



**Πανεπιστήμιο Πειραιώς**

**Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής**

**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Χρηματοοικονομική**

**Ανάλυση για Στελέχη**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΤΙ ΠΡΟΚΑΛΕΙ ΤΑ ΚΥΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ**

**Κασιόφας Ευστάθιος**

Επιβλέπουσα Καθηγήτρια : Λέκτορας Μπότσαρη Αντωνία

Μέλη Εξεταστικής Επιτροπής :

Επίκουρος Καθηγητής Κυριαζής Δημήτριος

Λέκτορας Εγγλέζος Νικόλαος

ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2014

## Περίληψη

Στην παρούσα εργασία εξετάζονται τα κύματα συγχωνεύσεων τα οποία εμφανίστηκαν στις ανεπτυγμένες οικονομίες της Αμερικής και της Ευρώπης. Παρουσιάζεται η ιστορία των κυμάτων και τα βασικά ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε κύματος. Αναφέρονται τα είδη συγχωνεύσεων και οι λόγοι οι οποίοι οδηγούν στη συγχώνευση επιχειρήσεων ενώ γίνεται αναφορά στις θεωρίες οι οποίες επιχειρούν να δώσουν απάντηση στο ερώτημα για το τι προκαλεί τα κύματα συγχωνεύσεων. Τέλος γίνεται προσπάθεια στατιστικής επαλήθευσης των θεωριών αυτών.

Λέξεις-κλειδιά :

Οικονομίες κλίμακας, Συνέργιες, Συγχώνευση, Κύματα συγχωνεύσεων, Αποδοτική αγορά, Μέθοδος χρηματοδότησης εξαγοράς, Υπερεκτιμημένες μετοχές, Μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις.

**ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ**

1. Εισαγωγή.....	4
2. Ορισμός και είδη συγχωνεύσεων.....	6
3. Η ιστορία των κυμάτων συγχώνευσης.....	10
3.1 Η ιστορία των συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ.....	12
3.2 Η ιστορία των συγχωνεύσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο.....	18
4. Οικονομική ερμηνεία των συγχωνεύσεων.....	22
5. Συμπεριφορική ερμηνεία των συγχωνεύσεων.....	28
6. Θεωρίες κυμάτων συγχώνευσης.....	30
6.1 Θεωρία αναταράξεων της βιομηχανίας.....	31
6.2 Θεωρία υπερτιμημένων μετοχών.....	35
7. Εμπειρικές Μελέτες.....	40
8. Μεθοδολογία.....	51
9. Συμπεράσματα.....	55
10. Βιβλιογραφία.....	58
11. Πίνακες.....	61

## 1.Εισαγωγή

Το κύμα συγχώνευσης είναι μια οικονομική κατάσταση η οποία παρατηρείται σε διαφορετικές χρονικές περιόδους και χαρακτηρίζεται από μεγάλης κλίμακας συγχρονισμένων συγχωνεύσεων εταιρειών, σε όλες τις βιομηχανικά ανεπτυγμένες οικονομίες. Αποτελεί ένα σύνθετο φαινόμενο, το οποίο είτε αποτελεί διαδικασία μαζικής προσαρμογής των εταιρειών σε εξωτερικούς μακροοικονομικούς παράγοντες, είτε όχι, επηρεάζει με τη σειρά του τη δομή των βιομηχανικών κλάδων μεταβάλλοντας τα κύρια χαρακτηριστικά τους.

Τα τελευταία χρόνια η βιβλιογραφία αναφέρεται στα μεγάλα κύματα συγχωνεύσεων που παρατηρήθηκαν σε διάφορες χώρες χαρακτηρίζοντας το ως αξιόλογο τμήμα της οικονομικής δραστηριότητας των χωρών αυτών. Μερικές από τις μελέτες στη βιβλιογραφία αναφέρονται στις επιμέρους ιδιότητες των συγχωνεύσεων για κάθε κύμα, στην εξέταση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών τους και της σχέσης τους με την εμφάνιση των παρατηρούμενων κυμάτων συγχωνεύσεων, ενώ ένα άλλο μέρος της βιβλιογραφίας επικεντρώνεται στη συσχέτιση των συγχωνεύσεων και της χρηματιστηριακής αγοράς.

Οι συγχωνεύσεις αποτελούν ένα από τα κύρια μέρη της παγκόσμιας οικονομίας με ιδιαίτερη αναφορά να γίνεται στην ιστορία των συγχωνεύσεων στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Το πρώτο μεγάλο κύμα συγχωνεύσεων ξεκίνησε στα τέλη της δεκαετίας του 1890, το οποίο θεωρήθηκε ότι είναι το αποτέλεσμα επιχειρηματικών στρατηγικών με σκοπό τη δημιουργία μονοπωλίων και κατ' επέκταση κερδοσκοπίας [16]. Αναπτύχθηκε με στόχο την απόκτηση στοιχείων ενεργητικού των μικρότερων αμερικανικών εταιρειών.

Τα μεταγενέστερα κύματα συγχώνευσης των ΗΠΑ έχουν συμπέσει με υψηλές αποδόσεις του χρηματιστηρίου των ΗΠΑ, οι οποίες οφείλονται στη ραγδαία οικονομική μεγέθυνση της χώρας, γεγονός που μπορεί να θεωρηθεί ως χαρακτηριστικό της ανάπτυξης της κεφαλαιοκρατικής αγοράς. Εκτός από την Αμερική, κύματα συγχωνεύσεων υπάρχουν και στο Ηνωμένο Βασίλειο, ενώ

υπάρχουν και αναφορές στη βιβλιογραφία για τα κύματα συγχωνεύσεων σε άλλες χώρες, όπως η Ιαπωνία και εντός της ηπειρωτικής Ευρώπης [14].

Είναι χαρακτηριστικό ότι το πρώτο μεγάλο κύμα συγχωνεύσεων στην Ευρώπη (του Ηνωμένου Βασιλείου συμπεριλαμβανομένου) ξεκίνησε τη δεκαετία του 1960 με κρατική υποστήριξη και στόχευε στη δημιουργία διεθνώς ανταγωνιστικών επιχειρήσεων.

Οι συγχωνεύσεις στην Ηπειρωτική Ευρώπη στο παρελθόν ήταν λιγότερο συχνές από ότι στην Αμερική και στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπως φαίνεται από στατιστικά στοιχεία τα οποία περιλαμβάνουν αριθμό αλλά και αξία των συγχωνευμένων εταιρειών [15]. Μια εξήγηση γι' αυτό είναι η διαφορά στον εταιρικό έλεγχο στις επιχειρήσεις της Γερμανίας και της Γαλλίας, τον οποίο κατέχουν μέτοχοι οι οποίοι συγκεντρώνουν την πλειοψηφία των μετοχών ασκώντας ταυτόχρονα και τη διοίκηση (management). Έτσι ενώ στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο μπορεί η υποψήφια συγχωνεύουσα εταιρεία να παρακάμψει τη διοίκηση της εταιρείας στόχου ασκώντας επιθετική εξαγορά μέσω υποβολής προσφοράς στους μετόχους του στόχου της, στην Ηπειρωτική Ευρώπη αυτό είναι πιο σπάνιο.

Η αγορά του εταιρικού ελέγχου υπάρχει όταν η εταιρεία μπορεί να αγοράσει την κυριότητα των μετοχών μιας άλλης εταιρείας και να αποκτήσει πλειοψηφικό ποσοστό, ακόμα και αν τα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας αντιτίθενται σ' αυτήν τη συγχώνευση. Το γεγονός ότι το μετοχικό κεφάλαιο είναι πιο συγκεντρωμένο στην Ευρωπαϊκή Ένωση καθιστά πιο δύσκολο το καθεστώς συγχώνευσης όταν οι κύριοι μέτοχοι αντιτίθενται σε αυτήν.

## 2. Ορισμός και είδη συγχωνεύσεων

Ο όρος συγχώνευση σημαίνει ότι μια εταιρεία αποκτά ή εξαγοράζει μια άλλη εταιρεία και η τελευταία σταματά να υπάρχει ως ανεξάρτητο νομικό πρόσωπο. Οι μέτοχοι της αποκτώμενης εταιρείας είτε λαμβάνουν ως αντάλλαγμα μετρητά, οπότε δεν έχουν πλέον δικαίωμα να συμμετέχουν στις αποφάσεις για τη χρησιμοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού της νέας εταιρείας, είτε λαμβάνουν μετοχές της αποκτώσας σε ποσοστό όμως αθροιστικά μικρότερο του 50%. Υπάρχουν διαφορετικοί τύποι συγχωνεύσεων με τους δυο βασικότερους να είναι η οριζόντια και η κάθετη συγχώνευση. Άλλοι τύποι συγχωνεύσεων είναι η συγχώνευση εταιρειών διαφορετικού κλάδου, οι συγχωνεύσεις με σκοπό την επέκταση σε νέα προϊόντα και οι συγχωνεύσεις διεύρυνσης της υφιστάμενης αγοράς ή επέκτασης σε νέες.

Μια συγχώνευση αν δεν έχει ως στόχο την πώληση του ενεργητικού της συγχωνευόμενης σε μελλοντικό χρόνο και με καλύτερους όρους, αυξάνει το μέγεθος της εταιρείας. Έχει παρατηρηθεί ότι η κερδοφορία αυξάνεται με το μέγεθος [6]. Όσο μεγαλύτερη είναι μια εταιρεία τόσο περισσότερο ανεξάρτητη από τις αποφάσεις άλλων εταιρειών είναι και οι ενέργειές της έχουν αντίκτυπο στην αγορά στην οποία μετέχει.

Βραχυχρόνια, η ανακοίνωση της συγχώνευσης, μπορεί να έχει επίδραση στους ανταγωνιστές της εταιρείας που συγχωνεύτηκε. Επειδή τώρα είναι περισσότερο πιθανό να αποτελέσουν στόχο εξαγοράς, είναι δυνατό η τιμή της μετοχής τους, συναρτήσει των θετικών νέων, να παρουσιάσει θετικές μη κανονικές αποδόσεις.

Οι τιμές των μετοχών των εταιρειών που ανταγωνίζονται τη συγχωνεύουσα αντίθετα είναι λογικό να αναμένεται να παρουσιάσουν βραχυπρόθεσμα αρνητικά μη κανονικά αποτελέσματα, διότι το ποσοστό του μεριδίου τους στη συγκεκριμένη αγορά αναμένεται να μειωθεί.

Ορίζοντας τη συγκέντρωση σε ένα κλάδο ως το σχετικό μέγεθος των μεγαλύτερων πωλητών σε όρους πωλούμενων μονάδων προϊόντος σε σχέση

με τις συνολικές πωλήσει του κλάδου, θα παρατηρήσουμε ότι αυξάνεται με το χρόνο τόσο στους βιομηχανικούς κλάδους όσο και στους κλάδους παροχής υπηρεσιών.

Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις αποτελούν έναν από τους τύπους των συγχωνεύσεων που συνήθως δεν έχει να κάνει με οφέλη τα οποία δημιουργούν συνέργιες, όπως οικονομίες κλίμακας στην παραγωγή, τη διανομή του προϊόντος, την ενσωμάτωση τεχνολογίας ή τη φθηνότερη απόκτηση κεφαλαίου. Παράδειγμα οριζόντιας συγχώνευσης είναι η εξαγορά από μια εταιρεία μιας ανταγωνιστικής εταιρείας, που έχει ως στόχο τη μείωση του ανταγωνισμού. Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις αυξάνουν τη συγκέντρωση σε μια αγορά και όταν οι κυρίαρχες εταιρείες γίνονται λίγες είναι δυνατό να προβαίνουν σε συντονισμένες ενέργειες. Κάτι τέτοιο όμως είναι αντίθετο με την έννοια του ελεύθερου ανταγωνισμού και οι τιμές των προϊόντων που προκύπτουν είναι διαφορετικές από τις άριστες.

Οι κάθετες συγχωνεύσεις συνδέουν δυο εταιρείες οι οποίες δεν μπορούν να είναι ανταγωνιστικές διότι το προϊόν της μιας αποτελεί συντελεστή παραγωγής της άλλης. Η κάθετη συγχώνευση αποτελεί τον πιο κοινό τύπο συγχωνεύσεων. Παράδειγμα κάθετης συγχώνευσης μπορεί να θεωρηθεί η συγχώνευση μιας αυτοκινητοβιομηχανίας με μια χαλυβουργία, η οποία πριν τη συγχώνευση αποτελούσε προμηθευτή για την αυτοκινητοβιομηχανία, ενώ μετά τη συγχώνευση θα αποτελεί μέρος της αλυσίδας παραγωγής της νέας εταιρείας.

Αυτός ο τύπος συγχώνευσης δεν μειώνει τον υφιστάμενο ανταγωνισμό, αλλά το δυναμικό. Αν δεν υπήρχε η δυνατότητα συγχώνευσης, τότε είναι πιθανό, οι δυο εταιρείες προκειμένου να επιτύχουν τις εν λόγω οικονομίες κλίμακας, να ανέπτυσαν εσωτερικά τα απαραίτητα στοιχεία ενεργητικού και να αναπτύσσονταν η μια προς τα πίσω και η άλλη προς τα μπροστά στην αλυσίδα παραγωγής τους.

Οι συγχωνεύσεις εταιρειών διαφορετικών κλάδων αποτελούν συγχωνεύσεις που αφορούν διαφορετικές αγορές. Στις εταιρείες που συμμετέχουν σε αυτές

τις συγχωνεύσεις δεν υπάρχει συσχετισμός ανάμεσά τους, όπως στις κάθετες συγχωνεύσεις. Ο συγκεκριμένος τύπος συγχώνευσης βασίζεται συχνά στην επιθυμία ενός τμήματος της διοίκησης μιας επιχείρησης να μεγαλώσει την οικονομική του δύναμη. Μια οικονομική αιτιολόγηση αυτού του είδους των συγχωνεύσεων είναι αυτή της συμμετοχής της νέας εταιρείας σε διαφορετικές αγορές με χαμηλή ή και αρνητική συσχέτιση των αποδόσεών τους, αλλά και σε προϊόντα τα οποία βρίσκονται σε διαφορετικό στάδιο του κύκλου ζωής τους.

Η επέκταση της αγοράς είναι παρόμοια με την οριζόντια συγχώνευση ως προς το γεγονός πως οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις πωλούν τα ίδια προϊόντα. Η διαφορά τους παρόλα αυτά σχετίζεται με το γεγονός ότι οι συσχετιζόμενες εταιρείες δεν είναι ανταγωνιστικές μεταξύ τους. Αντίθετα δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές γεωγραφικές αγορές και μετά από τη συγχώνευση η νέα εταιρεία που προκύπτει καλύπτει μεγάλο ποσοστό ή και το σύνολο της εν λόγω αγοράς.

Η συγχώνευση με επέκταση των προϊόντων αποτελεί το είδος εκείνο της συγχώνευσης που ενώνει εταιρείες που πωλούν συμπληρωματικά μεταξύ τους προϊόντα στην ίδια αγορά. Παράδειγμα αυτού του είδους συγχωνεύσεων είναι η συγχώνευση μιας κατασκευαστικής εταιρείας πέδινων σκι και μιας εταιρείας εξοπλισμού σκι.

Η νέα εταιρεία είναι δυνατόν να πωλεί φθηνότερα τα σκι, αρκεί ο αγοραστής να αγοράσει από αυτήν και τον λοιπό εξοπλισμό. Ενώ φαίνεται ότι η συγχώνευση έχει ευεργετική επίδραση στην τιμή, αυτό συμβαίνει μόνο προσωρινά, διότι σε βάθος χρόνου η εταιρεία θα αποκτήσει τον έλεγχο της αγοράς και η τιμή του προϊόντος αργά ή γρήγορα θα επανέλθει στα προηγούμενα επίπεδα.

Η μείωση του ανταγωνισμού στην περίπτωση των οριζοντίων αλλά και των κάθετων συγχωνεύσεων έχει οδηγήσει τις πολιτικές κυβερνήσεις των χωρών, να λαμβάνουν προληπτικά μέτρα, προκειμένου να υπηρετήσουν το δημόσιο συμφέρον. Γενικά κατά το νόμο οι συγχωνεύσεις θα πρέπει να αιτιολογούνται



οικονομικά βάσει προσδοκώμενων συνεργιών και οικονομιών κλίμακας. Εάν μια συγχώνευση, παρόλο που μειώνει τον ανταγωνισμό, έχει ευεργετικά αποτελέσματα στις εξαγωγές μιας χώρας, λόγω επίτευξης συγκριτικού πλεονεκτήματος, είναι δυνατόν να είναι θεμιτή από την κυβέρνηση η οποία θα την υποστηρίξει. Ένας άλλος λόγος, για τον οποίο συγχωνεύσεις υψηλής αξίας ερευνώνται από κρατικές επιτροπές μετά την ανακοίνωση της πρόθεσης για συγχώνευση, είναι η ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ διοίκησης και μετόχων.

Επιθετική εξαγορά παρουσιάζεται εάν το διοικητικό συμβούλιο της αποκτώμενης εταιρείας αντιτίθεται απορρίπτοντας την πρόταση και η αγοράζουσα χρησιμοποιεί επιθετικά μέτρα προκειμένου να την επιτύχει.

Με διάφορους τρόπους μπορεί να επιτευχθεί μια επιθετική εξαγορά. Ο κυριότερος είναι η εκδήλωση δημόσιου ενδιαφέροντος, όπου η αγοράστρια εταιρεία προσφέρει, μέσω ανακοίνωσης σε δημόσια μέσα επικοινωνίας στους μετόχους της εταιρείας στόχου, μια τιμή ανά μετοχή, ανώτερη της τρέχουσας.

Άλλος τρόπος είναι η προσπάθεια προσεταιρισμού ενός αριθμού μετόχων οι οποίοι, σαν σύνολο, κατέχουν ένα μεγάλο ποσοστό μετοχών και οι οποίοι θα χρησιμοποιηθούν, ώστε να αντικατασταθεί το υφιστάμενο διοικητικό συμβούλιο με νέο, το οποίο θα είναι φιλικό προς την εξαγορά.

Επιθετική εξαγορά είναι επίσης η σταδιακή αγορά ικανού ποσοστού μετοχών στην ελεύθερη αγορά ώστε να προκληθεί αλλαγή διοίκησης.

### 3. Η ιστορία των κυμάτων συγχώνευσης

Τα κύματα συγχώνευσης μπορεί να θεωρηθεί ότι σχετίζονται άμεσα με τις εξαγορές των επιχειρήσεων και την οικονομική κατάσταση των χωρών στις οποίες δραστηριοποιούνται οι εταιρείες που συγχωνεύονται.

Στη βιβλιογραφία έχουν παρουσιαστεί διάφορες μελέτες που αναλύουν τη σχέση μεταξύ των κυμάτων συγχώνευσης με αυτούς τους παράγοντες, αλλά η ισχύς τους συνήθως περιορίζεται στη χρονική περίοδο που αφορούν, αφού λαμβάνουν υπόψη τους κάθε φορά συγκεκριμένες συνθήκες για τη δημιουργία τους. Αυτός ο περιορισμός των υφιστάμενων ερμηνειών, οδήγησε στον προσανατολισμό της έρευνας σε ένα δεύτερο στάδιο, στο οποίο εξετάζεται η διερεύνηση των κυμάτων συγχώνευσης με βάση τη μέθοδο χρηματοδότησης της εξαγοράς επιχειρήσεων και της συμπεριφοράς της μετοχής στη μακροχρόνια περίοδο.

Η διαχρονική εξέλιξη των κυμάτων συγχώνευσης και η μελέτη των διαφόρων κυμάτων συγχώνευσης σε διαφορετικές ιστορικές περιόδους οδηγεί στο συμπέρασμα πως τα κύματα συγχώνευσης έχουν το κάθε ένα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά χωρίς αυτό όμως να αποκλείει και την ύπαρξη κοινών χαρακτηριστικών. Όλα τα κύματα παρουσιάστηκαν σε περίοδο ανάκαμψης, μετά από μια χρηματοοικονομική κρίση, πόλεμο ή πετρελαϊκή κρίση και εξελίχθηκαν κατά τη διάρκεια πιστωτικής επέκτασης. Επίσης μια απαραίτητη συνθήκη για την εμφάνισή τους φαίνεται να είναι μια ανατάραξη στην οικονομία, όπως τεχνολογική μεταβολή ή ανακάλυψη νέων πηγών πρώτων υλών.

Στη βιβλιογραφία γίνεται προσπάθεια για τη σύνδεση των συγχωνεύσεων με την οικονομία της χώρας στην οποία αυτή δραστηριοποιείται και διατυπώνεται η άποψη πως η συγχώνευση αποτελεί την αντίδραση στις εξωτερικές συνθήκες, κατά κύριο λόγο, και επιπλέον ότι ο ιδιαίτερος κάθε φορά χαρακτήρας της οικονομίας επιδρά στις επιχειρήσεις με τέτοιο τρόπο ώστε να τις ωθεί να επιδιώκουν την είσοδό τους σε διαφορετικές αγορές ή την απόκτηση εταιρικού ελέγχου εταιρείας της ίδιας βιομηχανίας ή την

αποεπένδυση. Στη συνέχεια του κεφαλαίου παρουσιάζεται η ιστορική ανασκόπηση των κυμάτων συγχώνευσης, κυρίως στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο, που είναι οι οικονομίες με το μεγαλύτερο αριθμό ολοκληρωμένων συγχωνεύσεων, επιδιώκοντας να εξηγηθούν ιστορικά οι παράγοντες που μπορεί να επηρεάζουν ή και να δημιουργούν τα κύματα συγχώνευσης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### 3.1 Η ιστορία των συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ

Το πρώτο κύμα συγχωνεύσεων ξεκίνησε στα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα και κράτησε μέχρι το 1903. Εκείνη η περίοδος χαρακτηρίζεται από ραγδαίες εξελίξεις στη βιομηχανική παραγωγή, οι οποίες προκλήθηκαν από βελτιώσεις στην τεχνολογία και εφαρμογές στην οικονομία, πρόσφατων ανακαλύψεων και καινοτομιών. Το κύμα αυτό θεωρείται πως οφείλεται στο συνδυασμό της συνακόλουθης ανάπτυξης της χρηματιστηριακής αγοράς και την εισαγωγή του νόμου Sherman που ψηφίστηκε για να αποτρέψει οποιονδήποτε περιορισμό στις εμπορικές συναλλαγές μεταξύ των κρατών. Μέχρι τότε δεν είχε εμφανιστεί κύμα συγχωνεύσεων σε καμία οικονομία, συνεπώς δεν προβλέφθηκε ότι οι επιχειρήσεις των ΗΠΑ, προκειμένου να αντεπεξέλθουν σε ένα παγκοσμιοποιημένο ανταγωνιστικό περιβάλλον, θα επεδίωκαν να εκμεταλλευτούν τα κοστολογικά οφέλη ενός μεγαλύτερου επιπέδου παραγωγής. Το νέο άριστο επίπεδο παραγωγής, δεδομένου του διεθνούς ανταγωνισμού, προκάλεσε την επιδίωξη οριζόντιων συγχωνεύσεων. Το μεγάλο μειονέκτημα του συγκεκριμένου πλαισίου ήταν πως επέτρεπε στις επιχειρήσεις να μετατραπούν σε σχεδόν μονοπώλια χωρίς κανένα ρυθμιστικό περιορισμό. Οι διοικήσεις των αμερικανικών εταιρειών αντέδρασαν δημιουργώντας μεγάλες συγχωνεύσεις, προκειμένου να επιτύχουν παρόμοια αποτελέσματα στον έλεγχο της αγοράς με αυτά των μονοπωλιακών συνασπισμών και αυτό είχε ως αποτέλεσμα να δημιουργηθεί το πρώτο κύμα συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ.

Στο πρώτο αυτό κύμα συγχωνεύσεων πάνω από 1800 εταιρείες απορροφήθηκαν από μεγαλύτερες βιομηχανίες, οι οποίες μετατράπηκαν σε μονοπώλια, αναπροσαρμόζοντας παράλληλα προς τα πάνω το βαθμό βιομηχανικής συγκέντρωσης στις ΗΠΑ. Σταμάτησε το 1903 με την τότε χρηματιστηριακή κρίση [16].

Είκοσι χρόνια αργότερα παρουσιάστηκε ένα άλλο κύμα συγχωνεύσεων που ήταν το αποτέλεσμα της μεταβολής του ρυθμιστικού πλαισίου για τις επιχειρήσεις. Την περίοδο αυτή σημαντικό ρόλο στον περιορισμό των μονοπωλίων είχαν τα δικαστήρια και το νομικό πλαίσιο των ΗΠΑ.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση της Standard Oil που ιδρύθηκε το 1870 στο Ohio των ΗΠΑ και επεκτάθηκε γρήγορα στις ΗΠΑ αποκτώντας όλο και περισσότερες θυγατρικές καθώς αναπτυσσόταν οριζόντια και κάθετα. Η Standard Oil πολύ γρήγορα από την ίδρυσή της χρησιμοποίησε αθέμιτες πρακτικές, όπως πόλεμο τιμών, προκειμένου να καταστρέψει οικονομικά πολλούς ανταγωνιστές της. Παρόλα αυτά το 1911 το ανώτατο αμερικανικό δικαστήριο κατηγόρησε τη Standard Oil για τη χρήση πρακτικών που προωθούσαν τις διακρίσεις στην τιμολόγηση, χαρακτηρίζονταν από κατάχρηση εξουσίας και της έδιναν μονοπωλιακή θέση στην αγορά της. Ήταν προφανές ότι η στάση της κεντρικής εξουσίας στις ΗΠΑ απέναντι στα μονοπώλια είχε αλλάξει. Έτσι, ενώ οι προαναφερόμενες πρακτικές δεν στοιχειοθετούσαν αξιόποινες πράξεις σύμφωνα με το νόμο του Sherman, τώρα στις ΗΠΑ, που το ρυθμιστικό πλαίσιο είχε αλλάξει, η μονοπωλιακή συμπεριφορά της συγκεκριμένης εταιρείας δεν ήταν αποδεκτή. Η Standard Oil έχασε τη δικαστική διαμάχη και αναγκάστηκε να κλείσει 33 από τις θυγατρικές της εταιρείες και να διανείμει τις μετοχές της στους υφιστάμενους μετόχους της [16].

Η δικαστική διαμάχη του αμερικανικού δημοσίου με τη Standard Oil αποτέλεσε την αιτία για τη σταδιακή εισαγωγή, το 1914, ενός νέου ρυθμιστικού πλαισίου για τις συγχωνεύσεις, του νόμου του Clayton. Ο νόμος του Clayton ήρθε να καλύψει τα κενά του προηγούμενου ρυθμιστικού πλαισίου του Sherman. Με το νέο νομοθετικό πλαίσιο απαγορευόταν σε μια εταιρεία να αποκτήσει μετοχές ανταγωνίστριας όταν κάτι τέτοιο θα οδηγούσε στο σχηματισμό μονοπωλίου. Δεν απέτρεπε όμως το σχηματισμό ολιγοπωλίων έναντι των μονοπωλίων. Το δεύτερο κύμα συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ ήταν το αποτέλεσμα της προσαρμογής των εταιρειών στο νέο νομοθετικό περιβάλλον και της δυνατότητάς τους να αξιοποιήσουν το όποιο πλεονέκτημα της αλλαγής του ρυθμιστικού πλαισίου. Εκείνη την περίοδο, στις αρχές της δεκαετίας του 1920, όπως συνέβη και με το πρώτο κύμα, ο δείκτης στη χρηματιστηριακή αγορά αυξήθηκε λόγω της εισόδου επενδυτών και οι εταιρείες ήταν σε θέση να εκδώσουν συμμετοχικά ομόλογα προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές με σχετικά χαμηλό μέσο σταθμισμένο κεφαλαιακό κόστος. Παρόλα αυτά η μεγάλη οικονομική κρίση το 1929

προκάλεσε την κατάρρευση της αγοράς κεφαλαίου των ΗΠΑ, σταμάτησε τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και αγορών, και προκάλεσε την κατάρρευση του δεύτερου κύματος συγχωνεύσεων.

Η διεθνής οικονομική ύφεση και ο Δεύτερος Παγκόσμιος Πόλεμος ίσως να ήταν οι αιτίες που δεν δημιουργήθηκε ένα τρίτο κύμα συγχωνεύσεων εκείνη την περίοδο. Τις δεκαετίες 1940 και 1950 συγχωνεύσεις και εξαγορές συνέχισαν να πραγματοποιούνται χωρίς όμως να είναι σε βαθμό τέτοιο ώστε να μπορούν να χαρακτηριστούν ως κύμα [14].

Το 1950 προστέθηκε νέα ρύθμιση στο ρυθμιστικό πλαίσιο, που απαγόρευε την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων που στόχευαν στην απόδοση ισχύος σε μια εταιρεία, μέσω της μείωσης του ανταγωνισμού με τη ψήφιση του νόμου Celler-Kefauver. Τροποποιήθηκε η νομοθετική ρύθμιση του Clayton του 1914 προκειμένου να καλύψει το νομικό κενό το οποίο επέτρεπε συγχωνεύσεις μεταξύ μη κύριων ανταγωνιστών στην ίδια αγορά και είχε προκαλέσει τη δημιουργία ολιγοπωλίων. Η απαγόρευση συγχωνεύσεων μεταξύ άμεσων ανταγωνιστών είχε ως αποτέλεσμα ο αριθμός των οριζόντιων συγχωνεύσεων να μειωθεί στο ελάχιστο και έγινε το πρώτο βήμα για τις οριζόντιες διαφοροποιημένες συγχωνεύσεις (conglomerates) [14].

Το επόμενο κύμα συγχωνεύσεων ξεκίνησε στο τέλος της δεκαετίας του 1950 και διήρκεσε για 20 χρόνια μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1970. Το τρίτο κύμα των αμερικανικών συγχωνεύσεων χαρακτηρίστηκε από εταιρείες με αυξημένες ταμειακές ροές, τις οποίες δεν ήταν πρόθυμες να τις διανείμουν στους μετόχους τους ως μερίσματα σύμφωνα με το επιχειρηματικό πνεύμα της εποχής, το οποίο ήταν συντηρητικό και προέκρινε τη δημιουργία αποθεματικών, αλλά και την υποχρέωση των επιχειρήσεων να αξιοποιούν παραγωγικά τα αποθεματικά χρηματοδοτώντας ελπιδοφόρα επενδυτικά σχέδια [16].

Το κύριο χαρακτηριστικό αυτού του κύματος είναι η αύξηση των συμφωνιών ανάμεσα σε ετερογενείς επιχειρήσεις που αποσκοπούσαν στην επέκτασή τους σε νέες αγορές. Με τη δημιουργία συγχωνεύσεων αυτής της κατηγορίας

οι συγχωνεύουσες επετύγχαναν να σταθεροποιήσουν τα κέρδη τους μειώνοντας τη διακύμανσή τους, ενώ παράλληλα έβρισκαν πρόσβαση σε αγορές αγαθών τα οποία ήταν σε αρχικό στάδιο του κύκλου ζωής τους (τα αγαθά, όπως και οι εταιρείες, έχουν ένα πεπερασμένο κύκλο ζωής) και εκμεταλλεύτηκαν τις ευκαιρίες ανάπτυξης που τους πρόσφεραν. Η συγκεκριμένη τάση περιγράφεται από το γεγονός πως η αύξηση των ετερογενών επιχειρήσεων έφτασε από το 8,3% το 1959 στο 18,7% το 1969 [16]. Το συγκεκριμένο κύμα συγχωνεύσεων έλαβε τέλος το 1973 με την εκδήλωση της πετρελαϊκής κρίσης που οδήγησε σε παγκόσμια οικονομική κρίση.

Τη δεκαετία του 1970 οι συγχωνεύσεις, ως ποσοστό του προηγούμενου έτους, μειώνονταν ή παρέμεναν στα ίδια επίπεδα, κάτι που εξηγείται εν μέρει από τις αρνητικές, σε σχέση με την προηγούμενη δεκαετία, χρηματιστηριακές αποδόσεις της δεκαετίας του 70.

Το τέταρτο κύμα συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ ξεκίνησε στην αρχή της δεκαετίας του 1980 και χαρακτηρίζεται ως το μεγαλύτερο από τα κύματα, τόσο σε μέγεθος συμφωνιών, όσο και σε αξία συναλλαγών. Το 1981 αποτέλεσε χρονιά πολύ μεγάλων συγχωνεύσεων στον πετρελαϊκό κλάδο. Η Standard Oil Company εξαγόρασε την Gulf Oil Corporation έναντι 13.2bn USD, η Texaco Incorporation κατέβαλε 10.1bn USD για την απόκτηση της Superior Oil Company και η Royal Dutch-Shell Group 5.5bn USD για να αποκτήσει το υπόλοιπο 30.5% της Shell Oil [21]. Λόγω της πετρελαϊκής κρίσης της προηγούμενης δεκαετίας είχε δημιουργηθεί πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα σε πολλές πετρελαϊκές εταιρείες, η οποία έπρεπε να εξαιρεθεί δια μέσου συγχωνεύσεων. Ένα από τα κύρια χαρακτηριστικά αυτού του κύματος ήταν το γεγονός πως εταιρείες που μέχρι τότε έμοιαζαν απρόσβλητες λόγω του μεγέθους τους, έγιναν στόχοι επιθετικών προσφορών εξαγοράς και αναγκάστηκαν να αγωνιστούν σθεναρά οι ίδιες για τη διάσωσή τους ορισμένες φορές εξαγοράζοντας οι ίδιες άλλες μικρότερες. Είναι χαρακτηριστικό πως στη δεκαετία του 1980 περίπου οι μισές από τις μεγαλύτερες εταιρείες αντιμετώπισαν πιθανή εξαγορά τους.

Μια αιτία για τη δημιουργία αυτού του κύματος είναι ότι τα κίνητρα φαίνεται να είναι τα αντίθετα από αυτά που προκάλεσαν το προηγούμενο. Ένα από τα προβλήματα των ετερογενών συγχωνεύσεων είναι ότι οι στρατηγικές και οι σημαντικές λειτουργικές αποφάσεις λαμβάνονται από διοικήσεις οι οποίες είναι απομακρυσμένες από το περιβάλλον των διαφορετικών κλάδων στους οποίους δραστηριοποιούνται τα ποικίλα υποκαταστήματά τους [22]. Αυτό οδηγεί σε μη αποδοτική διοίκηση και εμφανίζεται η ανάγκη αποεπένδυσης, δηλαδή να πωληθούν ορισμένοι κλάδοι αποσχιζόμενοι από την συγχωνεύουσα εταιρεία. Και σε αυτή την περίπτωση η απαλλαγή από υπερβάλλον κεφάλαιο προκάλεσε συγχωνεύσεις όπως στην περίπτωση των πετρελαϊκών εταιρειών λόγω της πετρελαϊκής κρίσης.

Μια άλλη αιτία φαίνεται να είναι οι τεχνολογικές μεταβολές που παρατηρήθηκαν στον κλάδο της υψηλής τεχνολογίας και συγκεκριμένα την ευρεία εφαρμογή των μικροεπεξεργαστών σε διάφορα ηλεκτρονικά προϊόντα. Στο σημείο αυτό μοιάζει με το πρώτο κύμα το οποίο συνέπεσε με τις εφαρμογές του ηλεκτρισμού και των μηχανών εσωτερικής καύσης. Μεγάλες στρατηγικές αποφάσεις επέβαλαν συγχωνεύσεις προκειμένου να υπάρξει πρόσβαση στις νέες τεχνολογίες.

Η επιστροφή στην εξειδικευμένη επιχείρηση πραγματοποιήθηκε μέσω των μοχλευμένων εξαγορών. Συγκεκριμένα, ομάδες διευθυντικών στελεχών διακρίνοντας αυτές τις αποκλίσεις από την αποδοτικότητα, δανείστηκαν στην αγορά κεφαλαίων με έκδοση νέων προϊόντων, όπως τα ομόλογα υψηλού κινδύνου και εξαγόρασαν τους κλάδους που εμφάνιζαν μη αποδοτικότητα. Με καλύτερη διοίκηση οι κλάδοι αυτοί επέστρεφαν στην κερδοφορία και μπορούσαν πλέον να πωληθούν αποφέροντας κέρδος στους διευθυντές ιδιοκτήτες τους και στους πιστωτικούς οργανισμούς, οι οποίοι συμμετείχαν στις εξαγορές ως μέτοχοι. Η ανακατανομή των στοιχείων ενεργητικού είχε σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία πραγματικής αξίας στην οικονομία, ενώ η αυξημένη σχέση χρέους προς μετοχικό κεφάλαιο στις εταιρείες αυτές έκανε τα διευθυντικά στελέχη πιο προσεκτικά στη διαχείριση των διαθέσιμων πόρων.



Το τέταρτο κύμα σταμάτησε στα τέλη της δεκαετίας του 1980 λόγω της αλλαγής του νομοθετικού πλαισίου, που ήταν αντίθετο στις μοχλευμένες εξαγορές, της κατάρρευσης της αγοράς εταιρικών ομολόγων υψηλής απόδοσης και της πιστωτικής συρρίκνωσης.

Το προτελευταίο κύμα συγχωνεύσεων παρατηρήθηκε τη δεκαετία του 1990 και ήταν το μεγαλύτερο από όσα προηγήθηκαν στις ΗΠΑ. Το κύμα αυτό είχε διαφορετικά χαρακτηριστικά από το κύμα της δεκαετίας του 80, με μόνο ένα μικρό ποσοστό των συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν να χαρακτηρίζονται ως επιθετικές. Μια πιθανή εξήγηση για αυτή την αλλαγή στη φύση των συμφωνιών είναι οι βελτιώσεις που πραγματοποιήθηκαν στην κυβερνητική εταιρική πολιτική των οποίων τα αποτελέσματα ήταν παρόμοια με αυτά των μοχλευμένων συγχωνεύσεων. Οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών συνδέθηκαν με την αύξηση της εσωτερικής αξίας των μετοχών, με το να αμείβονται κατά ένα μέρος με μετοχές της εταιρείας. Κατά συνέπεια δεν υπήρχαν οι λόγοι για αύξηση της αποδοτικότητάς τους μέσω μοχλευμένων συγχωνεύσεων που αυξάνουν τη σχέση δανειακών υποχρεώσεων προς εταιρικό κεφάλαιο. Λόγοι για την έναρξη του πέμπτου κύματος αναφέρονται η ανάπτυξη της παγκοσμιοποίησης, οι τεχνολογικές καινοτομίες και η άνοδος του χρηματιστηρίου. Και αυτό το κύμα σταμάτησε με την κατάρρευση των χρηματιστηρίων το 2000 [9].

Το έκτο κύμα συγχωνεύσεων ξεκίνησε το 2003 τρία μόλις χρόνια μετά το προηγούμενο. Παρατηρούμε εδώ ότι τα κύματα συγχωνεύσεων συμβαίνουν σε ολοένα και πιο συχνή βάση. Η διαφορά με τα προηγούμενα είναι ότι εμφανίστηκαν σαν αγοραστές χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, αμοιβαία κεφάλαια και συνταξιοδοτικά ταμεία. Το μέσο χρηματοδότησης ήταν τα ρευστά διαθέσιμα και οφείλονταν στην αύξηση της ρευστότητας στην οικονομία των ΗΠΑ. Το κύμα έφθασε στο υψηλότερο σημείο το 2006 ενώ άρχισε να εξασθενεί με την επέλευση της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2007.

### 3.2 Η ιστορία των συγχωνεύσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο

Τα κύματα συγχώνευσης που πραγματοποιήθηκαν στο Ηνωμένο Βασίλειο χαρακτηρίζονται από πιο σύντομη ιστορία σε σχέση με την ιστορία των συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ.

Η δομή της βρετανικής βιομηχανίας στις αρχές του προηγούμενου αιώνα δεν χαρακτηρίζεται από την κυριαρχία λίγων μεγάλων επιχειρήσεων σε κάθε κλάδο. Υπήρχαν πολλοί μικροί παραγωγοί χωρίς κάποια μεγάλη επιχείρηση να κυριαρχεί στην αγορά. Ακόμα και κατά τη διάρκεια του πρώτου παγκοσμίου πολέμου δεν σχηματίστηκαν παρά ελάχιστες συγχωνεύσεις.

Ένα μικρό κύμα συγχωνεύσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο αναφέρεται τη δεκαετία του 1920 και θεωρείται πως διήρκησε μέχρι το τέλος του μεσοπολέμου. Προκλήθηκε από την εισαγωγή των τεχνολογιών μαζικής παραγωγής, η οποία αναπτύχθηκε αρχικά στην αμυντική βιομηχανία κατά τη διάρκεια του Πρώτου Παγκοσμίου Πολέμου, όπως επίσης και οι μέθοδοι διοίκησης, αποθήκευσης και διακίνησης. Την περίοδο εκείνη η δομή της βρετανικής βιομηχανίας άλλαξε και η αναγκαιότητα για πιο μεγάλες σε μέγεθος εταιρείες παρουσιάστηκε στην αγορά. Η περίοδος αυτή χαρακτηρίστηκε ως η εποχή που στόχος των εταιρειών ήταν η μαζική παραγωγή, η αύξηση της παραγωγικότητας και η μαζική είσοδος των εταιρειών στο χρηματιστήριο του Λονδίνου προκειμένου να αντλήσουν τα αναγκαία κεφάλαια. Το συγκεκριμένο κύμα συγχώνευσης οδήγησε στην αύξηση του βαθμού συγκέντρωσης της αγοράς σε πολλούς κατασκευαστικούς κλάδους και κύριο χαρακτηριστικό του ήταν πως οι διαπραγματεύσεις ήταν άγνωστες στο κοινό. Το τέλος αυτού του κύματος σηματοδότησε ο δεύτερος παγκόσμιος πόλεμος.

Το 1948 σημειώθηκε η πρώτη προσπάθεια επιβολής κρατικού ελέγχου επί των συγχωνεύσεων με την ψήφιση νομοθετικού πλαισίου κατά των μονοπωλίων και του περιορισμού του ελεύθερου εμπορίου και το σχηματισμό επιτροπής, η οποία θα είχε ως έργο να ελέγχει συμφωνίες αντίθετες προς το δημόσιο συμφέρον. Το έργο της επιτροπής όμως παρέμεινε στα χαρτιά, διότι

οι όροι με τους οποίους θα δεχόταν αναφορές ήταν ασαφείς και τα κριτήρια του τι συνιστά δημόσιο συμφέρον απροσδιόριστα. Μέχρι το 1956 είχαν ελεγχθεί μόνο 21 περιπτώσεις. Το πρώτο πραγματικό κύμα συγχωνεύσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο το οποίο συνέπεσε με τη διεθνοποίηση του εμπορίου τη δεκαετία του 1960 ενθαρρύνθηκε από τη βρετανική κυβέρνηση. Η κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου αποφάσισε ότι ήταν προς το κρατικό συμφέρον να δημιουργηθούν μεγάλες εταιρείες οι οποίες θα ανταγωνίζονταν αποτελεσματικά τις αντίστοιχες άλλων κρατών στο πεδίο του διεθνούς εμπορίου. Συνέργιες αξιοποιούνται κυρίως στις οριζόντιες συγχωνεύσεις και αυτό ήταν το είδος των συγχωνεύσεων που προωθήθηκε από την κρατική Industrial Reorganization Corporation (IRC) [21]. Η βρετανική κυβέρνηση είχε αντιληφθεί ότι ο αυξημένος ανταγωνισμός εντός της χώρας μεταξύ πολλών μικρών επιχειρήσεων αποτελούσε μειονέκτημα στο διεθνή ανταγωνισμό και τα οφέλη από οικονομίες μεγάλης κλίμακας παραγωγής διαμέσου συγχωνεύσεων ήταν απαραίτητα. Από τις 200 μεγαλύτερες βιομηχανικές επιχειρήσεις του Ηνωμένου Βασιλείου 39 συμμετείχαν σε συγχωνεύσεις, ποσοστό το οποίο συνιστά κύμα συγχωνεύσεων συγκριτικά με τα προηγούμενα χρόνια. Με νομοθετική ρύθμιση απαγορεύτηκε να συγχωνεύονται οι εταιρείες οι οποίες παράγουν δημόσια αγαθά. Το 1965 σχηματίσθηκε η Επιτροπή Μονοπωλίων προκειμένου να ελέγχει τις σχετικές συμφωνίες μεταξύ εταιρειών, δεν είχε όμως δικαιοδοσία να ακυρώνει επιλογές της IRC. Προς το τέλος της δεκαετίας η συχνότητα των συγχωνεύσεων μειώθηκε. Αυξήθηκε στις αρχές του 1970 με κυρίαρχες τις οριζόντιες συγχωνεύσεις αλλά με μειούμενο ποσοστό. Αντίθετα το ποσοστό των συγχωνεύσεων ετερογενών επιχειρήσεων αυξήθηκε. Το κύμα κατέρρευσε το 1973. Τον ίδιο χρόνο ψηφίστηκε νόμος περί υγιούς ανταγωνισμού και ανατέθηκε σε κρατικό όργανο η συνεχής επίβλεψη των δραστηριοτήτων που σχετίζονταν με το εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών. Η κύρια ευθύνη του ήταν ο ενδεδειγμένος έλεγχος των συγχωνεύσεων εκείνων που θα είχαν ως αποτέλεσμα επιχείρηση η οποία θα παρήγαγε τουλάχιστον το 1/4 των πωλήσεων μια συγκεκριμένης αγοράς ή επιχείρηση με στοιχεία ενεργητικού αξίας τουλάχιστον 5m αγγλικές λίρες [21].

Το επόμενο κύμα συγχωνεύσεων ξεκίνησε στις αρχές της δεκαετίας του 1980 και συνέπεσε με άνοδο του χρηματιστηρίου του Λονδίνου. Ο αριθμός των συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν με ανταλλαγή μετοχών το 1983 ξεπέρασε τις συγχωνεύσεις με μετρητά για πρώτη φορά μετά το 1973. Σημαντική συνεισφορά στο κύμα είχε η εισαχθείσα από τις ΗΠΑ μέθοδος των μοχλευμένων εξαγορών που χρησιμοποιήθηκε για την ανακατανομή των πλεοναζόντων παραγωγικών πόρων στις επιχειρήσεις. Εκτός από την αύξηση των επιθετικών εξαγορών μια σημαντική διαφορά με το προηγούμενο κύμα ήταν ότι οι συγχωνεύσεις ήταν αυξημένες όχι τόσο σε αριθμό, όσο σε αξία. Η αξία είχε τετραπλασιαστεί και δεν αιτιολογείται από τον πληθωρισμό μεταξύ των δυο περιόδων. Μια εξήγηση είναι η υπέρ των αποκρατικοποιήσεων πολιτική της Θάτσερ η οποία συνέβαλε σε εξαγορές πολύ μεγάλων επιχειρήσεων. Το χρηματιστήριο του Λονδίνου υπέστη κατάρρευση το 1987, αλλά οι συγχωνεύσεις συνεχίστηκαν μέχρι το 1989 [14].

Το πέμπτο κύμα συγχωνεύσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο σημειώθηκε τη δεκαετία του 1990 και προωθήθηκε από μεταβολές στην εμπορική νομοθεσία και την απόφαση της κυβέρνησης να συνεχίσει τις ιδιωτικοποιήσεις κρατικών επιχειρήσεων.

Αντίθετα με το προηγούμενο κύμα παρατηρήθηκαν σχετικά λίγες επιθετικές εξαγορές. Οι επιχειρήσεις είχαν αλλάξει τη μέθοδο απόκτησης άλλων επιχειρήσεων και προέκριναν αυτή των φιλικών οριζόντιων συγχωνεύσεων προκειμένου να αποκτήσουν μεγαλύτερη δύναμη στον κλάδο τους, όχι μόνο αγοράζοντας στοιχεία ενεργητικού, αλλά και αποκτώντας γνώσεις και ιδέες από τους εργαζόμενους στη συγχωνευόμενη εταιρεία. Συνεισφορά στην αλλαγή της μεθόδου είχε η έκθεση που παρουσιάστηκε από τον Cadbury το 1993, καθώς του είχε ανατεθεί από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς να διερευνήσει τις πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης στη χώρα. Οι υποδείξεις που ακολούθησαν βελτίωσαν και ενδυνάμωσαν τον έλεγχο προς τα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών, με συνέπεια να αυξηθεί η διαφάνεια των ενεργειών τους, οι οποίοι τώρα δεν είχαν την ίδια άνεση, ώστε να διενεργούν επιθετικές εξαγορές. Το κύμα έληξε με την πτώση του χρηματιστηρίου το 2000.

Το έκτο και πιο πρόσφατο κύμα συγχωνεύσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο ξεκίνησε το 2003 και παρουσιάζει τα ίδια χαρακτηριστικά με το αντίστοιχο κύμα στις ΗΠΑ.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση σημειώθηκαν κύματα συγχωνεύσεων τα οποία είχαν σαν αφετηρία σημαντικές κοινωνικές αλλαγές και αποφάσεις του ευρωπαϊκού κοινοβουλίου. Η κατάρρευση των σοσιαλιστικών καθεστώτων και η πτώση του τείχους στη Γερμανία φαίνεται να είχε σχέση με το πρώτο κύμα την περίοδο 1988 έως 1991 [14].

Το δεύτερο κύμα παρατηρήθηκε την περίοδο 1992 έως 1994 και ήταν αποτέλεσμα της ενοποίησης της ευρωπαϊκής αγοράς. Οι εταιρείες κλήθηκαν να ανταγωνιστούν σε ένα νέο διευρυμένο περιβάλλον και σε διαφορετικές χώρες. Επομένως, θα έπρεπε να αναπροσαρμόσουν τη στρατηγική τους, προκειμένου να εξασφαλίσουν πρόσβαση σε νέες αγορές των υπολοίπων χωρών της ένωσης οι οποίες περιόρισαν το δημοσιονομικό παρεμβατισμό τους, και να μειώσουν το κόστος παραγωγής τους, προκειμένου να ανταγωνιστούν ξένες εταιρείες εντός των συνόρων τους.

Το τρίτο και τέταρτο κύμα εντοπίζεται τις χρονικές περιόδους που παρατηρείται το πέμπτο και έκτο κύμα στις Ηνωμένες Πολιτείες και το Ηνωμένο Βασίλειο. Η εφαρμογή ενιαίου νομίσματος το 1999 ενίσχυσε τα δυο αυτά κύματα, διότι διευκόλυνε τις διαπραγματεύσεις και εξάλειψε το συναλλαγματικό κίνδυνο. Τα δυο τελευταία κύματα συγχωνεύσεων εμφανιζόμενα ταυτόχρονα στις ανεπτυγμένες καπιταλιστικές χώρες μπορούν να χαρακτηριστούν ως παγκόσμια.

#### 4.Οικονομική ερμηνεία των συγχωνεύσεων

Εκτός από τις θεωρίες οι οποίες επιχειρούν να εξηγήσουν τα κύματα συγχωνεύσεων και θα παρουσιαστούν παρακάτω, έχουν αναπτυχθεί θεωρίες οι οποίες εξηγούν τις συγχωνεύσεις εκτός του πλαισίου ενός κύματος συγχώνευσης.

Η διοίκηση μιας εταιρείας πριν προβεί στην απόκτηση μιας άλλης εταιρείας υπολογίζει την καθαρή παρούσα αξία αυτής της επένδυσης. Αν η καθαρή παρούσα αξία είναι θετική, τότε δημιουργείται προστιθέμενη αξία για τους μετόχους και πραγματοποιείται η συγχώνευση. Η παραπάνω τιμή της καθαρής παρούσας αξίας της επένδυσης είναι ίση με την εσωτερική αξία της εταιρείας μετά τη συγχώνευση, μείον την εκτιμώμενη παρούσα αξία της αγοράστριας εταιρείας, αν δεν είχε πραγματοποιηθεί η εξαγορά. Στον υπολογισμό της καθαρής παρούσας αξίας λαμβάνονται υπόψη οι συνέργιες που δημιουργούνται από την ένωση των δυο εταιρειών.

Η κυριότερη είναι αυτή των συνεργιών, η οποία συνδέεται με την έννοια των θετικών οικονομιών κλίμακας. Οι θετικές οικονομίες κλίμακας παρουσιάζονται αυξανόμενης της παραγωγής και έχουν αρνητική επίπτωση στο κατά μονάδα προϊόντος κόστος παραγωγής, κυρίως στην περίπτωση των οριζόντιων συγχωνεύσεων. Οι κύριοι λόγοι για την εμφάνιση των θετικών οικονομιών κλίμακας είναι δυο : α) καθώς αυξάνεται το μέγεθος της παραγωγής είναι οικονομικά δυνατό να χρησιμοποιηθούν νέες μέθοδοι παραγωγής βασισμένοι σε τελευταίες τεχνολογικές εφαρμογές, οι οποίες είναι ακριβές για ένα μικρότερο επίπεδο παραγωγής και β) επιτυγχάνεται καλύτερη αξιοποίηση του συντελεστή εργασίας μέσω της εξειδίκευσης. Σ' αυτούς πρέπει να προστεθεί και το γεγονός, ότι προ της συγχώνευσης μια εταιρεία είναι δυνατό να παράγει σε τέτοιο επίπεδο ώστε να μην εκμεταλλεύεται πλήρως τουλάχιστον έναν από τους μη τέλεια διαιρετούς παραγωγικούς της συντελεστές όπως ένα ακριβό μηχάνημα βιομηχανικής παραγωγής. Επίσης κατά τη συγχώνευση συνδυάζονται τα καλύτερα μέρη των συγχωνευομένων και αποεπενδύεται μέσω εκποίησης ότι δεν χρειάζεται. Έτσι ένας αποδοτικός παραγωγικός συντελεστής της μιας επιχείρησης θα συνδυαστεί με τους αντίστοιχους πλέον

αποδοτικούς συντελεστές της άλλης. Μετά τη συγχώνευση και την αύξηση του επιπέδου παραγωγής, αλλά και τη μείωση της υποαπασχόλησης του μηχανήματος, το κόστος του μηχανήματος διαιρείται δια μεγαλύτερου αριθμού προϊόντων, ενώ ταυτόχρονα θα έχει αυξηθεί σύμφωνα με τα παραπάνω και το οριακό φυσικό του προϊόν. Συνέπεια είναι η αύξηση του κατά μονάδα παραγωγής κέρδους της επιχείρησης, η αύξηση της εσωτερικής αξίας της συγχωνευόμενης και της συγχωνεύουσας και άρα η αύξηση της τιμής της μετοχής της νέας εταιρείας.

Συνέργιες εμφανίζονται και στο επίπεδο της διοίκησης. Έχει υποστηριχθεί ότι εταιρείες μικρού μεγέθους χρειάζονται έναν ελάχιστο αριθμό διευθυντών, οι οποίοι κατά συνέπεια προ της συγχώνευσης υποαπασχολούνται. Αν λοιπόν, μέσω εξαγοράς ή συγχώνευσης, επιτευχθεί άριστο μέγεθος της νέας επιχείρησης σε σχέση με τα απασχολούμενα διευθυντικά στελέχη, τότε προσεγγίζεται η πλήρης και αποδοτική απασχόλησή τους από τη νέα εταιρεία.

Στην περίπτωση των κάθετων συγχωνεύσεων, εκτός των παραπάνω, είναι δυνατό να δημιουργηθούν οικονομίες κλίμακας εξαιτίας της καλύτερης συνεννόησης μεταξύ των διαφόρων τμημάτων της νέας επιχείρησης, τα οποία δραστηριοποιούνται σε διαφορετικά στάδια παραγωγής. Η καλύτερη συνεννόηση έχει σαν συνέπεια τη μείωση του κόστους ενδοεταιρικής επικοινωνίας, την αποφυγή καθυστερήσεων, λαθών και προστριβών, αλλά και του κόστους διαπραγμάτευσης των συναλλαγών.

Οικονομική συνέργια μπορεί να προκύψει και εξαιτίας της διαφοράς στην ποιότητα των διοικήσεων σύμφωνα με τη νεοκλασική θεωρία των κυμάτων συγχώνευσης. Καθώς σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία η συγχωνεύουσα επιδιώκει να αποκτήσει εταιρεία με υποδεέστερο management, αύξηση της αποδοτικότητας της συγχωνευόμενης είναι δυνατό να επιτευχθεί με τη διοχέτευση σε αυτή του ανώτερου management της αποκτώσας. Μια σπανιότερη περίπτωση είναι η εταιρεία στόχος να έχει ικανότερα διευθυντικά στελέχη και μέσω της συγχώνευσης να βελτιωθεί η αποδοτικότητα της διοίκησης της συγχωνεύουσας.

Εκτός από τους καθαρά οικονομικούς λόγους μιας συγχώνευσης μια άλλη περιοχή όπου μπορούν να αναπτυχθούν συνεργίες είναι αυτή των χρηματοοικονομικών ωφελημάτων.

Το κόστος της εσωτερικής χρηματοδότησης είναι μικρότερο από το κόστος της εξωτερικής, καθώς η αύξηση του δανεισμού μιας επιχείρησης κάτω από συνθήκες αναμενόμενης μείωσης του κύκλου εργασιών, αυξάνει τον κίνδυνο πτώχευσης και κατά συνέπεια το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης των κοινών μετόχων. Κατά τη θεωρία της σειράς του Πεκίνου οι επιχειρήσεις θα προτιμήσουν κάτω από συγκεκριμένες μικροοικονομικές και μακροοικονομικές συνθήκες το δανεισμό για τη χρηματοδότηση των επενδύσεών τους [13]. Αν αυτές οι συνθήκες υφίστανται και η αποκτώσα έχει υπερβάλλουσα ρευστότητα, ενώ δεν κρίνεται σκόπιμο στη συγκεκριμένη χρονική στιγμή να μεταβάλλει τη μερισματική της πολιτική, και έχει την ευκαιρία να εξαγοράσει μια εταιρεία, η οποία διαφορετικά θα δανειζόταν προκειμένου να εκμεταλλευτεί τις ευκαιρίες ανάπτυξης, τότε με τη συγχώνευση προκύπτει μια νέα εταιρεία με κεφαλαιακή διάρθρωση τέτοια, ώστε να επιτυγχάνεται μικρότερο μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου. Από τη στιγμή που η εσωτερική αξία μιας εταιρείας προσδιορίζεται από τις μελλοντικές της χρηματορροές προεξοφλημένες με το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου, αυτή αυξάνεται με αποτέλεσμα να αυξάνεται ο πλούτος των μετόχων της.

Εναλλακτικά, αν δεν ισχύουν οι παραπάνω περιορισμοί, τότε είναι δυνατό να βελτιωθεί η ικανότητα προς δανεισμό της νέας εταιρείας. Και σε αυτή την περίπτωση λόγω της μείωσης του κόστους δανεισμού εξαιτίας του περιορισμού του ασφάλιστρου κινδύνου, αλλά και των φορολογικών ελαφρύνσεων λόγω της έκπτωσης των χρηματοοικονομικών εξόδων από το φορολογητέο εισόδημα της νέας εταιρείας, είναι δυνατό να μειωθεί το κόστος κεφαλαίου με θετικά αποτελέσματα στην τιμή της μετοχής.

Χρηματοοικονομική συνεργία είναι δυνατό να προκύψει και σύμφωνα με τη θεωρία  $q$  κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες. Σε περίοδο υψηλού πληθωρισμού και πτωτικού χρηματιστηρίου παρουσιάζεται αύξηση του



κόστους αντικατάστασης και ταυτόχρονα μείωση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης, με αποτέλεσμα ο δείκτης  $q$  να είναι μικρότερος της μονάδας. Σε αυτή την περίπτωση μια αγοράζουσα μπορεί να μειώσει το χρηματοοικονομικό της κόστος αγοράζοντας το πάγιο ενεργητικό μέσω συγχώνευσης αντί να το αποκτήσει στην αγορά μεταχειρισμένου ή καινούργιου κεφαλαιουχικού εξοπλισμού όπου το  $q$  ισούται με τη μονάδα.

Χρηματοοικονομική συνέργια μπορεί να επιτευχθεί επίσης στην περίπτωση μελλοντικής αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Η εταιρεία μετά τη συγχώνευση, όντας μεγαλύτερη, θα διενεργήσει αναλογικά μεγαλύτερη αύξηση κεφαλαίου, μειώνοντας κατ' αυτό τον τρόπο το μέσο κόστος έκδοσης νέων μετοχών.

Η πλέον συμφέρουσα για τους μετόχους της εξαγοράστριας είναι να προκύπτουν και λειτουργικές και χρηματοοικονομικές συνεργίες από τη συγχώνευση και αυτές να μην έχουν συμπεριληφθεί στο τίμημα της εξαγοράς. Την υπεραξία της συγχώνευσης την καρπούνται συνήθως οι μέτοχοι της εταιρείας που συγχωνεύεται.

Ένας λόγος συγχώνευσης που επιδέχεται οικονομικής ερμηνείας είναι αυτός της αυξημένης δύναμης στην αγορά λόγω αύξησης του μεριδίου της αγοράς εξαιτίας της ένωσης δυο επιχειρήσεων. Είναι δυνατό ο βαθμός συγκέντρωσης στη συγκεκριμένη βιομηχανία να είναι τέτοιος, ώστε οι ενέργειες των εταιρειών που κυριαρχούν στη συγκεκριμένη αγορά να καταστεί δυνατό να συντονιστούν. Αμέσως η συγκεκριμένη αγορά αποκτά χαρακτηριστικά μονοπωλιακής αγοράς. Ένα από τα χαρακτηριστικά μιας τέτοιας αγοράς είναι οι αυξημένες τιμές των προϊόντων σε σχέση με το οριακό κόστος παραγωγής τους. Κατά συνέπεια η απόδοση της μετοχής της νέας εταιρείας σε μια τέτοια περίπτωση είναι μη ομαλά μεγαλύτερη από αυτή που θα είχε αν η συγχώνευση δεν είχε συντελεστεί.

Παρόμοια συμπεριφορά παρατηρείται και για τις μετοχές των ανταγωνιστριών εταιρειών. Κατά την ημέρα της ανακοίνωσης της πρόθεσης συγχώνευσης οι αποδόσεις των μετοχών τους παρουσιάζουν θετική μη κανονική απόδοση,

ενώ επανέρχονται στα προ της ανακοίνωσης επίπεδα, αν τελικά η συγχώνευση ματαιωθεί [22]. Η δημιουργία συνθηκών μονοπωλίου που αναφέρθηκε παραπάνω αφορά μόνο τις οριζόντιες συγχωνεύσεις.

Άλλες οικονομικές ερμηνείες, οι οποίες μπορούν να εφαρμοστούν, είναι αυτές της διαφορετικής διακύμανσης των χρηματορροών μεταξύ των δυο εταιρειών και η απόκτηση φορολογικών πλεονεκτημάτων από τη συγχώνευση. Στην πρώτη περίπτωση, αν τα κέρδη των εταιρειών προς συγχώνευση είναι αρνητικά συσχετισμένα μεταξύ τους ή έχουν συντελεστή συσχέτισης μικρότερο της μονάδας, τότε μειώνεται η διακύμανση της μετοχής της νέας εταιρείας και συνεπώς το κόστος κεφαλαίου. Το κίνητρο αυτό αναγκαστικά θα πρέπει να λειτουργεί επικουρικά σε άλλα κίνητρα για συγχώνευση, διότι οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να δημιουργήσουν τα δικά τους διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια, τα οποία θα ικανοποιούν τις προσωπικές τους προτιμήσεις συνδυασμού κόστους και αναμενόμενης απόδοσης. Στη δεύτερη περίπτωση, εάν η συγχωνεύουσα μεταφέρει ζημιές από προηγούμενες χρήσεις και δεν αναμένει κέρδη τέτοια ώστε να τις συμψηφίσει, είναι δυνατόν να εξαγοράσει μια εταιρεία με κέρδη με την προϋπόθεση ότι επιτρέπεται από τη νομοθεσία ο φορολογικός συμψηφισμός.

Ο αριθμός των επενδύσεων σε εταιρείες άλλων κρατών έχει αυξηθεί από τη δεκαετία του 1960 και ύστερα συμμετέχοντας στην εμφάνιση της λεγόμενης παγκοσμιοποιημένης οικονομίας [2]. Το μεγαλύτερο τμήμα αυτών των επενδύσεων αφορά συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι κυριότερες αιτίες στην οικονομική βιβλιογραφία είναι δυο, συνδέονται με οικονομικούς λόγους και ιδιαίτερα με την εμφάνιση συγκριτικού πλεονεκτήματος, το οποίο επιδιώκει να εκμεταλλευτεί η αγοράστρια εταιρεία.

Σύμφωνα με την πρώτη αιτιολόγηση, μια εταιρεία ενδέχεται να έχει επενδύσει σε τμήματα έρευνας και ανάπτυξης και να έχει εμφανίσει άυλα περιουσιακά στοιχεία στο ενεργητικό της, τα οποία όμως δεν μπορούν να συνδυαστούν με συντελεστές παραγωγής εντός των συνόρων. Εάν υπάρχουν ευκαιρίες ώστε η συγκεκριμένη εταιρεία να συνδυάσει την τεχνογνωσία της σε αγορές εκτός συνόρων, τότε μπορεί να εκμεταλλευτεί το συγκεκριμένο συγκριτικό

πλεονέκτημα της υψηλής τεχνογνωσίας επενδύοντας σε εταιρείες αναπτυσσομένων χωρών με διαφορετικό τεχνολογικό επίπεδο, αλλά με παρόμοιες καταναλωτικές ανάγκες.

Σύμφωνα με τη δεύτερη, η αγοράστρια εταιρεία έχει ένα πλεονέκτημα όταν το νόμισμά της είναι σχετικά υπερτιμημένο σε σχέση με το νόμισμα της εταιρείας στόχου. Η αγοράστρια θα προσπαθήσει με βάση την πληροφόρησή της για τη μελλοντική εξέλιξη των ισοτιμιών να εξαγοράσει φθηνά εταιρεία του εξωτερικού.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## 5. Συμπεριφορική ερμηνεία των συγχωνεύσεων

Οι συμπεριφορικές ερμηνείες των συγχωνεύσεων αποτελούν μια επέκταση του προβλήματος της αντιπροσώπευσης. Οι μέτοχοι μιας εταιρείας συνήθως αναθέτουν σε εξειδικευμένους επαγγελματίες τη διοίκηση της εταιρείας. Στην περίπτωση κατά την οποία τα διευθυντικά στελέχη είναι ιδιοκτήτες μικρού αριθμού μετοχών της εταιρείας, είναι δυνατό τα συμφέροντά τους να μην ταυτίζονται με αυτά των μετόχων. Εάν το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης είναι διεσπαρμένο σε μεγάλο αριθμό μικρομετόχων, τότε το κόστος για αυτούς, του ελέγχου της διοίκησης, υπερβαίνει το όποιο κέρδος από αυτό τον έλεγχο, με αποτέλεσμα η διοίκηση να δρα σχεδόν ανεξέλεγκτα, ιδιαίτερα στην περίπτωση που οι κρατικοί θεσμοί προστασίας των μετόχων είναι χαλαροί.

Η θεωρία της δημιουργίας της αυτοκρατορίας υποστηρίζει πως οι συγχωνεύσεις είναι το αποτέλεσμα επιλογών διευθυντών που στοχεύουν στην αύξηση του προσωπικού τους κέρδους και όχι αυτό των μετόχων από τη στιγμή που οι αμοιβές των διευθυντών συνήθως σχετίζονται θετικά με το μέγεθος της εταιρείας. Από την πλευρά της εξαγοράζουσας αυτό σημαίνει ότι λαμβάνονται αποφάσεις εξαγορών οι οποίες τελικά θα μειώσουν την περιουσία των μετόχων. Από την πλευρά της εταιρείας στόχου, αντίθετα, η διοίκηση έχει συμφέρον να αντιπαχθεί σε μια επωφελή για τους μετόχους συγχώνευση αν αναμένει ότι θα αντικατασταθεί μετά τη συγχώνευση. Αυτό οδηγεί σε επιθετικές εξαγορές, αλλά και σε όρους στα συμβόλαια των διευθυντών τα οποία τους αποζημιώνουν αδρά σε περίπτωση παύσης από τα καθήκοντά τους ύστερα από απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων.

Ως απάντηση στο πρόβλημα της αντιπροσώπευσης και κατ' επέκταση στις δαπανηρές συγχωνεύσεις είναι τα τελευταία χρόνια η αξιοσημείωτη αύξηση των αμοιβών των διευθυντών σε μετοχές της εταιρείας. Μεταξύ 1980 και 1998 οι αμοιβές σε προαιρετικά δικαιώματα ανήλθαν από το 20% των συνολικών αμοιβών των διευθυντών στο 50% [9].

Βασικό στοιχείο της θεωρίας δημιουργίας αυτοκρατορίας είναι η μεγιστοποίηση των προσωπικών στόχων.

Η θεωρία δημιουργίας της αυτοκρατορίας δεν ταυτίζεται με τη μεγιστοποίηση της ανάπτυξης. Αντίθετα, φαίνεται πως το κίνητρο προσωπικής ισχύος μπορεί να αντικαταστήσει το κίνητρο του εταιρικού κέρδους ιδιαίτερα αν πρόκειται για μεγάλες εταιρείες.

Η θεωρία αυτή μπορεί να αποτελέσει και θεωρία ερμηνείας των κυμάτων συγχωνεύσεων. Σε περιόδους όπου παρατηρείται άνοδος, επέκταση και οικονομική ευφορία, μεγάλα χρηματικά ποσά βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια των διευθυντών. Αν οι διοικήσεις δεν τα διανείμουν στους μετόχους, αλλά τα χρησιμοποιήσουν για να επεκταθούν μέσω εξαγορών, τότε μπορεί και να δημιουργηθεί κύμα συγχωνεύσεων.

Μια άλλη υπόθεση που σχετίζεται με τη θεωρία της δημιουργίας της αυτοκρατορίας είναι η υπόθεση πως οι διευθυντές υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους, ιδιαίτερα αν σημαντική αύξηση της τιμής της μετοχής έχει συντελεστεί την πρόσφατη χρονική περίοδο. Κατά συνέπεια, αν έχουν διαπιστώσει την πιθανότητα συνεργιών από μια συγχώνευση, είναι πιθανό να υπερεκτιμήσουν και τα κέρδη τα οποία θα προκύψουν, διότι δεν θα λάβουν υπόψη τους, όπως θα άρμοζε, τις κινήσεις των ανταγωνιστών τους ή και θα θεωρήσουν λογικό το τίμημα της εξαγοράς, ενώ αυτό θα είναι υπερτιμημένο.

Η θεωρία της δημιουργίας της αυτοκρατορίας είναι ιδιαίτερα δημοφιλής στις επιχειρήσεις που αναπτύσσονται ανάλογα με το μέγεθος της συγχώνευσης.

Η συγχώνευση μπορεί να αποτελέσει και αμυντικό μέτρο κατά μιας πιθανής επιθετικής εξαγοράς, διότι συνήθως οι εξαγοράζουσες έχουν αρκετά μεγαλύτερο μέγεθος από τις εξαγοραζόμενες. Μια εταιρεία συνεπώς της οποίας το μέγεθος έχει αυξηθεί μέσω συγχώνευσης είναι λιγότερο πιθανό να αποτελέσει στόχο εξαγοράς. Επίσης η δυνατότητα εξαγοράς μπορεί ν' αποκλεισθεί επειδή ο αρχικός υποψήφιος επενδυτής δεν θεωρεί κατάλληλες τις εγκαταστάσεις ή τα προϊόντα της νέας εταιρείας όπως αυτή διαμορφώνεται μετά τη συγχώνευση και εγκαταλείπει την προσπάθεια.

## 6. Θεωρίες των κυμάτων συγχώνευσης

Πολλές θεωρίες έχουν αναπτυχθεί προκειμένου να εξηγήσουν τα κύματα συγχωνεύσεων και καθώς το φαινόμενο προσελκύει όλο και μεγαλύτερο ενδιαφέρον είναι βέβαιο ότι θα εμφανιστούν ακόμα περισσότερες. Οι κυριότερες είναι η νεοκλασική θεωρία ή θεωρία των αναταράξεων και η θεωρία των υπερτιμημένων μετοχών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΝ

## 6.1 Η Θεωρία αναταράξεων της βιομηχανίας

Αποτελεί τη νεοκλασική σχολή ερμηνείας των κυμάτων συγχώνευσης. Υποθέτει αποδοτική αγορά, δημιουργία συνεργιών κατά τη συγχώνευση και δεν διακρίνει μεταξύ των δυο μεθόδων χρηματοδότησης. Θεωρεί ότι όντας ένα πραγματικό οικονομικό φαινόμενο, η συγχώνευση αυξάνει την αξία σε μια οικονομία.

Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα διατάραξης είναι αυτό της αποκρατικοποίησης στην αεροπορική βιομηχανία των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής τη δεκαετία του 1970. Η αύξηση του αριθμού των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στη βιομηχανία προκάλεσε μείωση των κερδών και εμφανίστηκε η ανάγκη μείωσης του μέσου κόστους παραγωγής. Οι συγχωνεύσεις λειτούργησαν προς αυτόν το σκοπό δια μέσου της κατάργησης ζημιολόγων δραστηριοτήτων και της ανακατανομής των περιουσιακών στοιχείων [11].

Στην περίπτωση σημαντικών μεταβολών στη βιομηχανία οι οποίες απαιτούν μεγάλο βαθμό ανακατανομή των περιουσιακών στοιχείων των εταιρειών τα κύματα συγχωνεύσεων μπορεί να αποτελούν τη συνέπεια αυτών των μεταβολών. Για να μπορέσει να είναι εφικτή η ανακατανομή του ενεργητικού κεφαλαίου μεταξύ των εταιρειών θα πρέπει να υπάρχει ικανοποιητική κεφαλαιακή ρευστότητα. Η εν λόγω ανακατανομή έχει κατεύθυνση από εταιρείες με χαμηλότερο σχετικά δείκτη MV/BV προς εταιρείες με υψηλότερο.

Προκειμένου να μπορεί να εμφανιστεί ένα κύμα συγχώνευσης, απαιτείται η αύξηση της κεφαλαιακής ρευστότητας και η εξάλειψη των οικονομικών περιορισμών που οφείλονται στις υψηλές τιμές ενεργητικού, να είναι στοιχεία ταυτόχρονα εμφανιζόμενα στην κρίση. Κατά συνέπεια τα κύματα συγχώνευσης προϋποθέτουν αγορές περιουσιακών στοιχείων με χαμηλό κόστος και σχετικά μικρά χρηματοοικονομικά κόστη που θα υποστηρίζουν τη διενέργεια μεγάλου όγκου επενδυτικών δαπανών.

Τα κύματα συγχωνεύσεων της δεκαετίας του 1960 αλλά και του 1980 ερμηνεύονται με βάση αυτή τη θεωρία αρκετά ικανοποιητικά. Το 1960 οι αποκτώσες εταιρείες διοχέτευαν τις νέες τεχνολογικές εφαρμογές στους στόχους τους προσδίδοντάς τους αξία. Το 1980, όπου εμφανίστηκε ένα νέο τεχνολογικό άλμα, παρουσιάστηκε η ανάγκη να αποσυντεθούν οι συγχωνεύσεις ανομοιογενών επιχειρήσεων οι οποίες είχαν συντελεστεί στο κύμα του 1960. Αυτό έγινε εφικτό με δανεισμό, επιθετικές εξαγορές και πώληση των περιουσιακών στοιχείων των αποκτώμενων εταιρειών.

Η θεωρία αναταράξεων οδηγεί σε συγκεκριμένες προβλέψεις σχετικά με τη συμπεριφορά των μη κανονικών αποδόσεων των αγοραστριών εταιρειών στη μακροπρόθεσμη περίοδο. Οι προβλέψεις αυτές είναι ότι οι μη κανονικές αποδόσεις της μετοχής της αγοράστριας θα είναι ή θετικές λόγω των συνεργιών ή μηδενικές λόγω της διαπραγματευτικής ικανότητας της εταιρείας στόχου. Η παραπάνω άποψη είναι άμεσο αποτέλεσμα της υπόθεσης της μη υπερεκτίμησης των μετοχών προ του κύματος των συγχωνεύσεων.

Η νεοκλασική θεωρία στηρίζεται έτσι καταρχήν στην υπόθεση της αποδοτικής αγοράς, σύμφωνα με την οποία η τρέχουσα τιμή της μετοχής ενσωματώνει όλη τη δυνατή πληροφόρηση που μπορεί να εκμεταλλευτεί ένας ορθολογικός επενδυτής. Δεν δέχεται ότι μπορεί να υπάρξει υπερεκτίμηση ή υποεκτίμηση και να μπορεί ταυτόχρονα να εξηγηθεί από άλλους λόγους, εκτός από την τύχη, ούτε αργή προσαρμογή της τιμής σε ένα καινούργιο σύνολο πληροφοριών.

Η θεωρία των υπερεκτιμημένων μετοχών στηρίζεται στην αντίθετη άποψη, οπότε κάθε εμπειρική μελέτη που έχει ως στόχο να επαληθεύσει μια από τις δυο θεωρίες, οι οποίες ερμηνεύουν τα κύματα συγχωνεύσεων, προϋποθέτει αρχικά μια εξέταση για το αν ισχύει ή όχι η θεωρία της αποδοτικής αγοράς. Ο Fama το 1969 στοιχειοθέτησε με εμπειρικές παρατηρήσεις ότι ο χρόνος μεταξύ της ανακοίνωσης ενός αξιόλογου γεγονότος για την αγορά και της προσαρμογής των τιμών λόγω αυτής είναι βραχύς [8]. Το συμπέρασμά του προκάλεσε αντιδράσεις στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία.



Μια από τις πρώτες ήταν των DeBondt και Thaler το 1985 οι οποίοι διαπίστωσαν υπέρ αντιδράσεις των επενδυτών σε σχέση με την απόδοση μιας συγκεκριμένης μετοχής την προηγούμενη χρονική περίοδο [8]. Οι επενδυτές φαίνονται να δίνουν μεγάλη βαρύτητα στην παρελθούσα απόδοση και να αγνοούν την τάση κάθε μετοχής για επιστροφή στο μέσο. Κατά συνέπεια περιμένοντας την ίδια απόδοση και την επόμενη χρονική περίοδο υποεκτιμούν τις υπόλοιπες πληροφορίες, όταν όμως αντιληφθούν ότι η τιμή θα επιστρέψει στο μέσο, παίρνουν την αντίθετη θέση με αποτέλεσμα η συγκεκριμένη τιμή να διορθώνεται μακροπρόθεσμα. Η διόρθωση αυτή είναι που παράγει τις μη κανονικές αποδόσεις.

Παρά το ότι η συμπεριφοριστική ερμηνεία των DeBondt και Thaler χρησιμοποιεί και εξηγεί την υπέρ αντίδραση των επενδυτών, δεν δίνει την κατάλληλη ερμηνεία για υπό αντιδράσεις, όπως στα νέα για επικείμενη αγορά ιδίων μετοχών.

Οι Barberis, Shleifer και Vishny [19] χρησιμοποίησαν συμπεριφοριστικά μοντέλα, τα οποία βασίζονταν στην προδιάθεση του επενδυτή να θεωρεί σημαντικότερους προσδιοριστικούς παράγοντες, πρόσφατες σε αυτόν εμπειρίες και να τηρεί συντηρητική στάση απέναντι σε νέες πληροφορίες, προκειμένου να θεμελιώσουν την υπέρ αντίδραση των επενδυτών σε ορισμένες περιπτώσεις και την υπό αντίδραση σε άλλες.

Ο Fama υπεραμύνθηκε της θεωρίας της αποδοτικής αγοράς διατυπώνοντας την άποψη ότι δεν έχει εμφανισθεί μέχρι τώρα μια εναλλακτική θεωρία του ίδιου επιπέδου γενίκευσης [8].

Ειδικά για τις μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις υποστήριξε ότι, οφείλονται στις ελλειπείς παραδοχές των υποδειγμάτων αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, ενώ ένα πιο πλήρες υπόδειγμα θα ήταν δυνατό να εσωτερικεύσει τις διαφορές, χωρίς να αποκλείει, όπως αναφέρθηκε, και προηγουμένως τυχαίες υποεκτιμήσεις ή υπερεκτιμήσεις με ίσες πιθανότητες εμφάνισης. Τα διαφορετικά υποδείγματα αποτίμησης, που έχουν χρησιμοποιηθεί σε διάφορες εμπειρικές μελέτες σχετικά με το αν οι

αγοράστριες εταιρείες αποκομίζουν μακροχρόνια αρνητικές αποδόσεις ή όχι, ίσως να είναι ο λόγος για τα διαφορετικά αποτελέσματα διάφορων εμπειρικών μελετών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## 6.2 Η Θεωρία των υπερεκτιμημένων μετοχών

Η θεωρία των υπερεκτιμημένων μετοχών διατυπώθηκε αρχικά από τους Shleifer και Vishny [19]. Οι υποθέσεις της θεωρίας από τους προαναφερόμενους είναι ότι, οι διευθυντές των επιχειρήσεων των οποίων οι μετοχές παρουσιάζονται υπερτιμημένες, δρουν προς το συμφέρον των μετόχων, επιδιώκοντας να ανταλλάξουν τις πρόσκαιρα υπερτιμημένες μετοχές με πραγματικά περιουσιακά στοιχεία, των οποίων η τιμή παραμένει κανονική. Εκμεταλλευόμενοι τη χρονική συγκυρία πραγματοποιούν συγχωνεύσεις χρηματοδοτώντας τις με έκδοση νέων μετοχών. Σε σχέση με τη νεοκλασική θεωρία εγκαταλείπεται η υπόθεση της αποδοτικής αγοράς. Βασική υπόθεση είναι ότι, η αγορά συμπεριφέρεται μη λογικά, με αποτέλεσμα μερικές μετοχές να υπερτιμούνται και άλλες να υποτιμούνται. Οι διευθυντές των αγοραστριών εταιρειών θεωρείται ότι έχουν απολύτως κοινά συμφέροντα με τους μετόχους, διότι θεωρείται ότι, η σχέση τους με τη συγκεκριμένη επιχείρηση αναμένεται μακροχρόνια και επίσης θεωρείται ότι είναι λογικοί με την έννοια ότι είναι σε θέση να διακρίνουν τις μη λογικές κινήσεις της αγοράς. Σε αυτή την περίπτωση θα εκμεταλλευτούν την όποια διαφοροποίηση στην αποτίμηση των μετοχών διενεργώντας εξισορροπητική αντιστάθμιση. Ένα είδος εξισορροπητικής αντιστάθμισης είναι και η απόφαση για συγχώνευση. Βεβαίως ένας λογικός διευθυντής σε μια παράλογη αγορά έχει πολλές ευκαιρίες για κερδοσκοπικές αγοραπωλησίες. Ένα εύλογο ερώτημα για να σταθεί η θεωρία των κυμάτων συγχώνευσης είναι γιατί απλά δεν χρησιμοποιεί τις υπερτιμημένες μετοχές για να τις ανταλλάξει με ρευστά και ακολούθως να αγοράσει ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο υποτιμημένων μετοχών. Ως απάντηση θεωρείται ότι ο διευθυντής έχει ειδική πληροφόρηση για την εταιρεία στόχο.

Επίσης εγκαταλείπεται αντίθετα με τη νεοκλασική θεωρία η ανάγκη δημιουργίας συνεργιών από τη συγχώνευση. Βεβαίως είναι απαραίτητο να υπάρχει ένα τέτοιο σενάριο, προκειμένου να διευκολυνθούν οι διαπραγματεύσεις, αλλά και να εκλάβουν οι επενδυτές τη συγχώνευση ως παράγουσα επιπλέον αξία, προκειμένου οι διευθυντές των εταιρειών στόχων να συμφωνήσουν. Συνοψίζοντας, η λογική συμπεριφορά των διευθυντών των

αγοραστριών εταιρειών συνίσταται στο ότι, γνωρίζουν ότι, εφόσον οι αποδόσεις των μετοχών τους είναι υπερτιμημένες, στο μέλλον θα υπάρξει διόρθωση από την αγορά, ελπίζουν όμως ότι μετά τη διενέργεια της συγχώνευσης, οι αποδόσεις μακροπρόθεσμα θα είναι μεν αρνητικές λόγω της διόρθωσης, όχι όμως τόσο όσο θα ήταν αν δεν είχε πραγματοποιηθεί η συγχώνευση.

Το ερώτημα που ανακύπτει είναι γιατί η διοίκηση της εταιρείας στόχου να δεχτεί να ανταλλάξει τα περιουσιακά της στοιχεία λαμβάνοντας ως αντάλλαγμα ένα υπερτιμημένο νόμισμα, αυτό των μετοχών της συγχωνεύουσας. Εφόσον η θεωρία δεν προϋποθέτει αναγκαστικά την ύπαρξη συνεργιών, έπεται ότι μακροπρόθεσμα το κέρδος της αποκτώσας εταιρείας θα ισούται με τη ζημία της εταιρείας στόχου. Για να γίνει δεκτή μια τέτοια συγχώνευση από την εταιρεία στόχο θα πρέπει είτε η διοίκησή της να μην έχει μακροπρόθεσμες προοπτικές στην επιχείρηση είτε να πληρώνεται από την εξαγοράζουσα προκειμένου να συναινέσει, με διάφορους τρόπους. Η θεωρία υποθέτει ότι τα διευθυντικά στελέχη της συγχωνευόμενης έχουν βραχυπρόθεσμους ατομικούς στόχους οι οποίοι ικανοποιούνται εφόσον στη συγκεκριμένη χρονική στιγμή πωλούν την επιχείρηση σε τιμή μεγαλύτερη από την αγοραία της τιμή.

Οι Rhodes-Kropf και Viswanathan [18] βελτίωσαν τη θεωρία των υπερεκτιμημένων μετοχών, χαλαρώνοντας μια από τις υποθέσεις των Sheifer και Vishny σύμφωνα με την οποία οι διευθυντές της αποκτώμενης εταιρείας δέχονται να ανταλλάγουν οι μετοχές της με υπερεκτιμημένες μετοχές και όχι με μετρητά, διότι ο χρονικός ορίζοντάς τους εντός της εταιρείας στόχου είναι περιορισμένος και συνεπώς δεν τους ενδιαφέρει η μακροπρόθεσμη διόρθωση της αγοράς η οποία θα έχει σαν αποτέλεσμα αρνητικές αποδόσεις για τη μετοχή της νέας εταιρείας. Για να επιτύχουν αυτό, από τη μια υπέθεσαν ότι και οι διευθυντές των αποκτώμενων συμπεριφέρονται λογικά και προς όφελος των μετόχων, αναλύοντας όμως ταυτόχρονα εις βάθος την απόφασή τους να δεχτούν την προσφορά με βάση την πληροφορία που είναι δυνατό να κατέχουν τη στιγμή της λήψης της απόφασης. Κατέχοντας περαιτέρω πληροφορία, δεν δέχονται απλώς την προσφορά με τη μεγαλύτερη

τρέχουσα αξία την οποία θα πραγματοποιήσουν με ταυτόχρονη πώληση των υπερτιμημένων μετοχών στο χρηματιστήριο, αλλά κρίνουν με βάση την παρούσα αξία της νέας εταιρείας, αφού λάβουν υπόψη και τα μακροπρόθεσμα οφέλη από τις συνέργιες. Η αγοραία αξία μιας μετοχής αποκλίνει από τη θεμελιώδη τιμή της λόγω λανθασμένων αποτιμήσεων των επενδυτών, οι οποίες μπορούν να διασπαστούν σε δυο τμήματα. Το πρώτο τμήμα της υπερτίμησης ή της υποτίμησης οφείλεται στην όχι σωστή αποτίμηση της αγοράς γενικά. Δηλαδή όλες οι μετοχές της αγοράς ή του κλάδου παρουσιάζονται υπερτιμημένες ή υποτιμημένες. Το δεύτερο τμήμα αποτελείται από την υπερτίμηση ή την υποτίμηση της συγκεκριμένης εταιρείας. Οι διευθυντές γνωρίζουν ποια είναι η πραγματική αξία της επιχείρησής τους και συνεπώς γνωρίζουν τη διαφορά σε σχέση με την αγοραία αξία. Δεν γνωρίζουν όμως ποια από αυτή τη διαφορά οφείλεται στη λανθασμένη αποτίμηση όλου του κλάδου ή της αγοράς γενικά και ποια οφείλεται στη λανθασμένη αποτίμηση της εταιρείας τους ειδικά. Στο υπόδειγμά τους οι Rhodes-Kropf και Viswanathan [18] υποθέτουν ότι οι αγοράστριες εταιρείες ανταγωνίζονται μεταξύ τους σε περιβάλλον ανοιχτής δημοπρασίας, προκειμένου να αποκτήσουν τις συνέργιες, που προσφέρει η εταιρεία στόχος.

Από τη στιγμή που το νόμισμα είναι η υπερτιμημένη μετοχή των αγοραστριών και δεν είναι σαφές πόση είναι η υπερτίμηση που οφείλεται στην υπερτίμηση της αγοράς, οι διευθυντές των εταιρειών στόχων δεν μπορούν να εκτιμήσουν την αξία των συνεργιών. Σκοπός τους είναι να αφαιρέσουν από το τμήμα αυτό που ανήκει στην υπερτιμημένη αγορά κατά την τρέχουσα περίοδο. Το υπόλοιπο θα αποτελεί την αξία των συνεργιών.

Προκειμένου να εκτιμήσουν την υπερτίμηση της αγοράς, θα βασιστούν στην πληροφόρηση που έχουν για τη δική τους εταιρεία και στην υπόθεση ότι το μέρος εκείνο της υπερτίμησης που οφείλεται στην υπερτίμηση της αγοράς είναι κοινό για όλες τις εταιρείες της ίδιας οικονομίας. Η υπερτίμηση όμως της δικής τους εταιρείας, όπως και των υπολοίπων, αποτελείται από δυο μέρη ένα εκ των οποίων είναι το ιδιοσυγκρασιακό.

Συμβόλισαν τη συνολική υπερτίμηση της αγοράς με  $\rho$ , την ιδιοσυγκρασιακή με  $\varepsilon\tau$ , την αγοραία τιμή της μετοχής με  $M\tau$ , τη θεμελιώδη τιμή με  $X\tau$ , και διατύπωσαν τη σχέση μεταξύ αγοραίας και θεμελιώδους τιμής με την παρακάτω ταυτότητα .

$$X\tau = M\tau * (1 - \varepsilon\tau) * (1 - \rho) \quad (1)$$

Οι διευθυντές δεν μπορούν να γνωρίζουν πόσο ακριβώς είναι το κάθε τμήμα απλώς γνωρίζουν τις τιμές  $X\tau$  και  $M\tau$ . Όσο περισσότερο υπερτιμημένη είναι η αγορά, κατά συνέπεια, τόσο περισσότερο θα αποδίδουν υπερτίμηση οφειλόμενη σε ιδιοσυγκρασιακούς λόγους και έτσι θα αφαιρούν σχετικά μικρή ποσότητα από την εναπομένουσα υπερτίμηση της αγοράς από την τιμή προσφοράς. Η διαφορά, η οποία στην περίπτωση αυτή είναι σχετικά μεγάλη, αντικατοπτρίζει την αξία της συνεργίας και θεωρούμενη σχετικά υψηλή, θα έχει σαν συνέπεια η συγχώνευση να γίνεται δεκτή από την εταιρεία στόχο ως συμφέρουσα. Οι εκλαμβανόμενες συνέργιες από τα διοικητικά συμβούλια των στόχων είναι το βασικό σημείο που ερμηνεύει ένα κύμα συγχώνευσης σε συνδυασμό με την παραπάνω επιχειρηματολογία, παρά την προσδοκία ότι μετά από κάθε συγχώνευση με ανταλλαγή μετοχών οδηγείται η αγορά στο να αναπροσαρμόσει προς τα κάτω τις τιμές. Εδώ το βασικό σημείο, ώστε να διασώζεται η συγχώνευση της επόμενης περιόδου και να έχουμε έτσι ένα κύμα, είναι η υπόθεση ότι οι συνέργιες είναι σχετιζόμενες μεταξύ τους. Δηλαδή η πραγματοποίηση μιας συνέργιας αυξάνει την πιθανότητα μιας επόμενης και αντισταθμίζεται η επίπτωση της μείωσης των τιμών των μετοχών ως προς τον αριθμό των συγχωνεύσεων. Στη διατήρηση των σχετικά υψηλών τιμών όμως συμβάλλουν και οι προβλεπόμενες πραγματοποιήσεις των συνεργιών από την αγορά οι οποίες εμποδίζουν τη διόρθωση των τιμών.

Οι συγχωνεύσεις με προσφορές σε ρευστά, δεν μπορούμε με βάση αυτή τη θεωρία, να υποθέσουμε ότι αυξάνονται σε περίοδο υπερτιμημένης αγοράς. Η εταιρεία η οποία εξαγοράζει με ρευστά διαθέσιμα είναι αυτή της οποίας οι μετοχές δεν είναι υπερεκτιμημένες, συνεπώς οι παρατηρούμενες

συγχωνεύσεις με ρευστά δεν ενισχύουν τη θεωρία. Αλλά ούτε και την αποδυναμώνουν. Ο αριθμός των εταιρειών που έχουν πρόσβαση σε ρευστά διαθέσιμα είναι περιορισμένος. Άλλωστε μια τέτοια προσφορά θα δώσει το ανάλογο θετικό σήμα στην αγορά, το οποίο θα πολλαπλασιαστεί ακριβώς επειδή έχει συντελεστεί σχετικά μεγάλος αριθμός συγχωνεύσεων με ανταλλαγή υπερτιμημένων μετοχών. Καταλήγουν συνεπώς στο συμπέρασμα των Sheifer και Vishny αν και με διαφορετική μεθοδολογία, ότι κύματα συγχωνεύσεων συνδυάζονται με περιόδους υπερτίμησης μετοχών και οφείλονται σε αυτή την υπερτίμηση.

Η θεωρία δεν υποστηρίζει ότι οι αρχικές αιτίες των συγχωνεύσεων είναι η υπερτίμηση της αγοράς. Δέχεται ότι διάφορες αιτίες, όπως μεταβολή στην τεχνολογία ή στο νομοθετικό πλαίσιο προκαλούν κάθε φορά την ένωση εταιρειών, πλην όμως η υπερτίμηση επηρεάζει σημαντικά αυτές και δημιουργεί ουσιαστικά τα κύματα συγχωνεύσεων. Η παρατήρηση ότι, όλα τα κύματα συνέπεσαν με αυξημένες τιμές στα χρηματιστήρια και ότι σταμάτησαν όταν επήλθε η διόρθωση των τιμών στην αγορά, στοιχειοθετεί την παραπάνω άποψη.

## 7. Εμπειρικές μελέτες

Οι εμπειρικές μελέτες για τα αίτια των κυμάτων συγχωνεύσεων εντάσσονται στις μελέτες οι οποίες ερευνούν τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων με βάση ένα δείγμα συγχωνεύσεων εντός μιας συγκεκριμένης χώρας.

Οι παλαιότερες από αυτές χρησιμοποίησαν λογιστικά στοιχεία των εταιρειών για να διαπιστώσουν αν συγκεκριμένοι χρηματοοικονομικοί δείκτες βελτιώνονται μετά από μια συγχώνευση.

Οι δείκτες αυτοί μετρούν αποδοτικότητα όπως τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή, αξία πωλήσεων ανά μετοχή και κέρδη ανά μετοχή.

Ο μέσος όρος κάθε δείκτη για εταιρείες του δείγματος που ανήκουν στον ίδιο κλάδο, αντιπαραβάλλεται με το μέσο όρο του κλαδικού δείκτη, ο οποίος χρησιμοποιείται ως μεταβλητή ελέγχου.

Οι εμπειρικές μελέτες που πραγματοποιήθηκαν αργότερα, προκειμένου να διαπιστωθούν τα αίτια των κυμάτων συγχώνευσης, επικεντρώθηκαν κυρίως στη διερεύνηση των μη κανονικών αποδόσεων των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών κατά τη μακροπρόθεσμη περίοδο μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, προκειμένου να επαληθευτεί ή όχι κυρίως η θεωρία των υπερεκτιμημένων μετοχών. Η μακροπρόθεσμη περίοδος, ορίζεται, ανάλογα τη μελέτη, από ένα έως τρία χρόνια μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης, με το διάστημα των τριών ετών να είναι το πλέον αποδεκτό. Το διάστημα των τριών ετών που χρησιμοποιείται, προέκυψε μετά από ενδείξεις ότι για τόσο χρόνο παρατηρούνται υπερβολικές αντιδράσεις της αγοράς μετά από μια μεταβολή της τιμής, συνέπεια εμφάνισης νέας πληροφόρησης προς την ίδια κατεύθυνση συνήθως λόγω της αργής εσωτερίκευσης της πληροφορίας με συνέπεια την εμφάνιση θετικής χρονικής αυτό συσχέτισης της απόδοσης σε αυτή την περίοδο [20].

Οι εν λόγω εμπειρικές μελέτες αντιδιαστέλλονται με ανάλογες εμπειρικές μελέτες, οι οποίες εξετάζουν την επίπτωση της ανακοίνωσης στην τιμή της μετοχής των εταιρειών που εμπλέκονται στη συγχώνευση στο χρόνο της



ανακοίνωσης, ο οποίος προσδιορίζεται από μια έως τρεις ημέρες μετά την ανακοίνωση, αν χρησιμοποιηθεί περιορισμένο διάστημα ή αρκετές ημέρες, αλλά πάντως λιγότερες από μήνα αν χρησιμοποιηθεί διευρυμένο. Από την αύξηση των τιμών καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις αυξάνουν τη θέση των μετόχων. Οι αποδόσεις πλέον των κανονικών μετά την ανακοίνωση θεωρούνται μηδενικές ή σχεδόν μηδενικές, διότι οποιοδήποτε υπερκέρδος εξαιτίας των αναμενόμενων συνεργιών έχει εσωτερικευθεί την ημερομηνία της ανακοίνωσης και δεν υπάρχει λόγος να εξεταστούν μη κανονικές αποδόσεις, εφόσον αυτές δεν υφίστανται, ιδιαίτερα στη μακροχρόνια περίοδο, αποδεχόμενες έμμεσα τη θεωρία περί αποδοτικών αγορών (efficient market hypothesis).

Η θεωρία των αποδοτικών αγορών δέχεται ότι η αγοραία αξία μιας επιχείρησης ισούται με την εσωτερική της αξία για το λόγο ότι οι επενδυτές είναι σε θέση να κατέχουν τέλεια πληροφόρηση οποτεδήποτε και να την εκμεταλλεύονται με τον πλέον αποδοτικό τρόπο γι' αυτούς. Εκμετάλλευση της πληροφορίας, όσον αφορά μια μετοχή, είναι η προεξόφληση της αναμενόμενης απόδοσής της, δηλαδή ο υπολογισμός της παρούσας μελλοντικής αξίας της υπό τη δέσμευση των νέων συνθηκών και η αναζήτηση ευκαιρίας για αγορά ή πώληση. Αν η αξία της μετοχής διαφέρει σε συγκεκριμένο χρονικό σημείο από την εσωτερική της αξία, οι δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης θα την οδηγήσουν να προσεγγίσει τη νέα εσωτερική της αξία.

Από τη στιγμή που η τιμή θα ισοροπήσει, σύμφωνα με την παραπάνω προσέγγιση, η μακροχρόνια καθαρή παρούσα αξία της είναι μηδενική, δηλαδή δεν αναμένονται μη κανονικές αποδόσεις στη μακροχρόνια περίοδο υπό το δεδομένο σύνολο πληροφορίας.

Έχει ασκηθεί κριτική στη θεωρία της αποδοτικής αγοράς, κυρίως διότι παρατηρούνται ατέλειες κατά τη διάρκεια μετάδοσης της πληροφορίας, του τρόπου με τον οποίο αυτή εκλαμβάνεται και αποκωδικοποιείται από τους επενδυτές, καθώς και του τρόπου με τον οποίο χρησιμοποιείται από αυτούς.

Η πληροφορία που αφορά την επιχείρηση μπορεί να προέρχεται από το εσωτερικό της ή από ανταγωνίστριες εταιρείες του ίδιου κλάδου, επομένως να διακρίνεται από μη αντικειμενικότητα και να διοχετεύεται προκειμένου να εξυπηρετηθούν στρατηγικές των εν λόγω επιχειρήσεων.

Επιπρόσθετα αν κατά το παρελθόν έχουν δημοσιευθεί ανακριβείς πληροφορίες είναι δυνατόν, οι διευθυντές να αντιμετωπίσουν προβλήματα πίστεως από την αγορά, σε μελλοντικές ανακοινώσεις.

Εκτός αυτού, οι διευθυντές των εταιρειών έχουν προσωπικούς λόγους οι οποίοι σχετίζονται με το σύστημα αμοιβών τους, να αποκρύπτουν τα πραγματικά στοιχεία της κατάστασης των εταιρειών τους, αλλοιώνοντας την κατάσταση κερδών και ζημιών της επιχείρησης ή του ισολογισμού εφαρμόζοντας δημιουργική λογιστική ή να ανακοινώνουν ή να μην ανακοινώνουν νέα ανάλογα με το προσωπικό τους συμφέρον.

Ενδείξεις οι οποίες έρχονται σε αντίφαση με τη θεωρία της αποδοτικής αγοράς προέρχονται και από την πλευρά του δέκτη της πληροφορίας, σε αυτή την περίπτωση του επενδυτικού κοινού.

Αποτέλεσμα αυτών των παρατηρήσεων ήταν να αναπτυχθεί ένα νέο επιστημονικό πεδίο, αυτό της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Χρησιμοποιήθηκαν ευρήματα της ψυχολογίας προκειμένου να βασιστεί η άποψη ότι όλοι οι επενδυτές δεν συμπεριφέρονται ορθολογικά κατά την πώληση ή αγορά μετοχών.

Σε ένα πείραμα συμπεριφοράς άτομα μέσης συμπεριφοράς απάντησαν στο ερώτημα εάν προτιμούν 500 νομισματικές μονάδες ή τη ρίψη ενός νομίσματος το οποίο θα τους αποφέρει 0 ή 1000 νομισματικές μονάδες. Η πλειοψηφία προτίμησε τις σίγουρες 500 μονάδες. Στο ερώτημα εάν προτιμούν να πληρώσουν 500 νομισματικές μονάδες ή να αποδεχτούν τη ρίψη του νομίσματος που θα τους ζημιώσει κατά 0 ή 1000 νομισματικές μονάδες ανάλογα το αποτέλεσμα αποδείχθηκαν πιο ριψοκίνδυνοι δεχόμενοι τη ρίψη του νομίσματος. Στην πρώτη περίπτωση, όταν πρόκειται για κέρδος

εμφανίζεται τάση αποφυγής κινδύνου, ενώ στη δεύτερη εμφανίζεται τάση ανάληψης κινδύνου [5]. Οι παραπάνω προτιμήσεις έρχονται σε αντίφαση με την άποψη περί λογικού επενδυτή της θεωρίας της αποδοτικής αγοράς.

Περαιτέρω λόγοι που οφείλονται σε ψυχολογικούς παράγοντες και οι οποίοι επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών έχουν προταθεί από ερευνητές, όπως η τάση των επενδυτών να εκλαμβάνουν τυχαίες κινήσεις μετοχών ως οφειλόμενες σε μια συγκεκριμένη τάση αυτών για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο και η συντηρητική τάση που υιοθετούν απέναντι σε νέες πληροφορίες.

Αν ένα τμήμα των επενδυτών δεν είναι ορθολογικό τότε και οι υπόλοιποι θα λαμβάνουν τις αποφάσεις τους με βάση αυτό που αναμένουν να συμβεί σε μια ανορθολογική αγορά.

Επαγγελματίες διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων θα διστάζουν να πάρουν θέση ως προς κάποια μετοχή η οποία θα είναι σύμφωνη με την εκτίμηση της εσωτερικής της αξίας, αλλά αντίθετη με τη συνολική άποψη της μη ορθολογικής αγοράς, ανατροφοδοτώντας έτσι τη μη ορθή εκτίμηση της μετοχής από τη χρηματιστηριακή αγορά.

Η θεωρία των υπερεκτιμημένων μετοχών υποθέτει ότι οι αγορές είναι μη αποδοτικές (not efficient) και άρα υπάρχει σημαντική χρονική υστέρηση στην προσαρμογή των τιμών των μετοχών στο πρόσφατο σχετικό σύνολο πληροφορίας. Θα πρέπει, προκειμένου να επαληθευτεί ή όχι η θεωρία αυτή για τα κύματα συγχωνεύσεων, να μελετηθούν οι μη κανονικές αποδόσεις μακροχρονίως.

Με την απαραίτητη υπόθεση ότι δεν συνέβησαν άλλα γεγονότα πλην της συγχώνευσης, τόσο σημαντικά ώστε να επηρεάσουν την εξέλιξη της απόδοσης της συγκεκριμένης κάθε φορά μετοχής, προκειμένου να υπολογιστούν οι μη κανονικές αποδόσεις, θα πρέπει πρώτα να εκτιμηθούν οι κανονικές βάσει ενός υποδείγματος.

Η βασική έρευνα εστιάζεται στη συμπεριφορά των μη κανονικών αποδόσεων από την ημερομηνία της ανακοίνωσης της συγχώνευσης και μετά. Η υπόθεση η οποία γίνεται είναι ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά δεν έχουν προσωπική πληροφόρηση για την επικείμενη εξαγορά πριν την ανακοίνωση. Κάτι τέτοιο θα μετατόπιζε το χρονικό διάστημα του οποίου τότε, η αρχική στιγμή θα ήταν η ημερομηνία κατά την οποία διέρρευσε η πληροφορία της επικείμενης συγχώνευσης πριν την επίσημη ανακοίνωσή της.

Θα πρέπει να παρατηρηθεί ότι υπάρχουν διάφορα υποδείγματα τα οποία εκτιμούν το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης και συνακόλουθα την τιμή μετοχής η οποία να αποκλείει δυνατότητα εξισορροπητικής αντιστάθμισης.

Κάθε υπόδειγμα εξ ορισμού θυσιάζει ευκολία στη χρήση προς όφελος του αποτελέσματος και το αντίθετο. Παρατηρείται στις εμπειρικές μελέτες για τα κύματα συγχωνεύσεων να χρησιμοποιούνται διάφορα κάθε φορά υποδείγματα, άλλα πολλών μεταβλητών ή και απλούστερα με σκοπό να περιορίζονται λάθη και ανακρίβειες, πολλές από τις οποίες οφείλονται στη μη διαθεσιμότητα των απαραίτητων ιστορικών λογιστικών στοιχείων ή στην αβεβαιότητα των υπαρχόντων.

Παρόλα αυτά η επιλογή ενός υποδείγματος είναι χρήσιμη όταν επιδιώκεται να εκτιμηθεί αν μια μετοχή παρουσιάζει μη κανονικές αποδόσεις. Στην περίπτωση της έρευνας για το τι προκαλεί τα κύματα συγχωνεύσεων η σχετική βιβλιογραφία δεν έχει καταλήξει σε ένα κοινό συμπέρασμα στο συγκεκριμένο πρόβλημα.

Τα εν λόγω υποδείγματα χρησιμοποιούν ένα γενεσιουργό μηχανισμό απόδοσης μετοχών, προκειμένου να υπολογιστεί ο μέσος όρος των αναμενόμενων αποδόσεων των μετοχών των εταιρειών ενός δείγματος εταιρειών που πραγματοποίησαν συγχώνευση, όπως θα ήταν αυτός αν η συγχώνευση δεν είχε συμβεί και να συγκριθεί με το μέσο όρο των πραγματοποιημένων αποδόσεων. Χρησιμοποιούν ιστορικές αποδόσεις των μετοχών προκειμένου να υπολογίσουν τη διακύμανση των μετοχών αυτών και

να την ενσωματώσουν μέσω του λεγόμενου συντελεστή  $b$  (beta coefficient) στο στατιστικό γενεσιουργό μηχανισμό.

Το απλό υπόδειγμα αγοράς χρησιμοποιεί την εξίσωση  $R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e_{it}$  (2)

Όπου :

$R_{it}$  = το ποσοστό απόδοσης της μετοχής  $i$  την περίοδο  $t$ ,

$a_i$  = ο σταθερός όρος,

$b_i$  = ο συντελεστής ο οποίος μετρά την ευαισθησία της μεταβολής της απόδοσης της μετοχής  $i$  ως προς την ανεξάρτητη μεταβλητή  $R_{mt}$ ,

$R_{mt}$  = το ποσοστό απόδοσης της αγοράς την περίοδο  $t$ ,

$e_{it}$  = ο διαταρακτικός όρος της παλινδρόμησης ο οποίος εξ ορισμού, έχει μέσο 0 και υποθετικά σταθερή διακύμανση, ενώ η συνδιακύμανση των  $e_{it}$  θεωρείται μηδενική.

Επειδή ο διαταρακτικός όρος έχει μηδενικό μέσο, τότε η αναμενόμενη τιμή του  $R_{it}$  θα ισούται με το γενεσιουργό μηχανισμό  $a_i + b_i R_{mt}$ .

Επομένως έχουμε :  $E(R_{it}) = a_i + b_i R_{mt}$  (3)

Οι μη κανονικές αποδόσεις ορίζονται ως η διαφορά των αναμενόμενων αποδόσεων  $E(R_{it})$  από τις πραγματοποιημένες αποδόσεις  $R_{it}$ .

Επειδή  $e_{it} = E(R_{it}) - a_i - b_i R_{mt}$  μια άλλη διατύπωση των μη κανονικών αποδόσεων για το απλό υπόδειγμα αγοράς των είναι αυτή του διαταρακτικού όρου.

Για την εύρεση των μη κανονικών αποδόσεων στην περίπτωση συγχωνεύσεων χρησιμοποιείται το προσαρμοσμένο στην αγορά απλό μοντέλο παλινδρόμησης το οποίο θέτει  $a_i = 0$  και  $E(R_{it}) = b_i R_{mt}$

Το προσαρμοσμένο στην αγορά υπόδειγμα (market adjusted model) λαμβάνει ένα δείκτη ή ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο κατάλληλο ώστε η μετοχή προς αξιολόγηση να μπορεί να αναφερθεί ως προς αυτόν ως μέτρο σύγκρισης, θέτει το σταθερό όρο ίσο με το μηδέν και το συντελεστή της ανεξάρτητης μεταβλητής ίσο με ένα.

Επομένως έχουμε :  $E(R_{it}) = R_{mt}$  (4)

Οι μη κανονικές αποδόσεις θα ισούνται και σε αυτή την περίπτωση με :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (5)$$

Οι Fama και French χρησιμοποίησαν χαρτοφυλάκια μετοχών τα οποία διακρίθηκαν με βάση το μέγεθος των επιχειρήσεων και την προσδοκώμενη ανάπτυξη. Το μέγεθος μετρήθηκε με το γινόμενο του αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία επί την τρέχουσα αξία της μετοχής και η ανάπτυξη με βάση τον δείκτη BV/MV. Σχημάτισαν έναν πίνακα στις γραμμές του οποίου εμφανίζονται αποδόσεις χαρτοφυλακίων που αποτελούνται από μετοχές εταιρειών με ίδιο μέγεθος και στήλες που αποτελούνται από χαρτοφυλάκια εταιρειών με παρόμοιο δείκτη BV/MV [5].

Κατέληξαν στο υπόδειγμα των τριών μεταβλητών για την εκτίμηση των αναμενόμενων αποδόσεων, με την πρώτη να είναι η απόδοση της μετοχής πάνω από την αγορά, η δεύτερη η διαφορά των αποδόσεων μεταξύ εταιρειών με υψηλό δείκτη BV/MV και εταιρειών με χαμηλό BV/MV και η τρίτη η διαφορά των αποδόσεων μεταξύ εταιρειών υψηλής και χαμηλής κεφαλαιοποίησης. Επίσης για τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων μετά από μια συγχώνευση μπορεί να χρησιμοποιηθεί ένα υπόδειγμα όπου στη θέση της απόδοσης της χωρίς κίνδυνο επένδυσης λαμβάνεται η απόδοση του χαρτοφυλακίου ελάχιστης διακύμανσης.

Αυτό που ενδιαφέρει είναι ο μέσος όρος των μη κανονικών αποδόσεων των περιπτώσεων συγχωνεύσεων που χρησιμοποιήθηκαν ως δείγμα.

Προκειμένου για τον υπολογισμό μακροχρόνιων μη κανονικών αποδόσεων λαμβάνεται είτε η μέθοδος των συσσωρευμένων αποδόσεων είτε η μέθοδος των διακρατηθέντων έως τη λήξη αποδόσεων.

Οι δύο μέθοδοι καταλήγουν σε διαφορετικά αποτελέσματα όχι όμως τόσο διαφορετικά ώστε να διαμορφώνονται διαφορετικά συμπεράσματα ως προς τη μελέτη γεγονότος (event study). Επειδή η μέθοδος των συσσωρευμένων μη κανονικών αποδόσεων δεν λαμβάνει υπόψη της τον ανατοκισμό είναι δυνατό να είναι μεροληπτική. Οι Brand M. Barber και John D. Lyon [3] διαπίστωσαν χρησιμοποιώντας ένα τυχαίο δείγμα 10.000 παρατηρήσεων, ότι όταν οι μη κανονικές αποδόσεις υπολογισμένες με τη μέθοδο των διακρατηθέντων ως τη λήξη αποδόσεων είναι μικρότερες από περίπου 13%, τότε εμφανίζονται μικρότερες από τις μη κανονικές αποδόσεις υπολογισμένες με τη μέθοδο των συσσωρευμένων αποδόσεων κατά μέσο όρο σε ποσοστό 5%.

Η διαφορά αναμένεται να μειωθεί, καθώς οι μη κανονικές αποδόσεις υπολογισμένες με τη μέθοδο των διακρατηθέντων ως τη λήξη αποδόσεων αυξάνονται και πλησιάζουν το 28%, ενώ από οποιαδήποτε αύξηση και μετά ισχύει το αντίθετο.

Επειδή ο στατιστικός έλεγχος της υπόθεσης, ότι οι κανονικές αποδόσεις της μακροχρόνιας περιόδου υπολογισμένες με τη μέθοδο των συσσωρευμένων αποδόσεων είναι μηδενικές, ελέγχει ουσιαστικά τη μηδενική υπόθεση για τη μέση μηνιαία μη κανονική απόδοση αυτής της περιόδου, είναι προτιμότερο να εφαρμόζεται η μέθοδος των διακρατηθέντων έως τη λήξη αποδόσεων.

Έως το 1983 παρατέθηκαν έξι στατιστικές μελέτες, οι οποίες επεδίωξαν να εξακριβώσουν εάν οι μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστριών με έκδοση μετοχών, επιχειρήσεων, ένα έτος μετά τη συγχώνευση εμφανίζονται θετικές ή αρνητικές. Τα δεδομένα των έξι αυτών μελετών αξιολογήθηκαν από τους Jensen και Ruback οι οποίοι σχημάτισαν το γενικό συμπέρασμα ότι εμφανίζονται συστηματικές υποαποδόσεις [10]. Οι ίδιες μελέτες έδειξαν ότι οι αποδόσεις των μετοχών των αγοραστριών με μετρητά διατηρούνται ένα χρόνο μετά την ολοκλήρωση πάνω από τις κανονικές.

Σύμφωνα όμως με άλλο δείγμα εμπειρικών μελετών, όπως των Bradley και Jarell, Langetied, Agrawal, στις οποίες η μετά την εξαγορά χρονική περίοδος

διευρύνθηκε, δεν καταλήγουμε σε ένα σαφές συμπέρασμα, διότι εμφανίζουν αντικρουόμενα αποτελέσματα [10].

Οι P. Raghavendra και Theo Vermaelen [17] μελέτησαν το φαινόμενο των αρνητικών μη κανονικών αποδόσεων των αγοραστριών εταιρειών τρία χρόνια μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης. Λόγω του αποτελέσματος της στατιστικής ανάλυσης που διενήργησαν, δέχτηκαν την υπόθεση ότι η αγορά και οι διευθυντές υπερβάλλουν κατά την εκτίμηση μιας εταιρείας, της οποίας η μετοχή έχει αποδώσει θετικές μη κανονικές αποδόσεις και προσδοκούν την ανάλογη απόδοση και στο μέλλον. Ομοίως υπερεκτιμούν και τις προσδοκώμενες συνέργειες από μια πιθανή συγχώνευση. Σύμφωνα με την παραπάνω υπόθεση οι επενδυτές θα διατηρήσουν υψηλά τη μετοχή κατά την περίοδο της ανακοίνωσης της συγχώνευσης, στη συνέχεια όμως σταδιακά θα επανεκτιμήσουν τη θέση τους. Διαίρεσαν το δείγμα τους σε εξαγοράζουσες εταιρείες με χαμηλό λόγο BV/MV (glamour acquirers) και σε εξαγοράζουσες με υψηλό (value acquires) και ακολούθως τις ταξινόμησαν ανάλογα με το μέγεθος σύμφωνα με τη μεθοδολογία Fama-French.

Προηγουμένως δημιούργησαν 50 χαρτοφυλάκια με εταιρείες του NYSE (New York Stock Exchange), σύμφωνα με τη μεθοδολογία με την οποία ταξινόμησαν το δείγμα τους, των οποίων χαρτοφυλακίων οι αποδόσεις λειτούργησαν ως μέτρο σύγκρισης για τις αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών του δείγματός τους [17].

Παρατήρησαν ότι στη μακροχρόνια περίοδο οι εταιρείες με χαμηλό δείκτη MV/BV εμφάνισαν θετικές μη κανονικές αποδόσεις και αυτές με υψηλό, αρνητικές. Παρότι οι αγοράστριες εταιρείες με υψηλό MV/BV τείνουν να χρηματοδοτούν τις συγχωνεύσεις τις οποίες πραγματοποιούν κατά το περισσότερο με έκδοση μετοχών από ότι οι αγοράστριες με χαμηλό MV/BV τα αποτελέσματα της έρευνάς τους δεν αποδίδουν ερμηνευτική ισχύ στη συγκεκριμένη θεωρία.



Ο λόγος ήταν ότι οι εταιρείες με υψηλό MV/BV, οι οποίες χρησιμοποίησαν μετρητά για την εξαγορά, επίσης εμφάνισαν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις.

Η σχέση μεταξύ τρόπου χρηματοδότησης και μακρόχρονων μη κανονικών αποδόσεων μετά από τις συγχωνεύσεις την περίοδο 1970-1989 επιχειρήθηκε να προσδιοριστεί από μελέτη των Tim Loughran και Anand M. Vijh [12].

Τελική τοποθέτηση της μελέτης ήταν ότι κατά μέσο όρο οι μετοχές των εταιρειών που χρησιμοποίησαν τη μέθοδο της ανταλλαγής μετοχών παρουσίασαν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις, ενώ οι μετοχές των εταιρειών που εξαγόρασαν με μετρητά παρουσίασαν σημαντικές θετικές αποδόσεις κάτι το οποίο ενισχύει τη θεωρία των υπερεκτιμημένων μετοχών.

Ο Gregory [1] θεώρησε ενδιαφέρον το γεγονός της συστηματικής υπό απόδοσης των αγοραστριών εταιρειών στο χρηματιστήριο του Λονδίνου κατά το παρελθόν χωρίς αυτή να έχει ταυτόχρονα κάποια επίδραση στη συμπεριφορά των αγορών. Σε μια αποδοτική αγορά θα έπρεπε η συστηματική υπό απόδοση να αποτελεί πληροφορία, η ενσωμάτωση της οποίας να έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης.

Υπέθεσε αρχικά ότι το μειονέκτημα δεν βρίσκεται στη συμπεριφορά των αγορών αλλά στον τρόπο υπολογισμού των μη κανονικών αποδόσεων και συγκεκριμένα στις ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούν τα διάφορα υποδείγματα. Χρησιμοποίησε έξι διαφορετικά υποδείγματα εκτίμησης των αναμενόμενων κανονικών αποδόσεων σε τρία εκ των οποίων υπάρχει προσαρμογή ανάλογα με το μέγεθος των εταιρειών που αποτελούν το δείγμα, το CAPM, το υπόδειγμα τριών μεταβλητών των Fama-French και το υπόδειγμα Hoare-Covett. Η μεταβλητότητα της απόδοσης αποδίδεται κατά ποσοστό διαφορετικά στους διαφορετικούς ανεξάρτητους παράγοντες σε κάθε ένα, αλλά τα συμπεράσματα που προκύπτουν από όλα τα χρησιμοποιηθέντα υποδείγματα συγκλίνουν στο ότι οι μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών επιδεινώνονται στη μακροχρόνια περίοδο.

Οι παραπάνω αναλύσεις υπογραμμίζουν τη σημασία της εξέλιξης των μη κανονικών αποδόσεων μετά τη συγχώνευση.

Οι Gang και Gregory [4] συνέκριναν τη νεοκλασική θεωρία συγχωνεύσεων με τη θεωρία των υπερεκτιμημένων μετοχών. Αυτή συνίσταται αρχικά στον προσδιορισμό των προβλέψεων που προκύπτουν από τα υποδείγματά τους και τον έλεγχο αν οι προβλέψεις αυτές επαληθεύονται από τα ιστορικά στοιχεία.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## 8. Μεθοδολογία

Στην προσπάθεια να απαντηθεί το ερώτημα του τι προκαλεί τα κύματα συγχωνεύσεων, ελέγχθηκαν οι δυο βασικές θεωρίες οι οποίες έχουν αναπτυχθεί προκειμένου να δώσουν απάντηση, δηλαδή η νεοκλασική θεωρία και η θεωρία των υπερεκτιμημένων μετοχών.

Ο έλεγχος των θεωριών αυτών ήταν εφικτός διότι και οι δυο οδηγούν σε συγκεκριμένες και μετρήσιμες προβλέψεις σχετικά με τις μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις των εταιρειών οι οποίες εξαγόρασαν άλλες.

Οι συγκεκριμένες προβλέψεις είναι οι εξής : (α) σύμφωνα με τη θεωρία των υπερεκτιμημένων μετοχών οι μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών, οι οποίες εξαγόρασαν χρησιμοποιώντας μετοχές, θα είναι αρνητικές, (β) σύμφωνα με νεοκλασική θεωρία οι παραπάνω μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις θα είναι μηδενικές, (γ) σύμφωνα με τη θεωρία των υπερεκτιμημένων μετοχών οι μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις των εταιρειών, οι οποίες εξαγόρασαν με μετρητά, θα είναι θετικές και (δ) σύμφωνα με τη νεοκλασική θεωρία οι παραπάνω μη κανονικές αποδόσεις θα είναι μηδενικές.

Οι προβλέψεις (α) και (γ) οδηγούν στις υποθέσεις  $H_1$  και  $H_2$  αντίστοιχα, οι οποίες, εάν επαληθεύονται από την εμπειρική έρευνα, τότε συμπεραίνουμε ότι ισχύει η θεωρία των υπερεκτιμημένων μετοχών.

$H_1$  : Οι μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις θα είναι αρνητικές για τις εξαγορές με μετοχές.

$H_2$  : Οι μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις θα είναι θετικές για τις εξαγορές με μετρητά.

Οι προβλέψεις (β) και (δ) οδηγούν στις μηδενικές υποθέσεις των υποθέσεων  $H_1$  και  $H_2$  αντίστοιχα και εάν επαληθεύονται από την εμπειρική έρευνα τότε συμπεραίνουμε ότι ισχύει η νεοκλασική θεωρία.

$H_{1(0)}$  : Οι μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις θα είναι μηδενικές για τις εξαγορές με μετοχές.

$H_{2(0)}$  : Οι μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις θα είναι μηδενικές για τις εξαγορές με μετρητά.

Ο πληθυσμός από τον οποίο αντλήθηκε το δείγμα είναι οι εξαγορές οι οποίες πραγματοποιήθηκαν από εισηγμένες εταιρείες στο χρηματιστήριο του Λονδίνου από το 1997 έως το 2010. Η χρονική περίοδος περιλαμβάνει δυο κύματα συγχωνεύσεων τα οποία διακρίνονται για τον παγκόσμιο χαρακτήρα τους από τη στιγμή που εμφανίστηκαν και στις Ηνωμένες Πολιτείες και στην ηπειρωτική Ευρώπη με τα ίδια χαρακτηριστικά.

Ο όρος μη κανονικές αποδόσεις ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ των πραγματοποιημένων αποδόσεων και των κανονικών αποδόσεων 12, 24 και 36 μήνες μετά το μήνα ανακοίνωσης της εξαγοράς και ως κανονικές αποδόσεις επιλέχθηκαν αυτές του δείκτη FTSE ALLSHARE.

Με άλλη διατύπωση, χρησιμοποιήθηκε το προσαρμοσμένο στην αγορά υπόδειγμα, όπου ως ανεξάρτητη μεταβλητή ελήφθη ο δείκτης FTSE ALLSHARE προκειμένου να μετρηθούν οι αναμενόμενες αποδόσεις, οι οποίες θεωρούνται κανονικές και προτιμήθηκε έναντι του απλού μοντέλου παλινδρόμησης, διότι οι συντελεστές Beta παρατηρούνται μη σταθεροί σε διαφορετικές χρονικές περιόδους.

Προκειμένου να αντληθούν οι περιπτώσεις εξαγορών χρησιμοποιήθηκε η βάση δεδομένων Thomson One Banker ενώ οι μηνιαίες αποδόσεις των μετοχών και οι μηνιαίες μεταβολές του δείκτη FTSE ALLSHARE αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Datastream.

Οι μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις μετρήθηκαν με τη μέθοδο των κρατηθέντων ως τη λήξη αποδόσεων (Buy and Hold Abnormal Returns ή BHAR).

Η απόδοση μιας κρατηθείσας ως τη λήξη μετοχής μείον την απόδοση της κρατηθείσας ως τη λήξη επένδυσης στο δείκτη FTSE ALLSHARE (BHAR) υπολογίστηκε ως εξής:

$$BHAR_{iv} = \prod_{t=1}^v [1 + Rit] - \prod_{t=1}^v [1 + Rmt] \quad (6)$$

όπου :  $Rit$  = η απόδοση της μετοχής  $i$  το μήνα  $t$  ,

$Rmt$  = η απόδοση του δείκτη FTSE ALLSHARE το μήνα  $t$  και

$v$  = ο αριθμός των μηνών εκτίμησης.

Ο έλεγχος των υποθέσεων  $H_1$ ,  $H_2$ ,  $H_{1(0)}$  και  $H_{2(0)}$  διενεργήθηκε με την εύρεση του μέσου όρου των μακροχρόνιων μη κανονικών αποδόσεων (Average Buy and Hold Abnormal Returns ή ABHAR) κάθε συγκεκριμένου δείγματος.

Οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις υπολογίστηκαν ως εξής :

$$ABHAR_v = \frac{\sum_{i=1}^n BHAR_{iv}}{n} \quad (7)$$

όπου:  $n$  = ο αριθμός των μη κανονικών αποδόσεων.

Το δείγμα δεν περιλαμβάνει περιπτώσεις εξαγορών για τις οποίες :

- α) δεν υπήρχε διαθέσιμη ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς,
- β) η αξία εξαγοράς ήταν μικρότερη από το 10% της αξίας κεφαλαιοποίησης της αγοράστριας εταιρείας,
- γ) η αγοράστρια εταιρεία είχε πραγματοποιήσει και άλλη σημαντική εξαγορά εντός περιόδου τριών ετών,
- δ) η αγοράστρια έπαυσε να υπάρχει εντός ενός έτους μετά το μήνα ανακοίνωσης και
- ε) η αγοράστρια ανήκε στο χρηματοπιστωτικό κλάδο.

Προκειμένου να επιλεγεί το δείγμα εξετάστηκε κάθε περίπτωση μετά τους παραπάνω περιορισμούς και ταξινομήθηκε είτε ως εξαγορά με μετρητά, είτε ως εξαγορά με ανταλλαγή μετοχών, είτε ως μικτή εξαγορά.

Ως εξαγορές θεωρούνται αυτές που είχαν σαν αποτέλεσμα είτε η αποκτώμενη εταιρεία να συγχωνευθεί με την αγοράστρια, είτε η αγοράστρια να αποκτήσει κατά τη συγκεκριμένη εξαγορά το 50% τουλάχιστον των μετοχών της αποκτώμενης.

Εάν η εξαγορά πραγματοποιήθηκε κατά 100% με μετοχές, ταξινομήθηκε στις εξαγορές με μετοχές.

Εάν η εξαγορά πραγματοποιήθηκε κατά 100% με μετρητά ταξινομήθηκε στις εξαγορές με μετρητά.

Εάν η εξαγορά πραγματοποιήθηκε κατά ένα ποσοστό με μετοχές και κατά ένα ποσοστό με μετρητά ταξινομήθηκε στις μικτές εξαγορές.

Το δείγμα αποτελείται συνολικά από 295 περιπτώσεις εξαγορών, οι οποίες στη συνέχεια διακρίθηκαν ανά μέθοδο χρηματοδότησης σύμφωνα με τα παραπάνω. Επιπλέον, κάθε μια από τις τρεις κατηγορίες που προέκυψαν διαιρέθηκε περαιτέρω σε εξαγορές στο εσωτερικό και σε εξαγορές στο εξωτερικό, ανάλογα με την τοποθεσία εγκατάστασης της αποκτώμενης εταιρείας.

Το μέγεθος των δειγμάτων που προέκυψαν μετά τις παραπάνω ταξινομήσεις εμφανίζεται στον Πίνακα 1.

## 9. Συμπεράσματα

Εξετάζοντας την ιστορία των κυμάτων συγχώνευσης από τα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα παρατηρούμε αρχικά ότι κάθε ένα εμφανίζει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, τα οποία δεν παρουσιάζονται στα υπόλοιπα, κάτι το οποίο καθιστά ανέφικτη την εφαρμογή οποιουδήποτε υποδείγματος το οποίο θα εξάγει ένα καθολικό συμπέρασμα για όλα τα κύματα. Τα πρώτα δυο κύματα ήταν αποτέλεσμα εκτός της χρηματιστηριακής ανόδου, η οποία επέτρεψε την εξαγορά άλλων επιχειρήσεων με έκδοση μετοχών, και συνέπεια αλλαγών στη νομοθεσία. Το τρίτο κύμα συνέπεσε και αυτό με χρηματιστηριακή άνοδο, αλλά θεωρήθηκε ότι προκλήθηκε από υπερβάλλουσα ρευστότητα επιτυχημένων επιχειρήσεων. Το τέταρτο χαρακτηρίστηκε από υψηλό δανεισμό των επιχειρήσεων, οι οποίες εξαγόραζαν και μπορεί να θεωρηθεί και ως αποτέλεσμα του προηγούμενου κύματος. Το πέμπτο και έκτο κύμα συνδυάστηκαν με άνοδο των χρηματιστηρίων, ήταν παγκόσμια φαινόμενα και δεν έχει προταθεί κάποιος κοινά αποδεκτός λόγος για την εμφάνισή τους. Αποτέλεσαν το χρονικό διάστημα από το οποίο αντλήθηκε το δείγμα αν αγνοηθούν οι περιορισμοί που αναφέρθηκαν στη μεθοδολογία.

Από τα στοιχεία του Πίνακα 2 παρατηρούμε ότι, για το σύνολο των εξαγορών με μετοχές τα αποτελέσματα για το συγκεκριμένο δείγμα που εξετάστηκε δείχνουν ότι οι υπερεκτιμημένες μετοχές των αγοραστριών εταιρειών επέδρασαν σημαντικά στον τρόπο χρηματοδότησης των εξαγορών, κάτι το οποίο είναι σύμφωνο με την υπόθεση  $H_1$ , άρα και με τη θεωρία των υπερεκτιμημένων μετοχών. Το παραπάνω συμπέρασμα ισχύει αν πάρουμε χρονικό ορίζοντα 2 και 3 ετών, αλλά δεν ισχύει αν πάρουμε χρονικό ορίζοντα 1 έτους.

Στο ίδιο συμπέρασμα οδηγούμαστε αν εξετάσουμε εξαγορές με μετοχές μόνο στο εσωτερικό ή μόνο στο εξωτερικό, σύμφωνα με τα αποτελέσματα για τις μη κανονικές αποδόσεις όπως εμφανίζονται στον παραπάνω πίνακα για τις εξαγορές με μετοχές στο εσωτερικό και για τις εξαγορές με μετοχές στο εξωτερικό.

Όταν η εξαγορά πραγματοποιείται με μετρητά συνολικά στο εσωτερικό και εξωτερικό, διαπιστώνουμε θετικές μέσες μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις που όμως είναι στατιστικά μη σημαντικές σύμφωνα με τα αποτελέσματα για τις μη κανονικές αποδόσεις όπως εμφανίζονται στον Πίνακα 3 του παραρτήματος, για τις εξαγορές με μετρητά στο σύνολο. Αναλύοντας τα παραπάνω σε εξαγορές στο εσωτερικό και εξαγορές στο εξωτερικό παρατηρούμε σύμφωνα με το Πίνακα 3, ότι :

- α) Για τις εξαγορές με μετρητά στο εσωτερικό, ισχύει η θεωρία των υπερεκτιμημένων μετοχών για το συγκεκριμένο δείγμα.
- β) Οι μη κανονικές αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών, οι οποίες εξαγόρασαν με μετρητά εταιρεία εκτός των συνόρων του Ηνωμένου Βασιλείου, είναι αρνητικές για το δείγμα, σε αντίθεση με τις μη κανονικές αποδόσεις των εταιρειών που εξαγόρασαν με μετρητά στο εσωτερικό.

Η επίπτωση της ατελούς πληροφόρησης της διεύθυνσης της αγοράζουσας εταιρείας για την εταιρεία στόχο στο εξωτερικό, είναι ίσως ο λόγος ο οποίος οδηγεί σε επιδείνωση των μακροχρόνιων μη κανονικών αποδόσεων για το σύνολο του δείγματος εξαγορών με μετρητά σε συνδυασμό με τον αυξημένο κίνδυνο μιας επένδυσης στο εξωτερικό, οι συνέπειες του οποίου επηρεάζουν τα θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία της εταιρείας που επενδύει. Αντίθετα οι συγχωνεύσεις με μετοχές στο εξωτερικό λόγω του αναμενόμενου φιλικότερου χαρακτήρα δεν εμφανίζουν την ίδια συμπεριφορά.

Ένας επιπλέον λόγος που οδηγεί στο συμπέρασμα ότι τα αποτελέσματα για τις εξαγορές με μετρητά στο εξωτερικό μεροληπτούν εναντίον της θεωρίας των υπερεκτιμημένων μετοχών είναι απρόθυμοι να δεχτούν μετοχές εταιρειών από άλλη χώρα [7], συνεπώς εταιρείες με υπερεκτιμημένες μετοχές τείνουν να χρησιμοποιούν μετρητά σε τέτοια περίπτωση.

Εξετάζοντας μικτές εξαγορές στο εσωτερικό για το συγκεκριμένο δείγμα, παρατηρούμε από τον Πίνακα 4 του παραρτήματος ότι οι μη κανονικές αποδόσεις είναι αρνητικές και μάλιστα στατιστικά σημαντικές, κάτι το οποίο επαληθεύει την υπόθεση  $H_1$ , καθώς η εταιρεία η οποία πραγματοποιεί



εξαγορά με τη μικτή μέθοδο χρηματοδότησης έχει χρησιμοποιήσει μετοχές σε κάποιο ποσοστό. Το ίδιο συμπέρασμα προκύπτει για το σύνολο, αλλά με μεγαλύτερο επίπεδο σημαντικότητας όπως φαίνεται από τον Πίνακα 4.

Η επιλογή της μεθόδου χρηματοδότησης εξαγοράς πιθανόν εξαρτάται και από άλλους παράγοντες εκτός της υπερεκτίμησης από την αγορά των μετοχών των αγοραστριών εταιρειών, κατά το χρόνο προ της εξαγοράς. Τέτοιοι παράγοντες μπορεί να είναι η επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση της αγοράστριας εταιρείας, φορολογικές επιπτώσεις τόσο στην αγοράστρια όσο και στους μετόχους της αποκτώμενης, τα ελεύθερα χρηματικά διαθέσιμα της αγοράστριας και η ατελής πληροφόρηση των μετόχων της αποκτώμενης εταιρείας.

Στην παρούσα έρευνα εξετάστηκαν αποκλειστικά οι δυο θεωρίες ερμηνείας των κυμάτων συγχωνεύσεων, αυτή των υπερεκτιμημένων μετοχών και η νεοκλασική θεωρία.

Το συμπέρασμα για το συνολικό δείγμα είναι ότι ισχύουν οι υποθέσεις  $H_1$  και  $H_2$  οι οποίες υποστηρίζουν τη θεωρία των υπερεκτιμημένων μετοχών.

## 10. Βιβλιογραφία

1 Alan Gregory , “An Examination of the long run performance of UK acquiring firms” *Journal of Business Finance*, 24 (7) & (8), September 1997, 0306-686.

2 Alan Gregory, Steve McCorrison “Foreign acquisitions by UK limited companies : short – and long-run performance” *Journal of Empirical Finance* 12 (2005) 99-125.

3 Barber, B. and J. Lyon (1997), “Detecting Long Run Abnormal Stock Returns : The Empirical Power and Specification of Test Statistics”, *Journal of Financial Economics*, 43 : 341-372.

4 Bi, X.G. and A. Gregory (2011) “Stock Market Driven Acquisitions versus the Q Theory of Takeovers : The UK Evidence”, *Journal of Business Finance and Accounting*, 38 (5&6) : 628-656.

5 Brigham Ehrhardt (2011) *Financial Management :Theory and Practice* 13 Edition South-Western Cengage Learning

6 Charles H. Berry (1975) *Corporate growth and diversification* , Princeton University Press.

7 Conn, R.L., Cosh, A., Guest, P.M. and A. Hughes (2005), “The Impact of UK Acquirers of Domestic, Cross-Border, Public and Private Acquisitions”, *Journal of Business, Finance and Accounting*, 32 : 815-870.

8 Fama, E.F. (1998) “Market efficiency, long-term returns and behavioral finance”, *Journal of Financial Economics*, 49 : 283-306.

9 Holmstrom, B. and S.N. Kaplan (2001), “Corporate Governance and Merger Activity in the United States : Making Sense of the 1980s and the 1990s”, *The Journal of Economic Perspectives*, 15 : 121-144.

10 Jensen, M.C. and Ruback, R.S. (1983), "The Market for Corporate Control : The Scientific Evidence", *Journal of Finance Economics*, 11 : 5-50.

11 Krishna G. Palepu, Paul M. Healy and Erick Peek (2008) *Business Analysis and Valuation*, Text and Cases Second Edition.

12 Loughran, T. and A.M. Vijh (1997), "Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions", *Journal of Finance*, 52 : 1765-1790.

13 Martin, K. (1996) "The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership" *Journal of Finance*, 5 : 1227-1246.

14 Martynova, M. and L. Renneboog (2008) "A century of corporate takeovers : What have we learned and where do we stand?" *Journal of Banking and Finance*, 32 (10) : 2148-2177.

15 Martynova, M. and L. Renneboog "The performance of the European market for corporate control: evidence from the 5<sup>th</sup> takeover wave", *European Financial Management* ,forthcoming .

16 Owen Sian (2006) "The history and mystery of merger waves. A UK and US perspective". *School of Banking and Finance ,University of New South Wales* .

17 Rau, P.R. and T. Vermaelen (1998), "Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms", *Journal of Finance Economics*, 49 : 223-253.

18 Rhodes-Kropf, M. and S. Viswanathan (2004), "Market Valuation and Merger Waves", *Journal of Finance*, 59 : 2685-2718.

19 Shleifer, A. and R.W. Vishny (2003), "Stock Market Driven Acquisitions", *Journal of Finance Economics*, 70 : 295-311.

20 Sudi Sudarsanam and Ashraf A. Mahate *Journal of Business, Finance and Accounting*, 30(1) &(2) 2003, 0306-686X

21 Terence E Cooke (1986) *Mergers & Acquisitions* Basil Blackwell .

22 Thomas E. Coperland, J. Fred Weston and Kuldeep Shastri (2005) *Financial Theory and Corporate Policy* , Pearson Addison Wesley Forth Edition.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## 11. ΠΙΝΑΚΕΣ

### Πίνακας 1

Αριθμός μη κανονικών αποδόσεων εξαγοραστριών εταιρειών σε διάφορα χρονικά διαστήματα μετά το μήνα ανακοίνωσης της εξαγοράς

	Χρονικό διάστημα		
	1 έτους	2 ετών	3 ετών
Εξαγορές με μετοχές	102	94	86
(εσωτερικό)	(80)	(74)	(69)
(εξωτερικό)	(22)	(20)	(17)
Εξαγορές με μετρητά	125	114	109
(εσωτερικό)	(77)	(71)	(68)
(εξωτερικό)	(48)	(43)	(41)
Μικτές εξαγορές	68	56	50
(εσωτερικό)	(41)	(34)	(32)
(εξωτερικό)	(27)	(22)	(18)
Σύνολο	295	264	245

**Σημείωση :** Ο Πίνακας 1 περιλαμβάνει τον αριθμό των μη κανονικών αποδόσεων των μετοχών των εξαγοραστριών εταιρειών ανά μέθοδο χρηματοδότησης (γραμμές πίνακα) και χρονικό διάστημα μετά το μήνα ανακοίνωσης της εξαγοράς (στήλες πίνακα).

## Πίνακας 2

Μέσες μη κανονικές αποδόσεις μετοχών εταιρειών που  
εξαγόρασαν με μετοχές

	1 έτος μετά το μήνα ανακοίνωσης της εξαγοράς (ABHAR <sub>12</sub> )	2 έτη μετά το μήνα ανακοίνωσης της εξαγοράς (ABHAR <sub>24</sub> )	3 έτη μετά το μήνα ανακοίνωσης της εξαγοράς (ABHAR <sub>36</sub> )
Εξαγορές με μετοχές συνολικά	0,016	-0,071	-0,135
t-Statistic, P-Value	(0,3), (0,38)	(-1,40), (0,08)	(-2,11), (0,017)
Εξαγορές με μετοχές στο εσωτερικό	0,018	-0,08	-0,124
t-Statistic, P-Value	(0,29), (0,39)	(-1,12), (0,13)	(-1,83), (0,033)
Εξαγορές με μετοχές στο εξωτερικό	-0,006	-0,02	-0,165
t-Statistic, P-Value	(-0,07), (0,47)	(-0,22), (0,41)	(-1,97), (0,024)

**Σημείωση :** Στον Πίνακα 2 παρουσιάζονται οι μέσες μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις (ABHAR) των μετοχών των εξαγοραστριών εταιρειών που χρησιμοποίησαν ως μέθοδο χρηματοδότησης ανταλλαγή μετοχών για ένα, δυο και τρία έτη μετά το μήνα ανακοίνωσης της εξαγοράς.

Στις δυο τελευταίες γραμμές του Πίνακα παρουσιάζονται οι παραπάνω μέσες μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις ανάλογα με την τοποθεσία εγκατάστασης της αποκτώμενης εταιρείας. Τα στοιχεία στις παρενθέσεις είναι η στατιστική  $-t$  και η P-Value οι οποίες ελέγχουν την πιθανότητα οι μέσες μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις να είναι μηδενικές.

### Πίνακας 3

Μέσες μη κανονικές αποδόσεις μετοχών εταιρειών που  
εξαγόρασαν με μετρητά

	1 έτος μετά το μήνα ανακοίνωσης της εξαγοράς (ABHAR <sub>12</sub> )	2 έτη μετά το μήνα ανακοίνωσης της εξαγοράς (ABHAR <sub>24</sub> )	3 έτη μετά το μήνα ανακοίνωσης της εξαγοράς (ABHAR <sub>36</sub> )
Εξαγορές με μετρητά συνολικά	0,03	0,02	0,06
t-Statistic, P-Value	(0,65), (0,25)	(0,45), (0,32)	(0,82), (0,206)
Εξαγορές με μετρητά στο εσωτερικό	0,06	0,08	0,151
t-Statistic, P-Value	(0,82), (0,209)	(1,09), (0,138)	(1,41), (0,079)
Εξαγορές με μετρητά στο εξωτερικό	0,00	-0,06	-0,08
t-Statistic, P-Value	(-0,04), (0,48)	(-0,73), (0,23)	(-0,78), (0,217)

**Σημείωση :** Στον Πίνακα 3 παρουσιάζονται οι μέσες μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις (ABHAR) των μετοχών των εξαγοραστριών εταιρειών που χρησιμοποίησαν ως μέθοδο χρηματοδότησης μετρητά για ένα, δυο και τρία έτη μετά το μήνα ανακοίνωσης της εξαγοράς.

Στις δυο τελευταίες γραμμές του Πίνακα παρουσιάζονται οι παραπάνω μέσες μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις ανάλογα με την τοποθεσία εγκατάστασης της αποκτώμενης εταιρείας. Τα στοιχεία στις παρενθέσεις είναι η στατιστική  $-t$  και η P-Value οι οποίες ελέγχουν την πιθανότητα οι μέσες μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις να είναι μηδενικές.

#### Πίνακας 4

Μέσες μη κανονικές αποδόσεις μετοχών εταιρειών που εξαγόρασαν χρησιμοποιώντας τη μικτή μέθοδο εξαγοράς (κατά ένα ποσοστό μετοχές και κατά ένα ποσοστό μετρητά)

	1 έτος μετά το μήνα ανακοίνωσης της εξαγοράς (ABHAR <sub>12</sub> )	2 έτη μετά το μήνα ανακοίνωσης της εξαγοράς (ABHAR <sub>24</sub> )	3 έτη μετά το μήνα ανακοίνωσης της εξαγοράς (ABHAR <sub>36</sub> )
Μικτές εξαγορές συνολικά	0,134	-0,06	-0,181
t-Statistic, P-Value	(1,33), (0,093)	(-0,842), (0,20)	(-1,75), (0,040)
Μικτές εξαγορές στο εσωτερικό	0,17	-0,11	-0,23
t-Statistic, P-Value	(1,10), (0,135)	(-1,13), (0,129)	(-1,86), (0,031)
Μικτές εξαγορές στο εξωτερικό	-0,15	-0,16	-0,12
t-Statistic, P-Value	(-1,92), (0,028)	(-1,69), (0,045)	(-0,67), (0,25)

**Σημείωση :** Στον Πίνακα 4 παρουσιάζονται οι μέσες μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις (ABHAR) των μετοχών των εξαγοραστριών εταιρειών που χρησιμοποίησαν τη μικτή μέθοδο χρηματοδότησης για ένα, δυο και τρία έτη μετά το μήνα ανακοίνωσης της εξαγοράς.

Στις δυο τελευταίες γραμμές του Πίνακα παρουσιάζονται οι παραπάνω μέσες μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις ανάλογα με την τοποθεσία εγκατάστασης της αποκτώμενης εταιρείας. Τα στοιχεία στις παρενθέσεις είναι η στατιστική  $-t$  και η P-Value οι οποίες ελέγχουν την πιθανότητα οι μέσες μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις να είναι μηδενικές.



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ