άνω του 30% των εξαγορών δεν υπάρχει καμία ομοιότητα μεταξύ των εμπλεκόμενων εταιρειών.

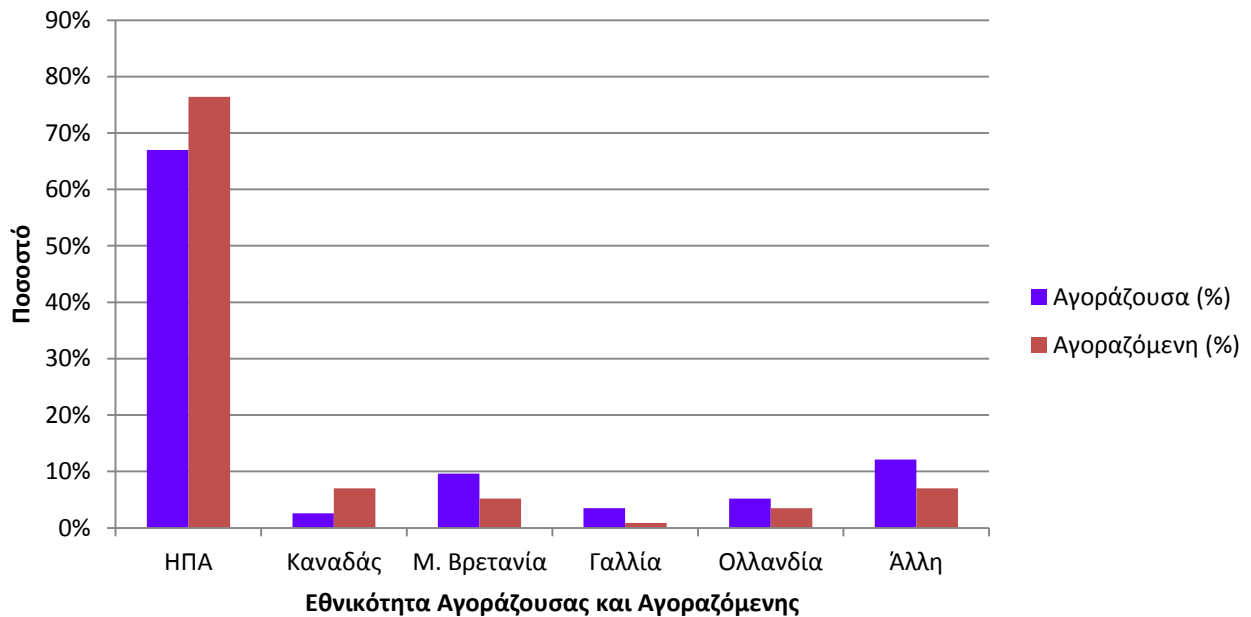
Γεωγραφικό πεδίο: Το γεωγραφικό πεδίο θα εκτιμηθεί με τη χρήση δύο ξεχωριστών μεταβλητών. Συνήθως στις έρευνες που αφορούν τις εξαγορές δημιουργείτε μία διχοτομική μεταβλητή προκειμένου να μετρηθεί αν η εξαγορά γίνεται από εταιρείες διαφορετικών χωρών (όπου η αξία είναι: 1 = Ναι, Πρόκειται για διασυνοριακή εξαγορά και όπου 0 = Όχι, εγχώρια εξαγορά). Στην παρούσα μελέτη θα προστεθεί ακόμα μία διχοτομική μεταβλητή προκειμένου να γίνει ένα βήμα παραπέρα και να εξεταστεί αν στις εξαγορές εμπλέκονται εταιρείες που είναι από διαφορετική ήπειρο ή όχι (όπου η αξία είναι: 1 = Ναι, Πρόκειται για εξαγορά όπου οι εμπλεκόμενες εταιρείες είναι από διαφορετική ήπειρο και όπου 0 = Όχι, εξαγορά όπου οι εμπλεκόμενες εταιρείες είναι από την ίδια ήπειρο). Αυτή η μέθοδος χρήσης των μεταβλητών επιτρέπει την εμβάθυνση στην σημασία της επιρροής του γεωγραφικού πεδίου στις εξαγορές.

Ο πίνακας 8 και το γράφημα 6 παρέχουν πληροφόρηση για την εθνικότητα της αγοράζουσας και αγοραζόμενης εταιρείας. Εδώ πρέπει να σημειωθεί ότι περισσότερο από τα δύο τρίτα (67%) των υπό εξέταση εξαγορών έγιναν από αμερικάνικες εταιρείες και σε ακόμα περισσότερες η αγοραζόμενη ήταν αμερικάνικη (76.4%). Όσον αφορά την Ευρώπη, οι εταιρείες βρετανικής εθνικότητας έκαναν τις περισσότερες εξαγορές (9.6%) και λίγο πιο σπάνια ήταν οι αγοραζόμενες εταιρείες (5.2%). Σε όρους γεωγραφικού πεδίου, το 67.8% των εξαγορών του δείγματος ήταν εγχώριες και το 32.2% διασυνοριακές. Επιπλέον στο 19.1% των περιπτώσεων οι δύο εταιρείες ήταν από διαφορετική ήπειρο.

Πίνακας 8: Εθνικότητα αγοράζουσας και αγοραζόμενης εταιρείας

Εθνικότητα	Πλήθος (Αγοράζουσα)	Αγοράζουσα (%)	Πλήθος (Αγοραζόμενη)	Αγοραζόμενη (%)
Αμερικάνικη	77	67%	88	76.4%
Καναδική	3	2.6%	8	7%
Βρετανική	11	9.6%	6	5.2%
Γαλλική	4	3.5%	1	0.9%
Ολλανδική	6	5.2%	4	3.5%
Άλλη	14	12.1%	8	7%

Σύνολο 115 100% 115 100%



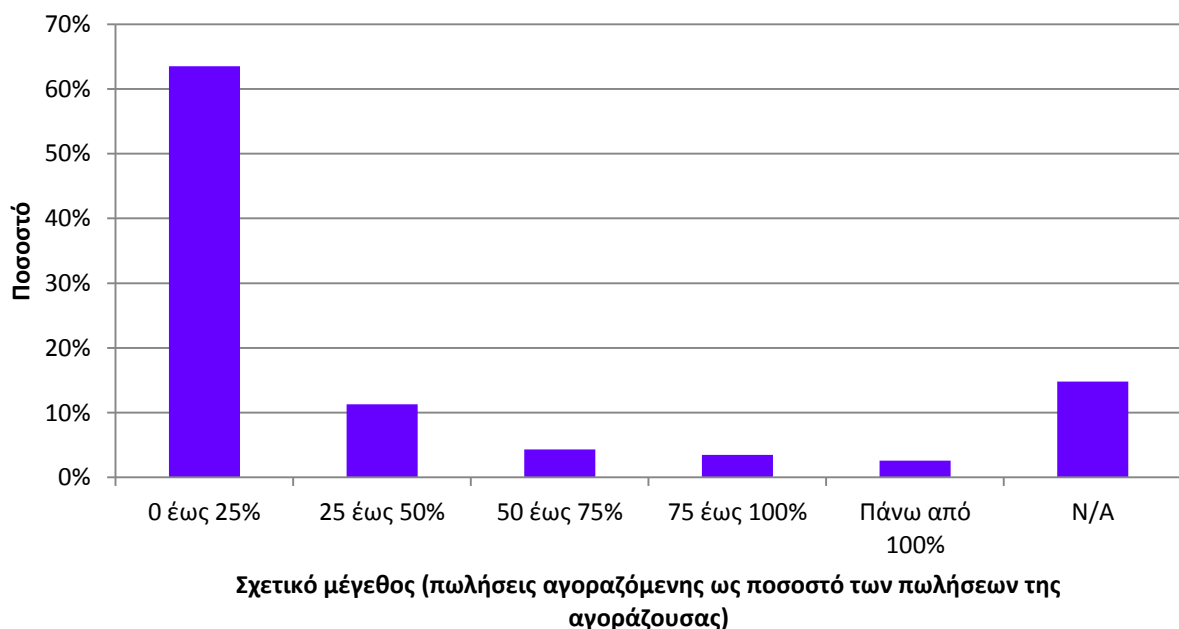
Γράφημα 6: Γεωγραφικό πεδίο (εθνικότητα αγοράζουσας και αγοραζόμενης)

Σχετικό μέγεθος: Το σχετικό μέγεθος των δύο εταιρειών που εμπλέκονται στην εξαγορά μετράται από την αναλογία των ετησίων πωλήσεων της αγοραζόμενης εταιρείας προς αυτές της αγοράζουσας κατά το έτος που προηγήθηκε της εξαγοράς (Carron 1999). Αυτή η μεταβλητή μετρήθηκε σε μία αναλογική κλίμακα. Για περεταίρω ανάλυση και προκειμένου να μετρηθεί η αλληλεπίδραση μεταξύ του σχετικού μεγέθους και του τρόπου πληρωμής της εξαγοράς, δημιουργήθηκε μία διχοτομική μεταβλητή η οποία μετρά το σχετικό μέγεθος (όπου αξία: 1 = το σχετικό μέγεθος είναι <50% και όπου 2 = το σχετικό μέγεθος είναι >50%).

Ο πίνακας 9 και το γράφημα 7 απεικονίζουν τις συχνότητες των διαφορετικών βαθμών σχετικού μεγέθους των εταιρειών που συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα. Σε ποσοστό περίπου 75% των εξαγορών, οι πωλήσεις των αγοραζόμενων εταιρειών ήταν το πολύ στο μισό των πωλήσεων της αγοράζουσας εταιρείας για το προηγούμενο έτος. Αυτό φυσικά είναι αναμενόμενο αφού το δείγμα περιέχει εξαγορές μικρών εμπορικών σημάτων από μεγάλες αγοράζουσες εταιρείες. Τα μικρά αγοραζόμενα εμπορικά σήματα είναι αναμενόμενο να ανήκουν σε σχετικά μικρότερες εταιρείες από τις αντίστοιχες αγοράζουσες.

Πίνακας 9: Σχετικό μέγεθος (πωλήσεις αγοραζόμενης ως ποσοστό των πωλήσεων της αγοράζουσας)

Σχετικό μέγεθος	Πλήθος εξαγορών	Ποσοστό
0-25%	73	63.5%
25-50%	13	11.3%
50-75%	5	4.3%
75-100%	4	3.5%
>100%	3	2.6%
N/A	17	14.8%
Σύνολο	115	100%

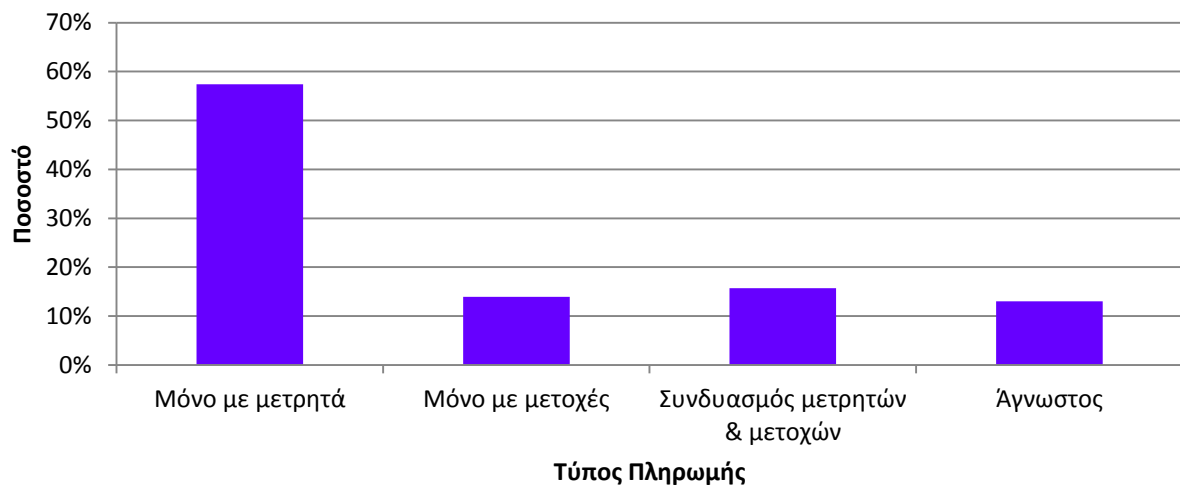


Γράφημα 7: Σχετικό μέγεθος των δύο εταιρειών

Τύπος Πληρωμής: Ο τύπος πληρωμής της εξαγοράς μετράται μέσω μίας κατηγορικής μεταβλητής. Οι εξαγορές που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά έχουν την τιμή 1, αυτές που χρηματοδοτήθηκαν με μετοχές την τιμή 2 και όταν η χρηματοδότηση έγινε με συνδυασμό μετρητών και μετοχών η μεταβλητή παίρνει την τιμή 3. Ο πίνακας 10 και το γράφημα 8 παρουσιάζουν τις συχνότητες για τον τύπο πληρωμής που χρησιμοποιήθηκε στην εξαγορά:

Πίνακας 10: Τύπος πληρωμής

Τύπος πληρωμής	Πλήθος εξαγορών	Ποσοστό
Μόνο μετρητά	66	57.4%
Μόνο μετοχές	16	13.9%
Συνδυασμός Μετρητών μετοχών	18	15.7%
Άγνωστος	15	13%
Σύνολο	115	100%



Γράφημα 8: Τύπος πληρωμής

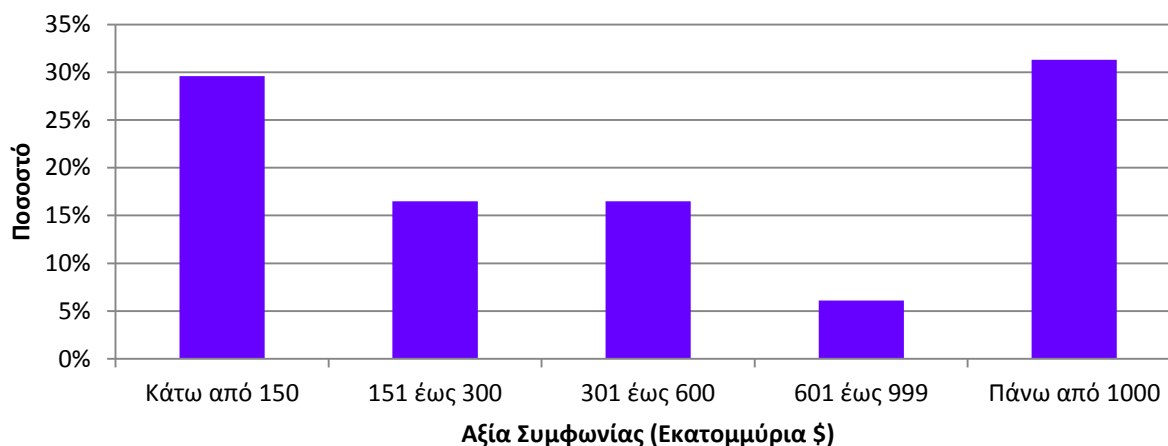
Όπως φαίνεται, οι περισσότερες εξαγορές χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά (57.4%) και μόνο μερικές (13.9%) χρηματοδοτήθηκαν με μετοχές. Για λόγους βαθύτερης ανάλυσης και με σκοπό να μετρηθεί η αλληλεπίδραση του τρόπου πληρωμής με το σχετικό μέγεθος των εταιρειών, δημιουργήθηκε μία διχοτομική μεταβλητή η οποία έχει την τιμή 1 στην περίπτωση χρηματοδότησης με μετρητά και την τιμή 2 για χρηματοδότηση εξ ολοκλήρου με χρεόγραφα.

Αξία της συμφωνίας: Η αξία της συμφωνίας είναι η τιμή που πληρώθηκε προκειμένου να αποκτηθούν οι πωλήσεις, του προηγούμενου της εξαγοράς έτους, της αγοραζόμενης εταιρείας, μετράται ως αναλογία των πωλήσεων προς την αξία της συμφωνίας και εκφράζεται ποσοστιαία. Όταν το ποσοστό είναι κάτω του 100%, δηλαδή η αξία της συμφωνίας είναι υψηλότερη από τις πωλήσεις της αγοραζόμενης εταιρείας για το προηγούμενο της συμφωνίας έτους, τότε η αγοράζουσα εταιρεία θεωρείται ότι πλήρωσε υπεραξία για την εξαγορά του εμπορικού σήματος. Ως εκ τούτου, η αξία της συμφωνίας είναι από τη φύση της αναλογική μεταβλητή.

Οι αξίες των συμφωνιών για τις εξεταζόμενες εξαγορές παρουσιάζονται στον πίνακα 11 και απεικονίζονται στο γράφημα 9. Αυτό που είναι αξιοπρόσεκτο είναι ότι η πλειονότητα αυτών των εξαγορών εμπορικών σημάτων ξεπέρασαν το 1 δις δολάρια σε αξία (31.3%). Παρ' όλα αυτά υπάρχει υψηλή διακύμανση καθώς ένα παρόμοιο ποσοστό εξαγορών (29.6%) είχε σημαντικά μικρότερη αξία κάτω των 150 εκατομμυρίων δολαρίων.

Πίνακας 11: Αξία συμφωνίας

Αξία συμφωνίας (σε εκ \$)	Πλήθος εξαγορών	Ποσοστό
≤150	34	29.6%
151-300	19	16.5%
301-600	19	16.5%
601-999	7	6.1%
≥1000	36	31.3%
Σύνολο	115	100%

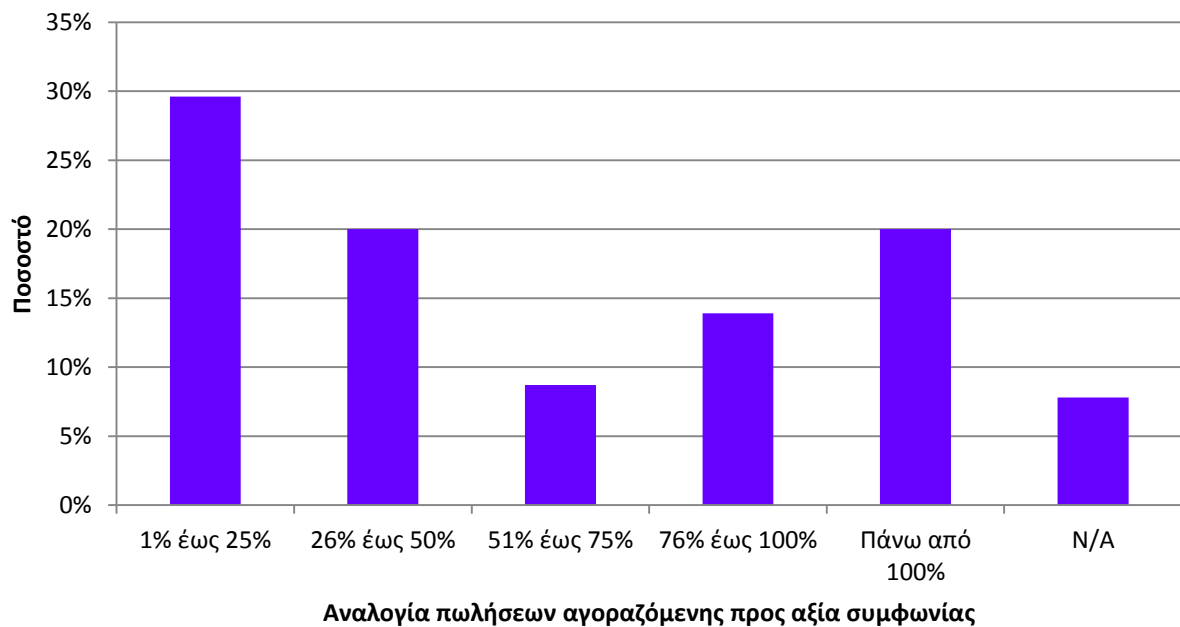


Γράφημα 9: Αξία συμφωνίας

Επιπλέον, ο πίνακας 12 και το γράφημα 10 παρουσιάζουν την αναλογία των πωλήσεων της αγοραζόμενης για το προηγούμενο της εξαγοράς έτος ως ποσοστό επί της αξίας της συμφωνίας. Στις περισσότερες από τις εξαγορές (29.6%), το premium που κατεβλήθη ήταν εξαιρετικά υψηλό αφού η αναλογία των πωλήσεων της αγοραζόμενης προς την αξία της συμφωνίας ήταν λιγότερο από 25%. Άλλη μια σημαντική παρατήρηση που μπορεί να γίνει είναι ότι για το ένα πέμπτο των εξαγορών (20%) δεν κατεβλήθη καθόλου premium, λόγω του γεγονότος ότι οι πωλήσεις των αγοραζόμενων εταιρειών ήταν μεγαλύτερες από το ποσό που πληρώθηκε για τις εξαγορές των εμπορικών σημάτων τους.

Πίνακας 12: Αναλογία πωλήσεων αγοραζόμενης προς αξία συμφωνίας

Πωλήσεις/Αξία συμφωνίας (%)	Πλήθος Περιπτώσεων	Ποσοστό
1%-25%	34	29.6%
26%-50%	23	20%
51%-75%	10	8.7%
76%-100%	16	13.9%
>100%	23	20%
N/A	9	7.8%
Σύνολο	115	100%

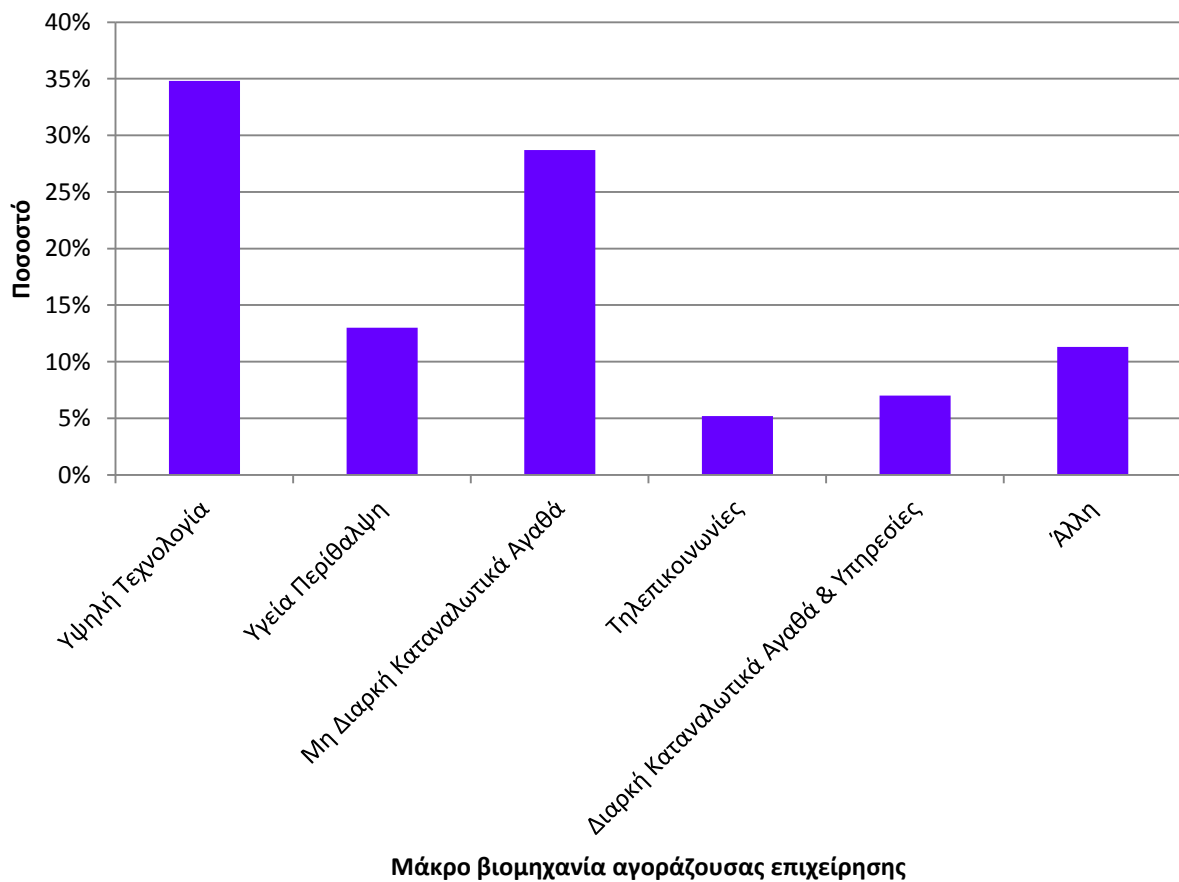


Γράφημα 10: Αναλογία πωλήσεων αγοραζόμενης προς αξία συμφωνίας

Τέλος, ο πίνακας 13 και το γράφημα 11 παρουσιάζουν τη διασπορά των αγοραζουσών εταιρειών στις διάφορες μάκρο βιομηχανίες. Η μάκρο βιομηχανία είναι ο τομέας εκείνος της μεταποιητικής βιομηχανίας στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία.

Πίνακας 13: Μάκρο βιομηχανία όπου ανήκουν οι αγοράζουσες

Μάκρο Βιομηχανία	Πλήθος	Ποσοστό
Υψηλής Τεχνολογίας	40	34.8%
Υγείας περιθάλψης	15	13%
Μη διαρκή Καταναλωτικά αγαθά	33	28.7%
Τηλεπικοινωνιών	6	5.2%
Διαρκή Καταναλωτικά αγαθά και υπηρεσίες	8	7%
Άλλη	13	11.3%
Σύνολο	115	100%



Γράφημα 11: Μάκρο βιομηχανία αγοράζουσας επιχείρησης

Πάνω από το ένα τρίτο (34.8%) των αγοραζουσών που πραγματοποίησαν εξαγορά εμπορικού σήματος ανήκουν στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας. Δεύτερος σε κατάταξη είναι ο τομέας μη διαρκών καταναλωτικών αγαθών στον οποίο πραγματοποιήθηκε σχεδόν ακόμα ένα τρίτο των συνολικών εξαγορών (28.7%). Οι υπόλοιπες εξαγορές έγιναν από αγοράζουσες εταιρείες που ανήκουν σε διάφορους τομείς με αυτόν της υγείας να είναι ο πιο σημαντικός. Στο επόμενο κεφάλαιο της παρούσας έρευνας θα δοκιμαστούν το εννοιολογικό μοντέλο και οι παραχθείσες υποθέσεις.

Βιβλιογραφικές Αναφορές 3^ο Κεφαλαίου

- Aybar B. & Ficici A. (2009), “Cross-border acquisitions and firm value: an analysis of emerging-market multinationals”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 40, 1317-1338
- Brown S. & Warner J. (1980), “Measuring security price performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, 205-258
- Capron L. (1999), “The long-term performance of horizontal acquisitions”, *Strategic Management Journal*, Vol. 20, 987-1018
- Fama E., Fisher L., Jensen M. & Roll R. (1969), “The adjustment of stock prices to new information”, *International Economic Review*, Vol. 10 (1), 1-21
- Hazelkorn T., Zenner M. & Shivdasani A. (2004), “Creating value with mergers and acquisitions”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.16, 81-90
- Hyman M.R. & Mathur I. (2005), “Retrospective and prospective views on the marketing/finance interface”, *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol. 33(4), 390-400
- Kusewitt J.B. (1985), “An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance”, *Strategic Management Journal*, Vol. 6, 151-169
- McWilliams A. & Siegel D. (1997), “Event studies in management research: theoretical and empirical issues”, *Academy of Management Journal*, Vol. 40(3), 636-657
- Swaminathan V., Murshed F. & Hulland J. (2008), “Value creation following merger and acquisition announcements: the role of strategic emphasis alignment”, *Journal of Marketing Research*, Vol. 45, 33-47
- Wang L. & Zajac E. (2007), “Alliance or acquisition? A dyadic perspective on interfirm resource combinations”, *Strategic Management Journal*, Vol. 28, 1291-1317
- Wiles M. & Danielova A. (2009), “The worth of product placement in successful films: an event study analysis”, *Journal of Marketing*, Vol. 73, 44-63

4. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα παρουσιαστούν τα αποτελέσματα και τα ευρήματα της έρευνάς. Πρώτα, θα δοκιμαστεί το πλήρες εννοιολογικό μοντέλο με τη χρήση ανάλυσης παλινδρόμησης. Στη συνέχεια, θα γίνει μία σταδιακή επιλογή (stepwise selection) και εφαρμογή μεθόδου αποκλεισμού ανεξάρτητων μεταβλητών ξεκινώντας από το τελικό στάδιο του μοντέλου (backward elimination of predictors), έτσι ώστε να κατασκευαστεί ένα βέλτιστο μοντέλο το οποίο να εφαρμόσει μόνο εκείνες τις ανεξάρτητες μεταβλητές οι οποίες προκαλούν σημαντική διακύμανση στην εξαρτημένη μεταβλητή η οποία μετρά την επίδοση της εξαγοράς. Επιπλέον θα γίνουν ξεχωριστές παράλληλες δοκιμές με σκοπό να εξεταστούν περαιτέρω οι υπό διερεύνηση υποθέσεις. Στο τελευταίο τμήμα αυτής της ενότητας θα συνοψιστούν εν συντομία τα αποτελέσματα και οι επιβεβαιωμένες υποθέσεις. Ως αποτέλεσμα αυτής της ανάλυσης θα διευκρινιστούν οι όροι υπό τους οποίους μία εξαγορά ενός μικρού εμπορικού σήματος δημιουργεί αξία για την αγοράζουσα μεγάλη εταιρεία.

Πιο συγκεκριμένα, η ανάλυση των συσχετισμών μεταξύ των ανεξαρτητών μεταβλητών σε συνάρτηση με την εφαρμογή της τεχνικής της παλινδρόμησης, θα οδηγήσει στα πρώτα αποτελέσματα και σε μία αδρή αποτύπωση των συνθηκών που δημιουργούν αξία και ενισχύουν το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα μέσω των εξεταζόμενων εξαγορών.

Η ανάγκη για καλύτερη στόχευση των αποτελεσμάτων θα καλυφθεί μέσω της βηματικής παλινδρόμησης η οποία θα οδηγήσει σε αποκλεισμό μεταβλητών, τη δημιουργία 2 νέων μοντέλων εκ των οποίων θα προκριθεί το ένα, προς χρήση, βάση της επεξηγηματικής αλλά και επιστημονικής του αξίας.

Τα αποτελέσματα που θα παράγει το βελτιωμένο μοντέλο θα αναλυθούν και θα ερμηνευθούν μέσω συμπληρωματικών δοκιμών, έτσι ώστε να ενδυναμωθεί ακόμα περισσότερο η επεξηγηματική αξία των αποτελεσμάτων του.

Αυτή η διεργασία θα οδηγήσει στην τελική επιλογή των επιβεβαιωμένων υποθέσεων οι οποίες θα έχουν επαρκή επιστημονική υποστήριξη έτσι ώστε να θεωρηθεί ότι είναι αυτές που επηρεάζουν τη δημιουργία αξίας και την ενίσχυση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μέσω των εξαγορών μικρών εμπορικών σημάτων.

4.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

4.2.1 Πλήρης Παλινδρόμηση

Ως πρώτο βήμα της ανάλυσης παλινδρόμησης θα αναλυθούν οι συσχετίσεις μεταξύ των υπό εξέταση μεταβλητών. Ο πίνακας 14 είναι πίνακας συσχετίσεων όλων των μεταβλητών που περιέχονται στο εννοιολογικό μοντέλο.

Πίνακας 14: Πίνακας συσχετίσεων των εξαρτημένων και ανεξάρτητων μεταβλητών

Μεταβλητή	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. Μη κανονικές αποδόσεις									
2. Αποκτηθέντα υφιστάμενα εμπορικά σήματα	.191*								
3. Κατηγορίες Προϊόντων	.009	.613**							
4. Επιχειρηματική Ομοιότητα	.044	.035	.069						
5. Γεωγραφικό πεδίο (διασυνοριακό)	.087	.046	-.029	.023					
6. Γεωγραφικό Πεδίο (διηπειρωτικό)	.156	.036	-.056	-.102	.706**				
7. Σχετικό Μέγεθος	-.083	.022	-.061	-.018	-.021	-.134			
8. Τύπος Πληρωμής	-.141	-.085	.052	.070	-.203	-.252*	.390**		
9. Τρόπος πληρωμής * Σχετικό μέγεθος	-.341**	-.187	-.114	.017	-.045	-.097	.325**	.462**	
10. Αξία Συμφωνίας	-.024	.288**	.135	.072	-.132	-.123	.259**	.039	-.128

*p <.05, **p<.01

Εξετάζοντας τον παραπάνω πίνακα, διακρίνονται διάφορες συσχετίσεις μεταξύ των ανεξαρτήτων μεταβλητών. Πρώτα, ο αριθμός των αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων έχει ισχυρή θετική συσχέτιση με τον αριθμό κατηγοριών προϊόντων ($r=.613$, $p=.000$). Αυτό δεν αποτελεί έκπληξη καθώς είναι αναμενόμενο όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων τόσο περισσότερες να είναι και οι κατηγορίες προϊόντων στις οποίες ανήκουν. Άλλη μία ισχυρή συσχέτιση ($r=.706$, $p=.000$) υπάρχει μεταξύ των μεταβλητών του γεωγραφικού πεδίου και συγκεκριμένα μεταξύ των μεταβλητών που δείχνουν αν η εξαγορά ήταν διασυνοριακή, διηπειρωτική ή όχι. Επιπλέον υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών της αξίας της συμφωνίας και των αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων ($r=.288$, $p=.003$). Λαμβάνοντας υπόψη ότι η μεταβλητή «αξία συμφωνίας» μετρά την αναλογία των πωλήσεων της αγοραζόμενης επιχείρησης προς την αξία που κατεβλήθη για την εξαγορά της εταιρείας καταλαβαίνουμε ότι αυτή η σχέση δείχνει ότι όσο υψηλότερες ήταν οι πωλήσεις της αγοραζόμενης εταιρείας σε σχέση με το τίμημα που

πληρώθηκε τόσο περισσότερα ήταν τα υφιστάμενα εμπορικά σήματα που αποκτήθηκαν από τη συμφωνία. Τέλος υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ του τύπου πληρωμής, του σχετικού μεγέθους και της μεταβλητής αλληλεπίδρασης τους. Προκειμένου να αντιμετωπιστεί αυτή η αδυναμία θα χρησιμοποιηθεί η μέθοδος επικέντρωσης γύρω από το μέσο όρο (mean centering). Ως μέρος αυτής της διαδικασίας η μέση αξία του τρόπου πληρωμής και του σχετικού μεγέθους αφαιρέθηκαν από κάθε περίπτωση, δημιουργώντας έτσι μία μεταβλητή αλληλεπίδρασης απαλλαγμένη από πολυσυγγραμμικότητα (Aiken and West, 1991).

Οι προαναφερθείσες συσχετίσεις δείχνουν πιθανή ύπαρξη πολυσυγγραμμικότητας σε όλο το μοντέλο. Για να ερευνησουμε αν αυτό είναι αληθές θα γίνει διάγνωση συγγραμμικότητας και θα αναλυθούν οι παράγοντες αύξησης της διακύμανσης όλων των ανεξαρτήτων μεταβλητών. Συνοψίζοντας, η εξίσωση παλινδρόμησης που εξετάζεται εδώ είναι η παρακάτω:

Επίδοση εξαγοράς =

$$\beta_0 + \beta_1 * \text{Υφιστάμενα εμπορικά σήματα που αποκτήθηκαν} + \beta_2 * \text{Κατηγορίες Προϊόντων} + \beta_3 * \text{Ομοιότητα Επιχειρήσεων} + \beta_4 * \text{Γεωγραφικό Πεδίο (διασυνοριακό)} + \beta_5 * \text{Γεωγραφικό Πεδίο (διηπειρωτικό)} + \beta_6 * \text{Σχετικό Μέγεθος} + \beta_7 * \text{Τρόπος Πληρωμής} + \beta_8 * (\text{Τρόπος Πληρωμής} * \text{Σχετικό Μέγεθος}) + \beta_9 * \text{Αξία Συμφωνίας} + \varepsilon$$

Βάση του προαναφερθέντος μοντέλου έγινε η ανάλυση παλινδρόμησης. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα 15. Ο προσαρμοσμένος Συντελεστής προσδιορισμού (R^2) του μοντέλου είναι .056. Ως εκ τούτου το μοντέλο μας εξηγεί το 5,6% της διακύμανσης στην εξαρτημένη μεταβλητή. Περαιτέρω, η τιμή του τεστ F για το μοντέλο μας είναι ίση με 1.452, και βάση των βαθμών ελευθερίας το μοντέλο μας είναι οριακά στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο εμπιστοσύνης 95% ($p < .19$). Η πολυσυγγραμμικότητα των μεταβλητών που περιλήφθηκαν στο μοντέλο ήταν χαμηλή (VIF για όλες τις μεταβλητές κάτω από την κριτική τιμή 10). Μέσω Kolmogorov-Smirnov Z-test, επαληθεύσαμε ότι τα υπόλοιπα (residuals) της εξαρτημένης μεταβλητής ακολουθούν κανονική κατανομή ($p = .49$).

Πίνακας 15: Αποτελέσματα ανάλυσης παλινδρόμησης

	B	S.E.	Beta	t	Sig.
(Σταθερά)	-8.809	6.852		-1.286	.204
Αποκτηθέντα Υφιστάμενα Εμπ. Σήματα	.077	.097	.164	.794	.430
Κατηγορίες Προϊόντων	-.579	1.049	-.110	-.552	.583
Επιχειρηματική Ομοιότητα	3.638	3.499	.126	1.040	.303
Γεωγραφικό Πεδίο (Διασυνοριακό)	1.715	4.905	.067	.350	.728
Γεωγραφικό Πεδίο (Διηπειρωτικό)	1.402	5.470	.049	.256	.799
Σχετικό Μέγεθος	3.390	4.269	.116	.794	.430
Τύπος Πληρωμής	2.455	4.582	.077	.536	.594
Τύπος Πληρωμής * Σχετικό Μέγεθος	-25.418	8.552	-.420	-2.972	.004
Αξία Συμφωνίας	-.013	.017	-.102	-.753	.455
B	Συντελεστής (B)				
S.E.	Τυπικό Σφάλμα του B				
Beta	Standardized Coefficient				
Sig.	Επίπεδο Στατιστικής Σημαντικότητας				

Εξαρτημένη Μεταβλητή: Επίδοση Εξαγοράς (Μη Κανονικές Αποδόσεις)

Σύνοψη άνω μοντέλου

R	R ²	Προσαρμοσμένο R ²
.423^a	.179	.056

Ερμηνεία αποτελεσμάτων

Τα αποτελέσματα αυτή της ανάλυσης δείχνουν ότι μόνο η μεταβλητή αλληλεπίδρασης του τρόπου πληρωμής και του σχετικού μεγέθους επηρεάζει τη διακύμανση της επίδοσης της εξαγοράς. Πιο συγκεκριμένα, οι κύριες μεταβλητές τρόπου πληρωμής, σχετικού μεγέθους, γεωγραφικού πεδίου, επιχειρηματικής ομοιότητας, αξίας της συμφωνίας, αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων, αριθμού κατηγοριών προϊόντων και της σταθεράς του μοντέλου έχουν ασήμαντη επιρροή στην εξαρτημένη μεταβλητή ($p > .05$). Παρ' όλο που η επίδοση της εξαγοράς συσχετίζεται σημαντικά με τον αριθμό των αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων και το γεωγραφικό πεδίο της εξαγοράς όταν δούμε το εννοιολογικό μοντέλο στο σύνολο του η επεξηγηματική τους σημασία όσον αφορά την εξαρτημένη

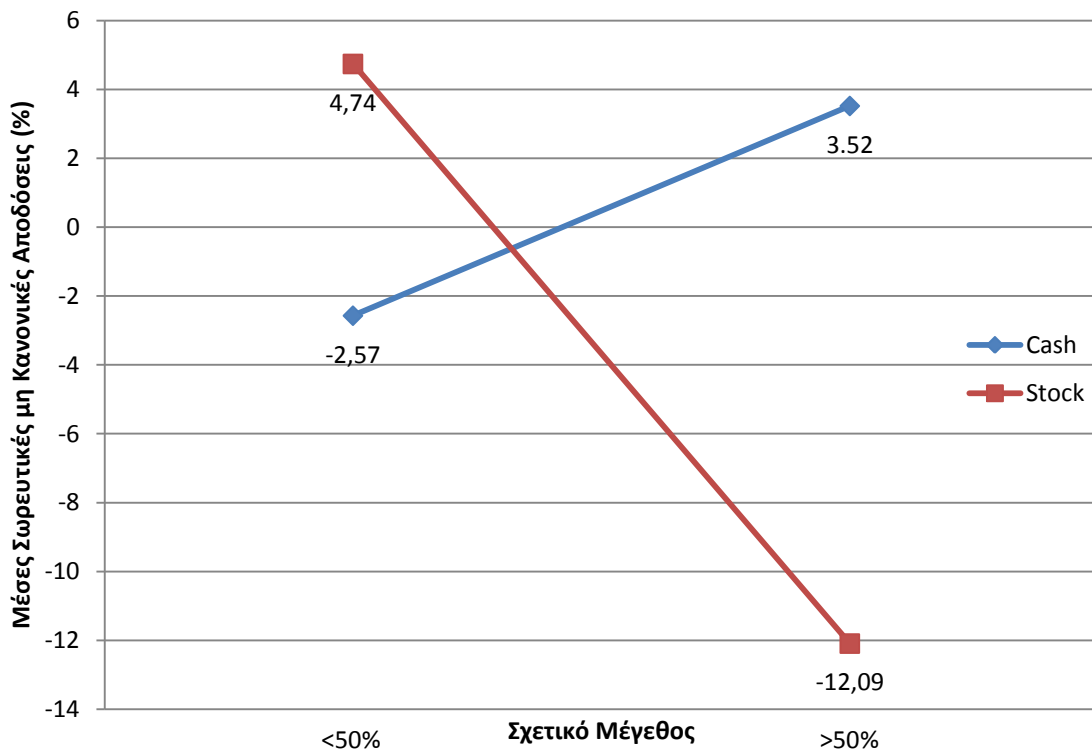
μεταβλητή είναι ελάχιστη. Αυτό συμβαίνει γιατί η μεταβλητή αλληλεπίδρασης του τρόπου πληρωμής με το σχετικό μέγεθος εξηγεί το μεγαλύτερο μέρος της διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής από μόνη της, για αυτό το λόγο επιπλέον παράγοντες όπως ο αριθμός των αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων δεν μπορεί να συνεισφέρει περαιτέρω στην επεξήγηση της διακύμανσης.

Για να αναλυθεί περαιτέρω το πώς η μεταβλητή αλληλεπίδρασης του τύπου πληρωμής που χρησιμοποιήθηκε για την χρηματοδότηση της εξαγοράς με το σχετικό μέγεθος των δύο εταιρειών σχετίζεται με τις μη κανονικές αποδόσεις που έλαβε η αγοράζουσα κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος έγινε μία ανάλυση της διακύμανσης διπλής κατεύθυνσης (2-way ANOVA), τα αποτελέσματα είναι αποκαλυπτικά: Η επίδραση των κύριων μεταβλητών του σχετικού μεγέθους και του τύπου πληρωμής στις μη κανονικές αποδόσεις είναι ασήμαντη ($p > .05$), όμως η επίδραση της μεταβλητής αλληλεπίδρασης αυτών των δύο είναι σημαντική ($F=8.668$, $p=.004$). Αυτή η μεταβλητή αλληλεπίδρασης αναλύεται περαιτέρω στον πίνακα 16. Στις περιπτώσεις όπου η αγοραζόμενη έχει λιγότερο από το μισό μέγεθος της αγοράζουσας, οι εξαγορές που έγιναν με χρηματοδότηση μέσω μετοχών είχαν καλύτερη επίδοση από αυτές που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά (μέσος όρος = 4.74% έναντι μέσου όρου = -2.57%). Από την άλλη μεριά όταν το μέγεθος της αγοραζόμενης ήταν πάνω από το μισό της αγοράζουσας οι εξαγορές που έγιναν με μετρητά είχαν σαφώς καλύτερες επιδόσεις από αυτές που έγιναν με μετοχές (mean=3.52% vs mean=-12.09%). Αυτό το φαινόμενο μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι οι μέτοχοι θεωρούν την απόκτηση σχετικά μεγαλύτερων εταιρειών ως πιο επισφαλής και έτσι θεωρούν ότι είναι πιο ασφαλές τέτοιου είδους εξαγορές να χρηματοδοτούνται με μετρητά. Αυτά τα ευρήματα επιτρέπουν την επαλήθευση της υπόθεσής 7 *Η επίδραση του σχετικού μεγέθους των εταιρειών που εμπλέκονται σε μία εξαγορά στις παραγόμενες μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος εξαρτάται από τον τρόπο πληρωμής.*

Πίνακας 16: Επιρροή της αλληλεπίδρασης μεταξύ σχετικού μεγέθους και τύπου πληρωμής στις μη κανονικές αποδόσεις

Σχετικό Μέγεθος	Τύπος Πληρωμής	Μέσο \overline{CAR}_i	F-statistic	Sig.
<50%	Μετρητά	-2.57%	8.668	.004
	Μετοχές	4.74%		
>50%	Μετρητά	3.52%		
	Μετοχές	-12.09%		

Επιπλέον η επιρροή της αλληλεπίδρασης παρουσιάζεται στο γράφημα 12. Το συνολικό εννοιολογικό μοντέλο μπορεί να εξηγήσει μόνο ένα μικρό ποσοστό της διακύμανσης των μη κανονικών αποδόσεων που απολαμβάνει η αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος. Αυτό συμβαίνει κυρίως γιατί οι περισσότερες ανεξάρτητες μεταβλητές δεν έχουν ισχυρή σχέση με την εξαρτημένη μεταβλητή του μοντέλου. Προκειμένου να αντιμετωπιστεί αυτή η αδυναμία θα γίνει βηματική παλινδρόμηση χρησιμοποιώντας τη μέθοδο αποκλεισμού μεταβλητών. Κατά αυτό τον τρόπο θα βελτιστοποιηθεί το μοντέλο και θα έχει μεγαλύτερη επεξηγηματική αξία και δύναμη για προβλέψεις.



Σχήμα 12: Επιρροή της αλληλεπίδρασης μεταξύ σχετικού μεγέθους και τύπου πληρωμής

4.2.2 Βηματική Παλινδρόμηση

Σε αυτό το δεύτερο στάδιο της ανάλυσης της παλινδρόμησης, γίνεται ανάλυση παλινδρόμησης κατά βήματα (stepwise) χρησιμοποιώντας τη μέθοδο του αποκλεισμού μεταβλητών και για τις 9 ανεξάρτητες μεταβλητές του μοντέλου. Σύμφωνα με την επιλεγμένη διαδικασία η ανάλυση παλινδρόμησης θα γίνει σε συνεχόμενα βήματα, σε καθένα από τα οποία θα αφαιρείτε και μία ανεξάρτητη μεταβλητή από το μοντέλο σε περίπτωση που αυτή δεν ικανοποιεί το κριτήριο σημαντικότητας. Ως αποτέλεσμα του αποκλεισμού κάποιων μεταβλητών, το μέγεθός της διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής που εξηγείται από τις εναπομείνουσες μεταβλητές θα αυξηθεί. Αρχικά, θα χρησιμοποιηθεί το καθιερωμένο κριτήριο επιλογής σε ανάλογες έρευνες, που ορίζει επίπεδα σημαντικότητας $p = .05$ για να παραμείνει η μεταβλητή στο μοντέλο και $p = .10$ για να αποκλειστεί. Στη συνέχεια, θα χρησιμοποιήσουμε ένα πιο φιλελεύθερο κριτήριο ($p = .50$ και $p = .65$, για να παραμείνει και να αποκλειστεί η εκάστοτε ανεξάρτητη μεταβλητή αντίστοιχα), μέθοδος η οποία θα οδηγήσει στον αποκλεισμό μικρότερου αριθμού μεταβλητών από το μοντέλο (Steyerberg, Eijkemans, Harrell and Habbema, 2001). Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα 17, όπου στην πρώτη και δεύτερη στήλη παρουσιάζονται οι συντελεστές για το πλήρες μοντέλο, στην τρίτη στήλη οι αντίστοιχοι για το μοντέλο με το αυστηρό κριτήριο, ενώ στην τελευταία στήλη περιλαμβάνονται οι συντελεστές για το μοντέλο με το φιλελεύθερο κριτήριο αποκλεισμού μεταβλητών.

Πίνακας 17: Ανάλυση αποτελεσμάτων παλινδρόμησης σε βήματα

Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Μοντέλο 9 Αν. Μεταβλητών	P<.05	P<.50
(Σταθερά)	-8.809 (.204)	-.690 (.631)	-8.539 (.209)
Αποκτηθέντα Υφιστάμενα Εμπορικά Σήματα	.077 (.430)		.076 (.428)
Κατηγορίες Προϊόντων	-.579 (.583)		-.575 (.583)
Επιχειρηματική Ομοιότητα	3.638 (.303)		3.470 (.313)
Γεωγραφικό Πεδίο (Διασυννοριακό)	1.715 (.728)		2.679 (.394)
Γεωγραφικό Πεδίο (Διηπειρωτικό)	1.402 (.799)		
Σχετικό Μέγεθος	3.390 (.430)		3.298 (.438)
Τύπος Πληρωμής	2.455 (.594)		2.388 (.601)
Τύπος Πληρωμής * Σχετικό Μέγεθος	-25.418 (.004)	-21.198 (.003)	-25.452 (.004)
Αξία Συμφωνίας	-.013 (.455)		-.013 (.447)
Adjusted R ²	.056	.110	.070
F-statistic (Sig. Σημαντικότητα)	1.452 (.187)	9.509 (.003)	1.650 (.129)

* Εξαρτημένη μεταβλητή: Επίδοση Εξαγοράς (Μη κανονικές αποδόσεις). Σημαντικότητα του Β σε παρένθεση

Με τη χρήση του καθιερωμένου κριτηρίου ($p < .05$), το μοντέλο πλέον περιέχει μόνο μία ανεξάρτητη μεταβλητή και συγκεκριμένα αυτή της αλληλεπίδρασης του τύπου πληρωμής με το σχετικό μέγεθος των εταιρειών. Το μοντέλο εξηγεί το 11% της διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής και είναι σημαντικό σε επίπεδο 99%. Από τη άλλη μεριά με τη χρήση του πιο φιλελεύθερου κριτηρίου ($p < .50$), το νέο μοντέλο περιλαμβάνει 8 ανεξάρτητες μεταβλητές, εξηγεί το 7% της διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής και είναι οριακά σημαντικό σε επίπεδο 95% ($p = .129$). Θα πρέπει να αναφερθεί ότι η πολυσυγγραμμικότητα των μεταβλητών που συμπεριλήφθηκαν και στα δύο μοντέλα είναι σημαντικά χαμηλή από τη στιγμή που οι παράγοντες που αυξάνουν τη διακύμανση είναι κάτω του 10 ($VIF < 10$) και επίσης η εφαρμογή της μεθόδου μονού δείγματος Kolmogorov-Smirnov Z-tests δείχνει ότι τα κατάλοιπα της εξαρτημένης μεταβλητής είναι κανονικά κατανομημένα σε κάθε περίπτωση.

Χρησιμοποιώντας το καθιερωμένο κριτήριο ($p < .05$), η εξίσωση παλινδρόμησης είναι η ακόλουθη:

$$\text{Επίδοση Εξαγοράς} = -.690 - 21.198 * (\text{Τύπος Πληρωμής} * \text{Σχετικό Μέγεθος})$$

Χρησιμοποιώντας το φιλελεύθερο κριτήριο ($p < .50$), η εξίσωση παλινδρόμησης που προκύπτει είναι η ακόλουθη:

$$\begin{aligned} \text{Επίδοση Εξαγοράς} = & -8.539 + .076 * \text{Αποκτηθέντα Υφιστάμενα Εμπορικά Σήματα} - .575 * \text{Κατηγορίες} \\ & \text{Προϊόντων} + 3.470 * \text{Ομοιότητα Επιχειρήσεων} + 2.679 * \text{Γεωγραφικό Πεδίο (διασυνοριακό)} + \\ & 3.298 * \text{Σχετικό Μέγεθος} + 2.388 * \text{Τύπος Πληρωμής} - 25.452 * (\text{Τύπος Πληρωμής} * \text{Σχετικό Μέγεθος}) - \\ & .013 * \text{Αξία Συμφωνίας} \end{aligned}$$

Ερμηνεία αποτελεσμάτων

Με τη χρήση της ανάλυσης παλινδρόμησης σε βήματα και με εφαρμογή της μεθόδου αποκλεισμού μεταβλητών αντικαταστήσαμε το αρχικό πλήρες μοντέλο με ένα μοντέλο που εξηγεί μεγαλύτερο ποσοστό της διακύμανσης στην εξαρτημένη μεταβλητή, περιλαμβάνοντας παράλληλα μικρότερο αριθμό ανεξάρτητων μεταβλητών. Όταν το κριτήριο επιλογής ανεξάρτητων μεταβλητών είναι αυστηρό ($p < .05$) μόνο η μεταβλητή αλληλεπίδρασης τύπου πληρωμής και σχετικού μεγέθους συμπεριλαμβάνεται στο μοντέλο. Αυτό συμβαίνει καθώς αυτή η μεταβλητή αλληλεπίδρασης επεξηγεί το μεγαλύτερο ποσοστό της διακύμανσης των μη κανονικών αποδόσεων από μόνη της και έτσι η προσθήκη επιπλέον ανεξάρτητων μεταβλητών στο μοντέλο αποτυγχάνει στο να αυξήσει την επεξηγηματική αξία του. Χρησιμοποιώντας αυτό το κριτήριο επιλογής η επεξηγούμενη διακύμανση είναι σχεδόν η διπλάσια σε σύγκριση με το μοντέλο που περιέχει και τις 9 ανεξάρτητες μεταβλητές ($\text{Adj. } R^2 = .110$ vs. $\text{Adj. } R^2 = .056$). Παρ' όλα αυτά η αξία αυτού του μοντέλου είναι αμφίβολη αφού η επιλογή μόνο μίας ανεξάρτητης μεταβλητής η οποία μάλιστα περιγράφει αλληλεπίδραση δεν είναι επιστημονικά αποδεκτή για αξιόπιστα μοντέλα. Προκειμένου να ξεπεραστεί το προαναφερθέν πρόβλημα εφαρμόστηκε ένα πιο φιλελεύθερο κριτήριο επιλογής ($p < .50$). Ενεργώντας έτσι η μέθοδος αποκλεισμού μεταβλητών έγινε σε μόλις δύο βήματα κατά τα οποία αποκλείστηκε μόνο μία ανεξάρτητη μεταβλητή και συγκεκριμένα αυτή του διηπειρωτικού γεωγραφικού πεδίου. Ο αποκλεισμός αυτή της ανεξάρτητης μεταβλητής είναι λογικός δεδομένου ότι υπήρχαν δύο ανεξάρτητες μεταβλητές που εξέταζαν το γεωγραφικό πεδίο της εξαγοράς, επίσης είναι πιθανό το ποσό διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής που επεξηγούνταν και από τις δυο ανεξάρτητες μεταβλητές μαζί να μην είναι αρκετό για να δικαιολογήσει την παρουσία και των δύο στην εξίσωση. Το τελικό μοντέλο περιέχει 8 ανεξάρτητες μεταβλητές και εξηγεί το 7% της διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής. Αρχικά το μοντέλο δείχνει θετική σχέση μεταξύ του

αριθμού αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων και επίδοσης της εξαγοράς. Κατά αυτόν τον τρόπο υπάρχουν οι απαιτούμενες ενδείξεις για να επιβεβαιωθεί η Υπόθεση 1 (*Ο αριθμός των εξαγοραζόμενων εμπορικών σημάτων που ανήκουν σε ένα κύριο μεγαλύτερο εμπορικό σήμα είναι θετικά συσχετισμένος με την επίδοση της εξαγοράς όπως αυτή μετράται από τις μη κανονικές αποδόσεις που απολαμβάνει η αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος.*) Από την άλλη μεριά υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ αριθμού κατηγοριών προϊόντων και επίδοσής της εξαγοράς με αποτέλεσμα η Υπόθεση 2 να μην υποστηρίζεται επαρκώς. Σε όρους χαρακτηριστικών εξαγοράς, υπάρχει θετική σχέση μεταξύ ομοιότητας επιχειρήσεων και επίδοσης της εξαγοράς σε ευθυγράμμιση με την Υπόθεση 3 (*Η ομοιότητα μεταξύ της αγοράζουσας και της αγοραζόμενης επιχείρησης είναι θετικά συσχετισμένη με την επίδοση της εξαγοράς, όπως αυτή μετράται από τις μη κανονικές αποδόσεις που απολαμβάνει η αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος.*) Πρόσθετα υπάρχει θετική σχέση μεταξύ γεωγραφικού πεδίου και επίδοσης της εξαγοράς. Αυτό σημαίνει ότι οι διασυννοριακές εξαγορές οδηγούν σε υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις για τους μετόχους της αγοράζουσας από τις εγχώριες. Κατά αυτόν τον τρόπο επιβεβαιώνεται η Υπόθεση 4.1α (*Οι διασυννοριακές εξαγορές παράγουν υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος σε σύγκριση με τις εγχώριες εξαγορές.*) Σχετικά με τον τρόπο πληρωμής και το σχετικό μέγεθος, παρατηρείται θετική σχέση και των δύο ανεξάρτητων μεταβλητών με την επίδοση της εξαγοράς. Στην περίπτωση του σχετικού μεγέθους όσο μεγαλύτερο είναι το σχετικό μέγεθος μεταξύ των εταιρειών τόσο μεγαλύτερες οι μη κανονικές αποδόσεις για τους μετόχους. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει στήριξη για την Υπόθεση 5β (*Οι εξαγορές σχετικά μεγαλύτερων εταιρειών παράγουν υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος σε σύγκριση με την εξαγορά σχετικά μικρότερων εταιρειών.*) Λαμβάνοντας υπόψη τον τρόπο που παίρνει τις τιμές της η ανεξάρτητη μεταβλητή του τύπου πληρωμής, η θετική σχέση της με την εξαρτημένη μεταβλητή σημαίνει ότι οι εξαγορές που χρηματοδοτούνται με μετοχές θα αποφέρουν υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις σύμφωνα με το παρόν μοντέλο. Αυτή η παρατήρηση δεν είναι σε συμφωνία με τη διπλή Υπόθεση 6 και έτσι η σχέση μεταξύ τύπου πληρωμής και επίδοσής της εξαγοράς θα εξεταστεί περαιτέρω στο τέλος αυτού του κεφαλαίου. Παρ' όλα αυτά όταν γίνονται εκτιμήσεις θα πρέπει να ληφθεί υπόψη η αλληλεπίδραση που παρουσιάζεται μεταξύ τύπου πληρωμής και σχετικού μεγέθους που αναλύθηκε προηγουμένως. Τέλος το μοντέλο παρουσιάζει αρνητική σχέση μεταξύ της αξίας της συμφωνίας (premium επί της τιμής) και της επίδοσης της εξαγοράς, οπότε υπάρχει στήριξη της υπόθεσης 8α (*Η αξία της συμφωνίας της εξαγοράς (premium που κατεβλήθη υπέρ της τιμής) είναι*

αρνητικά συσχετισμένη με την επίδοση της εξαγοράς όπως αυτή μετράται από τις μη κανονικές αποδόσεις που απολαμβάνει η αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία πραγματοποίησης του επιχειρηματικού γεγονότος).

Εν κατακλείδι, παρ' όλο που το μοντέλο αυτό έχει κάποια αξία, υπάρχει ακόμα περιθώριο βελτίωσης του. Όπως θα αναλυθεί στο κεφάλαιο που αναφέρεται στους περιορισμούς, θα πρέπει να μελετηθεί η εισαγωγή επιπλέον ανεξαρτήτων μεταβλητών οι οποίες μπορεί να ενδυναμώσουν ακόμα περισσότερο την επεξηγηματική αξία του μοντέλου. Στο επόμενο και τελευταίο τμήμα αυτού του κεφαλαίου θα γίνουν επιπλέον δοκιμές προκειμένου να εξεταστούν ακόμα περισσότερο οι υποθέσεις που έχουν εισαχθεί με απώτερο σκοπό να κατανοηθεί καλύτερα στις προϋποθέσεις υπό τις οποίες οι εξαγορές μικρών εμπορικών σημάτων από μεγάλες εταιρείες είναι πιθανότερο να δημιουργήσουν αξία για την αγοράζουσα.

4.3 ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΔΟΚΙΜΕΣ

4.3.1 Χαρακτηριστικά Αγοραζόμενης

Στο προηγούμενο κεφάλαιο αναλύθηκαν οι υποθέσεις που ανέφεραν ότι ο αριθμός των αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων και ο αριθμός των κατηγοριών προϊόντων όπου αυτά ανήκουν είναι θετικά σχετισμένα με τις μη κανονικές αποδόσεις που απολαμβάνει η αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος. Για να επαληθευτούν αυτές οι υποθέσεις εκτιμήθηκαν οι διμεταβλητές συσχετίσεις μεταξύ αυτών των μεταβλητών και τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα 18:

Πίνακας 18: Χαρακτηριστικά της αγοραζόμενης και μη κανονικές αποδόσεις

		Αριθμός αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών Σημάτων	Αριθμός κατηγοριών προϊόντων οπου αυτά προσφέρονται
Μέσες σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις	Συσχέτιση Pearson	.191(*)	.009
	Sig. (1-tailed)	.025	.461

Όπως είχε προβλεφτεί, ο αριθμός των αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων τα οποία υπάρχουν κάτω από το κυρίως εμπορικό σήμα είναι θετικά σχετισμένος με τις μέσες μη κανονικές αποδόσεις των μετόχων της αγοράζουσας ($r=0.191$, $p<.05$). Οπότε Αυτή η σχέση είναι ουσιαστική και σημαντική ταυτόχρονα. Αυτά τα ευρήματα είναι σε ευθυγράμμιση με την

προαναφερθείσα άποψη που υποστηρίζει ότι ο υψηλότερος αριθμός αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων δίνει καλύτερες ευκαιρίες για ανάπτυξη μέσω της μόχλευσης που μπορεί να επιτευχθεί από την κυριότητα τους. Ως εκ τούτου επιβεβαιώνεται η Υπόθεση 1. Από την άλλη μεριά δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ αριθμού κατηγοριών προϊόντων στις οποίες ανήκουν τα αποκτηθέντα υφιστάμενα εμπορικά σήματα και μη κανονικών αποδόσεων για τους μετόχους της αγοράζουσας. Αυτά τα ευρήματα μπορεί να αποδοθούν στο γεγονός ότι δεν είναι απαραίτητο η ύπαρξη πολλών κατηγοριών προϊόντων να θεωρηθεί από μόνη της ως επωφελής. Αποτέλεσμα των άνω είναι να απορριφτεί η Υπόθεση 2.

4.3.2 Χαρακτηριστικά Εξαγοράς

Οι εναπομένουσες πέντε υποθέσεις αφορούν σε συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της εξαγοράς και την επίδρασή αυτών στις μη κανονικές αποδόσεις των μετόχων της αγοράζουσας εταιρείας. Πρώτα από όλα, η σχέση μεταξύ της ομοιότητας των επιχειρήσεων και των μη κανονικών αποδόσεων θα εξεταστεί. Με διμεταβλητή συσχέτιση παρατηρούμε ότι δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ των δύο αυτών μεταβλητών ($p=0.319$). Ως εκ τούτου απορρίπτεται η Υπόθεση 3. Αυτό το εύρημα έρχεται σε αντίθεση με πολλές παρελθούσες μελέτες αλλά αυτό μπορεί να οφείλεται στην ιδιαιτερότητα του εξεταζόμενου δείγματος εξαγορών. Όπως φαίνεται στις εξαγορές σχετικά μικρότερων εμπορικών σημάτων από μεγάλες εταιρείες η ομοιότητα των επιχειρήσεων μπορεί να θεωρηθεί από τους μετόχους της αγοράζουσας ως ασήμαντος παράγων.

Η επόμενη ομάδα εξεταζόμενων υποθέσεων αφορά στην σχέση μεταξύ γεωγραφικού πεδίου και επίδοσης της εξαγοράς. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα 19. Σε πρώτο επίπεδο διερευνάται αν οι διασυννοριακές και εγχώριες εξαγορές διαφέρουν σημαντικά σε όρους μη κανονικών αποδόσεων. Παρ' όλο που οι διασυννοριακές εξαγορές παράγουν καλύτερες αποδόσεις σε σύγκρισή με τις εγχώριες ($\text{mean}=-1.44\%$ vs $\text{mean}=-3.99\%$), αυτή η διαφορά είναι στατιστικά ασήμαντη ($p=.358$). Οπότε επιβεβαιώνετε η Υπόθεση 4.1γ. Σε δεύτερο επίπεδο εξετάζεται αν υπάρχουν διαφορές στην επίδοση των εξαγορών ανάλογα με το αν οι εμπλεκόμενες εταιρείες είναι από διαφορετικές ηπείρους (π.χ. Αμερικάνικη αγοράζουσα και ευρωπαϊκή αγοραζόμενη) ή από την ίδια. Όπως φαίνεται και από τον πίνακα οι εξαγορές στις οποίες εμπλέκονται εταιρείες από διαφορετικές ηπείρους παράγουν καλύτερες μη κανονικές αποδόσεις σε σύγκριση με εκείνες στις οποίες εμπλέκονται εταιρείες από την ίδια ήπειρο ($\text{mean}=1.26\%$ vs. $\text{mean}=-4.21\%$). Αυτή η διαφορά είναι ουσιαστική και οριακά σημαντική ($p=.095$). Κατά συνέπεια υπάρχουν πρωταρχικά στοιχεία που επιβεβαιώνουν την Υπόθεση 4.2α, παρ' όλα αυτά θα πρέπει να γίνει μελλοντικά επιπλέον έρευνα προκειμένου να διαπιστωθεί η

εγκυρότητα των αποτελεσμάτων αυτών. Αυτό που μπορούμε να συμπεράνουμε, προς το παρόν, είναι ότι στις εξαγορές όπου ένα μικρό εμπορικό σήμα εξαγοράζεται από μία μεγάλη επιχείρηση έχει σημασία εκτός από τη διασυννοριακή φύση και η διηπειρωτική φύση της εξαγοράς, καθώς φαίνεται ότι οι μέτοχοι της αγοράζουσας πιθανόν θεωρούν ότι οι διηπειρωτικές συμφωνίες είναι πιθανότερο να δημιουργήσουν αξία για την αγοράζουσα.

Πίνακας 19: Γεωγραφικό πεδίο και μη κανονικές αποδόσεις

Γεωγραφικό Πεδίο	Μέσο \overline{CARI}	t-test	Sig. (2-tailed)
Διασυννοριακή	-1.44%	-.923	0.358
Εγχώρια	-3.99%		
Διηπειρωτική	1.26%	-1.681	0.095
Μη Διηπειρωτική	-4.21%		

Όσον αφορά στη σχέση μεταξύ σχετικού μεγέθους των εμπλεκόμενων εταιρειών και της επίδοσης της εξαγοράς δημιουργήθηκε μία τριπλή υπόθεση, εφόσον η σχετική βιβλιογραφία δεν παρέχει αδιάσειστα στοιχεία για τη φύση αυτής της σχέσης. Τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης δείχνουν την ύπαρξη μίας αδύναμης αρνητικής σχέσης μεταξύ σχετικού μεγέθους των εμπλεκόμενων εταιρειών και μη κανονικών αποδόσεων που απολαμβάνουν οι μέτοχοι της αγοράζουσας εταιρείας ($r=-.147$, $p=.148$), οπότε επιβεβαιώνεται η Υπόθεση 5γ. Παρ' όλο που αυτή η σχέση είναι οριακά ασήμαντη καταδεικνύει ότι όσο πιο μικρή είναι η αγοραζόμενη εταιρεία σε σύγκριση με την αγοράζουσα τόσο πιο υψηλές είναι οι μη κανονικές αποδόσεις της τιμής της μετοχής της αγοράζουσας. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να υπενθυμιστεί ότι το δείγμα περιέχει μόνο εξαγορές μικρών εμπορικών σημάτων και ότι σε ποσοστό σχεδόν 75% των εξαγορών, οι πωλήσεις της αγοραζόμενης ήταν το πολύ οι μισές από αυτές της αγοράζουσας. Λαμβάνοντας αυτό το στοιχείο υπόψη δε θα πρέπει να θεωρηθεί έκπληξη το γεγονός ότι η παρατηρούμενη σχέση δεν έχει μεγαλύτερη ισχύ.

Η τέταρτη μεταβλητή που θα αναλυθεί είναι ο τύπος πληρωμής που χρησιμοποιήθηκε για την πραγματοποίηση της εξαγοράς. Στη σχετική βιβλιογραφία υπάρχουν ενδείξεις ότι οι εξαγορές που χρηματοδοτούνται με μετρητά έχουν καλύτερη επίδοση από αυτές που χρηματοδοτούνται με μετοχές ή με συνδυασμό μετρητών και μετοχών. Ο πίνακας 20 παρουσιάζει τις διαφορές των επιδόσεων μεταξύ των εξαγορών που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά και αυτών που χρηματοδοτήθηκαν με μετοχές. Οι εξαγορές που έγιναν με συνδυασμό μετοχών και μετρητών παραλήφθηκαν εντελώς δεδομένου ότι η οι επιδόσεις τους είναι

ελάχιστα καλύτερες από αυτές που είχαν οι εξαγορές που έγιναν αποκλειστικά με μετοχές ($\text{Mean}_{\overline{CARI}} = -5\%$). Όπως φαίνεται όντως οι εξαγορές που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά τα κατάφεραν καλύτερα από αυτές που χρηματοδοτήθηκαν με μετοχές καθώς η μέση διαφορά τους, όσον αφορά τις μη κανονικές αποδόσεις, είναι 4.29%. Παρ' όλα αυτά η διαφορά στην επίδοση είναι στατιστικά ασήμαντη ($p = .205$) Με αποτέλεσμα να επιβεβαιωθεί η Υπόθεση 6β. Γεγονός βέβαια παραμένει ότι οι μέτοχοι πάντα θεωρούν τις εξαγορές που χρηματοδοτούνται με μετρητά πιο σταθερές με αποτέλεσμα να αυξάνεται η ζήτηση για τη μετοχή της αγοράζουσας κάτι που οδηγεί σε υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις σε σύγκριση με αυτές που παρουσιάζονται στις εξαγορές που χρηματοδοτούνται με μετοχές.

Πίνακας 20: Τύπος Πληρωμής και Μη κανονικές Αποδόσεις

Τύπος Πληρωμής	Μέσο \overline{CARI}	t-test	Sig. (2-tailed)
Μετρητά	-1.65%	1.277	0.205
Μετοχές	-5.94%		

Τέλος η τελευταία ομάδα υποθέσεων εξετάζει τη σχέση μεταξύ της αξίας της συμφωνίας (premium επί της τιμής) και των μη κανονικών αποδόσεων. Όπως αναφέρθηκε και νωρίτερα η προϋπάρχουσα έρευνα δεν έχει καταφέρει να αποδείξει κάποια σημαντική σχέση μεταξύ αυτών των δύο μεταβλητών παρόλο που υπήρξαν εικασίες ότι όταν το premium είναι υψηλό πιθανότατα θα υπήρχαν έντονες αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις για τους μετόχους. Η διμεταβλητή συσχέτιση που εφαρμόστηκε στο δείγμα έδειξε μία αδύναμη αρνητική σχέση η οποία μάλιστα ήταν στατιστικά ασήμαντη ($p = .808$). Επομένως επιβεβαιώνεται η Υπόθεση 8β. Από ότι φαίνεται το premium που καταβάλλεται δεν είναι ένας από τους παράγοντες που λαμβάνουν υπόψη οι μέτοχοι όταν πρόκειται για εξαγορές μικρών εμπορικών σημάτων, παρ' όλα αυτά θα πρέπει να σημειωθεί ότι στο δείγμα υπάρχουν περιπτώσεις όπου το εξαιρετικά υψηλό καταβληθέν premium κατέληξε σε έντονα αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις. Για παράδειγμα, η εξαγορά της Practiceworks software από την Eastman Kodak. Σε αυτή την εξαγορά η αναλογία πωλήσεων προς την αξία της συμφωνίας ήταν 24% και οι μέσες σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος ήταν πάνω από -25%.

4.3.3 Σύνοψη των Επιβεβαιωμένων Υποθέσεων

Μέχρι στιγμής έχει επιβεβαιωθεί ένα πλήθος σημαντικών υποθέσεων που αφορούν τις εξαγορές μικρών εμπορικών σημάτων από μεγάλες εταιρείες. Αυτές οι υποθέσεις παρουσιάζονται συγκεντρωμένες στον πίνακα 21. Τα αποτελέσματα της έρευνας κατέδειξαν ότι δεν έχουν όλες οι μεταβλητές που εισήχθησαν κάποια σχέση με την επίδοση της εξαγοράς όπως αυτή μετράται από τις μη κανονικές αποδόσεις που απολαμβάνουν οι μέτοχοι της αγοράζουσας εταιρείας. Οι μεταβλητές που αποδείχτηκε ότι έχουν σχέση με την επίδοση της εξαγοράς είναι, ο αριθμός των αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων, αν στην εξαγορά εμπλέκονται εταιρείες από διαφορετικές ηπείρους και η μεταβλητή αλληλεπίδρασης του τρόπου πληρωμής με το σχετικό μέγεθος των εμπλεκόμενων εταιρειών. Στο επόμενο κεφάλαιο θα αναλυθεί η χρησιμότητα που μπορεί να έχουν αυτά τα ευρήματα και πώς από αυτά μπορούν να εξαχθούν χρήσιμα πορίσματα για όσες εταιρείες σκοπεύουν να προχωρήσουν σε εξαγορά κάποιου σχετικά μικρότερου εμπορικού σήματος.

Υπόθεση	Περιγραφή
Υ1	Ο αριθμός των εξαγοραζόμενων εμπορικών σημάτων που ανήκουν σε ένα κύριο μεγαλύτερο εμπορικό σήμα είναι θετικά συσχετισμένος με την επίδοση της εξαγοράς όπως αυτή μετράται από τις μη κανονικές αποδόσεις που απολαμβάνει η αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος.
Υ4.1γ	Οι εγχώριες και διασυνοριακές εξαγορές δεν διαφέρουν σημαντικά όσον αφορά τις παραγόμενες μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος.
Υ4.2α	Οι διηπειρωτικές εξαγορές παράγουν υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος σε σύγκριση με τις μη διηπειρωτικές εξαγορές.
Υ5γ	Οι διαφορές στο σχετικό μέγεθος των δύο εταιρειών που εμπλέκονται στην εξαγορά δεν επιφέρουν σημαντικές διαφοροποιήσεις στην παραγωγή μη κανονικών αποδόσεων για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος.
Υ6β	Οι τοις μετρητοίς και μέσω μετοχών χρηματοδοτούμενες εξαγορές δεν διαφέρουν σημαντικά όσον αφορά τις παραγόμενες μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος.
Υ7	Η επίδραση του σχετικού μεγέθους των εταιρειών που εμπλέκονται σε μία εξαγορά στις παραγόμενες μη κανονικές αποδόσεις για την αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος εξαρτάται από τον τρόπο πληρωμής.
Υ8β	Η αξία της συμφωνίας της εξαγοράς (premium που κατεβλήθη υπέρ της τιμής) δεν έχει κάποια ιδιαίτερη σχέση με την επίδοση της εξαγοράς όπως αυτή μετράται από τις μη κανονικές αποδόσεις που απολαμβάνει η αγοράζουσα εταιρεία κοντά στην ημερομηνία πραγματοποίησης του επιχειρηματικού γεγονότος.

Βιβλιογραφικές Αναφορές 4^ο Κεφαλαίου

Aiken L. S. & West S. G. (1991), “Multiple regression: testing and interpreting interactions”, Newbury Park, London, Sage

Steyerberg E., Eijkemans M., Harrell F. & Habbema J.D. (2001), “Prognostic modelling with logistic regression analysis: in search of a sensible strategy in small data sets”, Medical Decision Making, Vol. 21, 45-56

5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ

5.1 ΣΥΝΟΨΗ ΤΗΣ ΈΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΚΥΡΙΟΤΕΡΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ

Οι εξαγορές εμπορικών σημάτων έχουν γίνει πλέον κοινή πρακτική καθώς θεωρείται εξαιρετικά δύσκολη η δημιουργία ενός επιτυχημένου εμπορικού σήματος εκ του μηδενός. Με τη εξαγορά ενός μικρού και ταυτόχρονα εγνωσμένου κύρους εμπορικού σήματος οι μεγάλες εταιρείες συνήθως αυξάνουν τη δύναμή τους στην αγορά προσελκύνοντας νέα πελατεία που κανονικά δε θα σκεφτόταν να αγοράσει τα κυρίως προϊόντα τους. Επίσης η αξία της αγοράζουσας μπορεί να αυξηθεί σημαντικά, λόγω της εξαγοράς, καθώς το όνομα της συνδέεται πλέον με ένα εμπορικό σήμα που δημιουργεί θετικούς συνειρμούς με αποτέλεσμα την ισχυροποίηση των άυλων κεφαλαίων της.

Σκοπός αυτή της μελέτης ήταν να διαγνώσει τις κύριες δυνάμεις που δημιουργούν αξία για τις μεγάλες αγοράζουσες εταιρείες όταν αυτές εξαγοράζουν μικρά εμπορικά σήματα αναγνωρισμένου κύρους. Το εννοιολογικό μοντέλο περιείχε χαρακτηριστικά των εξαγορών όπως, την ομοιότητα των επιχειρήσεων, το σχετικό μέγεθος των δύο εταιρειών, το γεωγραφικό πεδίο της εξαγοράς, τον τύπο πληρωμής και την αξία της συμφωνίας με σκοπό να εκτιμηθεί ο αντίκτυπός τους στην εξαγορά και κατ' επέκταση στον πλούτο της αγοράζουσας επιχείρησης. Πρόσθετα το εννοιολογικό μοντέλο συμπεριέλαβε μεταβλητές που περιέγραφαν τα χαρακτηριστικά της αγοραζόμενης επιχείρησης όπως τον αριθμό των αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων τα οποία λειτουργούσαν κάτω από το κυρίως εμπορικό σήμα και τον αριθμό των κατηγοριών προϊόντων στις οποίες αυτά τα υφιστάμενα εμπορικά σήματα ανήκαν.

Τα αποτελέσματα της έρευνας συνοψίζονται στον πίνακα 22. Σε σχέση με τα χαρακτηριστικά της αγοραζόμενης εταιρείας, Ο αριθμός των αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων είναι θετικά σχετισμένος με τις μη κανονικές αποδόσεις που απολαμβάνουν οι μέτοχοι της αγοράζουσας εταιρείας. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των υφιστάμενων εμπορικών σημάτων που λειτουργούν κάτω από το κυρίως εμπορικό σήμα της αγοράζουσας τόσο πιο θετικά αξιολογείται η εξαγορά από τους μετόχους λόγω των αυξημένων ευκαιριών για μόχλευση την οποία παρέχει το πλήθος των αποκτούμενων εμπορικών σημάτων. Από την άλλη μεριά ο αριθμός των κατηγοριών προϊόντων δεν έχει σημαντική σχέση με την επίδοση της εξαγοράς, κάτι που σημαίνει ότι οι μέτοχοι δε θεωρούν την είσοδο σε πολλές κατηγορίες προϊόντων ως κάτι που από μόνο του μπορεί να παράγει αξία.

Επιπλέον, σε σχέση με τα χαρακτηριστικά της εξαγοράς, υπάρχει μία σειρά παραγόντων των οποίων η σχέση με την επίδοση της εξαγοράς ερευνήθηκε. Ξεκινώντας με την ομοιότητα των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, θα πρέπει να σημειωθεί ότι δε βρέθηκε σημαντική σχέση με την επίδοση της εξαγοράς. Κάτι τέτοιο αντικρούει προηγούμενες μελέτες όπως του Kusewitt (1985) και των Finkelstein και Haleblan (2002), αλλά ταυτόχρονα θα πρέπει να ληφθεί υπόψη η ιδιαιτερότητα του δείγματος της παρούσας μελέτης καθώς περιέχει μόνο εξαγορές μικρών εμπορικών σημάτων από μεγάλες εταιρείες. Είναι πολύ πιθανόν για το συγκεκριμένο είδος εξαγορών, η πλειονότητα των μετόχων να θεωρεί την απόκτηση ενός μικρού εμπορικού σήματος ως μέσο διαφοροποίησης της κύριας επιχειρηματικής δραστηριότητας τη αγοράζουσας όταν πρόκειται για εξαγορά μη σχετικού εμπορικού σήματος, κάνοντας έτσι συμφητισμό με τα πλεονεκτήματα που έχει, λόγω μειωμένου ρίσκου, μία εξαγορά ενός εμπορικού σήματος που έχει ομοιότητα με την υπάρχουσα επιχειρηματική δραστηριότητα. Επίσης, το γεωγραφικό πεδίο της εξαγοράς είναι σχετισμένο με την επίδοση της εξαγοράς. Αλλά μόνο όταν εξετάζεται αν η εξαγορά είναι «διηπειρωτική» ή όχι. Ενώ οι διασυννοριακές εξαγορές δεν φαίνεται να έχουν σημαντικά καλύτερες επιδόσεις από τις εγχώριες, αντίθετα οι εξαγορές που πραγματοποιούνται από εταιρείες προερχόμενες από διαφορετικές ηπείρους έχουν καλύτερες επιδόσεις από αυτές που πραγματοποιούνται από εταιρείες προερχόμενες από την ίδια ήπειρο. Για παράδειγμα όταν η αγοράζουσα εταιρεία είναι ευρωπαϊκής προέλευσης, είναι πιθανότερο να έχει επιπλέον κέρδη με την εξαγορά μιας επιχείρησης αμερικάνικης προέλευσης. Πρόσθετα, ο τύπος χρηματοδότησης της εξαγοράς και το σχετικό μέγεθος των εταιρειών δεν σχετίζονται με την επίδοση της εξαγοράς από μόνα τους. Παρ' όλα αυτά η αλληλεπίδραση αυτών των δύο μεταβλητών είναι εξαιρετικά σημαντική για τις μη κανονικές αποδόσεις που απολαμβάνουν οι μέτοχοι της αγοράζουσας εταιρείας κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος, καθώς όταν η αγοραζόμενη εταιρεία έχει λιγότερο από το μισό μέγεθος της αγοράζουσας οι εξαγορές που χρηματοδοτούνται με μετοχές έχουν καλύτερα αποτελέσματα από αυτές που χρηματοδοτούνται με μετρητά. Αντίθετα όταν η αγοραζόμενη εταιρεία έχει πάνω από το μισό μέγεθος της αγοράζουσας, οι εξαγορές που χρηματοδοτούνται με μετρητά θεωρούνται πιο σταθερές και ασφαλείς οπότε και επιφέρουν καλύτερα αποτελέσματα από αυτές που χρηματοδοτούνται με μετοχές. Για εξαγορές κατά τις οποίες χρησιμοποιήθηκε συνδυασμός μετοχών και μετρητών δε βρεθήκαν σημαντικές διαφορές στην επίδοσή τους. Παρομοίως δεν παρατηρήθηκε καμία σημαντική σχέση μεταξύ της αξίας της εξαγοράς και της επίδοσής της. Παρόλο που επιχειρήθηκε να σχηματιστεί η υπόθεση που θα στήριζε μια τέτοια σχέση δεν ήταν δυνατόν να αποδειχτεί.

Πίνακας 22: Σύνοψη των Αποτελεσμάτων

Τύπος Χαρακτηριστικού	Χαρακτηριστικό	Ευρήματα
Χαρακτηριστικά Αγοραζόμενης	Αποκτηθέντα υφιστάμενα εμπορικά σήματα	Θετική σχέση με τις μη κανονικές αποδόσεις
	Κατηγορίες Προϊόντων	Όχι σημαντική σχέση με τις μη κανονικές αποδόσεις
	Χαρακτηριστικά Εξαγοράς	Όχι σημαντική σχέση με τις μη κανονικές αποδόσεις
Εξαγοράς	Ομοιότητα Επιχειρήσεων Γεωγραφικό Πεδίο	Οι διασυννοριακές αγορές δεν παρουσιάζουν καλύτερες επιδόσεις από τις εγχώριες ενώ αντίθετα οι διηπειρωτικές εξαγορές έχουν καλύτερη επίδοση από τις μη διηπειρωτικές
	Σχετικό Μέγεθος	Όχι σημαντική σχέση με τις μη κανονικές αποδόσεις
	Τύπος Πληρωμής	Όχι σημαντική σχέση με τις μη κανονικές αποδόσεις
	Αλληλεπίδραση σχετικού μεγέθους και Τύπου Πληρωμής	Όταν η αγοραζόμενη εταιρεία είναι μικρότερη από το μισό της αγοράζουσας τότε οι εξαγορές που χρηματοδοτούνται με μετοχές έχουν καλύτερες επιδόσεις από αυτές που χρηματοδοτούνται με μετρητά. Όταν το μέγεθός της αγοραζόμενης είναι άνω του μισού της αγοράζουσας τότε οι τοις μετρητοίς χρηματοδοτούμενες εξαγορές έχουν καλύτερες επιδόσεις από αυτές που χρηματοδοτούνται με μετοχές.
	Αξία Συμφωνίας	Όχι σημαντική σχέση με τις μη κανονικές αποδόσεις

5.2 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ

Η χρησιμότητα της παρούσας μελέτης είναι τόσο ακαδημαϊκή όσο και πρακτική. Αρχικά σε σχέση με την ακαδημαϊκή της χρησιμότητα, η παρούσα έρευνα επικεντρώνεται στην δημιουργία αξίας από τις εξαγορές μικρών εμπορικών σημάτων από μεγαλύτερες εταιρείες. Φυσικά απαιτείται επιπλέον έρευνα άλλα η παρούσα έρευνα μπορεί να αποτελέσει βάση για να εξαχθούν μελλοντικά πιο ασφαλή αποτελέσματα χρήσιμα για τους ακαδημαϊκούς που ασχολούνται με τις επενδύσεις και το marketing. Επίσης η παρούσα έρευνα εξετάζει τον αριθμό των αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων καθώς και τον αριθμό κατηγοριών προϊόντων στις οποίες αυτά ανήκουν και την σχέση τους με την επίδοση της εξαγοράς. Το σημαντικό είναι ότι μία σημαντική θετική σχέση μεταξύ των μη κανονικών αποδόσεων και των αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων αποδείχθηκε. Με τη εξαγορά ενός κύριου εμπορικού σήματος το οποίο διαθέτει μεγάλο αριθμό υφιστάμενων εμπορικών σημάτων, η αγοράζουσα εταιρεία αποκτά αυξημένη δυνατότητα και ευκαιρίες μόχλευσης. Οι μέτοχοι είναι πιθανόν να θεωρήσουν μία τέτοια εξαγορά ως ενδεδειγμένη, με αποτέλεσμα να αυξηθεί η ζήτηση για τη μετοχή της αγοράζουσας εταιρείας κοντά στην ημερομηνία του επιχειρηματικού γεγονότος και συνεπώς η αξία της εταιρείας. Εκτός από τα προαναφερθέντα η παρούσα μελέτη επανεκτίμησε το ρόλο σημαντικών καθοριστικών παραγόντων της επίδοσης μίας εξαγοράς, όπως το σχετικό μέγεθος των εμπλεκόμενων εταιρειών και το γεωγραφικό πεδίο της εξαγοράς, όσον αφορά τις εξαγορές μικρών εμπορικών σημάτων. Μέρος των επιβεβαιωμένων υποθέσεων επιβεβαιώνετε και από τη προϋπάρχουσα βιβλιογραφία, για παράδειγμα η έλλειψη σημαντικής σχέσης μεταξύ, του γεωγραφικού πεδίου (Eddy και Seifert, 1984; Dewenter, 1995; Seth et al., 2000), του τύπου πληρωμής (Healy, Palepu και Ruback, 1992) και της αξίας της συμφωνίας (Rappaport, 1979; Terry, 1982; Kusewitt, 1985) με την επίδοση της εξαγοράς. Από την άλλη μεριά, τα ευρήματα σχετικά με την έλλειψη σημαντικής σχέσης της ομοιότητας των επιχειρήσεων και του σχετικού μεγέθους με την επίδοση της εξαγοράς έρχονται σε αντίθεση με την προϋπάρχουσα βιβλιογραφία (Kusewitt, 1985; Capon et al., 1988; Finkelstein και Haleblan, 2002), αποδεικνύοντας έτσι την αναγκαιότητα να αναθεωρηθούν κάποιοι από τους παράγοντες που επηρεάζουν τις εξαγορές όταν η φύση τους είναι διαφορετική.

Όσον αφορά στην πρακτική χρησιμότητα, η παρούσα μελέτη δίνει σημαντικά στοιχεία για το ποιές εξαγορές μικρών εμπορικών σημάτων έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να δημιουργήσουν αξία για μια μεγαλύτερη αγοράζουσα εταιρεία. Οι κύριες δυνάμεις που οδηγούν σε δημιουργία αξίας είναι ο αριθμός των αποκτούμενων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων που διαθέτει το αγοραζόμενο κυρίως εμπορικό σήμα, το γεωγραφικό πεδίο της εξαγοράς αναφορικά

με το αν οι εμπλεκόμενες εταιρείες δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές ηπείρους και η αλληλεπίδραση του τύπου πληρωμής με το σχετικό μέγεθος των εμπλεκόμενων εταιρειών. Οι Managers εταιρειών που σκέπτονται να αποκτήσουν ένα επιτυχημένο ή δυνητικά επιτυχημένο μικρό εμπορικό σήμα μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα ευρήματα της παρούσας μελέτης για να δικαιολογήσουν τις αποφάσεις τους. Στην παρούσα έρευνα παρέχονται στοιχεία τα οποία αποδεικνύουν ότι, όσο πιο πολλά είναι τα αποκτούμενα υφιστάμενα εμπορικά σήματα σε μία διηπειρωτική εξαγορά η οποία χρηματοδοτείται με μετοχές αν η αγοράζόμενη έχει λιγότερο από το μισό του μεγέθους της αγοράζουσας ή με μετρητά σε αντίθετη περίπτωση, τόσο πιο πιθανόν είναι η εξαγορά να δημιουργήσει αξία για τους μετόχους της αγοράζουσας εταιρείας. Όπως αναφέρθηκε και νωρίτερα ο μεγάλος αριθμός αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων αυξάνει τις ευκαιρίες για μόχλευση. Πρόσθετα το γεγονός ότι οι διηπειρωτικές συμφωνίες μπορεί να θεωρηθούν ως πιο επωφέλης αποδίδεται σε εμπειρίες από άλλες εξαγορές ή στα πλεονεκτήματα που έχει μία τέτοια συμφωνία, όπως η παρουσία σε μία νέα αγορά σε μία διαφορετική ήπειρο, κάτι που μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της ανάπτυξης στο άμεσο μέλλον. Τέλος όταν η εξαγορά αφορά σχετικά μεγαλύτερες εταιρείες η χρηματοδότηση της συμφωνίας με μετρητά θεωρείται πιο ασφαλής και σταθερή επιλογή. Από ότι φαίνεται οι μέτοχοι λαμβάνουν υπόψη τους αρκετούς παράγοντες όταν εκτιμούν μία στρατηγική κίνηση μιας εταιρείας όπως είναι η εξαγορά ενός εμπορικού σήματος. Η παρούσα μελέτη μέσω της έρευνας αποκαλύπτει μερικά από τα χαρακτηριστικά που λαμβάνουν υπόψη τους.

Βιβλιογραφικές Αναφορές 5^ο Κεφαλαίου

- Kusewitt J.B. (1985), “An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance”, *Strategic Management Journal*, Vol. 6, 151-169
- Finkelstein S. & Halebian J. (2002), “Understanding acquisition performance: the role of transfer effects”, *Organization Science*, Vol. 13, 36-47
- Eddy A. & Seifert B. (1984), “International benefits and foreign acquisitions by US firms”, *Management International Review*, Vol. 24, 27-35
- Dewenter K.L. (1995), “Does the market react differently to domestic and foreign takeover announcements? Evidence from the US chemical and retail industries”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, 421-441
- Seth A., Song K. & Pettit R. (2000), “Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 31, 387-406
- Healy P.M., Palepu K. G. & Ruback R.S. (1992), “Does corporate performance improve after mergers”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, 135-175
- Rappaport A. (1979), “Strategic analysis for more profitable acquisitions”, *Harvard Business Review*, Vol. 57, 99-110
- Terry R. (1982), “Ten suggestions for acquisitions success”, *Managerial Planning*, Vol. 31, 13-16
- Capon N., Hulbert J.M., Farley J.U. & Martin I.E. (1988), “Corporate diversity and economic performance: the impact of market specialization”, *Strategic Management Journal*, Vol. 9, 61-74

6. ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

Τε ευρήματα της παρούσας μελέτης παρ' όλο που εμπλουτίζουν τα ήδη γνωστά σε σχέση με τις εξαγορές εμπορικών σημάτων, έχουν συγκεκριμένους περιορισμούς και αδυναμίες που θα πρέπει να αναφερθούν. Πρώτα από όλα υπάρχουν επιπλέον χαρακτηριστικά των εξαγορών τα οποία δεν λήφθηκαν υπόψη στην παρούσα μελέτη αλλά ασκούν επιρροή στις επιδόσεις των εξαγορών. Μεταβλητές όπως η σχετική κερδοφορία των δύο εταιρειών, η πρότερη εμπειρία από εξαγορές και η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου εμπορικών σημάτων θα μπορούσαν να εισαχθούν στο μοντέλο κάνοντας το ακόμα πιο επεξηγηματικό. Δευτερευόντως, το δείγμα περιείχε εξαγορές που έγιναν μόνο εντός της μεταποιητικής βιομηχανίας. Παρ' όλο που οι περισσότερες εξαγορές εμπορικών σημάτων συμβαίνουν εντός αυτής της βιομηχανίας υπάρχουν και άλλοι τομείς που θα είχε ενδιαφέρον να εξεταστούν. Για παράδειγμα υπάρχει αυξανόμενος αριθμός εξαγορών που πραγματοποιούνται στον τομέα του λιανεμπορίου και των ΜΜΕ. Τέλος, η παρούσα μελέτη μέτρησε την επίδοση των εξαγορών βασισμένη στη μέθοδο των αγορών υποδειγμάτων. Αυτή η μέθοδος εξετάζει τις μη κανονικές αποδόσεις που προκύπτουν κοντά στην ημερομηνία της εξαγοράς με αποτέλεσμα να παραβλέπει τις όποιες μακροπρόθεσμες συνέπειες της εξαγοράς στον πλούτο της αγοράζουσας εταιρείας. Άλλος ένας πιθανός δρόμος για τη μέτρηση της επίδοσης των εξαγορών είναι μέσω του δείκτη αποδοτικότητας του ενεργητικού (ROA) (Kusewitt, 1985; Ramaswamy, 1997; Finkelstein και Haleblan, 2002), ο οποίος λαμβάνει υπόψη μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, δηλαδή τουλάχιστον τα τρία επόμενα χρόνια από την εξαγορά. Δεδομένου ότι το δείγμα περιέχει εξαγορές που έγιναν μέχρι και τον Ιούνιο του 2009 η χρήση αυτής της μεθόδου δεν ήταν δυνατή.

Επιπλέον θα πρέπει να σημειωθεί ότι η παρούσα έρευνα είχε ιδιαίτερα ευρύ φάσμα και ότι πιθανότατα στο μέλλον θα πρέπει να γίνει επιπλέον έρευνα σε επιμέρους στοιχεία της. Για παράδειγμα θα ήταν ενδιαφέρον να αναλυθεί αν η θετική σχέση μεταξύ αριθμού αποκτηθέντων υφιστάμενων εμπορικών σημάτων και επίδοσης της εξαγοράς επηρεάζεται και από άλλες μεταβλητές όπως ο βαθμός διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου εμπορικών σημάτων που διαθέτει η αγοράζουσα. Επίσης θα μπορούσε να αναλυθεί αν η επίδραση του γεωγραφικού πεδίου της εξαγοράς επηρεάζεται από την πρότερη εμπειρία. Είναι πιθανόν εταιρείες που έχουν πλούσια εμπειρία σε εξαγορές να επιτυγχάνουν πρόσθετα οφέλη όταν πραγματοποιούν εξαγορές εταιρειών που προέρχονται από άλλες ηπείρους λόγω της άποψης των μετόχων ότι υπάρχει μειωμένο ρίσκο λόγω της εμπειρίας των managers. Ακόμα θα ήταν ενδιαφέρον να εξεταστεί η δημιουργία αξίας σε εξαγορές στις οποίες εμπλέκονται εταιρείες παρομοίου

μεγέθους, όπως για παράδειγμα στην περίπτωση της συγχώνευσης της AOL με την Time Warner. Τέλος θα ήταν πολύ χρήσιμο να χρησιμοποιηθούν και εναλλακτικοί τρόποι έρευνας όπως η συλλογή πρωτογενών δεδομένων μέσω προσωπικών συνεντεύξεων με managers και ισχυρούς μετόχους που έχουν εμπλακεί σε εξαγορές, με σκοπό να αλιευτούν πρόσθετα στοιχεία που μπορεί να οδηγήσουν σε νέα συμπεράσματα για τις δυνάμεις που δημιουργούν αξία μέσω μίας εξαγοράς.

Βιβλιογραφικές Αναφορές 6^ο Κεφαλαίου

Kusewitt J.B. (1985), “An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance”, *Strategic Management Journal*, Vol. 6, 151-169

Ramaswamy K. (1997), “The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: evidence from the US banking industry”, *The Academy of Management Journal*, Vol. 40, 697-715

Finkelstein S. & Halebian J. (2002), “Understanding acquisition performance: the role of transfer effects”, *Organization Science*, Vol. 13, 36-47

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

- Aaker D. (1991), *Managing Brand Equity*, The Free Press, New York
- Aaker D. (1996), *Building Strong Brands*, The Free Press, New York
- Aaker D. & Jacobson R. (1994), “The financial information content of perceived quality”, *Journal of Marketing Research*, Vol. 31, 191-201
- Agrawal A. & Walkling R.A. (1994), “Executive careers and compensation surrounding takeover bids”, *Journal of Finance*, Vol. 49, 985-1014
- Agrawal A., Jaffe J. F. & Mandelker G. N. (1992), “The post-merger performance of acquiring firms: a reexamination of an anomaly”, *Journal of Finance*, Vol. 47, 1605-1621
- Aiken L. S. & West S. G. (1991), “Multiple regression: testing and interpreting interactions”, Newbury Park, London, Sage
- Amburgey T. L. & Miner A. S. (1992), “Strategic momentum: the effects of repetitive, positional and contextual momentum on merger activity”, *Strategic Management Journal*, Vol. 13, 335-348
- Anand J., Capron L., and Mitchell W. (2005), “Using acquisitions to access multinational diversity: thinking beyond the domestic versus cross-border M&A comparison”, *Industrial and Corporate Change*, Volume 14, Issue 2, Pp. 191-224
- Asquith P., (1983), “Merger bids, uncertainty, and stockholder returns”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, 51-83
- Asquith P. & Kim E. H. (1982), “The impact of merger bids on the participating firms’ security holders”, *Journal of Finance*, Vol. 37, 1209-1228
- Aybar B. & Ficici A. (2009), “Cross-border acquisitions and firm value: an analysis of emerging-market multinationals”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 40, 1317-1338
- Baaij, M., Greevena, M. and Dalen, J.V. (2004), “Persistent Superior Economic Performance, Sustainable Competitive Advantage, and Schumpeterian Innovation: Leading Established Computer Firms, 1954-2000”, *European Management Journal*, Vol. 22 No. 5, pp. 517-531.
- Bahadir S.C., Bharadwaj S.G. & Srivastava R.K. (2008), “Financial value of brands in mergers and acquisitions: is value in the eye of the beholder?”, *Journal of Marketing*, Vol. 72 (Nov.), 49-64
- Barth M.E., Clement M.B., Foster G. & Kaszkik R. (1998), “Brand values and capital market valuation”, *Review of Accounting Studies*, Vol. 3, 41-68

- Baumol W. J., Panzar J.C. & Willig R.D. (1982), *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*, Harcourt Brace Jovanovich, San Diego
- Beneish M.D., Jansen I.P., Lewis M.F. & Stuart N.V. (2008), “Diversification to mitigate expropriation in the tobacco industry”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, 136-157
- Bergh D.D. (1997), “Predicting divestiture of unrelated acquisitions: an integrative model of ex ante conditions”, *Strategic Management Journal*, Vol. 18, 715-731
- Bergh D.D. & Lawless M.W. (1998), “Portfolio restructuring and limits to hierarchical governance: the effects of environmental uncertainty and diversification strategy”, *Organizational Science*, Vol.9, 87-102
- Bradley M., Desai A. & Kim E. H. (1998), “Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, 3-40
- Brech P. (2001), “Brands behind the Time-IPC deal”, *Marketing*, (August 2), 19
- Brown S. & Warner J. (1980), “Measuring security price performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, 205-258
- Bymer C. (1991), “Valuing your brands: lessons from Wall Street and the impact on marketers”, *ARF Third Annual Advertising and Promotion Workshop*
- Cadotte E.R., Woodruff R.B., and Jenkins R.L. (1987), “Expectations and Norms in Models of Consumer Satisfaction”, *Journal of Marketing Research*, Vol. XXIV (August 1987), 305-14
- Capon N., Hulbert J.M., Farley J.U. & Martin I.E. (1988), “Corporate diversity and economic performance: the impact of market specialization”, *Strategic Management Journal*, Vol. 9, 61-74
- Capron L. (1999), “The long-term performance of horizontal acquisitions”, *Strategic Management Journal*, Vol. 20, 987-1018
- Capron L., Dussauge P. & Mitchell W. (1998), “Resource redeployment following horizontal acquisitions in Europe and North America, 1988-1992”, *Strategic Management Journal*, Vol. 19, 631-663
- Capron L. & Hulland J. (1999), “Redeployment following horizontal acquisitions”, *Journal of Marketing*, Vol. 63, 41-54
- Capron L., Mitchell W. & Swaminathan A. (2001), “Asset divestiture following horizontal acquisitions”, *Strategic Management Journal*, Vol. 22, 817-844

- Carow K., Heron R. & Saxton T. (2004), "Do early birds get the returns? an empirical investigation of early-mover advantages in acquisitions", *Strategic Management Journal*, Vol. 25, 563-585
- Casciaro T. & Piskorski M.J. (2005), "Power imbalance, mutual dependence, and constraint absorption: a close look at resource dependence theory", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 50, 167-199
- Chaney P.K., Devinney T.M. & Winer R.S. (1991), "The impact of new product introduction on the market values of firm", *Journal of Business*, Vol. 64, 573-610
- Chatterjee S. (1986), "Types of synergy and economic value: the impact of acquisitions on merging and rival firms", *Strategic Management Journal*, Vol. 7, 119-139
- Chatterjee S. (1992), "Sources of value in takeovers: synergy or restructuring implications for target and bidder firms", *Strategic Management Journal*, Vol. 13, 267-286
- Choi D. & Philipatos G.C. (1983), "An examination of merger synergism", *Journal of Financial Research*, Vol. 6, 239-256
- Chu S. & Keh H.T. (2006), "Brand value creation: analysis of the interbrand-business week brand value rankings", *Marketing Letters*, Vol. 17, 323-331
- Cornett M.M. & Tehranian H. (1992), "Changes in corporate performance associated with bank acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, 211-234
- Datta D. K., Pinches G. E. & Narayanan V. K. (1992), "Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: a meta-analysis", *Strategic Management Journal*, Vol. 13, 67-84
- Day G. S. (1994), "The capabilities of market-driven organizations", *Journal of Marketing*, Vol. 58, 69-83
- DePamphilis D.M. (2008), *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Academic Press Advanced Finance Series, California
- Dewenter K.L. (1995), "Does the market react differently to domestic and foreign takeover announcements? Evidence from the US chemical and retail industries", *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, 421-441
- Eckbo B.E. (1983), "Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, 241-273
- Eddy A. & Seifert B. (1984), "International benefits and foreign acquisitions by US firms", *Management International Review*, Vol. 24, 27-35

- Erdem T. & Swait J., (1998), “Brand equity as a signaling phenomenon”, *Journal of Consumer Psychology*, Vol. 7(2), 131–157
- Fama E., Fisher L., Jensen M. & Roll R. (1969), “The adjustment of stock prices to new information”, *International Economic Review*, Vol. 10 (1), 1-21
- Farquhar P.H. (1989), “Managing brand equity”, *Marketing Research*, Vol. 1, 24-33
- Finkelstein S. & Halebian J. (2002), “Understanding acquisition performance: the role of transfer effects”, *Organization Science*, Vol. 13, 36-47
- Folta T.B. (1998), “Governance and uncertainty: the trade-off between administrative control and commitment”, *Strategic Management Journal*, Vol. 19, 1007-1028
- Fuller K., Netter J. & Stegemoller M. (2002), “What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions”, *Journal of Finance*, Vol. 5, 1763-1793
- Graebner M.E. & Eisenhardt K.M. (2004), “The seller’s side of the story: acquisition as courtship and governance as syndicate in entrepreneurial firms”, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 49, 366-403
- Grinstein Y. & Hribar P., (2004), “CEO compensation and incentives: evidence from M&A bonuses”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, 119-143
- Guerrero L., Colomer Y., Guardia M.D., Xicola J. & Clotet R. (2000), “Consumer Attitude Towards Store Brands”, *Food Quality and Preference*, Vol. 11, 387-395
- Halebian J., Devers C.E., McNamara G., Carpenter M.A. & Davison R.B. (2009), “Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: a review and research agenda”, *Journal of Management*, Vol. 35, 469-503
- Halebian J., Kim J. Y. J. & Rajagopalan N. (2006), “The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: evidence from the US commercial banking industry”, *Academy of Management Journal*, Vol. 49, 357-370
- Harzing A. W. (2002), “Acquisitions versus greenfield investments: international strategy and management of entry modes”, *Strategic Management Journal*, Vol. 23, 211-227
- Haunschild P.R. (1993), “Interorganizational imitation: the impact of interlocks on corporate acquisition activity”, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 38, 564-592
- Haunschild P.R. & Beckman C. M. (1998), “When do interlocks matter? Alternate sources of information and interlock influence”, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 43, 391-411
- Hayward M.L.A. (2003), “Professional influence: the effects of investment banks on clients’ acquisition financing and performance”, *Strategic Management Journal*, Vol. 23, 21-39

- Hayward M.L.A. & Hambrick D. C. (1997), “Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris”, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 42, 103-127
- Hazelkorn T., Zenner M. & Shivdasani A. (2004), “Creating value with mergers and acquisitions”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.16, 81-90
- Healy P.M., Palepu K. G. & Ruback R.S. (1992), “Does corporate performance improve after mergers”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, 135-175
- Heron R. & Lie E. (2002), “Operating performance and the method of payment in takeovers”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 37, 137-155
- Hirschey M. & Weygandt J. (1985), “Amortization policy for advertising and research and development expenditures”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 23, 326-335
- Hitt M.A., Harrison J.S. & Ireland R.D. (2001), “Mergers and acquisitions: a guide to creating value for stakeholders”, Oxford University Press: Oxford, UK
- Hogarty T.F. (1970), “The profitability of corporate mergers”, *Journal of Business*, Vol. 43, 317-327
- Huang Y.S. & Walkling R.A. (1987), “Target abnormal returns associated with acquisition announcements-payment, acquisition form, and managerial resistance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, 329-349
- Hughes A., Mueller D.C. & Singh A. (1980), “Hypotheses about mergers”, In Mueller, D.C. (ed.), *The Determinants and Effects of Mergers*, Oelgeschlager, Gunn & Hain, Cambridge, Massachusetts, 27-66
- Hyman M.R. & Mathur I. (2005), “Retrospective and prospective views on the marketing/finance interface”, *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol. 33(4), 390-400
- Jarrell G.A. & Poulsen A.B. (1989), “The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from 3 decades”, *Financial Management*, Vol. 18(3), 12-19
- Jensen M.C. & Ruback R.S. (1983), “The market for corporate control: the scientific evidence”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, 5-50
- Kapferer J-N. (1992), “Strategic Brand Management: New Approaches to Creating and Evaluating Brand Equity”, London: Kogan Page
- Karim S. & Mitchell W. (2000), “Path-dependent and path-breaking change: Reconfiguring business resources following acquisitions in the US medical sector, 1978-1995”, *Strategic Management Journal*, Vol. 21, 1061-1081

- Keller K.L. (1993), "Conceptualizing, measuring, managing customer-based brand equity", *Journal of Marketing*, Vol. 57 (Jan.), 1–22
- Keller K.L. (2003), "Brand Synthesis: The Multidimensionality of Brand Knowledge", *Journal of Consumer Research*, Vol. 29, No4
- Keller K.L. (2008), *Strategic Brand Management*, Pearson Prentice Hall, New Jersey
- Kerin R.A. & Sethuraman R. (1998), "Exploring the brand value-shareholder value nexus for consumer goods companies", *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol. 26, 260-273
- Kim E.H. & Singal V. (1993), "Mergers and market power: evidence from the airline industry", *American Economic Review*, Vol. 83, 549-569
- King D.R., Dalton D.R., Daily C.M. & Covin J.G. (2004), "Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators", *Strategic Management Journal*, Vol. 25, 187-200
- King D.R., Slotegraaf R.J. & Kesner I. (2008), "Performance implications of firm resource interactions in the acquisition of R&D-intensive firms", *Organization Science*, Vol. 19, 327-340
- Kusewitt J.B. (1985), "An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 6, 151-169
- Lassar W., Mittal B. & Sharma A. (1995), "Measuring Customer-Based Brand Equity", *Journal of Consumer Marketing*, Vol. 12, 11-19
- Levy H. & Sarnat M. (1970), "Diversification, portfolio analysis and the uneasy case for conglomerate mergers", *Journal of Finance*, 795-802
- Loderer C. & Martin K. (1992), "Postacquisition performance of acquiring firms", *Financial Management*, Vol. 21(3), 69-79
- Lorie J. H. & Halpern P. (1970), "Conglomerates: The rhetoric and the evidence", *Journal of Law and Economics*, Vol. 13, 149-166
- Loughran T. & Vijh A.M. (1997), "Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions", *Journal of Finance*, Vol. 52, 1765-1790
- Lubatkin M. (1983), "Mergers and the performance of the acquiring firm", *Academy of Management Review*, Vol. 8, 218-225
- Lubatkin M. (1987), "Merger strategies and stockholder value". *Strategic Management Journal*, Vol. 8, 39-53

- Madden T.J., Fehle F. & Fournier S. (2006), “Brands matter: an empirical demonstration of the creation of shareholder value through branding”, *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol. 34, 224-235
- Mahajan V., Rao V.R. & Srivastava R.K. (1994), “An approach to assess the importance of brand equity in acquisition decisions”, *Journal of Product Innovation Management*, Vol. 11, 221-235
- Markides C. & Ittner C. (1994), “Shareholder benefits from corporate international diversification: evidence from US international acquisitions”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 25, 343-366
- McWilliams A. & Siegel D. (1997), “Event studies in management research: theoretical and empirical issues”, *Academy of Management Journal*, Vol. 40(3), 636-657
- Melicher R. & Hempel G. (1971), “Differences in financial characteristics between conglomerate mergers and horizontal or vertical mergers”, *Nebraska Journal of Economics & Business*, Vol. 10, 61-74
- Meyer, A.D. (1991), “What is strategy's distinctive competence?”, *Journal of Management*, Vol. 17 No. 4, pp. 821-833.
- Moeller S.B. & Schlingemann F.P. (2003), “Global diversification and bidder gains: a comparison between cross-border and domestic acquisitions”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, 533-564
- Moeller S.B. & Schlingemann F.P. (2005), “Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions”, *Journal of Banking & Finance*, Volume 29, Issue 3, March 2005, Pages 533–564
- Moeller S.B., Schlingemann F.P. & Stulz R.M. (2003), “Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions?”, (NBER Working Paper No. W9523)
- Moeller S.B., Schlingemann F.P. & Stulz R.M. (2004), “Firm size and the gains from acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, Volume 73, Issue 2, August 2004, Pages 201–228
- Morgan N.A. & Rego L.L. (2006), “Brand portfolio strategy and firm performance”, *MSI Working Paper Series*, Issue 1, No. 06-101
- Naylor T.H. & Tapon F. (1982), “The capital asset pricing model: an evaluation of its potential as a strategic planning tool”, *Management Science*, Vol. 28, 1166-1173

- Oliver R.L. (1980), "A cognitive model of the antecedents and consequences of satisfaction decisions", *Journal of Marketing Research*, Vol. 17, 460-469
- Oliver R.L. (1999), "Whence consumer loyalty?", *Journal of Marketing*, Vol.63, 33-44
- Palich L.E., Cardinal L.B. & Miller C.C. (2000), "Curvilinearity in the diversification-performance linkage: an examination of over three decades of research", *Strategic Management Journal*, Vol. 21, 155-174
- Pehrsson A. (2006), "Business relatedness and performance: a study of managerial perceptions", *Strategic Management Journal*, Vol. 27, 265-282
- Pettis C. (1995), "TechnoBrands: How to create & use "brand identity" to market, advertise & sell technology products", Amacom NY
- Pfeffer J. (1972), "Merger as a response to organizational interdependence", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 17, 382-394
- Porter M. (1980), *Corporate Strategy*, The Free Press, New York
- Powell, T.C. (2001), "Competitive advantage: logical and philosophical considerations", *Strategic Management Journal*, Vol. 22 No. 9, pp. 875-888.
- Prager R.A. (1992), "The effects of horizontal mergers on competition: the case of the Northern Securities Company", *Rand Journal of Economics*, Vol. 23, 123-133
- Prahalad C.K. & Bettis R.A. (1986), "The dominant logic: a new linkage between diversity and performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 7, 485-501
- Ramaswamy K. (1997), "The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: evidence from the US banking industry", *The Academy of Management Journal*, Vol. 40, 697-715
- Rao V.R., Agarwal M.K. & Dahlhoff D. (2004), "How is manifest branding strategy related to the intangible value of a corporation?", *Journal of Marketing*, Vol. 68, 126-41
- Rappaport A. (1979), "Strategic analysis for more profitable acquisitions", *Harvard Business Review*, Vol. 57, 99-110
- Ravenscraft D.J. & Scherer F.M. (1987), "Mergers, sell-offs, and economic efficiency", Washington, DC: Brookings Institution
- Reed R. & Luffman G.A. (1986), "Diversification: the growing confusion", *Strategic Management Journal*, Vol. 7, 29-35

- Roberts E.B. & Berry C.A. (1985), "Entering new businesses: selecting strategies for success", *Sloan Management Review*, Vol. 27, 3-17
- Ross S. (1983), "Accounting and Economics", *The Accounting Review*, Vol. 58, 375-380
- Rossi S. & Volpin P.F. (2004), "Cross-country determinants of mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, 277-304
- Schoemaker, P.J.H. (1990), "Strategy, complexity and economic rent", *Management Science*, Vol. 36 No. 10, pp. 1178-1192.
- Seth A. (1990), "Value creation in acquisitions: a re-examination of performance issues", *Strategic Management Journal*, Vol. 11, 99-115
- Seth A. (1990), "Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation", *Strategic Management Journal*, Vol. 11, 431-446
- Seth A., Song K. & Pettit R. (2000), "Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms", *Journal of International Business Studies*, Vol. 31, 387-406
- Shocker A., Weitz B., (1988), "A perspective on brand equity: principles and issue", L. Leuthesser, ed. "Defining, measuring and managing brand equity: Conf. Summary", MSI Report, 88-104, Marketing Science Institute, Cambridge, MA
- Sigalas, C. and Pekka Economou, V. (2011), "Revisiting the Concept of Competitive Advantage: Problems and Fallacies Arizing from its Conceptualization". *Emerald Journal of Strategy and Management*.
- Simon C.J. & Sullivan M.W. (1993), "The measurement and determinants of brand equity: a financial approach", *Marketing Science*, Vol. 12, 28-52
- Stearns L. B. & Allan K. D. (1996), "Economic behaviour in institutional environments: the corporate merger wave of the 1980s", *American Sociological Review*, Vol. 61, 699-718
- Steyerberg E., Eijkemans M., Harrell F. & Habbema J.D. (2001), "Prognostic modelling with logistic regression analysis: in search of a sensible strategy in small data sets", *Medical Decision Making*, Vol. 21, 45-56
- Stigler G.J. (1968), "A theory of oligopoly", *The Organization of Industry*, Irwin, Homewood, Illinois, 39-63
- Stillman R. (1983), "Examining antitrust policy towards horizontal mergers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, 225-240

Swaminathan V., Murshed F. & Hulland J. (2008), “Value creation following merger and acquisition announcements: the role of strategic emphasis alignment”, *Journal of Marketing Research*, Vol. 45, 33-47

Swenson D.L. (1993), “Foreign mergers and acquisitions in the United States”, *Foreign Direct Investment, National Bureau of Economic Research Project Report*, University of Chicago, 255-281

Terry R. (1982), “Ten suggestions for acquisitions success”, *Managerial Planning*, Vol. 31, 13-16

Travlos N.G. (1987), “Corporate takeover bids, method of payment, and bidding firms’ stock returns”, *Journal of Finance*, Vol. 42, 943-963

Wang L. & Zajac E. (2007), “Alliance or acquisition? A dyadic perspective on interfirm resource combinations”, *Strategic Management Journal*, Vol. 28, 1291-1317

Wiggins, R.R. and Ruefli, T.W. (2002), “Competitive advantage: temporal dynamics and the incidence and persistence of superior economic performance”, *Organization Science*, Vol. 13 No. 1, pp. 82-105.

Wiles M. & Danielova A. (2009), “The worth of product placement in successful films: an event study analysis”, *Journal of Marketing*, Vol. 73, 44-63

Williamson O.E. (1981), “The modern corporation: origins, evolution and attributes”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 19, 1537-1568

Yang M. & Hyland M. (2006), “Who do firms imitate? A multilevel approach to examining sources of imitation in the choice of mergers and acquisitions”, *Journal of Management*, Vol. 32, 381-399

Λέξεις Κλειδιά

Εξαγορά	Μία εξαγορά συμβαίνει όταν μία εταιρεία αποκτά τον έλεγχο και την κυριότητα μίας άλλης εταιρείας, μίας θυγατρικής μίας άλλης εταιρείας ή επιλεγμένα περιουσιακά στοιχεία μίας άλλης εταιρείας όπως μία παραγωγική μονάδα (DePamphilis, 2008).
Εξαγορά Εμπορικού Σήματος	Μία εξαγορά που σαν κίνητρο της έχει την πρόθεση της αγοράζουσας να αποκτήσει την κυριότητα του ή των εμπορικών σημάτων της αγοραζόμενης.
Δημιουργία Αξίας	Ο βαθμός της μη κανονικής θετικής αντίδρασης του χρηματιστηρίου στην ανακοίνωση μίας εξαγοράς με αποτέλεσμα τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους της εταιρείας (Hazelkorn, Zenner και Shivdasani, 2004).
Παράγοντες Δημιουργίας Αξίας	Οι παράγοντες οι οποίοι σχετίζονται με το φαινόμενο της δημιουργίας αξίας για την αγοράζουσα.
Χαρακτηριστικά Αγοραζόμενου Εμπορικού Σήματος	Τα χαρακτηριστικά που περιγράφουν το χαρτοφυλάκιο εμπορικών σημάτων της αγοραζόμενης. Σε αυτή τη μελέτη, ο αριθμός των υφιστάμενων εμπορικών σημάτων που λειτουργούν υπό το κυρίως εμπορικό σήμα και ο αριθμός κατηγοριών προϊόντων στα οποία περιλαμβάνονται αυτά, είναι τα χαρακτηριστικά της αγοραζόμενης που έχουν ληφθεί υπόψη.
Επίδοση Εξαγοράς	Τα αποτελέσματα που προέρχονται από την εξαγορά σε μία χρονική περίοδο.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

Κατηγοριοποίηση συγχωνεύσεων σύμφωνα με την Ομοσπονδιακή Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Federal Trade Commission) (Melicher and Hempel, 1971)

Οριζόντια συγχώνευση / εξαγορά

Μία οριζόντια συγχώνευση είναι η συναλλαγή μεταξύ δύο εταιρειών οι οποίες συνήθως είναι ανταγωνίστριες. Ο Carpon (1999) ορίζει τις οριζόντιες συγχωνεύσεις ως αυτές που συμβαίνουν μεταξύ δύο εταιρειών που ανήκουν στην ίδια βιομηχανία. Η εξαγορά της Maytag από τη Whirlpool το 2006 είναι πρόσφατο παράδειγμα μίας τέτοιας εξαγοράς.

Κάθετη συγχώνευση / εξαγορά

Μία κάθετη συγχώνευση ή εξαγορά είναι μία συναλλαγή μεταξύ εταιρειών που έχουν μεταξύ τους σχέση πωλητή αγοραστή. Ένα τυπικό παράδειγμα μίας τέτοιας εξαγοράς είναι η απόκτηση της McAllen Coca-Cola Bottling Co. από την Coca-Cola Enterprises το 1987.

Συγχώνευση / εξαγορά επέκτασης προϊόντων

Στις συγχωνεύσεις επέκτασης προϊόντων δεν υπάρχει απ' ευθείας ανταγωνισμός μεταξύ των δύο εταιρειών όσον αφορά την προσφορά προϊόντων, αλλά υπάρχουν λειτουργικές σχέσεις και σχέσεις καναλιών διανομής. Για παράδειγμα η εξαγορά της NAVTEQ από τη Nokia το 2007.

Συγχώνευση / εξαγορά επέκτασης Αγοράς

Η κατηγορία εξαγορών επέκτασης αγοράς περιέχει συγχωνεύσεις μεταξύ εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές. Η εξαγορά των Tryp Hotels της Sol Melia Hotels & Resorts από την Wyndham Worldwide Corp το 2010 είναι ένα παράδειγμα εξαγοράς με σκοπό την επέκτασή αγοράς. Με αυτή την εξαγορά η αγοράζουσα εταιρεία σκοπεύει στην αύξηση του μεγέθους της αγοράς στην οποία απευθύνεται μακριά από την εγχώρια αγορά στην οποία ήδη δραστηριοποιείται.

Συγχώνευση / εξαγορά μεταξύ εταιρειών με διαφορετικό αντικείμενο (Conglomerate)

Αυτή η κατηγορία εξαγορών αποτελείται από συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εταιρειών που έχουν εντελώς διαφορετικό αντικείμενο. Παράδειγμα τέτοιας εξαγοράς είναι η απόκτηση της Skype από την eBay το 2005.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β

Πίνακας 23: Περιγραφή Δείγματος

Αγοράζουσα	Βιομηχανία Αγοράζουσας (Macro-Mid)	Περιγραφή Αγοράζουσας	Αγοραζόμενη	Βιομηχανία Αγοραζόμενης (Macro-Mid)	Περιγραφή Αγοραζόμενης	Εμπορικά Σήματα που αποκτήθηκαν (Κόριο Εμπ. Σημα με bold)
EMC Corp	High Technology-IT Consulting & Services	Manufactures networked data storage platforms and develops information infrastructure software solutions	Data Domain Inc	High Technology-Computers & Peripherals	Manufactures deduplication-storage systems and offers software solutions for backup and archive storage needs of enterprises	Data Domain Appliance, DDX Array, Replicator, etc.
Koninklijke Philips Electronics NV	High Technology-Electronics	Vast array of products from home entertainment and lighting products to telecommunications and medical diagnostic	Saeco International Group SpA	Industrial-Other Industrials	Manufactures coffee machines, automated vending-machines and climate line products	Saeco Odea, Talea, Primea, Royal, etc.
IXIA	High Technology-Electronics	Manufactures and develops high speed, multi-port network performance analysis systems	Catapult Communications Corp	High Technology-Software	Develops advanced-software-based digital-communications test systems	(Ix) Catapult
Abbott Labs	Healthcare-Pharmaceuticals	Manufactures general pharmaceuticals and medical equipment	Advanced Medical Optics Inc	Healthcare-Healthcare Equipment & Supplies	Manufactures eyecare surgical-equipment and products with a focus on cataract surgery	AMO COMPLETE, Blink, STAR S4 IR, Tecnis, etc.
Johnson & Johnson	Healthcare-Pharmaceuticals	Manufactures a wide range of pharmaceuticals, medical equipment, drugs, health care products	Omrix Biopharmaceuticals Inc	Healthcare-Biotechnology	Develops biological-products for the biosurgical and immunotherapy markets	Omrix Evicel, Evithrom
KOEI Co Ltd	High Technology-Software	Develops game software, PC software, mobile telephone games and discs	Tecmo Ltd	High Technology - Software	Develops software games	Tecmo (various sub-brands, e.g. Ninja Gaiden)

LTX Corp	Industrials-Other Industrials	Manufactures automatic test equipment for the semiconductor or industry	Credence Systems Corp	High Technology-Electronics	Manufactures automatic test-equipment (ATE)	<u>LTX-Credence</u> IMA, Test Platform, etc.
Medtronic Inc	Healthcare-Healthcare Equipment & Supplies	Manufactures and develops medical and surgical devices of a wide array	Restore Medical Inc	Healthcare-Healthcare Equipment & Supplies	Manufactures innovative medical devices to treat sleep-disordered-breathing	<u>Pillar Procedure</u>
EMC Corp	High Technology-IT Consulting & Services	Manufactures networked data storage platforms and develops information infrastructure software solutions	Iomega Corp	High Technology-Computers & Peripherals	Manufactures and wholesales portable data-storage devices	<u>Iomega</u> Prestige, eGo, etc.
Terex Corp	Industrials-Machinery	Manufactures construction equipment	ASV Inc	Industrials-Machinery	Manufactures rubber-tracked loaders and traction products	<u>ASV PT</u> , Scout, etc.
EMC Corp	High Technology-IT Consulting & Services	Manufactures networked data storage platforms and develops information infrastructure software solutions	Document Sciences Corp	High Technology-Software	Develops content-processing and publishing software	<u>Document Sciences</u> xPression, xPresso, xRevise, etc.
Koninklijke Philips Electronics NV	High Technology-Electronics	Vast array of products from home entertainment and lighting products to telecommunications and medical diagnostic	Visicu Inc	High Technology-Software	Develops software for the healthcare solutions	<u>eICU Integrated Healthcare Solution</u>
Ingersoll-Rand Co Ltd	Industrials-Other Industrials	Manufactures a wide range of industrial machinery and equipment	Trance Inc	Industrials-Machinery	Manufactures air-conditioning units for commercial, residential, institutional and industrial markets	<u>Trane XL, XB, CleanEffects</u>
SABMiller PLC	Consumer Staples-Food and Beverage	SABMiller is one of the largest brewers worldwide	Koninklijke Grolsch NV	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces beer products and non-alcoholic lager	<u>Grolsch</u>

Dell Inc	High Technology-Computers & Peripherals	Manufactures high-performance personal computers and provides information technology solutions service	EqualLogic Inc	High Technology-Computers & Peripherals	Manufactures storage area-network products	<u>EqualLogic</u> PS
Danaher Corp	Industrials-Other Industrials	Manufactures general purpose mechanics hand tools and automotive specialty tools	Tektronix Inc	High Technology-Electronics	Manufactures industrial equipments specializing in test, measurement and monitoring solutions	<u>Tektronix</u> TPS, TLA, etc.
Nokia Oyj	Telecommunications-Telecommunications Equipment	Manufactures mobile phones, satellite dishes, receivers, antennas and software for mobile phones	NAVTEQ Corp	High Technology-Internet Software & Services	Develops web-based digital mapping-software	<u>NAVTEQ</u>
Concateno PLC	Healthcare-Healthcare Equipment & Supplies	Provides drug and alcohol testing services	Cozart PLC	Healthcare-Healthcare Equipment & Supplies	Manufactures diagnostic pharmaceuticals specialising in drugs of abuse detection	<u>Cozart</u> DDS, Rapid Solids, Rapid Urine
Hain Celestial Group Inc	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces natural and organic food products, natural personal care products, beverages, snack food products, etc.	Tendercare International Inc	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures all-natural, biodegradable-disposable diapers and baby-wipes	<u>TenderCare</u> Diapers, Wipes
TomTom NV	Telecommunications-Telecommunications Equipment	Manufactures personal navigation systems with products	Tele Atlas NV	High Technology-Internet Software & Services	Provides digital mapping-services and applications	<u>Tele Atlas</u> MultiNet, Connect, ConnectPlus
Groupe Danone SA	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces dairy milk, yoghurt, cookies, cereals, beer, soft drinks, jams, pasta and even containers	Koninklijke Numico NV	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces specialized food and-nutritional products for babies and infants	<u>Nutricia</u>

Roche Holding AG	Healthcare-Pharmaceuticals	Manufactures pharmaceuticals, medicines, diagnostics, chemicals, diagnostic kits and medical instruments	Ventana Medical Systems Inc	Healthcare-Healthcare Equipment & Supplies	Manufactures instruments, surgical and medical equipment that automate immunohistochemistry	<u>Ventana</u> Confirm, PATHWAY, ultraView, etc.
TreeHouse Foods Inc	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces a wide variety of shelf stable foods	ED Smith Income Fund	Financials-Asset Management	Produces high-quality branded food products	<u>ED Smith</u> More Fruit, Pie Filling, etc.
Luxottica Group SpA	Consumer Products and Services-Other Consumer Products	Manufactures traditional and designer eyeglass frames and sunglasses for the mid and high priced segments	Oakley Inc	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures eyewear, footwear, watches and apparel	<u>Oakley</u> Jawbone, Split Thump, etc.
Koninklijke Philips Electronics NV	High Technology-Electronics	Vast array of products from home entertainment and lighting products to telecommunications and medical diagnostic	Color Kinetics Inc	Industrials-Other Industrials	Manufactures LED lighting-products	<u>Color Kinetics</u> RGB, IntelliWhite, EssentialWhite
Russell Breweries Inc	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces draught beer for fine pubs and eateries	Fort Garry Brewing Co Ltd	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces both draught and bottled beer	<u>Fort Garry</u> + Fort Garry Frontier Pilsener
Oracle Corp	High Technology-Software	Develops web-based enterprise database software, connectivity products, gateways and computer modules for business functions	Agile Software Corp	High Technology-Software	Develops product life cycle-management (PLM) software	<u>Agile Product Lifecycle Management</u>
Cisco Systems Inc	High Technology-Computers & Peripherals	Manufactures a wide range of networking and communications products	WebEx Communications Inc	Consumer Products and Services-Professional Services	Provides web conferencing, online meetings and video-conferencing services	<u>WebEx</u> Meeting Center, Event Center, Training Center

Oracle Corp	High Technology-Software	Develops web-based enterprise database software, connectivity products, gateways and computer modules for business functions	Hyperion Solutions Corp	High Technology-Software	Provides financial management and accounting software solutions	<u>Hyperion</u> Financial Management, Planning, Strategic Finance, etc.
Motorola Inc	Telecommunications-Telecommunications Equipment	Manufactures integrated communication and embedded electronic products	Netopia Inc	High Technology-IT Consulting & Services	Develops broadband internet equipment and e-commerce Web platforms	<u>Netopia</u> 7000, 3300, R-Series, Timbuktu Pro, etc.
GlaxoSmithKline PLC	Healthcare-Pharmaceuticals	Manufactures prescription pharmaceuticals and a wide array of consumer health products	CNS Inc	Healthcare-Healthcare Equipment & Supplies	Develops consumer healthcare products	<u>Breathe Right, FiberChoice</u>
Wieneberger Finance Service B.V.	Materials-Construction Materials	World's largest producer of bricks	Baggeridge Brick PLC	Materials-Construction Materials	Manufactures clay bricks and paving products	<u>Baggeridge</u> Facing Bricks and Pavers
Advanced Micro Devices Inc (AMD)	High Technology-Semiconductors	Manufactures microprocessors, embedded electronic devices, processors and graphic systems software	ATI Technologies Inc	High Technology-Software	Develops 3D graphics and multimedia software	<u>ATI</u> Radeon, Mobility Radeon, Fire, TV Wonder
Planar Systems Inc	High Technology-Computers & Peripherals	Manufactures electroluminescent computer terminals, displays, tubes and backlights	Clarity Visual Systems Inc	Media and Entertainment-Advertising & Marketing	Provides Digital Visual-Messaging (DVM) solutions	<u>Clarity</u> Matrix, Margay
EMC Corp	High Technology-IT Consulting & Services	Manufactures networked data storage platforms and develops information infrastructure software solutions	RSA Security Inc	High Technology-Computers & Peripherals	Develops enterprise security software	<u>RSA</u> BSAFE, enVision, Professional Services, etc.

Assa Abloy AB	Industrials-Other Industrials	Manufactures mechanical and electronic locks, architectural hardware and security functional systems	Fargo Electronics Inc	High Technology-Computers & Peripherals	Manufactures desktop systems and associated consumable supplies for the plastic card personalization and data encoding industry	Fargo Persona ID, UltraCard, DTC, HDP
Iconix Brand Group Inc	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures men, women and children apparel and owns brands such as CANDIE'S, BONGO, RAMPAGE	Mossimo Inc	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures men's and boys' clothing	Mossimo
L'Oreal SA	Consumer Products and Services-Other Consumer Products	Manufactures cosmetics and dermatological products	Body Shop International PLC	Consumer Products and Services-Other Consumer Products	Manufactures perfumes, cosmetics and skin and hair care products	Body Shop
Micron Technology Inc	High Technology-Semiconductors	Manufactures a wide array of products including memory products, personal computer systems and flash memory	Lexar Media Inc	High Technology-Semiconductors	Manufactures high-performance flash memory cards and digital film and connectivity programs	Lexar JumpDrive, Echo, Image Rescue
Teligent AB	High Technology-Software	Provides telecom network services	Trio Enterprise AB	Telecommunications-Other Telecom	Develops telecommunications software with the emphasis on corporate telephony	Trio Agent, Present, Visit
Koninklijke Philips Electronics NV	High Technology-Electronics	Vast array of products from home entertainment and lighting products to telecommunications and medical diagnostic	Lifeline Systems Inc	Consumer Products and Services-Professional Services	Provides 24-hour personal-response monitoring services	Lifeline Medical Alert Service
Johnson & Johnson	Healthcare-Pharmaceuticals	Manufactures a wide range of pharmaceuticals, etc.	Animas Corp	Healthcare-Healthcare Equipment & Supplies	Manufactures insulin pumps	Animas One Touch Ping

Natus Medical Inc	Healthcare-Healthcare Equipment & Supplies	Manufactures medical screening instruments for the identification and monitoring of common medical disorders	Bio-Logic Systems Corp	Healthcare-Healthcare Equipment & Supplies	Develops computer-based electrodiagnostic systems used in the health care field	Bio-logic Navigator Pro, AuDX Pro, Ceegraph, etc.
Oracle Corp	High Technology-Software	Develops web-based enterprise database software, connectivity products, gateways and computer modules for business functions	Siebel Systems Inc	High Technology-Software	Develops customer relationship management, business intelligence and customer data integration software	Siebel Customer Relationship Management Applications
Hain Celestial Group Inc	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces natural and organic food products, natural personal care products, beverages, snack food products, etc.	Spectrum Organic Products Inc	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces organic food, body care products and kitchen guides	Spectrum Coconut Oil, Salad Dressings, Kitchen Guide
Greene King Brewing & Retailing Ltd	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces beer, wines and spirits and manages tenanted and leased public houses	Belhaven Group PLC	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces high-quality beer	Belhaven Best, Scottish Stout, Fruit Beer, etc.
OSI Pharmaceuticals Inc	Healthcare-Pharmaceuticals	Manufactures pharmaceuticals focused on oncology, diabetes, obesity and eye diseases	Eyeteck Pharmaceuticals Inc	Healthcare-Pharmaceuticals	Specializes in the development of eye treatment products	Macugen
adidas-Salomon AG	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures athletic footwear, sportswear and sporting goods	Reebok International Ltd	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures athletic, casual and walking footwear and apparel	Reebok
Whirlpool Corp	Consumer Staples-Household & Personal Products	Manufactures major appliances and related products	Maytag Corp	Consumer Staples-Household & Personal Products	Manufactures household appliances	Maytag

McKesson Corp	Healthcare-Healthcare Equipment & Supplies	Wholesales pharmaceuticals, drugs, medical and surgical supplies	Medcon Ltd	Healthcare-Healthcare Equipment & Supplies	Provides cardiac image and information management solutions services	<u>Horizon Cardiology</u>
Sun Microsystems Inc	High Technology-Electronics	Manufactures servers, computare storage equipment, develops network software and provides IT support	Storage Technology Corp	High Technology-Computers & Peripherals	Manufactures data storage products and services	<u>StorageTek</u> Tape Drive, Library Consol Software, etc.
Stride Rite Corp	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures footwear for children and adults	Saucony Inc	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures athletic footwear, apparel and casual leather footwear	<u>Saucony</u>
Avid Technology Inc	High Technology-Electronics	Manufactures disk-based systems, including video and film editing systems, and digital audio systems	Pinnacle Systems Inc	High Technology-Electronics	Manufactures video editing and music creation software	<u>Pinnacle</u> Studio, Pro Tools, VHS Saver, etc.
Eastman Kodak Co	Materials-Chemicals	Manufactures film and cameras, photo supplies, microfilm equipment, chemicals and synthetic organic fibers	Creo Inc	High Technology-Other High Technology	Manufactures computer-to-plate systems	<u>Creo</u> Color Servers, DARWIN VDP Software, etc.
Procter & Gamble Co	Consumer Staples-Household & Personal Products	Manufactures a vast array of products including cosmetics, deodorants, fragrances, hair care, appliances, razors, baby wipes	Gillette Co	Consumer Products and Services-Other Consumer Products	Manufactures shaving razors and razor blades, toiletries, writing instruments, electric razors and small appliances	<u>Gillette</u> Fusion, Shampoo Odor Shield, etc.
Elekta AB	Healthcare-Healthcare Equipment & Supplies	Manufactures image guided and stereotactic clinical software and solutions	Impac Medical Systems Inc	High Technology-Software	Develops health care information software and systems	<u>Impac Software</u>

Merge eFilm	High Technology-Software	Provides clinical information systems integration solutions for healthcare organizations	Cedara Software Corp	High Technology-Software	Develops medical imaging software	<u>Cedara I-Connect</u> , xPipe, Open Eyes, etc.
PhotoMedex Inc	Healthcare-Healthcare Equipment & Supplies	Manufactures laser systems and solutions in the areas of dermatology and therapeutic skin care	ProCyte Corp	Healthcare-Pharmaceuticals	Manufactures products for skin care, hair care and post-procedure care	<u>ProCyte</u> Neova, GraftCyte, Tricomine
Constellation Brands Inc	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces alcoholic beverages including imported beers, wines and spirits	Robert Mondavi Corp	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces high-quality wine	<u>Robert Mondavi</u> Napa Valley, PNX, etc.
Dreyers Grand Ice Cream Holdings Inc	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces ice cream and related products	Silhouette Brands Inc	Consumer Staples-Food and Beverage	Manufactures low-fat ice cream	<u>Skinny Cow</u> , Carb Bar
Diageo PLC	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces spirits, wines and beer products	Chalone Wine Group Ltd	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces wine	<u>Chalone Vineyard</u> Chardonnay, Pinot Noir, etc.
BMC Software Inc	High Technology-Software	Develops enterprise management and application resolution software	Marimba Inc	High Technology-Software	Develops software for change and configuration management	<u>BladeLogic</u> Client, Server, Network Automation
VF Corp	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures branded apparel and related products	Vans Inc	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures apparel, accessories and gear for sports	<u>Vans</u>
McKesson Corp	Healthcare-Healthcare Equipment & Supplies	Wholesales pharmaceuticals, drugs, medical and surgical supplies	Moore Medical Corp	Consumer Products and Services-Other Consumer Products	Wholesales pharmaceuticals and medical supplies through mail order catalogs and the Internet	<u>Mooremedical</u>
Epicor Software Corp	High Technology-Software	Develops integrated enterprise solutions	Scala Business Solutions NV	High Technology-IT Consulting & Services	Provides computer consulting services	<u>iScala</u>

Cisco Systems Inc	High Technology-Computers & Peripherals	Manufactures a wide range of networking and communications products	Latitude Communications Inc	Telecommunications-Telecommunications Equipment	Manufactures audio conferencing systems	<u>MeetingPlace</u>
EMC Corp	High Technology-IT Consulting & Services	Manufactures networked data storage platforms and develops information infrastructure software solutions	Documentum Inc	High Technology-Software	Develops enterprise software focusing on document and records management, web content and digital asset management	<u>Documentum</u> xCelerated, Family, etc.
Cephalon Inc	Healthcare-Pharmaceuticals	Manufactures prescription pharmaceuticals and provides research and development services	CIMA Labs Inc	Healthcare-Pharmaceuticals	Manufactures pharmaceutical products based upon its patented OraSolv Technology	<u>Cima</u> OraSolv, DuraSolv, OraGuard, etc.
Flexsteel Industries Inc	Consumer Products and Services-Home Furnishings	Manufactures wood and upholstered furniture	DMI Furniture Inc	Consumer Products and Services-Home Furnishings	Manufactures residential and commercial office furniture	<u>DMI</u>
Jones Apparel Group Inc	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures men's and women's apparel, footwear and accessories	Kasper ASL Ltd	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures women's apparel including career and special occasion suits	<u>Kasper</u>
Eastman Kodak Co	Materials-Chemicals	Manufactures film and cameras, photo supplies, microfilm equipment, chemicals and synthetic organic fibers	PracticeWorks Inc	High Technology-Software	Develops practice management software applications for dentists, orthodontists and oral surgeons	<u>PRACTICE WORKS Software</u>
Autonomy Corp PLC	High Technology-Internet Software & Services	Develops infrastructure and information management software	Virage Inc	High Technology-Software	Provides software products and application services that allow companies and consumers to manage video content on the Internet	<u>Virage</u> Rich Media Management, Broadcast Solutions, etc.

EMC Corp	High Technology-IT Consulting & Services	Manufactures networked data storage platforms and develops information infrastructure software solutions	Legato Systems Inc	High Technology-Software	Develops network storage management software products for heterogeneous client/server computing environments	<u>Legato NetWorker</u>
VF Corp	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures branded apparel and related products	Nautica Enterprises Inc	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures apparel	<u>Nautica</u>
Infineon Technologies AG	High Technology-Semiconductors	Manufactures semiconductors and provides system solutions for various industries	SensoNor AS	High Technology-Semiconductors	Manufactures semiconductor sensors	<u>SensoNor SAR100, SP100, SW415, etc</u>
Scottish & Newcastle PLC	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces malt beverages	HP Bulmer Holdings PLC	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces cider drinks	<u>Bulmers Original, Pear</u>
Linamar Corp	Industrials-Automobiles & Components	Manufactures precision metallic components and systems for the automotive industry and mobile industrial markets	McLaren Performance Technologies Inc	Industrials-Automobiles & Components	Manufactures automotive testing products	<u>McLaren Performance Technologies</u>
Siemens AG	Telecommunications-Telecommunications Equipment	Manufactures a wide range of products including cellular phones, sensors and measuring systems, climate control and home appliances	Cycos AG	Telecommunications-Telecommunications Services	Cycos is a pioneer in the field of information technology and telecommunication integration	<u>Cycos</u> Mrs Vanguard, Web Assistant, Professional Services
Johnson & Johnson	Healthcare-Pharmaceuticals	Manufactures a wide range of pharmaceuticals, medical equipment, drugs, health care products	Scios Inc	Healthcare-Pharmaceuticals	Manufactures pharmaceuticals for cardiovascular diseases	<u>Natrecor</u>

Constellation Brands Inc	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces alcoholic beverages including imported beers, wines and spirits	BRL Hardy Ltd	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces wine	<u>Hardys</u>
K2 Inc	Consumer Products and Services-Other Consumer Products	Manufactures a wide range of sporting goods	Rawlings Sporting Goods Co	Consumer Products and Services-Other Consumer Products	Manufactures sporting goods	<u>Rawlings</u>
L-3 Communications Holdings Inc	Telecommunications-Telecommunications Equipment	Manufactures secure communication systems and specialized communication products	Wescam Inc	High Technology-Electronics	Manufactures camera and microwave communication systems	<u>Wescam</u> MX, Wisard, etc
Kellwood Co	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures men's and women's sportswear and related soft goods	Gerber Childrenswear Inc	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures children's wear	<u>Gerber Childrenswear</u>
Cadence Design Systems Inc	High Technology-Software	Provides comprehensive software, integrated platforms and engineering services	Simplex Solutions Inc	High Technology-IT Consulting & Services	Provides software and services that enable the design and first time production success of complex integrated circuits or Ics	<u>Simplex Solutions</u>
Scottish & Newcastle PLC	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces malt beverages	Oyj Hartwall Abp	Consumer Staples-Food and Beverage	Manufactures beverages	<u>Hartwall</u> Aura, Novelle, Jaffa, Fenix, Mixers
Canadian Tire Corp Ltd	Retail-Automotive Retailing	Retails a wide range of products	Mark's Work Warehouse Ltd	Retail-Apparel Retailing	Retails apparel	<u>Mark's</u>
Berkshire Hathaway Inc	Financials-Insurance	Provides insurance of property, life and risk services and also manufactures and distributes apparel	Fruit of the Loom Inc (Farley Inc)	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures men's and women's underwear, active wear and shocks	<u>Fruit of the Loom</u>
Coca-Cola Co	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces bottled and canned soft drinks, syrups and fruit juices	Odwalla Inc	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces fresh beverages	<u>Odwalla</u> Superfood, Super Protein, etc.

SEB SA	Consumer Staples-Household & Personal Products	Manufactures household appliances and cookware	Moulinex SA	Consumer Staples-Household & Personal Products	Manufactures household appliances	<u>Moulinex</u> Home Bread, Subito, etc.
Divine Inc	High Technology-Software	Provides enterprise software solutions and services	Eprise Corp	High Technology-Software	Develops web content management solutions	<u>Eprise</u> OnDemand, Enterprise, Document Management, etc
Greene King Brewing & Retailing Ltd	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces beer, wines and spirits and manages tenanted and leased public houses	Old English Inns PLC	Retail-Food & Beverage Retailing	Owns and operates public houses and restaurants	<u>Old English Inns</u>
Hewlett-Packard Co	High Technology-Computers & Peripherals	Manufactures computers, electronic testing and measuring equipment, personal information products and provides services	Compaq Computer Corp	High Technology-Computers & Peripherals	Manufactures computer products	<u>Compaq</u> Presario, Presario Desktop, Mini, etc.
Sara Lee Corp	Consumer Staples-Agriculture & Livestock	Produces packaged meat, baked goods, frozen foods, coffee and other grocery goods	Earthgrains Co	Consumer Staples-Food and Beverage	Manufactures packaged fresh bread and baked goods	<u>Earthgrains</u> (Natural, Natural Thin Buns)
Jones Apparel Group Inc	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures men's and women's apparel, footwear and accessories	McNaughton Apparel Group Inc	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Manufactures moderately priced women's career and casual clothing	<u>Norton</u> <u>McNaughton</u>
Constellation Brands Inc	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces alcoholic beverages including imported beers, wines and spirits	Ravenswood Winery Inc	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces premium California wines	<u>Ravenswood</u> Icon, County, etc.
Sage Group PLC	High Technology-Software	Develops business management software and related products and services	Interact Commerce Corp	High Technology-Software	Develops software that enables creating interactive selling networks	<u>ACT!</u>
Lionbridge Technologies Inc	High Technology-Software	Develops translation software	Data Dimensions Inc	High Technology-IT Consulting & Services	Provides data processing and leasing services	<u>dd</u> Capture, Manage, Integrate

Luxottica Group SpA	Consumer Products and Services-Other Consumer Products	Manufactures traditional and designer eyeglass frames and sunglasses for the mid and high priced segments	Sunglass Hut International Inc	Retail-Other Retailing	Owns sunglass and watch retail stores	<u>Sunglass Hut</u>
Logitech International SA	High Technology-Computers & Peripherals	Manufactures computer peripheral equipment	Labtec Inc	High Technology-Computers & Peripherals	Manufactures peripheral products for personal computers and workstations	<u>Labtec</u> Power, WebCam Pro, etc.
NetIQ Corp	High Technology-Software	Develops systems and security management and web analytics software	WebTrends Corp	High Technology-Software	Provides internet solutions in eBusiness, Intelligence, Visitor Relationship Management, Systems Management and Security	<u>webtrends</u> Analytics, Optimize, etc.
Nestle SA	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces a wide range of foods including chocolate drinks, cereals, baby foods, soups, etc.	Ralston Purina Co	Consumer Products and Services-Other Consumer Products	Produces dry dog and cat food and other pet products	<u>Purina</u> Friskies, Cat Chow, One, etc.
LVMH Moët-Hennessy Louis Vuitton SA	Consumer Products and Services-Other Consumer Products	Manufactures luxury goods such as perfumes, cosmetics, luggage, handbags and leather goods	Donna Karan International Inc	Consumer Staples-Textiles & Apparel	Designs men's and women's clothing, accessories and shoes	<u>Donna Karan New York (DKNY)</u>
PepsiCo Inc	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces beverages, snacks and foods	Quaker Oats	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces breakfast foods, flour mixes, doughs, etc.	<u>Quaker</u> Oats, Chewy, Mini Delights, etc.
Minnesota Mining & Manufacturing Corp (3M)	Materials-Construction Materials	Manufactures a wide range of products	MicroTouch Systems Inc	High Technology-Computers & Peripherals	Manufactures computer peripheral equipment	<u>MicroTouch</u> System, Sensor, Display, etc.
Kellogg Co	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces a wide range of cereals and convenience foods	Keebler Foods Co	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces bread, cookies and crackers	<u>Keebler</u> Chips Deluxe, Fudge Shoppe, etc.

Tupperware Corp	Materials-Other Materials	Manufactures plastic consumer products and owns a range of beauty brands	BeautyControl Cosmetics Inc	Consumer Products and Services-Other Consumer Products	Manufactures health and beauty aids	<u>BeautyControl</u> Skinlogics, SPA, etc.
Zale Corp	Consumer Products and Services-Other Consumer Products	Owens and operates various brands of jewelry stores	Piercing Pagoda Inc	Retail-Other Retailing	Owens and operates jewelry stores	<u>Piercing Pagoda</u>
CNET Networks Inc	High Technology-Computers & Peripherals	Provides multi-media services	Ziff-Davis Inc(Softbank Corp)	Media and Entertainment-Publishing	Publishes computing and Internet related technology literature products	<u>Ziff-Davis</u> PCMag.com, Media Research, etc.
Unilever PLC	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces a wide range of food, personal care and home care products	Bestfoods	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces consumer foods	<u>Best Foods</u> REAL Mayonanaise, Mustard, etc.
Unilever NV	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces a wide range of food, personal care and home care products	Ben & Jerry's Homemade Inc	Consumer Staples-Food and Beverage	Produces a wide variety of super premium ice cream	<u>Ben & Jerry's</u> (Vanilla, Chocolate Macadamia, etc.)
K2 Inc	Consumer Products and Services-Other Consumer Products	Manufactures a wide range of sporting goods	Brass Eagle Inc	Consumer Products and Services-Other Consumer Products	Manufactures paintball products	<u>Brass Eagle</u> T-Storm, Liquid Fire, etc.
Zhone Technologies Inc	Telecommunications-Telecommunications Equipment	Manufactures high-speed, high-capacity optical switches, software and hardware for optical switching and network management	Sorrento Networks Corp	High Technology-Computers & Peripherals	Manufactures optical networking systems	<u>Sorrento Networks</u> GigaMux, GigaEdge, GigaCraft
Teradyne Inc	High Technology-Electronics	Manufactures automatic test equipment, high-performance assemblies and connectors and software	Nextest Systems Corp	High Technology-Electronics	Manufactures automatic test-products	<u>Nextest</u> Magnum, Lightning, Maverick

International Business Machines Corp (IBM)	High Technology-IT Consulting & Services	Provides computer programming and IT solutions services and develops computer systems and peripherals	Cognos Inc	High Technology-Internet Software & Services	Develops business intelligence (BI) and performance planning software	<u>Cognos</u> Business Intelligence, Planning, Controller
EMC Corp	High Technology-IT Consulting & Services	Manufactures networked data storage platforms and develops information infrastructure software solutions	Captiva Software Corp	High Technology-Software	Develops input management software	<u>Captiva Capture</u> Application Suite, Technology Suite