



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΑΓΙΟΥ ΝΙΚΟΛΑΟΥ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ



ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΟΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΞΥΛΟΥΡΗΣ ΔΗΜΗΤΡΗΣ

ΦΟΙΤΗΤΗΣ : ΘΕΟΔΩΡΟΥ ΕΥΑΓΓΕΛΙΑ Α.Μ.1

ΑΓΙΟΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ 2009

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

| | |
|---|----|
| Εισαγωγή..... | 4 |
| Κεφάλαιο 1 | |
| 1.1.Ορισμοί, Είδη..... | 6 |
| 1.2.Τα Κίνητρα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών | 8 |
| 1.2.1.Οικονομικές Θεωρίες..... | 8 |
| 1.2.2.Διοικητικές Θεωρίες (managerial theories)..... | 11 |
| 1.2.3.Χρηματοοικονομική Θεωρία (finance theories)..... | 13 |
| 1.2.4.Στρατηγικές Θεωρίες (strategic management theories)..... | 15 |
| 1.2.5.Θεωρίες Συμπεριφοράς Οργανισμών (organizational & behavioral theories)..... | 15 |
| 1.2.6.Υπόδειγμα Κατανομής Κερδών με Βάση τις Διαφορές Θεωρίες..... | 16 |
| Κεφάλαιο 2 | |
| 2.1.Ιστορική Εξέλιξη Των Σ&Ε..... | 17 |
| 2.2.Κύματα Συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α..... | 17 |
| 2.3.Το Τέταρτο και Πέμπτο Κύμα (περίοδος 1980-2000)..... | 18 |
| 2.4.Κύματα Συγχωνεύσεων στις Χώρες της Ε.Ε (1987-2001)..... | 20 |
| 2.5.Η Ελληνική Εμπειρία στις Ε&Σ..... | 24 |
| Κεφάλαιο 3 | |
| 3.1.Μεθοδολογία Αποδοτικότητας Των Σ&Ε..... | 28 |
| 3.2.Μέθοδος Μη Κανονικών Αποδόσεων (abnormal returns)..... | 29 |
| 3.3.Μέθοδος Αξιολόγησης Λειτουργικής Απόδοσης Βάσει Λογιστικών Στοιχείων (Accounting Based Operational Performance Evaluation)..... | 31 |
| 3.4.Μέθοδος Θεμελιακής Αποτίμησης (Fundamental Valuation Techniques)..... | 31 |

Κεφάλαιο 4

| | |
|---|----|
| 4.1.Αποτελέσματα Εμπειρικών Μελετών..... | 33 |
| 4.1.1.Μέθοδος Μη Κανονικών Αποδόσεων (Abnormal Returns)..... | 33 |
| 4.1.2.Μέθοδος Αξιολόγησης Λειτουργικής Απόδοσης Βάσει Λογιστικών Στοιχείων (Accounting Based Operational Performance Evaluation)..... | 40 |

Κεφάλαιο 5

| | |
|--|----|
| 5.1.Λόγοι Αποτυχίας Σ&Ε..... | 46 |
| 5.2.Επίπτωση Των Σ&Ε στα Διευθυντικά Στελέχη..... | 54 |
| 5.3.Επίπτωση Των Σ&Ε στους Εργαζόμενους..... | 55 |
| 5.4.Παράγοντες που Επηρεάζουν την Απόδοση των Σ&Ε..... | 56 |

Κεφάλαιο 6

| | |
|----------------------------------|----|
| 6.1.Συμπεράσματα – Επίλογος..... | 60 |
|----------------------------------|----|

| | |
|--------------------------|-----------|
| Βιβλιογραφία..... | 62 |
|--------------------------|-----------|

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Από την αρχή της νέας χιλιετίας μπορούμε εύκολα να διακρίνουμε μια παγκόσμια εμπορική κρίση. Όλο και περισσότερες μικρές επιχειρήσεις χρεοκοπούν και η πλειοψηφία των μικρομεσαίων επιχειρήσεων προσπαθούν να αποκτήσουν ένα απαραίτητο κέρδος έτσι ώστε να επιβιώσουν. Τον τελευταίο χρόνο επίσης παρατηρούμε ότι η παγκόσμια οικονομική κρίση επηρεάζει και παγκόσμιους κολοσσούς επιχειρήσεων όπως (π.χ η General Motors, η επενδυτική AIG κ.α.) που είτε πτώχευσαν είτε έφτασαν πολύ κοντά . Κερδισμένοι από αυτήν την κρίση θα είναι αυτοί που θα προσπαθήσουν να αναπτύξουν νέα επιχειρηματικά μοντέλα, όπου θα παράγουν στρατηγικές σε γερές βάσεις και οι οποίοι θα είναι σε μια συνεχείς αναζήτηση καινοτόμων ιδεών. Στηριζόμενες στα παραπάνω οι επιχειρήσεις θεωρούν ότι ένας επιτυχείς και γρήγορος τρόπος για να δυναμώσουν την οικονομική τους ισχύ μέσα σε μια δύσκολη οικονομική περίοδο είναι οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές.

Οι Σ&Ε θεωρούνται από τους σύγχρονους τρόπους στρατηγικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων και περιγράφονται ως τρόπος με τον οποίο δύο εταιρείες ενώνονται με σκοπό να επιτύχουν συγκεκριμένους στρατηγικούς στόχους. Είναι συναλλαγές σημασίας όχι μόνο για τις ίδιες της επιχειρήσεις αλλά και για ολόκληρη την οικονομία αφού τις περισσότερες περιπτώσεις επενδύονται κολοσσιαία ποσά διεθνώς.

Το αντικείμενο με το οποίο θα ασχοληθούμε σε αυτή την εργασία όπως αναφέραμε, είναι η Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Σ&Ε) εταιριών. Σκοπός της έρευνας αυτής είναι να προσδιορίσουμε αρχικά και εν' συνεχεία να αξιολογήσουμε τους παράγοντες και τα κριτηρία βάσει των οποίων πρέπει να κινηθεί μια επιχείρηση για να υποστηρίξει στρατηγικά την αποτελεσματικότητα μιας Σ&Ε.

Οι Σ&Ε είναι ένας τομέας που μπορεί να μελετηθεί λαμβάνοντας υπόψη αρκετούς παράγοντες (εσωτερικούς και εξωτερικούς) που έχουν να κάνουν με τον βαθμό επιτυχίας η αποτυχίας των στρατηγικών κινήσεων που αφορούν τις επιχειρήσεις που πρόκειται να μπου σε αυτή τη διαδικασία .

Ακολουθεί μία αναφορά στους ορισμούς τα είδη και τα κίνητρα που θα αναλύσουμε. Στην συνέχεια θα γίνει μια αναδρομή στα κύματα των Σ&Ε στην Αμερική στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στην Ελλάδα αντίστοιχα. Κατόπιν θα αναλύσουμε τις μεθόδους αποδοτικότητας των Σ&Ε, θα αναφερθούμε σε εμπειρικές μελέτες καθώς και στις επιπτώσεις τους, όπως επίσης και στους λόγους αποτυχίας αυτών. Τέλος θα αναλύσουμε τα συμπεράσματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1.1.ΟΡΙΣΜΟΙ, ΕΙΔΗ

Οι έννοιες συγχώνευση(merger) και εξαγορά(acquisition) παρότι διαφέρουν εννοιολογικά και αποτελούν δυο διαφορετικές νομικές έννοιες, στην πράξη χρησιμοποιούνται μαζί για να δηλώσουν συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων κάτω από την ίδια διεύθυνση, έλεγχο, οικονομικούς στόχους και συμφέροντα. Η διαφορά των δύο εννοιών αναφέρονται στον τρόπο πραγματοποίησης της συνένωσης.

Τα είδη των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών κατηγοριοποιούνται με βάση διάφορα κριτήρια όπως:

A) Την νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μετά τη συγχώνευση και το λογιστικό χειρισμό της συγχώνευσης.

Με βάση το ελληνικό νομικό πλαίσιο(N.2190/20) υπάρχουν δύο είδη:

- **Εξαγορά(acquisition)**είναι η διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος ή και ολόκληρης της επιχείρησης (έναντι μετρητών),κατά την οποία η αγοράστρια εταιρία αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, κ οποία μπορεί και να εξακολουθεί να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου. Με αυτόν τον τρόπο η εξαγοραζόμενη επιχείρηση γίνεται θυγατρική εταιρία της εξαγοράζουσας.
- **Συγχώνευση(merger)** είναι η ενοποίηση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία(Ενεργητικό και Παθητικό) της απορροφωμένης εταιρίας μεταβιβάζονται στην απορροφώσα επιχείρηση,(έναντι μετοχών βάσει μιας καθορισθείσης σχέσεως ανταλλαγής). Κατόπιν αυτών, η απορροφώμενη επιχείρηση παύει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου (λύεται χωρίς να εκκαθαρίζεται), ενώ η απορροφώσα την διαδέχεται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της.

B)Με βάση τον τρόπο της προσφοράς εξαγοράς, διακρίνονται σε:

- **Δημόσια προσφορά στους μετόχους(Public Tender Offer)**

- **Συγχώνευση(merger)**
- **Proxy Fights (H.P.A)** αφορούν στη προσπάθεια μερίδας μετόχων ή του management να αποκτήσουν τον έλεγχο της εταιρίας και του Διοικητικού Συμβουλίου, προτρέποντας τους μετόχους να ψηφίσουν μέσω αντιπροσώπων (proxy contests).

Γ)Με βάση τη στάση/ διάθεση(mood)της διοικήσεως της εξαγοραζόμενης εταιρίας, διακρίνονται σε:

- **Εχθρική (hostile)**τέτοιες είναι οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές, που προκύπτουν, όταν υπάρχει μεγάλη διαφορά των δυο εμπλεκόμενων πλευρών. Στην περίπτωση αυτή η εξαγοράζουσα επιχείρηση προχωράει στην υλοποίηση των σχεδίων της είτε μέσω δημόσιας προσφοράς στους μετόχους, είτε αποκτώντας σιγά-σιγά και αθόρυβα πακέτα μετοχών της εξαγοραζόμενης ή με συνδυασμό και των δυο παραπάνω στρατηγικών.
- **Φιλική (friendly)**τέτοιες είναι οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές, που προκύπτουν, ύστερα από τη συμφωνία μεταξύ των διοικήσεων και των δυο εμπλεκόμενων πλευρών και τη δημοσιοποίηση στους μετόχους αυτών ότι εγκρίνουν αυτό το είδος συγκέντρωσης. Συνήθως γίνεται σύσταση στους μετόχους να εγκρίνουν και αυτοί τη συμφωνία, σύμφωνα με τις νόμιμες διαδικασίες, ενώ και το αντίτιμο της συμφωνίας έχει καθοριστεί από κοινού.

Συνήθως, οι δημόσιες προσφορές είναι εχθρικές και οι συγχωνεύσεις φιλικές.

Δ)Με βάση τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας ή το λεγόμενο βαθμό ολοκλήρωσης, διακρίνονται σε:

- **Συσχετισμένες(Related mergers ή concentric mergers)**που αφορούν στρατηγική συσχετισμένης διαφοροποίησης και χωρίζονται σε:

1. **Οριζόντιες συγχωνεύσεις(horizontal mergers)**που αφορούν στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας.

2. **Κάθετες συγχωνεύσεις(vertical mergers)**, που αφορούν σε διαφορετικά τμήματα των λειτουργιών της αλυσίδας αξίας, είτε προς τα εμπρός(forward vertical integration) είτε προς τα πίσω(backward vertical integration).

- **Ασυσχέτιστες(Unrelated mergers ή conglomerates)** που αφορούν σε κλάδους δραστηριότητας που δεν σχετίζονται άμεσα μεταξύ τους.

1.2.ΤΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΤΩΝ ΣΥΝΧΩΝΕΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

1.2.1.ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ

Οι θεωρίες αυτές υποστηρίζουν ότι τα κίνητρα των συγχωνεύσεων είναι κατά βάση οικονομικά. Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι ακόλουθες θεωρίες:

1. Μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης και του πλούτου των μετοχών. Η υπόθεση αυτή στηρίζεται πάνω στην νεοκλασική οικονομική προσέγγιση {Fredman (1953), Alchian (1950), Becker (1962)}, η οποία υποστηρίζει, ότι οι επιχειρήσεις για να επιβιώσουν σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον προωθούν στόχους μεγιστοποίηση κερδών, που μεταφράζουν στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετοχών. Με βάση αυτή την υπόθεση οι διοικήσεις των εταιριών θεωρούν τις εξαγορές ως ένα οποιοδήποτε άλλο επενδυτικό σχέδιο το οποίο θα πρέπει να αναλάβουν εάν η καθαρά παρούσα αξία του είναι θετική και μεγιστοποιεί τον πλούτο των μετοχών { Halpern (1983)}.

Με βάση τα ανωτέρω, η μεγιστοποίηση των κερδών από τις εξαγορές μπορεί να προέλθουν είτε **I) από την αύξηση της αποτελεσματικότητας (efficiency gains)** που οδηγεί σε μείωση του κόστους των προϊόντων, είτε **II) από την αύξηση της δύναμης στην αγορά (increase in market power)** που οδηγεί σε αύξηση της τιμής των προϊόντων.

α) Η αυξημένη αποτελεσματικότητα επιτυγχάνεται μέσω της επίτευξης συνεργειών σε:

-**Λειτουργικό επίπεδο (operational synergies).**Οι λειτουργικές συνεργίες μπορούν να προκύψουν από τις οικονομίες κλίμακος (economies of scale), οικονομίες φάσματος ή εύρους προϊόντων (economies of scope) και οικονομίες μάθησης και εμπειρίας (economies of learning/experience curve).Οι οικονομίες κλίμακος μπορούν να επιτευχθούν κυρίως στην περίπτωση των οριζοντίων συγχωνεύσεων, ενώ οι οικονομίες

φάσματος και μάθησης περισσότερο με συγχωνεύσεις επιχειρήσεων με συσχετισμένες ή και ασυσχέτιστες δραστηριότητες. Επίσης, λειτουργικές συνέργειες στην κατεύθυνση της μείωσης του κόστους μπορούν να προκύψουν και στις κάθετες συγχωνεύσεις από την εσωτερίκευση των εργασιών των εργασιών σε σύγκριση με την μεταφορά τους από την αγορά (make or buy decision), με γνώμονα τη θέση της επιχείρησης όπως διαμορφώνεται έναντι στις Πέντε Δυνάμεις του μικρι-περιβάλλοντός της που περιέγραψε ο Michael Porter.

- **Διοικητικό επίπεδο** (managerial synergies). Διοικητικές συνέργειες μπορούν να προκύψουν από το μοίρασμα των ικανοτήτων των διοικητικών ομάδων των συγχωνευομένων επιχειρήσεων, ή από την αντικατάσταση μίας αναποτελεσματικής ομάδας management της εξαγοραζόμενης εταιρίας από μία ικανότερη, αυτή του αγοραστή. Στο βαθμό που αυτές οι ικανότητες είναι εξειδικευμένες (specific capabilities)(π.χ. παραγωγή, έρευνα, marketing, κ.λ.π.) τότε αναμένεται ότι μπορούν να λειτουργήσουν καλύτερα σε οριζόντιες ή κάθετες συγχωνεύσεις, ενώ στο βαθμό που υπάρχουν, σε πιο γενικό επίπεδο (generic capabilities) (π.χ. διοίκηση, σχεδιασμός, έλεγχος) μπορούν να πραγματοποιηθούν και σε ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις.

-**Χρηματοοικονομικό επίπεδο** (financial synergies). Χρηματοοικονομικές συνέργειες μπορούν να δημιουργηθούν από:

- α) την αυξημένη δανειακή ικανότητα (increased debt capacity) που προκύπτει από την πιθανή διαφορά του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης μεταξύ των συγχωνευομένων εταιριών, ή από τη μειωμένη συσχέτιση των ταμειακών ροών των συγχωνευομένων επιχειρήσεων στην περίπτωση των conglomerate mergers, το οποίο λέγεται co-insurance effect [Lewellen(1971)] λόγω του ότι οι ροές της μίας επιχείρησης «ασφαλίζουν» κατά κάποιο τρόπο τις ροές της άλλης, μειώνοντας τον κίνδυνο χρεοκοπίας (default/bankruptcy risk) της ενιαίας εταιρίας.
- β) τη διαφορά μεταξύ πλεοναζόντων ταμειακών ροών (excess cashflows) στην επιχείρηση του bidder και επενδυτικών ευκαιριών (investment/ growth opportunities) της επιχείρησης του target [Markham (1973), και Myers & Majluf(1984)].
- γ) φορολογικές εξοικονομήσεις (tax savings) που παρέχει η κυβέρνηση (π.χ. μειωμένοι φορολογικοί συντελεστές για συγχωνεύσεις), είτε από τη μεταφορά ζημιών από τη μία

επιχείρηση στην άλλη για τη μείωση του πραγματικού φορολογικού συντελεστή (effective tax rate). Μελέτες από τους Auerbauch & Reishus (1987) και Hayn (1989) επιβεβαιώνουν τη σημασία της φορολογικής εκμετάλλευσης των ζημιών από τη μία επιχείρηση στην άλλη (carry-over effects).

Όπως είναι σαφές εκ των ανωτέρω, οι χρηματοοικονομικές συνέργειες, είναι φυσικό να αναμένονται κυρίως σε συγχωνεύσεις μη συσχετισμένων δραστηριοτήτων (conglomerates).

β) Η αύξηση στην δύναμη της αγοράς (Increase in Market Power) κυρίως μέσω οριζόντιας συγχώνευσης, είναι ένας άλλος τρόπος ο οποίος μπορεί να οδηγήσει σε αυξημένη κερδοφορία της ενιαίας επιχειρήσεως, καθώς αυτό οδηγεί σε μονοπωλιακά κέρδη (αύξηση της τιμής λόγω έλλειψης ανταγωνισμού). Αυτό μπορεί να συμβεί και στην περίπτωση των κάθετων συγχωνεύσεων καθώς, π.χ. η εξαγορά ενός βασικού προμηθευτή τις αυξάνει τα εμπόδια εισόδου στην αγορά. Εκτός από τις μελέτες τύπου P.I.M.S (Profitability Impact of Market Strategies) για τη σημασία του μεριδίου αγοράς στην κερδοφορία, εμπειρικές ακαδημαϊκές έρευνες, όπως του Mueller (1980) και Cowling, Stoneman, Cubbin, et.al.(1980) δείχνουν ότι πράγματι υπάρχει αυτός ο κίνδυνος, αλλά μετριάζεται σήμερα από την ισχύ των κανονισμών αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας.

2. Ασυμμετρία πληροφόρησης (information Asymmetries Hypothesis). Σύμφωνα με την θεωρία αυτή οι συγχωνεύσεις προκαλούνται λόγω των διαφορετικών εκτιμήσεων τις αξίας των επιχειρήσεων –στόχων που πηγάζουν από τη συμμετρική κατανομή των πληροφοριών μεταξύ των επενδυτών στην αγορά. Με την υπόθεση αυτή, αυτό που προκαλεί την διοίκηση του bidder να κάνει προσφορά εξαγοράς για μια άλλη εταιρία, είναι ότι μπορεί να πιστεύει, βάση προνομιακών πληροφοριών, ότι η εταιρία αυτή είναι υποτιμημένη από την αγορά (η οποία δεν διαθέτει τις ίδιες πληροφορίες και συνεπώς κάνοντας την εξαγορά μπορεί να αξιοποιήσει το πραγματικό δυναμικό της επιχείρησης. Το γεγονός, ότι ένας bidder αποδίδει μια υψηλότερη αξία στην συγκεκριμένη επιχείρηση στέλνει ένα μήνυμα στην αγορά (signaling theory) και φυσικά σε άλλους επίδοξους bidders, ότι η πραγματική αξία της είναι μεγαλύτερη, και συνεπώς υπάρχουν και περιθώρια για κέρδη. Εμπειρικές μελέτες όπως του Dodd & Ruback (1977) και

Bradley, Desai & Kim (1983) επιβεβαίωσαν την σχέση μεταξύ ασυμμετρίας των πληροφοριών και της δραστηριότητας των εξαγορών, δείχνοντας ότι οι τιμές των μετοχών των targets που έχουν δεχτεί την δημόσια προσφορά, εξακολουθούν να ανέρχονται και μετά την αποτυχία της προσφοράς ανεξάρτητα από την τελική έκβαση αυτής. Αυτό το γεγονός εξηγείται από την διοχέτευση αυτών των προνομιακών πληροφοριών στην αγορά που έχει ως συνέπεια την ανατίμηση της αξίας της επιχείρησης (“sitting on a gold mine hypothesis”).

3. Θεωρία οικονομικής διαταράξεως (Economic Disturbance Theory) και Υπεραντίδρασης της Αγοράς (Market Overreaction Hypothesis). Η θεωρία της διαταράξεων των αγορών που περιεγράφη ανωτέρω και φαίνεται, ότι γενικά ισχύει για την εξήγηση των merger waves, αποτέλεσε τη βάση για την ανάπτυξη της θεωρίας της υπραντιδράσεως των αγορών από τους DeBondt & Thaler (1985), που επηρεάστηκε και από τα ευρήματα των Shiller (1984, 1989) και Geroski (1984) σχετικά με την μη ορθολογική ψυχολογία των επενδυτών και της αγοράς (fads and fashion movements). Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή οι αγορές τείνουν να αντιδρούν υπερβολικά στις ανακοινώσεις καλών ή κακών πληροφοριών σε μικρο- και μακροοικονομικό επίπεδο. Η σχέση μεταξύ δραστηριότητας των Σ&Ε και υπεραντίδρασης των αγορών αποδείχθηκε στη μελέτη των DeBondt & Thompson (1992).

4. Θεωρία Παιγνίων (Games theory). Η θεωρία παιγνίων ασχολείται «με την ανάλυση λήψης άριστων αποφάσεων, όταν όλοι εκείνη που λαμβάνουν τις αποφάσεις δρουν ορθολογικά, και καθένας εξ αυτών προσπαθεί να προβλέψει τις κινήσεις και τις αντιδράσεις των υπολοίπων ». Η εφαρμογή της θεωρίας αυτής στο πεδίο των επιχειρήσεων, περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις αντιδρούν σε ορισμένες πιθανές κινήσεις των ανταγωνιστών τους. Υπό το πλαίσιο της θεωρίας αυτής εξηγείται το φαινόμενο των συγχωνεύσεων στους διάφορους κλάδους δραστηριότητας (industry clustering). Χαρακτηριστική περίπτωση, αποτελούν οι συγχωνεύσεις που έλαβαν χώρα στο Ελληνικό Τραπεζικό σύστημα την περίοδο 1998-2000, οι συγχωνεύσεις των πετρελαιοειδών εταιριών την περίοδο 1998-2001, μεταξύ BP-Amoco, Mobil Exxon, Chevron Texaco και BP-Conoco.

1.2.2. ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ (Managerial theories)

Οι θεωρίες αυτές βασίσθηκαν αρχικά στις απόψεις των Winter (1964), Meckling (1976) Galbraith(1967), σχετικά με την κατάσταση που επικρατεί σε αγορές που δεν επικρατεί τέλειος ανταγωνισμός, με αποτελέσματα, οι διοικήσεις των εταιριών να επιδιώκουν στόχους αύξησης μεγέθους αντί για αύξηση των κερδών.

1. Πρόβλημα αντιπροσώπευσης. Οι (Agency Problem). Jensen & Meckling(1976) επέκτειναν τα ανωτέρω, διατυπώνοντας τη λεγόμενη θεωρία της αντιπροσώπευσης (agency theory). Οι Fama(1980) και Fama & Jensen (1983) επέκτειναν την ίδια θεωρία ισχυριζόμενη ότι στους σύγχρονους επιχειρηματικούς οργανισμούς, όπου υπάρχει διάκριση μεταξύ των ιδιοκτητών μετόχων (principals) και των εκπροσώπων – εργαζομένων όλων των επιπέδων (agents), μπορεί να υπάρχουν και διαφορετικά συμφέροντα μεταξύ τους, και κατά συνέπεια οι agents (κυρίως οι managers) να μην ακολουθούν τα συμφέροντα της μεγιστοποίησης του πλούτου των principals, οι οποίοι δεν μπορούν να ελέγξουν αποτελεσματικά την απόδοση των πρώτων χωρίς την επιβολή σημαντικών κοστών ελέγχου (monitoring costs) των συμφωνηθέντων. Το πρόβλημα αυτό προκαλείται όταν οι εργαζόμενοι και κυρίως οι managers δεν κατέχουν ιδιοκτησία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησής τους. Οι εξαγορές άλλων επιχειρήσεων, όπως ισχυρίστηκε ο Mueller(1980), επιδεικνύοντας το πρόβλημα αυτό δίδοντας το κίνητρο στους managers να αυξήσουν του μισθούς, τα διάφορα προνόμια που απολαμβάνουν (π.χ. bonuses) και το κύρος τους εις βάρος της κερδοφορίας της επιχειρήσεώς τους. Η ύπαρξη Ελευθέρων Ταμειακών Ροών (Free Cash Flows) στη διάθεση των manager, κατά τον Jensen (1986) που σημαίνει συνήθως χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και χαμηλό επίπεδο επενδυτικών ευκαιριών, ενθαρρύνει τους manager να εμπλακούν σε δραστηριότητες εξαγορών, αντί να διανέμουν αυξημένα μερίσματα, και έτσι να πάρουν αποφάσεις οι οποίες να μειώσουν την αξία της επιχείρησης που βρίσκεται στην κατοχή των μετοχών. Μια πληθώρα εμπειρικών μελετών έχει διαπιστώσει την ύπαρξη του προβλήματος αντιπροσώπευσης καθώς οι εξαγορές από την πλευρά των bidders καταλήγουν σε πτώση των αποδόσεων των μετοχών.

2. Αλαζονεία των διοικητικών στελεχών (Hubris Hypothesis). Η υπόθεση της αλαζονείας ή ύβρεως (hubris) των manager αναπτύχθηκε από τον Roll(1986) για να δικαιολογήσει αρχικά τις αρνητικές αποδόσεις που έχουν παρατηρηθεί από την πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών, στους μετόχους των bidders κατά την περίοδο

εξαγοράς αλλά μπορεί και να χρησιμοποιηθεί για να στοιχειοθετήσει ένα επιπλέον κίνητρο Σ&Ε. Η άποψη του Roll είναι ότι οι manager των bidders, και ειδικά αυτών που έχουν στο παρελθόν μια πολύ καλή απόδοση, τείνουν να πληρώνουν υπερβολικό τίμημα για τις εξαγορές των επιχειρήσεων κάνοντας λάθη αποτιμήσεων, που οφείλονται στην υπερβολική αισιοδοξία και εμπιστοσύνη στις ικανότητες τους. Παρότι, είναι πιθανό ότι οι managers διαπράττουν και λάθη στις εκτιμήσεις τους, η εμπορική έρευνα [Morck, Shleifer & Vishny (1988b)] δεν έχει δήσει ότι αυτό οφείλεται αποκλειστικά στην αλαζονεία τους και όχι σε μια σειρά από πολλούς άλλους παράγοντες, μεταξύ των οποίων είναι και το πρόβλημα αντιπροσώπευσης.

1.2.3.ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ (Finance theories)

Οι θεωρίες αυτές αποτελούν ένα μείγμα νεοκλασικών οικονομικών και διοικητικών θεωριών υπό την έννοια, ότι το ρόλο της προώθησης της μεγιστοποίησης των κερδών, υπό τους περιορισμούς που θέτει το πρόβλημα αντιπροσώπευσης, τον αναλαμβάνει η ίδια αγορά χρησιμοποιώντας το μηχανισμό εξαγορών.

1. **Εταιρικός έλεγχος της αγοράς (Market for Corporate Control).** Η υπόθεση αυτή στηρίζεται στο έργο των Friedman (1953), Baumol (1965) και Manne (1965). Ο Manne πρώτος διατύπωσε την άποψη ότι υπάρχει ένας μηχανισμός εταιρικού έλεγχου της αγοράς ο οποίος επικρατεί σε κάθε τέλεια ανταγωνιστική αγορά. Οι Jensen & Ruback (1983) στη συνέχεια όρισαν την αγορά εταιρικού ελέγχου ως την αγορά «με το δικαίωμα ελέγχου της διοίκησης των εταιρικών πόρων» και σχημάτισαν τη υπόθεση ότι όταν οι managers λαμβάνουν αποφάσεις που βλάπτουν τα συμφέροντα των μετοχών προκαλώντας πτώση των τιμών των μετοχών αυτών των εταιριών, τότε η αγορά από μόνη της με τον μηχανισμό των εξαγορών επεμβαίνει με σκοπό είτε να απομακρύνει την αναποτελεσματική ομάδα management (punitive discipline), είτε να δώσει την ευκαιρία στους managers να διορθώσουν την απόδοση της εταιρίας τους (corrective discipline), εάν βέβαια επιτύχουν να παραμείνει ανεξάρτητη και ματαιώσουν την επικείμενη εξαγορά. Πολλές εμπειρικές μελέτες [π.χ. Holl & Pickering (1988), Morck, Shleifer & Vishny (1988), Holl & Kyriazis (1997)] έχουν επιβεβαιώσει το γεγονός ότι εταιρίες με χαμηλή απόδοση προ της προσφοράς εξαγοράς, έχουν γίνει κατ' αρχήν στόχος εξαγοράς και στη συνέχεια έχουν τελικά εξαγορασθεί. Με βάση το πλαίσιο αυτό, οι εχθρικές

εξαγορές λειτουργούν ως ο πειθαρχικός μηχανισμός της αγοράς (disciplinary control mechanism). Η ύπαρξη της αγοράς εταιρικού ελέγχου μέσω των εξαγορών ισχύει βεβαίως πολύ περισσότερο, στις Αγγλοσαξονικές χώρες (Η.Π.Α, Ηνωμένο Βασίλειο, Καναδάς, Αυστραλία) που έχουν σχετικά πλήρως ελεύθερες αγορές και πολύ λιγότερο στις χώρες της Ε.Ε., Ιαπωνία, κλπ. Που έχουν διαφορετικά συστήματα, αν και τα τελευταία χρόνια, αλλάζουν κι αυτά σταδιακά, προς την κατεύθυνση των πρώτων.

Σχετική με την ανωτέρω έννοια, είναι και οι διάφορες μορφές εσωτερικού ελέγχου εταιρικής διακυβέρνησης (Corporate Governance Control), που τα τελευταία χρόνια αποκτούν εξαιρετική σημασία, καθώς διαπιστώνεται σήμερα, ολοένα και περισσότερο, ότι οι αγορές από μόνες τους δεν είναι πάντα ικανές να λύσουν επαρκώς το πρόβλημα αντιπροσώπευσης διότι και εάν πάλι το λύσουν μέσω των εξαγορών τα κόστη ειδικά για τους εργαζόμενους είναι πολύ υψηλά. Οι διάφορες μορφές εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να περιλαμβάνουν την ύπαρξη μεγάλων μετοχών από managers της εταιρίας, το διαχωρισμό του ρόλου του Προέδρου της εταιρίας από αυτόν του Γενικού Διευθυντή (CEO), την ύπαρξη πολλών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρίας που να μην είναι εκτελεστικά όργανα της εταιρίας (non-executive directors), τον καθορισμό ανεξάρτητων ελεγκτικών επιτροπών (audit committees) και επιτροπών καθορισμού συστήματος ανταμοιβών (remuneration committees), κ.α.

2. Θεωρία πραγματικών δικαιωμάτων ή επιλογών (Real Options Theory). Η θεωρία αυτή που αποτελεί μια επέκταση του Option Pricing Theory, προκειμένου για επιλογές πραγματικών περιουσιακών στοιχείων (άυλων και υλικών), αντί για αξιόγραφα, αντιμετωπίζει τις εξαγορές επιχειρήσεων, ως μια πιθανή επιλογή έναντι άλλων λύσεων (π.χ. εσωτερικού τρόπου ανάπτυξης, στρατηγικές συμμαχίες, κ.λ.π.). Η επιλογή λοιπόν μιας εξαγοράς είναι ένα αντίστοιχο call-option πάνω στα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης που ανοίγει μια σειρά από πολλές άλλες επιλογές στρατηγικού χαρακτήρα, ενώ αντιθέτως ένα divestment αποτελεί ένα put-option πάνω στα ίδια περιουσιακά στοιχεία. Το στοιχείο του κινδύνου υπάρχει σε πολλά σημεία της διαδικασίας των εξαγορών (στρατηγική επιλογή, εύρεση strategic fit, αποτίμηση, κ.λ.π) με τη διαφορά ότι ο κίνδυνος είναι πολύ μεγαλύτερος στην περίπτωση των real options, καθώς δεν υπάρχει η δυνατότητα ακύρωσης του συμβολαίου και η κατανομή του κινδύνου σε κάποιο τρίτο

μέρος που λειτουργεί ως εγγυητής. Με άλλα λόγια οι εξαγορές είναι μια επένδυση που δεν μπορεί να ακυρωθεί, χωρίς ένα τεράστιο κόστος για την εξαγοράζουσα επιχείρηση.

1.2.4.ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ (Strategic Management theories)

Οι στρατηγικές είναι σε αλληλεξάρτηση με τις οικονομικές θεωρίες που εξετάστηκαν προηγουμένως (αύξηση αποτελεσματικότητας μέσω συνεργειών και αύξηση δύναμης στην αγορά).

Σύμφωνα με τις παραδοσιακές απόψεις (Porter, 1985) του στρατηγικού management , η απόφαση του εξωτερικού τρόπου ανάπτυξης μέσω εξαγορών είναι απόρροια της επιλογής της κατάλληλης εταιρικής στρατηγικής (διαχείριση των χαρτοφυλακίων των διάφορων Strategic Business Units S.B.U.s)σε ισορροπία με την επιλογή των επιμέρους γενικών (generic) στρατηγικών, ηγεσίας κόστους, διαφοροποίησης προϊόντων, ή εστίασης από τις διάφορες SBUs, με απώτερο σκοπό τη δημιουργία ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

Επιπλέον, σύμφωνα με τη στρατηγική θεώρηση των Πόρων και Ικανοτήτων Prahalad & Hamel, 1990) που δίδει έμφαση στους μοναδικούς πόρους και θεμελιώδεις ικανότητες των επιχειρήσεων ως πηγή διατηρήσιμου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, οι εξαγορές αντιμετωπίζονται ως ένας από τους γρήγορους τρόπους για την απόκτηση αυτών. Κεντρικό ρόλο σε αυτήν την υπόθεση διαδραματίζει το στοιχείο της υποτιθέμενης συμπληρωματικότητας των Πόρων και Ικανοτήτων και η Ανάλυση των Αλυσίδων Αξίας μεταξύ των εταιριών και του Εξαγοραζόμενου.

1.2.5.ΘΕΩΡΙΕΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ (Organisational & Behavioural Theories)

Η προσέγγιση αυτή, βασιζόμενη εν μέρει στις διοικητικές θεωρίες, αντιμετωπίζει τις διαδικασίες διοικητικών αποφάσεων εντός ενός οργανισμού, ως μη απόλυτα ορθολογικές που είναι ευάλωτες σε μία ποικιλία πιέσεων, πολιτικού χαρακτήρα. Μέσα σε ένα οργανισμό, ενυπάρχουν διαφορετικοί πρωταγωνιστές, με διαφορετικά κριτήρια, προτεραιότητες και προσδοκίες σχετικά με μία συγχώνευση. Αυτό δημιουργεί την

ανάγκη για ενιαίο συντονισμό και διαχείριση των πολύπλοκων διαδικασιών διοικητικών αποφάσεων σχετικά με την εξαγορά, που συνεχίζεται και μετά από αυτήν, όπου οι οργανωτικές και ανθρώπινες πλευρές καθορίζουν την επιτυχία όλων αυτών των θεμάτων που δεν εξετάζονται υπό το πρίσμα των ορθολογικών υποδειγμάτων έχουν τεράστια σημασία για την επιτυχία της όλης διαδικασίας των εξαγορών.

1.2.6.ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΚΕΡΔΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΙΣ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ

Με βάση το υπόδειγμα των Berkovitch & Narayanan (1993), η δημιουργία και κατανομή των κερδών ανάλογα με το κίνητρο που επικρατεί στις εξαγορές, όπως το περιγράφουν τρεις βασικές θεωρίες έχει ως εξής:

Πίνακας3.1 Θεωρητικό Υπόδειγμα Κατανομής Κερδών σε Bidders και Targets

| Κίνητρο –Θεωρία | Συνολικά | Κέρδη | Κέρδη |
|---|----------|-------|-------|
| Αύξηση αποτελεσματικότητας / συνέργειες | + | + | + |

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

2.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ Σ&Ε

Έχει παρατηρηθεί ότι οι Σ&Ε έρχονται κατά <<κύματα>>(merger waves). Στις Η.Π.Α. οι Σ&Ε έχουν ιστορία 100 ετών περίπου, στο Ηνωμένο Βασίλειο η αφετηρία τοποθετείται στην δεκαετία του 1960, ενώ στις λοιπές χώρες της Ε.Ε είναι φαινόμενο κυρίως της δεκαετίας του 1990.

2.2. Κύματα συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α

Στις Η.Π.Α διακρίνονται 5 κυρίως κύματα από το 1890 μέχρι σήμερα. Τα 3 πρώτα αφορούν στις κάτωθι υποπεριόδους:

- **1890-1905:** Δημιουργία των μεγάλων μονοπωλίων (π.χ. General Electric, Eastman Kodak, American Tobacco, Du Pont, κ.λ.π.).
- **Δεκαετία 1920:** Δημιουργία των ολιγοπωλίων και κάθετη ολοκλήρωση (Αυστηρή αντιμονοπωλιακή νομοθεσία Clayton Act, διάσπαση της Standard Oil).
- **Δεκαετία 1960:** Ανάπτυξη των conglomerates (τάση για επέκταση των επιχειρήσεων σε ασυσχέτιστες δραστηριότητες λόγω της αυστηρής αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας).

Σε όρους δολλαρίων (προσαρμοσμένα για τον πληθωρισμό με βάση το έτος 1972) η αξία των Σ&Ε του πρώτου κύματος ήταν USD 26 δις., του δεύτερου USD 30 δις. Και του τρίτου USD 69 δις. Το ενδιαφέρον στοιχείο που προκύπτει από το διάγραμμα αυτό είναι ότι τα κύματα συμπίπτουν με τις περιόδους οικονομικής ανόδου και χρηματιστηριακής ευφορίας (bull markets) και κατακρημνίζονται με τις περιόδους ύφεσης και χρηματιστηριακής πτώσης (bear markets). Πράγματι, το 1903-4 υπήρξε το πρώτο κραχ της αγοράς πριν από τον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, το 1929 υπήρξε το περίφημο μεγάλο

κραχ, και το 1973 υπήρξε η πρώτη πετρελαιοκή κρίση και η οικονομική ύφεση που ακολούθησε.

2.3 Το τέταρτο και πέμπτο κύμα (περίοδος 1980-2000)

Το τέταρτο κύμα καλύπτει την περίοδο της δεκαετίας του 1980 (μέχρι και το 1989) και χαρακτηρίζεται από εχθρικές εξαγορές και αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων επιχειρήσεων (divestitures) οι οποίες απαρτίζουν περίπου το 20% με 30% της δραστηριότητας των εξαγορών. Σε αυτήν την περίοδο όπως αναφέρουν οι Shleifer & Vishny(1991), έγινε η αντιστροφή της τάσης για διαφοροποίηση, ήτοι το λεγόμενο deconglomeration, η συγκέντρωση στα core-activities και η αύξηση της χρήσης του outsourcing. Η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται επίσης, από την εκτεταμένη χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου (junk bonds) για τη χρηματοδότηση των εξαγορών τύπου LBOs. Το πέμπτο κύμα καλύπτει την περίοδο της δεκαετίας του 1990 (1993-1999), και είναι το μεγαλύτερο όλων μέχρι σήμερα τόσο από πλευράς αριθμού συναλλαγών όσο και από πλευράς αξίας, φθάνοντας το έτος 2000 στο σημείο των USD 1,75 τρις. σε σχέση με USD 324 δις. το έτος 1989. Η αξία των αποσχίσεων το ίδιο έτος ήταν USD 358 δις. συγκρινόμενη με USD 108 δις. το 1988.

Τα χαρακτηριστικά του πέμπτου κύματος ήταν:

- Εξαγορές οι οποίες γίνονταν με σκοπό την επίτευξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μέσω της απόκτησης πόρων και ικανοτήτων (Θεωρία Πόρων και Ικανοτήτων)
- Ανάπτυξη κλάδων νέων τεχνολογιών (διαδίκτυο, καλωδιακή και δορυφορική τηλεόραση, τηλεπικοινωνίες)
- Δημιουργία υπερεθνικών οργανισμών, όπως E.E. (νομισματική ένωση), NAFTA, Παγκοσμίου Οργανισμού Εμπορίου
- Παγκοσμιοποίηση προϊόντων, υπηρεσιών και κεφαλαιαγορών

- Απορύθμιση και φιλευθεροποίηση αγορών, και ιδιωτικοποιήσεις κλάδων όπως τραπεζικά ιδρύματα, επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας και υγείας, κλπ.(deregulation & liberalization of markets)
- Αναδιάρθρωση κλάδων που ήταν σε φάση ωριμότητας, όπως τράπεζες, αυτοκινητοβιομηχανία, βιομηχανία τροφίμων, κλπ.
- Επικράτηση της αρχής της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων (shareholder maximization value) σε περισσότερες χώρες από τις Αγγλοσαξονικές χώρες (Η.Π.Α., Ηνωμένο Βασίλειο).

Για την τρέχουσα δεκαετία που διανύουμε, οι μέχρι τώρα ενδείξεις που έχουμε δείχνουν ότι μετά την ύφεση στην Αμερικανική αλλά και την Παγκόσμια οικονομία το 2001, φαίνεται ότι οι Σ&Ε άρχισαν να αναπτύσσονται πάλι ραγδαία ακολουθώντας τη μεγάλη άνοδο της Αμερικανικής οικονομίας όπως αυτή εκφράζεται από την εκρηκτική ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς. Πιο συγκεκριμένα το 2003 ξεκίνησε η αύξηση των Σ&Ε μετά από δύο πτωτικές χρονιές, έτσι από USD 439 δις. το 2002 έφτασαν τα USD 570 δις. παρουσιάζοντας αύξηση 30% περίπου, με το Χρηματοοικονομικό κλάδο να κατέχει το 27% αυτών. Η αυξητική πορεία συνεχίστηκε με εντονότερους ρυθμούς το 2004 φτάνοντας τα USD 848 δις., αύξηση δηλαδή της τάξης του 48% περίπου σε σχέση με το 2003 και το Χρηματοοικονομικό κλάδο να πρωταγωνιστεί και πάλι κατέχοντας το 19%. Τέλος για το 2005 η πορεία συνεχίστηκε με αυξητικούς ρυθμούς της τάξης του 33% φτάνοντας τα USD 1,1 τρις. με τον τομέα Ενέργειας να αντικαθιστά τον Χρηματοοικονομικό κλάδο στην πρώτη θέση φτάνοντας το 16% περίπου.

Πίνακας 2.1:Αξία των εξαγορών και αποσχίσεων στις Η.Π.Α. για την περίοδο 1985 - 2000

| Έτος | Εξαγορές | | Αποσχίσεις | | |
|------|----------|-------------|------------|-------------|-----|
| | Αριθμός | Αξία\$ δις. | Αριθμός | Αξία\$ δις. | |
| 1985 | 1713 | 148,0 € | 767 | 49,9 | 34% |
| 1986 | 2523 | 220,8 | 1117 | 83,2 | 38% |
| 1987 | 2517 | 210,7 | 1014 | 76,7 | 36% |
| 1988 | 3011 | 291,3 | 1310 | 108,0 | 37% |
| 1989 | 3828 | 323,9 | 1660 | 88,7 | 27% |
| 1990 | 4324 | 206,5 | 1942 | 85,7 | 42% |
| 1991 | 3642 | 141,4 | 1829 | 54,1 | 38% |
| 1992 | 3781 | 122,8 | 1725 | 55,2 | 45% |

| | | | | | |
|------|-------|----------|------|-------|-----|
| 1993 | 4213 | 176,5 | 1933 | 76,2 | 43% |
| 1994 | 5155 | 278,9 | 2108 | 103 | 37% |
| 1995 | 6595 | 389,9 | 2539 | 142,6 | 37% |
| 1996 | 7562 | 573,5 | 2767 | 198,3 | 35% |
| 1997 | 8896 | 778,7 | 2897 | 216,9 | 28% |
| 1998 | 10459 | 1.354,80 | 2987 | 294,3 | 22% |
| 1999 | 9319 | 1.424,90 | 2745 | 281,2 | 20% |
| 2000 | 8505 | 1.747,50 | 2394 | 357,9 | 20% |

Πηγή : Thomson Financial One Banker Deals

2.4.Κύματα συγχωνεύσεων στις γώρες της Ε.Ε (1987-2001)

Δύο κύματα μπορούμε να αναγνωρίσουμε στην Ε.Ε., το πρώτο, σχετικά μικρό, κατά την περίοδο 1987-1992 και ένα σημαντικά μεγαλύτερο στην περίοδο 1995-2001. Κατά το πρώτο κύμα η αξία των συγχωνεύσεων αυξήθηκε από USD 21 δις. το 1985 σε USD 158 δις. το 1989, προτού να πέσει σε USD 90 δις. το 1992. Έπειτα αυξήθηκε με το δεύτερο κύμα, σε USD 1.083 δις. το 2000 προτού να κατακρημνισθεί σε USD 462 δις. το 2001. Έτσι, τα δύο πρόσφατα ρεύματα είναι παράλληλα με αυτά της ίδιας περιόδου για τις Η.Π.Α., με τη διαφορά βέβαια ότι το κύμα της δεκαετίας του 1980 είναι κατά πολύ μικρότερο από των αντίστοιχο του των Η.Π.Α.. Παράλληλα, φαίνεται ότι ένα τρίτο κύμα αναπτύσσεται στην Ε.Ε. από το 2004 και μετά. Συγκεκριμένα το 2002 οι Σ&Ε έφτασαν το USD 600 δις. παρουσιάζοντας αύξηση 30%. Οι πιο πολλές εξ αυτών πραγματοποιήθηκαν στη Μ. Βρετανία USD 237 δις. Το 2003 υπήρξε μικρή αύξηση σε σχέση με το 2002 με μεγέθη της τάξεως των USD 618 δις., εκ των οποίων το 14% αφορούσε στον κλάδο Ενέργειας που κατείχε και το μεγαλύτερο ποσοστό, ενώ η αξία των USD 220 δις. προήρχετο από τη Μ. Βρετανία. Αντίθετα το 2004 οι Σ&Ε στην Ευρώπη δείχνουν να ανακάμπτουν παρουσιάζοντας ραγδαία αύξηση της τάξης του 36% φτάνοντας τα USD 841 δις. με τον κλάδο ενέργειας να πρωταγωνιστεί (ποσοστό 21% επί των συνολικών Σ&Ε) και την Μ. Βρετανία να αποτελεί πάλι το συνήθη τόπο όπου συμβαίνουν οι περισσότερες εξαγορές USD 311 δις. Για το 2005 τα στοιχεία που έχουν μέχρι τώρα συγκεντρωθεί δείχνουν ότι η άνοδος συνεχίζεται με εντυπωσιακά μεγέθη της τάξης του 37% φτάνοντας τα USD 1,2 δις. περίπου, με τον τομέα Ενέργειας να συνεχίζει να βρίσκεται στην πρώτη θέση με ποσοστό 15% και φυσικά η Μ. Βρετανία να βρίσκεται στην κορυφή με USD 350 δις.

Οι αποσχίσεις ως ποσοστό των Σ&Ε, στην Ε.Ε είναι περίπου 5% με 20% εκτός από το 2000, όπου ο δείκτης πέφτει στο 3%, λόγω της τεράστιας εξαγοράς της Mannesmann από την Vodafone, μία συμφωνία αξίας άνω των USD 200 δισ. Ο ρόλος των αποσχίσεων λοιπόν είναι κατά πολύ μικρότερος κατά τη διαδικασία επιχειρηματικών αναδιορθώσεων στην Ε.Ε., από ότι στις Η.Π.Α.. Από την άλλη πλευρά, η δραστηριότητα αυτή είναι αυξανόμενη για την Ε.Ε. σε σχέση με το παρελθόν.

Όσον αφορά στους λόγους γένεσης των δύο αυτών κυμάτων, μπορεί να λεχθεί ότι είναι παραπλήσιοι με αυτούς που αναφέρθηκαν για το πέμπτο κύμα των Η.Π.Α.. Έτσι, η απορύθμιση και φιλελευθεροποίηση των αγορών μαζί με την ιδιωτικοποίηση επιχειρήσεων κοινής ωφελείας, όπως η Deutsche Telecom, France Telecom and Vivendi, (OTE, ΔΕΗ, ΕΥΔΑΠ για την Ελλάδα)μαζί με τραπεζικά ιδρύματα, έπαιξαν σημαντικό ρόλο στη δημιουργία του κύματος του 1990.

Ο πίνακας 2.2 δείχνει την εξέλιξη των Σ&Ε και αποσχίσεων στην Ε.Ε. κατά την περίοδο 1984-2001.

Ανάλυση της δραστηριότητας των Σ&Ε ανά χώρα Ε.Ε.

Ο πίνακας 2.3 αναλύει τη δραστηριότητα των Σ&Ε ανά χώρα μέλος (15 χώρες), σε όρους αριθμού συναλλαγών και δείχνει τη σχέση μεταξύ της αξίας των Σ&Ε και της αξίας του ΑΕΠ της Ε.Ε. Σε αυτόν τον πίνακα περιλαμβάνονται και οι αποσχίσεις.

Από ότι φαίνεται, οι περισσότερο δραστήριες χώρες είναι το Ηνωμένο Βασίλειο (30%), με μεγάλη διαφορά από τις υπόλοιπες, και ακολουθούν η Γερμανία, η Γαλλία και η Ολλανδία. Είναι φανερό επίσης, ότι οι μεσογειακές χώρες έπονται, ενώ η Ελλάδα έχει το δεύτερο χαμηλότερο μερίδιο δραστηριότητας Σ&Ε (0,67%), αλλά το τέταρτο κατά σειρά χαμηλότερο μερίδιο αγοράς ως προς (1,4%).

Πίνακας 2.2: Αξία (\$ εκατ.) των εξαγορών και αποσχίσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση (αξίας συμφωνίας > \$50 εκατ.)

| Εξαγορές και αποσχίσεις στην ΕΕ (1984-2001) | | | | | |
|---|----------|-------------|------------|-------------|--------------------------|
| Έτος | Εξαγορές | | Αποσχίσεις | | Αποσχίσεις / Εξαγορές(%) |
| | Αριθμός | Αξία\$ δισ. | Αριθμός | Αξία\$ δισ. | |
| 1984 | 1 | 150 | 0 | 0 | 0% |
| 1985 | 44 | 21.138 | 1 | 173 | 1% |
| 1986 | 73 | 46.416 | 3 | 8.592 | 19% |
| 1987 | 135 | 57.250 | 6 | 4.842,0 € | 8% |
| 212 | | | | | |
| 261 | 158.538 | | 19 | | 12.586 |
| | 291 | 121.024 | 26 | 15.493 | |
| 1991 | 277 | 122.749 | 28 | 19.005 | 15% |
| 1992 | 211 | 89.957 | 20 | 7.304 | 8% |
| 1993 | 232 | 88.186 | 28 | 17.245 | 20% |
| 1994 | 263 | 117.904 | 37 | 24.342 | 21% |
| 322 | | | | | |
| 382 | 186.398 | | 36 | | 15.468 |
| | 457 | 297.924 | 33 | 19.549 | |
| 1998 | 610 | 456.787 | 44 | 49.455 | 11% |
| 1999 | 786 | 968.931 | 37 | 47.346 | 5% |
| 2000 | 888 | 1.082.931 | 49 | 30.379 | 3% |
| 2001 | 554 | 461.548 | 50 | 32.982 | 7% |

Πηγή: Thomson Financial One Banker Deals.

Η περαιτέρω ανάλυση της κατανομής της δραστηριότητας των Σ&Ε, δείχνει ότι κατά τη δεκαετία του 1990, οι συναλλαγές Σ&Ε σε εθνικό επίπεδο (εντός των συνόρων κάθε χώρας – μέλους της Ε.Ε.) αποτελούσαν το σημαντικότερο τμήμα της δραστηριότητας, αν και όπως φαίνεται από τον πίνακα 1.4, αυτό βαίνει μειούμενο, από το 1992 που ήταν 68%, στο 1999 που ήταν 57%. Κατά την περίοδο αυτή των 9 ετών, υπήρξε μία σημαντική πτώση στο ποσοστό των Σ&Ε σε εθνικό επίπεδο. Οι συγχωνεύσεις μεταξύ των επιχειρήσεων που έγινε σε διαφορετικές χώρες – μέλη της

Ε.Ε., αυξήθηκαν ελάχιστα από 13% σε 15%. Επίσης, οι συγχωνεύσεις εξαγοραζομένων επιχειρήσεων χωρών – μελών της Ε.Ε. από επιχειρήσεις χωρών εκτός Ε.Ε. παρουσιάζουν μία σχετικά σταθερή εικόνα κατά τη διάρκεια αυτής τη περιόδου σε μία κλίμακα από 11% σε 16%. Αυτό όμως, που είναι ενδιαφέρον είναι η τάση που παρουσιάζεται από επιχειρήσεις χωρών- μελών της Ε.Ε. ν αγοράζουν επιχειρήσεις χωρών εκτός Ε.Ε., καθώς το αντίστοιχο ποσοστό αυξήθηκε από 7% το 1992, σε 17% το 1999.

Πίνακας 2.3 Μεριδία δραστηριότητας των Σ&Ε και ΑΕΠ μεταξύ των Χωρών Μελών της Ε.Ε., 1991-1999

| Μερίδιο | | |
|---------------|-------|------|
| Βέλγιο | 2,80 | 3,2 |
| Δανία | 2,54 | 2,1 |
| | 16,54 | |
| | | |
| | 4,84 | |
| Γαλλία | 14,38 | 18,1 |
| Ιρλανδία | 1,58 | 0,8 |
| | | |
| | 0,47 | |
| | 6,90 | 4,9 |
| Αυστρία | 1,91 | 2,7 |
| | | |
| | 4,15 | |
| | | |
| | 2,8 | |
| | 30,45 | 13,0 |
| | | |
| Σημείωση: Κατ | | |
| | | |

Πηγή: Directorate General for Economic and Financial Affairs, European Commission, European Economy, Supplement A, Economic Trends, 2000.

Το Ηνωμένο Βασίλειο ξεχωρίζει από όλες τις χώρες της Ε.Ε. τόσο από πλευράς έντασης της δραστηριότητας των Σ&Ε, όσο και από πλευράς εξωστρέφειας σε διεθνείς Σ&Ε. Την περίοδο 1998-99, το Ηνωμένο Βασίλειο συγκέντρωνε το 26% της διεθνούς δραστηριότητας Σ&Ε χωρών μελών της Ε.Ε., συγκρινόμενο με τα αντίστοιχα ποσοστά 16% για τη Γερμανία, 13% για τη Γαλλία και 9% για την Ολλανδία. Αυτό δεν είναι τυχαίο καθώς η Μ. Βρετανία, χαρακτηρίζεται από ένα πολύ διαφορετικό θεσμικό

πλαίσιο σχετικά με τις ελεύθερες αγορές και αντίστοιχη νοοτροπία. Το Λονδίνο ιδιαίτερα αποτελεί τον μεγαλύτερο πόλο έλξης του διεθνούς κεφαλαίου σε όλον τον κόσμο.

Όλα αυτά τα χαρακτηριστικά που περιεγράφησαν ανωτέρω για τις χώρες της Ε.Ε., καταδεικνύουν το γεγονός της αυξανόμενης παγκοσμιοποίησης και εξωστρέφειας των επιχειρήσεων των χωρών μελών της Ε.Ε..

Πίνακας 2.4 Κατανομή της δραστηριότητας των Σ&Ε σε Εθνικό, Κοινοτικό και Διεθνές επίπεδο των επιχειρήσεων χωρών- μελών της Ευρωζώνης.

| | Κοινοτικό | | Σ | | T | |
|------|-----------|-------|-------|--|-------|--------|
| | | | | | | |
| 1991 | 65,1% | 14,0% | 8,1% | | 12,8% | 100,0% |
| 1992 | 67,9% | 12,9% | 7,1% | | 12,2% | 100,0% |
| | 63,5% | | | | | |
| | 13,6% | | 1 | | | |
| | 61,0% | 13,5% | 12,7% | | 12,7% | 100,0% |
| | 57,9% | 13,5% | 13,8% | | 14,8% | 100,0% |
| 1997 | 56,8% | 14,3% | 13,3% | | 15,6% | 100,0% |
| 1998 | 55,0% | 14,5% | 14,9% | | 15,5% | 100,0% |
| | 15,0% | | 1 | | | |

Πηγή: Directorate General for Economic and Financial Affairs, European Commission, European Economy, Supplement A, Economic Trends, 2000.

2.5. Η Ελληνική Εμπειρία στις Ε&Σ

Ο στρατηγικός δυναμισμός που έχουν επιδείξει οι επιχειρήσεις αλλά και τα οικονομικά αποτελέσματα τα οποία ενίοτε επιτυγχάνονται μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων δε θα μπορούσαν να αφήσουν ασυγκίνητους τους Έλληνες επιχειρηματίες τόσο σε εθνικό επίπεδο όσο και σε διεθνές. Η πρώτη σημαντική άνθηση των εξαγορών και συγχωνεύσεων σε εθνικό επίπεδο παρατηρήθηκε στις αρχές της δεκαετίας του '90. Κι αυτό γιατί η σχεδιαζόμενη οικονομική ενοποίηση των χωρών της τότε ΕΟΚ και το επακόλουθο άνοιγμα των αγορών ανάγκασε τις έως τότε έντονα οικογενειακές και προσωποπαγείς ελληνικές επιχειρήσεις ελληνικές επιχειρήσεις να προχωρήσουν σε συμμαχίες, έτσι ώστε να ισχυροποιήσουν τη θέση τους σε τοπικό και κυρίως σε διεθνές επίπεδο.

Στα μέσα της δεκαετίας του '90, η τάση αυτή φάνηκε να ανακόπτεται με τον αριθμό των εξαγορών και συγχωνεύσεων να βαίνει ολοένα μειούμενος. Ωστόσο στο τέλος της δεκαετίας η τάση αυτή άλλαξε ριζικά και παρατηρήθηκε το πρώτο μεγάλο 'κύμα εξαγορών'. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε σε πολύ μεγάλο βαθμό η πρωτοφανής άνθηση που γνώρισε η ελληνική κεφαλαιαγορά το 1998 και κυρίως το 1999, δίνοντας για πρώτη φορά στις ελληνικές επιχειρήσεις τη δυνατότητα να αντλήσουν πολύ υψηλά για τα ελληνικά δεδομένα επενδυτικά κεφάλαια, που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για εξαγορές και συγχωνεύσεων στο εσωτερικό και εξωτερικό και να τις βοηθήσουν να απαντήσουν και να προσαρμοστούν αποτελεσματικότερα στην παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος, κεφαλαίου, αγαθών και υπηρεσιών.

Παρά τη σημαντική αύξηση των Ε&Σ, ο ρυθμός Ε&Σ των ελληνικών επιχειρήσεων είναι μικρός σε σχέση με αυτόν στο εξωτερικό, όπως φαίνεται και στον Πίνακα 2.5.

Πίνακας 2.5 Ε&Σ στην Ευρώπη ανά Χώρα το Έτος 1998

| Χώρα | Αριθμός | Αξία (σε \$) |
|----------|---------|--------------|
| Βρετανία | 3.525 | 208,5 |
| | 101 | |
| Βέλγιο | 210 | 81,9 |
| Γερμανία | | |
| Ολλανδία | 483 | 55,6 |
| Σουηδία | 287 | 52,6 |
| Ισπανία | 829 | 24,6 |
| Δανία | 99 | 7,3 |
| | 5,1 | |
| Λουξεμβ | 22 | 4,3 |
| Αυστρία | | |
| Φιλανδία | 180 | 2,6 |
| Πορτογα | 137 | 2,4 |
| Ελλάδα | 86 | 2,3 |

Πηγή: Pricewaterhouse Coopers

Παρόλη την μικρή σχετικά αξία των διενεργούμενων Σ&Ε στην Ελλάδα, η αύξηση του αριθμού τους τα τελευταία χρόνια δείχνει ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις έχουν πλέον αντιληφθεί ότι η δράση τους ξεφεύγει πλέον από τα στενά ελληνικά όρια και σύντομα θα δεχθεί ανταγωνιστική πίεση από το εξωτερικό. Το γεγονός μάλιστα ότι ειδικά η ελληνική αγορά θεωρείται η πλέον κατακερματισμένη σε πολυάριθμες μικρές επιχειρήσεις σε

όλους τους κλάδους, καθιστά πιο επιτακτική τη συνένωση των μικρών επιχειρήσεων σε ισχυρότερους ομίλους. Η εμπειρία στον τομέα των εξαγορών και συγχωνεύσεων φανερώνει ότι η ελληνική αγορά βρίσκεται ακόμη στη φάση της εσωτερικής αναδιάταξης των εταιρικών δυνάμεών της, χωρίς να έχει λάβει χώρα το τελικό αποτέλεσμα σε επίπεδο λειτουργικής αποδοτικότητας των εν λόγω κινήσεων.

Ένα άλλο στοιχείο που θα πρέπει να τονιστεί ότι τα τελευταία χρόνια παρατηρείται ένα φαινόμενο άγνωστο, για τα ελληνικά δεδομένα, αλλά ωστόσο, γνωστό και αρκετά διαδεδομένο στις Η.Π.Α., και τις λοιπές χώρες του δυτικού κόσμου. Η στρατηγική της “επιθετικής εξαγοράς” κάνει αισθητή την εμφάνιση της στα επιχειρηματικά δρώμενα και απειλεί να μεταβάλλει τον επιχειρηματικό χάρτη, όπως τον γνωρίζαμε, θέτοντας νέους όρους στο επιχειρηματικό παιχνίδι.

Η αρχή έγινε το 1998 όταν η METKA (εταιρεία που δραστηριοποιείται στον κλάδο των μεταλλικών κατασκευών) εξαγοράστηκε από τον όμιλο Μυτιληναίου, μετά από συνεχείς αγορές μειοψηφικών πακέτων μετοχών της. Η αντίδραση της METKA υπήρξε μάλλον χλιαρή και εντάχθηκε χωρίς προβλήματα στον όμιλο Μυτιληναίου. Στη συνέχεια έχουμε την εξαγορά μέσω χρηματιστηρίου της αλευροβιομηχανίας Μύλοι Αγίου Γεωργίου, από τον μεγαλύτερο ανταγωνιστή της, την εταιρεία Κυλινδρόμυλοι Λούλη που προκάλεσε την έντονη αντίδραση του διευθύνοντα συμβούλου και προέδρου της πρώτης κ. Συμεώνογλου, ωστόσο τα περιθώρια αντίδρασης ήταν περιορισμένα. “Θύματα” επιθετικής εξαγοράς έπεσαν πρόσφατα η ασφαλιστική εταιρεία Ευρωπαϊκή Πίστη (από την Ασπίς Πρόνοια) καθώς και το βαφείο – φινιστήριο Γ. Γιαννούσης (από τα Κλωστήρια Ναούσης), και η Goody’s από τη ΔΕΛΤΑ.

Ίσως το πιο ενδιαφέρον παράδειγμα επιθετικής εξαγοράς στην Ελλάδα να αποτελεί η εξαγορά της Τράπεζας Εργασίας από τον Όμιλο της EFG Eurobank.

Δεν έχει αναπτυχθεί μέχρι σήμερα, κάποια ολοκληρωμένη θεωρία εξήγησης του φαινομένου αυτού, παρά το ότι υπάρχουν διάφοροι επιμέρους παράγοντες που διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην αύξηση της δραστηριότητας των Σ&Ε.

Τέτοιοι παράγοντες είναι οι αναδιαρθρώσεις σε κλάδους(καθώς έχει παρατηρηθεί ότι συγκεκριμένοι κλάδοι υφίστανται σημαντική αύξηση της δραστηριότητας και άλλοι

όχι), οι εξελίξεις σε νέες τεχνολογίες(π.χ. τηλεπικοινωνίες, πληροφορική, κ.λ.π), οι κυβερνητικές ρυθμίσεις, ή αντιθέτως οι απορυθμίσεις και η φιλελευθεροποίηση των αγορών και η γενικότερη μακροοικονομική κατάσταση. Υπάρχουν δηλαδή εν ολίγοις μικροοικονομικοί και μακροοικονομικοί παράγοντες που επηρεάζουν τη δραστηριότητα των Σ&Ε. Με τη βοήθεια της PEST Analysis και της Ανάλυσης των 5 Δυνάμεων του Porter μπορούμε να κατανοήσουμε τις αλλαγές που συμβαίνουν στο μακρο-και μικρο-περιβάλλον των επιχειρήσεων.

Από μακροοικονομικής πλευράς, ο Gort (1969) ανέπτυξε τη θεωρία της <<διατάραξης>> των αγορών για να εξηγήσει τα κύματα των συγχωνεύσεων (disturbance theory of merger waves). Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή τα κύματα των συγχωνεύσεων συμβαίνουν, όταν υπάρχει μία αύξηση στην γενική οικονομική δραστηριότητα που προκαλεί μια ανισορροπία(disequilibrium)στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών και αρκετοί επενδυτές αποκτούν πολύ πιο θετικές προσδοκίες σχετικά με τη μελλοντική ζήτηση από άλλους, αποτιμώντας υψηλότερα κάποιες επιχειρήσεις, που γίνονται έτσι, στόχος εξαγοράς. Όταν κάποιες επιχειρήσεις αγοράζουν κάποιες άλλες, στη συνέχεια και άλλοι ανταγωνιστές ακολουθούν φοβούμενοι μην βρεθούν ουραγοί των εξελίξεων. Έτσι, αποκτάται η δυναμική (momentum) της αύξησης της δραστηριότητας των Σ&Ε. Η θεωρία του Gort, εξηγεί έτσι, τη συσχέτιση που παρατηρείται μεταξύ των κυμάτων των Σ&Ε και της ανόδου του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης και των κεφαλαιαγορών στις Η.Π.Α., το Η.Β. και λοιπές χώρες της Ε.Ε.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

3.1. Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ Σ&Ε

Η προσπάθεια να απαντηθεί το ερώτημα, εάν οι Σ&Ε δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία για τους μετόχους των εταιριών που εμπλέκονται, και γενικότερα για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη (π.χ. μέτοχοι, διοίκηση, εργαζόμενοι, κυβέρνηση), έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον των ακαδημαϊκών ερευνητών εδώ και 30 χρόνια περίπου.

Είναι σαφές ότι το ενδιαφέρον αυτό προκύπτει, λόγω των μεγάλων κεφαλαιακών επενδύσεων που απαιτούνται για Σ&Ε, του υψηλού βαθμού δεσμεύσεως και κινδύνου αυτών των κεφαλαίων, καθώς και των πολλαπλών σοβαρών επιπτώσεων σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη (π.χ. υψηλή συγκέντρωση σε κλάδους και μείωση του ανταγωνισμού, προστασία των συμφερόντων των μετόχων, απολύσεις εργαζομένων, αλλαγή διοικήσεων, κ.λ.π.).

Η βασική υπόθεση πίσω από μία προτεινόμενη συγχώνευση είναι ότι δύο ή περισσότερες εταιρίες ενωμένες σε μία ενιαία εταιρία είναι καλύτερα από ότι μόνες τους.

Την απάντηση στο ερώτημα του εάν επαληθεύονται οι υποθέσεις αυτές στην πράξη, επιχείρησαν να δώσουν διάφορες ερευνητικές μελέτες στις οποίες θα αναφερθούμε στη συνέχεια. Γενικά, στη βιβλιογραφία υπάρχουν δύο βασικές μέθοδοι αντιμετώπισης του προβλήματος. Μία μέθοδος, που ιστορικά αναπτύχθηκε και πρώτη, ήταν η χρήση λογιστικών μεγεθών (Κέρδη, ταμειακές ροές, βασικοί δείκτες, κ.λ.π.) για την εξέταση των επιπτώσεων της συγχώνευσης πάνω στην ενιαία εταιρία, συγκρίνοντας την πορεία των μεγεθών αυτών πριν και μετά τη συγχώνευση. Η σύγκριση με την προ της συγχωνεύσεως απόδοση των εν λόγω συγχωνευομένων εταιριών γίνεται με την απόδοση ενός συγκρίσιμου δείγματος μη συγχωνευομένων επιχειρήσεων (control group) του ιδίου κλάδου.

Μία άλλη μέθοδος, που έγινε δημοφιλής μετά την αποδοχή της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Market Hypothesis, Fama 1970,1976) και της εφαρμογής της στην πρωτοπόρα μελέτη των Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969) για την επίπτωση της δημόσιας ανακοίνωσης των stock splits στις τιμές των μετοχών, είναι η λεγόμενη event study analysis ή abnormal returns methodology. Η μέθοδος αυτή προσπαθεί να εκτιμήσει την επίπτωση του γεγονότος της συγχώνευσης πάνω στον πλούτο των μετόχων τόσο του υποψήφιου αγοραστή (Bidder) όσο και της εταιρίας στόχου εξαγοράς (Target).

Η πρώτη μέθοδος αφορά αυτό που λέγεται ex-post ανάλυση (μελέτη της επίπτωσης της συγχώνευσης μετά το γεγονός), ενώ η δεύτερη αφορά ex-ante ανάλυση (μελέτη των προσδοκιών της αγοράς σχετικά με την επίπτωση του γεγονότος).

Μία άλλη μέθοδος είναι η θεμελιώδης αποτίμησης (Fundamental valuation techniques) εκτελείται στα ιστορικά και παρόντα στοιχεία, αλλά με σκοπό να φτιάχνει οικονομικές [προβλέψεις](#). Υπάρχουν διάφοροι πιθανοί αντικειμενικοί στόχοι. Για να διευθύνει μια επιχείρηση [αξιολόγησης](#) αποθεμάτων ([stock valuation](#)) και να προβλέψει την πιθανή εξέλιξη των τιμών, για να κάνει προβολή στην απόδοση της επιχείρησης, για να αξιολογήσει τη διαχείρισή και να παίρνει αποφάσεις για το εσωτερικό της επιχείρησης και για να υπολογίζει των πιστωτικό κίνδυνο.

- Μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων (Abnormal Returns)
- Μέθοδος αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (Accounting based operational performance evaluation)
- Μέθοδος θεμελιακής αποτίμησης (Fundamental valuation techniques)

3.2.ΜΕΘΟΔΟΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ (Abnormal Returns)

Η μέθοδος αυτή συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις (actual returns) των μετοχών των bidders και targets κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης του bid (event) μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσής του, με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις (predicted or expected returns) στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, που έχουν υπολογισθεί βάσει των ιστορικών στοιχείων μίας περιόδου (συνήθως 3-5 έτη προ του event) η οποία

είναι «καθαρή» από το συγκεκριμένο γεγονός. Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων λέγεται abnormal returns AR και οφείλεται στο συγκεκριμένο γεγονός. (Η μεθοδολογία αυτή εφαρμόστηκε για πρώτη φορά από τους Fama, Fisher, Jensen & Roll(1969) και τυποποιήθηκε περαιτέρω, συμπεριλαμβανομένων και των στατιστικών ελέγχων, από τους Brown & Warner (1980, 1985)).

Εάν η διαφορά αυτή είναι θετική τότε η συγχώνευση δημιουργεί αξία, εάν είναι αρνητική τότε η συγχώνευση καταστρέφει αξία (negative NPV project), ενώ εάν είναι μηδενική τότε η επίπτωση της συγχώνευσης είναι ουδέτερη. Για να ελεγχθεί εάν ισχύουν οι επιπτώσεις αυτές για το δείγμα των παρατηρήσεων γίνονται στατιστικοί έλεγχοι σημαντικότητας (παραμετρικοί και μη παραμετρικοί).

Η μη κανονική απόδοση (Abnormal Return) δίδεται από τον τύπο:

$$AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt})$$

$j=1,2,3,\dots,N$ μετοχές του δείγματος

$t=1,2,3,\dots,T$ (μήνες ή ημέρες)

R_{jt} = αποδόσεις μετοχών j σε t χρονικά διαστήματα

$E(R_{jt})$ = προβλεπόμενες αποδόσεις μετοχών j σε t χρονικά διαστήματα

Υπάρχουν έτσι, δύο χρονικές περιόδους. Αυτές είναι, η περίοδος υπολογισμού (estimation period) των «καθαρών» αποδόσεων και η περίοδος παρατηρήσεως (observation period) που μπορεί να καταταμηθεί σε ξεχωριστές υποπεριόδους, τα λεγόμενα event windows. Η ημερομηνία του γεγονότος (ημέρα ή μήνας δημοσίαις ανακοινώσεως του bid) λέγεται event day/month, και τοποθετείται στην όλη χρονική περίοδο εξέτασης στο σημείο 0 (Συνήθως λαμβάνονται μηνιαία δεδομένα καθώς οι κατανομές των αποδόσεων των μετοχών τείνουν να είναι περισσότερο κανονικές από αυτές που καταρτίζονται σε ημερήσια βάση). Συνήθως, το estimation period τελειώνει 1-3 μήνες πριν το σημείο 0 για να αντιμετωπισθεί το φαινόμενο της προεξόφλησης του γεγονότος του bid από την αγορά που μπορεί και να οφείλεται σε διαρροή πληροφοριών.

Ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων γίνεται με βάση τις τιμές των μετοχών και τα μερίσματα (με την υπόθεση ότι αυτά επανεπενδύονται), ενώ ο υπολογισμός των

προβλεπόμενων αποδόσεων, τα οποία λέγονται και benchmark returns, είναι κάπως πιο πολύπλοκος και γίνεται με την ανάλυση παλινδρομήσεων (regression analysis) με τη βοήθεια διαφόρων υποδειγμάτων, όπως το market model (απλούστευση του CAPM), το mean adjusted return model και το market adjusted return model.

3.3.ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ (ACCOUNTING BASED OPERATIONAL PERFORMANCE EVALUATION)

Η μέθοδος αυτή εφαρμόστηκε πρώτη ιστορικά για τη μελέτη των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων, πολύ πριν καθιερωθούν η θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών και η χρήση του CAMP, που αναβάθμισαν τη σημασία της αξιοποίησης στοιχείων της αγοράς για τη διεξαγωγή επιστημονικών συμπερασμάτων.

Χρησιμοποιεί διάφορα μέτρα σύγκρισης που υπολογίζονται βάσει κυρίως λογιστικών στοιχείων (π.χ. λειτουργικά κέρδη – EBIT, πωλήσεις, ταμειακές ροές, δείκτες ROE, ROA, κ.λ.π.) Με τον τρόπο αυτό:

- Αποφεύγονται τα προβλήματα των στοιχείων της μεθόδου των μετοχικών αποδόσεων.
- Επιχειρείται μία εις βάθος ανάλυση της πραγματικής επίπτωσης των συγχωνεύσεων, όπως αυτή καταγράφεται από τις λογιστικές καταστάσεις.
- Αποφεύγονται τα προβλήματα έλλειψης στοιχείων για τις μη εισηγμένες εταιρίες.

3.4.ΜΕΘΟΔΟΣ ΘΕΜΕΛΙΑΚΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ (FUNDAMENTAL VALUATION TECHNIQUES)

Η θεμελιώδης αποτίμηση των προνομιούχων μετοχών στηρίζεται στην οικονομική ανάλυση των ιστορικών οικονομικών στοιχείων και μια αξιολόγηση των επιχειρησιακών προοπτικών ενός εκδότη ομολογιακών δανείων. Τα ιστορικά στοιχεία αποδεικνύουν την πορεία της επιχείρησης και των τρόπου διοίκησης της. Η αξιολόγηση των επιχειρησιακών

προοπτικών ενός εκδότη ομολογιακών δανείων περιλαμβάνει την μελέτη των συνθηκών του περιβάλλοντος μέσα στο οποίο μια επιχείρηση λειτουργεί.

Η οικονομική ανάλυση της επιχείρησης εξετάζει τις τάσεις για την κερδοφορία της, την αποδοτικότητα στην υιοθέτηση κεφαλαίου, την οικονομική δυνατότητα και τους άλλους παράγοντες που ο αναλυτής θεωρεί σημαντικούς. Αυτοί αξιολογούνται με τον υπολογισμό των εφαρμόσιμων οικονομικών δεικτών, το σχέδιο των πωλήσεων και της αύξησης κέρδους. Σημαντικοί δείκτες θεωρούνται: το ακαθάριστο και καθαρό περιθώριο κέρδους, ο κύκλος εργασιών, το οικονομικό και λειτουργικό δυναμικό, την επενδυτική κάλυψη τρεχουσών και αμέσων δεικτών. Τα κριτήρια αποτίμησης περιλαμβάνουν την τιμή/ τις αποδοχές, τη λογιστική αξία ανά μερίδιο, την απόδοση των κερδών και την απόδοση των μερισμάτων καθώς και τους αποδοτικούς δείκτες.

Βασική αξιολόγηση τις επιχειρησιακής προοπτικής μιας επιχείρησης περιλαμβάνει την εξέταση όλων των διαθέσιμων δημόσιων πληροφοριών και τις ερευνητικές αναφορές που αφορούν στην επιχείρηση. Μια «πιό εις βάθος» έρευνα προκύπτει από τις συνεντεύξεις με τα ανώτερα στελέχη της επιχείρησης, μέσω τηλεφώνου και προσωπικά, συζητήσεις προμηθευτών για τις προοπτικές της επιχείρησης, τις εποπτικές αρχές και ακόμη και το προσωπικό των ανταγωνιστών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4.1. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

4.1.1. ΜΕΘΟΔΟΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ (Abnormal Returns)

Οι εμπειρικές μελέτες βασισμένες τόσο σε στοιχεία των Η.Π.Α., Η. Βασιλείου όσο και διεθνώς δείχνουν γενικά ότι:

Οι μέτοχοι των targets κερδίζουν την «μερίδα του λέοντος» στις προτάσεις εξαγοράς. Οι μη κανονικές αποδόσεις που επιτυγχάνουν κυμαίνονται από 12% έως 38%, και είναι σημαντικά μεγαλύτερες στη περίπτωση των εχθρικών δημοσίων προσφορών (hostile tender offers) σε σχέση με τις φιλικές συγχωνεύσεις (friendly mergers).

Στις Η.Π.Α., τόσο οι μέτοχοι των targets όσο και των bidders κερδίζουν περισσότερο στις δημόσιες προσφορές (tender offers) παρά στις συγχωνεύσεις (mergers).

Οι μέτοχοι των bidders σημειώνουν αρνητικές αποδόσεις (από -16% μέχρι -1%) ή στην καλύτερη των περιπτώσεων είναι ουδέτεροι πραγματοποιώντας πολύ μικρές θετικές (0,+9%), αλλά στατιστικά μη σημαντικές, αποδόσεις, οι οποίες είναι μεγαλύτερες στις εχθρικές δημόσιες προσφορές από ότι στις φιλικές συγχωνεύσεις.

Υπάρχουν στοιχεία που συνηγορούν υπέρ της άποψης ότι συμβαίνει μία μεταφορά πλούτου από τους μετόχους των bidders στους μετόχους των targets, που προκύπτει πολύ πιθανόν από το γεγονός ότι τα οφέλη τα οποία δημιουργούνται από τη συγχώνευση (π.χ. αυξημένες ταμειακές ροές) ξαναμίζονται με τη καταβολή υψηλών premia στους μετόχους των targets, που μπορεί να οφείλεται στην επαλήθευση της Hubris Hypothesis του Roll ή στο agency problem.

Όταν λαμβάνονται υπόψη οι αποδόσεις της ενιαίας εταιρίας (combined firm returns) σταθμισμένες (value weighted) για το μέγεθος (mcap) των bidders και targets, τότε προκύπτουν μικρά κέρδη συνολικά για την ενιαία εταιρία, τα οποία είναι μεγαλύτερα στη περίπτωση των δημοσίων προσφορών από ότι στις φιλικές συγχωνεύσεις.

Ένα επιπλέον συμπέρασμα το οποίο προκύπτει από τους πίνακες που ακολουθούν είναι, ότι όσο επιμηκύνεται η περίοδος παρατήρησης μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς τόσο περισσότερο αυξάνονται οι αρνητικές αποδόσεις των αγοραστών. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει δύο πράγματα: είτε αρχική υπερεκτίμηση των πιθανών συνεργειών των Σ&Ε από την αγορά (market mispricing), η οποία θα είναι πιο έντονη στην περίπτωση των φιλικών συγχωνεύσεων που γίνεται με ανταλλαγή των υπερτιμημένων μετοχών του αγοραστή, είτε λανθασμένο υπολογισμό των μη- κανονικών αποδόσεων με τα διάφορα υποδείγματα που χρησιμοποιούνται στη βιβλιογραφία. Παρότι, η δεύτερη άποψη είναι αρκετά καλά τεκμηριωμένη επιστημονικά (Fama, 1998 & Mitchell & Stafford, 2000) η πρώτη εξήγηση φαίνεται επίσης να ισχύει και να κερδίζει έδαφος σύμφωνα με πρόσφατα δημοσιευθείσες ακαδημαϊκές μελέτες (Dong, et al. 2006). Η υπόθεση του market mispricing πάντως, φαίνεται να είναι γενικά αποδεκτή μεταξύ των επαγγελματιών της επενδυτικής τραπεζικής εδώ και χρόνια τώρα, παρά την μέχρι πρόσφορα ελλιπή επιστημονική στήριξη της.

Οι πίνακες (4-1 4-8 έχουν βασισθεί στους σχετικούς πίνακες της επισκόπησης της βιβλιογραφίας του Sudarsanam(2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges. An Integrated and International Perspective.* Prentice Hall, London. που ακολουθούν δείχνουν αναλυτικά τα αποτελέσματα των κυριότερων εμπειρικών μελετών σε Η.Π.Α., Ηνωμένο Βασίλειο και διεθνώς σχετικά με τις αποδόσεις των προσφορών εξαγοράς των bidders και targets.

Μελέτες Η.Π.Α

Πίνακας 4.1: Μη κανονικές αποδόσεις μετόχων σε επιτυχείς εξαγορές (completed takeovers) στις Η.Π.Α. στην διάρκεια της περιόδου ανακοινώσεως.

| Μελέτη, περίοδος & μέγεθος δείγματος (αριθμός εταιριών) | Event window (μήνες ή ημέρες χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης) | Υπόδειγμα αναφοράς (Benchmark Model) | Μη κανονική απόδοση Target (%)* | Μη κανονική απόδοση Bidder (%)* |
|--|--|--------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| Μέρος Α: Δημόσιες προσφορές (Tender offers) | | | | |
| Jensen & Ruback (1983) (σύνοψη 7 προηγούμενων μελετών) 1958-81 17 to 161 | 20 με 60 ημέρες | Market adjusted | 29 | 4 |
| Jarrell & Pouslen (1989) 1963-86 526 | 31 ημέρες | Market adjusted | 29 | 1 |
| Jarrell, Brickley & Netter (1988) 1960-85 405 | 31 ημέρες | Market adjusted | | 2 |
| Magenheim & Mueller (1988) 1976-81 78 | 1 μήνας | Market | | 1 |
| Bradley, Desai and Kim (1988) 1963-84 236 | 11 ημέρες | Market | 32 | 1 |
| Loderer & Martin (1990) 1966-84 274 | 6 ημέρες | Market | | 1 |
| Schwert (1966) 1975-91 564 | 42 ημέρες πριν 0έως 126 ημέρες μετά | Market | 16 20 | |
| Μέρος Β: Συγχωνεύσεις (Mergers) | | | | |

| | | | | |
|--|--|--------|---------|---|
| Jensen & Ruback (1983) (περίληψη 7 προηγούμενων μελετών) 1962-79 60 to 256 | 1 μήνας | Market | 16 | 1 |
| 6 ημέρες | Market | | 1 | |
| Schwert (1966) 1975-91 959 | 42 ημέρες πριν 0 έως 126 ημέρες μετά | Market | 12 5 | |

Σημειώσεις: * Όλες οι αποδόσεις των targets είναι στατιστικά σημαντικές στο 1, ενώ στο bidders γενικά όχι

Πίνακες 4.2: Μη κανονικές αποδόσεις μετόχων σε επιτυχείς εξαγορές στις Η.Π.Α. κατά την περίοδο μετά την εξαγορά.

| Μελέτη, περίοδος & μέγεθος δείγματος (αριθμός εταιριών) | Event window (μήνες ή ημέρες χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης) | Υπόδειγμα αναφοράς (Benchmark Model) | Μη κανονική απόδοση Bidder (%) |
|---|--|---|--------------------------------|
| Μέρος Α: Δημόσιες προσφορές (Tender offers) | | | |
| Dodd & Ruback (1977) 1958-76 124 | 60 | Market model | -6 |
| Magenheim & Mueller (1988) 1976-81 26 | 39 | Market model | 9 |
| Franks, Harris and Mayer (1988) 1955-84 127 | 24 | Market, market adjusted and CAPM models | -4 έως 9 |
| Agrawal, Jaffe & Mandelker (1992). 1955-87 227 | 60 | Size & beta adjusted models | 2 |
| 60 | | - 1 | |
| 60 | | | |

| | | | |
|---|----|---|-----------------|
| Rau & Vermaelen (1998) 1980-91 316 | 36 | Size & book to market adjusted models | 9* |
| Μέρος Β: | | | |
| Mandelker (1974) 1941- 62 241 | 40 | Market model | -1 |
| Franks, Harris & Mayer (1988) 1955-84 392 | 24 | Market, market adjusted and | -2 έως - 18* |
| 36 | | | |
| 60 | | - 1 | |
| Loderer and Martin (1992) 1965-86 304 | 60 | Size & beta adjusted models | -1 |
| 60 | | - 1 | |
| Rau and Vermaelen | 36 | Size & book | -4* |

Σημειώσεις: 1 Το Event window αρχίζει με τον μήνα ολοκλήρωσης, εκτός από τις μελέτες των Dodd and Ruback, και Maggenheim & Mueller που αρχίζουν νωρίτερα από ή πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης.
* Στατιστικά σημαντικό τουλάχιστον σε επίπεδο του 10%. Οι λοιπές αποδόσεις είναι ή μη σημαντικές ή δεν αναφέρεται η σημαντικότητά τους στις σχετικές μελέτες.

Μελέτες για το Ηνωμένο Βασίλειο

Η μελέτες που έχουν γίνει για την αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου παρουσιάζουν παρόμοια αποτελέσματα με αυτά των Η.Π.Α.. Σε τρία από τα τέσσερα υποδείγματα που χρησιμοποίησαν οι Sudarsanam and Mahate 2003 οι μη κανονικές αποδόσεις των μετοχών των αγοραστριών εταιριών (bidders) είναι σημαντικά αρνητικές, αναδεικνύοντας μία μειοψηφία (35%-45%) των αγοραστριών εταιριών να έχουν επιτύχει θετικές αποδόσεις. Το αποτέλεσμα αυτό είναι κάπως χαμηλότερο από αυτό που έχουν ανακοινώσει οι Weston&Johnson (1999) για την αγορά των Η.Π.Α. (49% συμπεριλαμβανομένων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων).

Πίνακας 4.3: κανονικές αποδόσεις μετόχων σε επιτυχείς εξαγορές στο Ηνωμένο Βασίλειο στην διάρκεια της περιόδου ανακοινώσεως.

| Μελέτη, περίοδος & μέγεθος δείγματος (αριθμός εταιριών) | Event window (μήνας ή ημέρες χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης) | Υπόδειγμα αναφοράς (Benchmark Model) | Μη κανονική απόδοση Target (%)* | Μη κανονική απόδοση Bidder (%)* |
|--|--|--------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| 1 μήνας | Market model | 28 | -6** | |
| Franks & Harris (1989) 1955-85 1445 | 1 μήνας | Market, market | 22 | 0 |
| 3 μήνες | | | | |
| -20 μέχρι +40 ημέρες | Market model | | 29 | -4** |
| 3 μήνες | Size adjusted model | | 38 | 0 |
| -1 μέχρι +40 ημέρες | Size, market adjusted, book to market, means adjusted | | -1 έως -2 | |
| Goergen and Renneboog (2003) 1993-2000 70 targets, 66 bidders | -60 μέχρι +60 ημέρες | CAPM | 29 | -2 |
| Σημειώσεις: * Όλες οι αποδόσεις των targets είναι στατιστικά σημαντικές στο 1%. ** Στατιστικά σημαντικό τουλάχιστον στο 5% | | | | |

Πίνακας 4.4: Μη κανονικές αποδόσεις των μετόχων των bidders στο Ηνωμένο Βασίλειο στην περίοδο μετά την Ολοκλήρωση των εξαγορών.

| Μελέτη, περίοδος & μέγεθος δείγματος (αριθμός εταιριών) | Event window (Μήνες ή ημέρες μετά την εξαγορά) | Υπόδειγμα αναφοράς (Benchmark Model) | Μη κανονική απόδοση Bidder (%) |
|---|--|--|--------------------------------|
| Firth (1980) 1969-75 434 | 36 | Market model | 0 |
| Franks and Harris (1989) 1955-85 1048 | 24 | Market, market adjusted, size adjusted CAPM models | -13 έως 5 |

| | | | |
|---|----------------------------------|---|------------|
| Limmack (1991) 1977-86 448 | 24 | Market model | -5 έως -15 |
| 23 | | | |
| | 24 | Market size, CAPM & 2 factor | |
| Higson and Elliot (1998) 1975-90 722 | 36 | Size adjusted model | 1 |
| 60 | | - 2 6 | |
| Sudarsanam and Mahate (2003). 1983-95 519 | 700 ημέρες (περίπου 34 μήνες) | Size, market-adjusted, B/M, means adjusted models | -18 έως +1 |

Σημειώσεις: 1 Εκτός από τους Firth, και Higson & Elliot των υπολοίπων μελετών οι μη κανονικές αποδόσεις είναι αρνητικές και στατιστικά σημαντικές. Οι Kennedy & Limmack δεν αναφέρουν επίπεδο σημαντικότητας.

Μελέτες από άλλες χώρες E.E

Ο πίνακας που ακολουθεί δείχνει τα αποτελέσματα εμπειρικών μελετών από 3 χώρες της E.E., Σουηδίας, Βελγίου και Γαλλίας, που παρουσιάζουν ευρήματα παρόμοια με αυτά των προαναφερομένων μελετών Η.Π.Α, και Ηνωμένου Βασιλείου. Οι μέτοχοι των targets είναι καλύτερα στις δημόσιες προσφορές από ότι στις συγχωνεύσεις, ενώ για τους μετόχους των bidders αυτό δεν έχει σημασία. Επιπλέον, η μελέτη των Van Hulle, Vermaelen and de Wouters (1991) προσφέρει ορισμένα στοιχεία σχετικά με τη μακροπρόθεσμη απόδοση των εξαγορών μετά την ολοκλήρωσή τους, ευρίσκοντας - 0,4% μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών για την περίοδο 6 μηνών μετά την ημερομηνία ολοκλήρωσης. Λαμβάνοντας υπόψη την περίοδο η οποία προηγήθηκε του bid και την περίοδο των 6 μηνών μετά, υπολόγισαν ότι οι αγοραστές κέρδισαν κατά μέσο όρο BF12εκατ. (μη στατιστικά σημαντικά) και οι εξαγοραζόμενοι BF45 δισ. (στατιστικά σημαντικά), με αποτέλεσμα ο συνολικός πλούτος των μετόχων της ενιαίας εταιρίας να

ανέρχεται σε BF3,5δισ., με την κεφαλαιοποίηση των bidders να είναι 13 φορές μεγαλύτερη από τους targets.

Πίνακας 4.5: Μη κανονικές αποδόσεις των μετόχων σε χώρες της Ε.Ε. κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης επιτυχών εξαγορών.

| Μελέτη, περίοδος & μέγεθος δείγματος (αριθμός εταιριών) | Χώρα | Event window (χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης) | Υπόδειγμα αναφοράς (Benchmark Model) | Μη κανονική απόδοση Target (%)* | Μη κανονική απόδοση Bidder (%)* |
|--|----------------|---|--------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| Bergstrom, Hofgfeldt & Hogholm (1993) 1980-92 94 targets, 149 bidders (tender offers) | Σουηδία | 11 ημέρες | Market model | 17 | 0 |
| | Σουηδία | 11 ημέρες | Market model | | |
| | Βέλγιο | 6 εβδομάδες | Market model | 38 | |
| | Βέλγιο | | M a r k e t | | |
| | Γαλλία | | +CAPM | | |
| Goergen & Renneboog (2003) 1993-2000 66 targets και 66 bidders | Διάφορες χώρες | -60 μέχρι +60 ημέρες | | 15* | 1 |
| Σημειώσεις: * Σημαντικές στο 1%. Των υπολοίπων μελετών οι αποδόσεις είναι μη στατιστικά σημαντικές ή δεν αναφέρονται | | | | | |

Μειονεκτήματα της μεθόδου μη κανονικών αποδόσεων

- Εξαρτάται από την υποτιθέμενη αποτελεσματικότητα της αγοράς για τις σωστές προβλέψεις των τιμών μετοχών με βάση το παρελθόν.
- Εξαρτάται από το υπόδειγμα CAMP που έχει δεχθεί σοβαρή κριτική [Fama & French (1992)] για την ικανότητα του beta να εξηγεί το κίνδυνο της αγοράς (multi factor models).
- Είναι ευάλωτη στην επιλογή του κατάλληλου benchmark (market index) με το οποίο σχετίζεται η πορεία των μετοχών στο παρελθόν. Έτσι, δεν αντιμετωπίζει το size effect anomaly των μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης (small caps stocks).
- Είναι ευάλωτη στη μεταβλητότητα των χαρακτηριστικών απόδοσης και κινδύνου (α και β 's) των επιχειρήσεων που παρουσιάζεται διαχρονικά.
- Είναι ευάλωτη στο πρόβλημα της χαμηλής εμπορευσιμότητας (thin trading problem) των small caps stocks.
- Σε σύγκριση με τις λογιστικές μεθόδους ή με μελέτες τύπου case studies στρατηγικής ανάλυσης, δεν υπεισέρχεται εις βάθος στην μελέτη των μεγεθών των εταιριών μετά τη συγχώνευση.

4.1.2.ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ (ACCOUNTING BASED OPERATIONAL PERFORMANCE EVALUATION)

Η πλειοψηφία των πρώτων εμπειρικών μελετών στις Η.Π.Α., Ηνωμένο Βασίλειο και κάποιες άλλες χώρες της Ε.Ε., που αναφέρονται στους πίνακες 4,6-4,8 δείχνει ότι η απόδοση των αγοραστών που μετρείται με καθαρώς λογιστικά στοιχεία κερδοφορίας, μειώνεται σημαντικά ή στην καλύτερη περίπτωση μένει ουδέτερη κατά την περίοδο 3-5 ετών μετά τη συγχώνευση [π.χ. Ravenscraft & Scherer (1987, 1988)].

Η εικόνα αυτή αλλάζει όμως όταν λαμβάνονται υπόψη μέτρα ταμειακών ροών, που θεωρητικά είναι ανώτερα σύμφωνα με τη χρηματοοικονομική θεωρία, εφόσον η αξία μίας επιχείρησης είναι η Καθαρή Παρούσα Αξία των μελλοντικών ταμειακών της ροών,

και υπάρχει θετική σημαντική συσχέτιση μεταξύ ταμειακών ροών και μετοχικών αποδόσεων.

Έτσι, διάφορες μελέτες που χρησιμοποίησαν μέτρα ταμειακών ροών, όπως αυτή των Healy, Palepu & Ruback (1992) και των Manson, Stark & Thomas (1994) δείχνουν σημαντική βελτίωση της τάξεως του 3% στις λειτουργικές ταμειακές ροές για την περίοδο των 3-5 ετών μετά τη συγχώνευση.

Σημαντικό επίσης είναι το γεγονός ότι σε διάφορες μελέτες όπως αυτή των Ravenscraft & Scherer (1988) αποδείχθηκε σημαντική η επίδραση του τρόπου λογιστικού χειρισμού των εξαγορών (Acquisition vs. Merger Accounting) στην κερδοφορία του αγοραστή, καθώς η εφαρμογή του Acquisition accounting σημαίνει υπεραξία εξαγοράς και συνεπώς μικρότερα κέρδη λόγω των σχετικών αποσβέσεων.

Με βάση τα ανωτέρω, και τα ευρήματα των μελετών που αναφέρονται στους πίνακες που ακολουθούν, μπορούμε να συνοψίσουμε, τα εξής:

Η επιλογή του κατάλληλου benchmark με το οποίο συγκρίνεται η απόδοση των συγχωνευομένων επιχειρήσεων είναι καθοριστικής σημασίας για την αξία των αποτελεσμάτων των μελετών. Τα μέτρα ταμειακών ροών που δε βασίζονται στη λογιστική αρχή των δεδουλευμένων είναι πιο αποτελεσματικά στο να καταγράφουν σωστά την επίπτωση της συγχώνευσης.

Ταυτόχρονα αυτά τα benchmark πρέπει να προσαρμόζονται για τις συνθήκες του κλάδου και του ανταγωνισμού. Μία πολύ καλή αντιμετώπιση του προβλήματος αυτού, αποτελεί η μελέτη των Manson, et.al. (1994) που συγκρίνει την απόδοση μετά τη συγχώνευση του αγοραστή με την απόδοση που θα είχε ο αγοραστής εάν δεν είχε συμβεί η συγχώνευση, λόγω του ανταγωνισμού και των προβλημάτων στον κλάδο (profitability erosion due to competition).

Πρέπει επίσης να λαμβάνουμε υπόψη και να γίνονται οι αντίστοιχες προσαρμογές ανάλογα με τους λογιστικούς κανόνες που ισχύουν και εφαρμόζονται σε κάθε χώρα.

Πολύ πιθανόν να χρειάζεται να λαμβάνεται υπόψη και η επίπτωση των μη-λειτουργικών ταμειακών ροών και αποτελεσμάτων, στο βαθμό που αυτά σχετίζονται με

τη συγχώνευση, όπως έσοδα από ρευστοποιήσεις περιουσιακών στοιχείων της εξαγοραζόμενης εταιρίας, αναδιάρθρωση δραστηριοτήτων κ.λ.π.

Η μελλοντική μελέτη στον τομέα αυτό πρέπει να περιλαμβάνει μεγαλύτερα δείγματα επιχειρήσεων, και πιο εξελιγμένα μέτρα απόδοσης που να συνδυάζουν λογιστικά στοιχεία με στοιχεία αγοράς, αφού υπάρχει συσχέτιση.

Πίνακας 4.6: Επίπτωση στα Λειτουργικά Αποτελέσματα των αγοραστών στην περίοδο μετά τη συγχώνευση- μελέτες για Η.Π.Α

| Μελέτη, περίοδος & μέγεθος δείγματος (αριθμός εταιριών) | Μέτρο ελέγχου της απόδοσης | Προσαρμογή του μέτρου της απόδοσης για την επίπτωση των κατωτέρω μεταβλητών: | Επίπτωση στην απόδοση μετά την εξαγορά |
|---|--|---|--|
| Ravenscraft & Scherer (1987) 1974-77 153 γραμμές επιχειρηματικών δραστηριοτήτων Tender offers | - Λειτουργικά κέρδη προ τόκων, φόρων & εκτάκτων αποτελεσμάτων/ Σύνολο ενεργητικού - Ταμειακές ροές= Λειτουργικά κέρδη + αποσβέσεις | Μεριδίου αγοράς, μεγεθους εταιριών, ρυθμού ανάπτυξης πλην εξαγοράς, λογιστικών κανονισμών | -Σημαντική πτώση της τάξης του 3% σε μια περίοδο 3 ετών -Δεν υπήρξε πτώση |
| Λειτουργικά κέρδη προ τόκων, φόρων & εκτάκτων αποτελεσμάτων / Σύνολο ενεργητικού | | Σ η μ α ν τ ι | |
| Herman & Lowenstein (1988), 1975-83, Εχθρικές tender offers | Απόδοση η ιδίων κεφαλαίων (ROE) | Απόδοση ROE προ της εξαγοράς | Δεν υπήρξε σημαντική βελτίωση |
| Λειτουργικές ταμειακές ροές προ φόρων/ αγοραία αξία του ενεργητικού (market value of assets) | | | Σ η μ α ν τ ι κ ή β ε λ |

| | | | |
|---|---------------|--|-------------------------------------|
| Ghosh (2001). 1981-95 315 bidders & targets | Ως ανωτέρω | Απόδοση προ της προσφοράς εξαγοράς και μέγεθος εταιριών | Δεν ευρέθη σημαντική βελτίωση |
|---|---------------|--|-------------------------------------|

Πίνακας 4.7: Επίπτωση στα Λειτουργικά Αποτελέσματα των αγοραστών στην περίοδο μετά τη συγχώνευση- μελέτες Ηνωμένου Βασιλείου.

| Μελέτη, περίοδος & μέγεθος δείγματος (αριθμός εταιριών) | Μέτρο ελέγχου της απόδοσ ης | Προσαρμογή του μέτρου της απόδοσης για την επίπτωση των κατωτέρω μεταβλητών: | Επίπτωση στην απόδοση μετά την εξαγορά |
|--|---|---|---|
| Meeks (1977) 1964-71 164 επιχ/σεις | | Μέσος όρος καθαρών κερδών/ ίδια κεφάλαια των τελευταίων 3-5 ετών | Απόδοση επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου. Μέσος όρος απόδοσης των τελευταίων 5 ετών προ της συγχωνεύσεως |
| Ως ανωτέρω | | Σ η μ α ν τ | Σημαντική πτώση της κερδ |
| Cosh et al (1980) 1967-70 225 επιχ/σεις | Ως ανωτέρω | Control group επιχειρήσεων που δε συγχωνεύθησαν | Σημαντική βελτίωση της λειτουργικής απόδοσης κατά την περίοδο 3-5 ετών μετά τη συγχώνευση |
| Λειτουργικές ταμειακές ροές/ αγοραία αξία επιχ/σης | | | Β ε λ τ ι |

Πίνακας 4.8: Επίπτωση στα Λειτουργικά Αποτελέσματα των αγοραστών στην περίοδο μετά τη συγχώνευση- μελέτες λοιπών χωρών Ε.Ε.

| Μελέτη, περίοδος & μέγεθος δείγματος (αριθμός εταιριών) | Μέτρο ελέγχου της απόδοσης | Προσαρμογή του μέτρου της απόδοσης για την επίπτωση των κατωτέρω μεταβλητών: | Επίπτωση στην απόδοση μετά την εξαγορά |
|---|---|---|---|
| Cable, Palfrey and Runge (1980). ΓΕΡΜΑΝΙΑ 1962-74, περίπου 50 μεγαλύτερες, κυρίως, οριζόντιες συγχωνεύσεις | - Απόδοση ενεργητικού (ROA) -Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) - Απόδοση επί των πωλήσεων (3-5 έτη) μέσος όρος προ και μετά τη συγχώνευση | -Control group συγκρισίμων επιχ/σεων που δεν συγχωνεύθησαν - Μέσος όρος κλάδου - Προβλεπόμενη Απόδοση συγχωνευομένων επιχ/σεων ίση με τον μέσο όρο του κλάδου | Οι συγχωνευθείσες επιχ/σεις δεν υπερβαίνουν την απόδοση των benchmarks (επιχειρήσεων του control group) |
| Jenny and Weber (1980). ΓΑΛΛΙΑ 1962-72 40 οριζόντιες συγχωνεύσεις | Ως ανωτέρω, αλλά ο μέσος όρος 4 ετών προ και μετά της συγχωνεύσεως | Ως ανωτέρω | Οι συγχωνευθείσες επιχ/σεις έχουν κάπως χαμηλότερη απόδοση (αλλά μη στατιστικά σημαντική) από τα benchmarks |
| Peer (1980) ΟΛΛΑΝΔΙΑ 1962-73 36 οριζόντιες και μη-συσχετισμένες συγχωνεύσεις (conglomerates) | Ως ανωτέρω, αλλά ο μέσος όρος 3 ετών | Ως ανωτέρω | Οι συγχωνευθείσες επιχ/σεις |
| Ως ανωτέρω | Ο Ι Σ Υ Ν | | |

| | | | |
|--|------------------------------|------------|---|
| Kumps and Wtterwulghe (1980). ΒΕΛΓΙΟ 1962-74 21 συγχωνεύσεις | ROA, ROE (μέσος όρος 5 ετών) | Ως ανωτέρω | Οι συγχωνευθείσες επιχ/σεις έχουν μη στατιστικά σημαντική ανώτερη απόδοση από τα benchmarks |
| Σημειώσεις: 1 Οι αναφερόμενες μελέτες προέρχονται από το βιβλίο του D C Mueller (ed), The Determinants and Effects of Mergers, An Anternational Comparison, (Cambridge, Mass.: Oelgeschlager, Gunn & Hain, 1980) | | | |

Μειονεκτήματα της μεθόδου λογιστικών στοιχείων.

- Τα μέτρα λειτουργικής απόδοσης είναι ευάλωτα σε προβλήματα μέτρησης π.χ. χρήση διαφορετικών λογιστικών κανόνων σε περιπτώσεις εξαγορών (Acquisition vs. Pooling accounting).
- Τα μέτρα αυτά είναι ευαίσθητα στην λογιστική αρχή των δεδουλευμένων (accrual accounting) και στην κατανομή των εσόδων και των κοστών σε διαφορετικές χρονικές περιόδους από τις στιγμές πραγματοποίησης των ταμειακών ροών.
- Είναι επίσης ευαίσθητα στις μεθόδους «δημιουργικής» λογιστικής π.χ. αποτίμηση αποκτηθέντων στοιχείων ενεργητικού, κόστη και προβλέψεις αναδιαρθρώσεως, εκτιμήσεις του goodwill, κ.λ.π..
- Ο διαχωρισμός των επιπτώσεων την εξαγοράς από άλλα γεγονότα και επιχειρηματικές αποφάσεις είναι δύσκολο.
- Η επιλογή του κατάλληλου μέτρου ελέγχου της απόδοσης είναι υποκειμενική (π.χ. λειτουργικά κέρδη ή κέρδη ανά μετοχή;).
- Το μέτρο σύγκριση (Benchmark) για την απόδοση είναι επίσης υποκειμενικό.
- Υπάρχει θετική σχέση μεταξύ βελτίωσης στην λειτουργική απόδοση και μετοχικών αποδόσεων, αλλά από μόνη της δεν έχει μεγάλη επεξηγηματική δύναμη.

- Η επιλογή του κατάλληλου χρονικού ορίζοντα μέτρησης δεν είναι εύκολη και σαφής υπόθεση πάντα. Σε αντίθεση με τις τιμές των μετοχών που εκφράζουν άμεσα τις προσδοκίες της αγοράς για το μέλλον, μπορεί να χρειάζεται πολλά χρόνια για να απεικονισθούν οι επιπτώσεις της συγχώνευσης στις λογιστικές καταστάσεις.
- Τα λογιστικά στοιχεία καταγράφουν το παρελθόν σε αντίθεση με τις τιμές των μετοχών που ενσωματώνουν πληροφορίες τόσο για το παρελθόν, όσο και για το μέλλον.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

5.1.ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ Σ&Ε

Οι Σ&Ε συχνά οδηγούνται στην αποτυχία (σχετικές μελέτες αναφέρουν ότι τα ποσοστά αποτυχίας αγγίζουν το 75%). Στη συνέχεια, αναλύονται οι βασικοί λόγοι που οδηγούν μια Σ&Ε σε αποτυχία.

ΑΝΕΠΑΡΚΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ – ΥΠΕΡΕΚΤΙΜΗΣΗ ΠΡΟΣΔΟΚΩΜΕΝΩΝ ΣΥΝΕΡΓΙΩΝ

Όταν μια επιχείρηση εξετάζει μια Σ&Ε συνήθως εισέρχεται σε μια διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης στόχου. Συχνά, όμως η διαδικασία αποδεικνύεται ανεπαρκής, αφού μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων, μετά την Σ&Ε, ανακαλύπτει ότι υπερεκτίμησε τα οφέλη που θα αποκόμιζε ή υποεκτίμησε τα κόστη που θα απέρρεαν.

Ένας από τους βασικότερους λόγους που μια επιχείρηση αποφασίζει να εφαρμόσει στρατηγική ανάπτυξης μέσω Σ&Ε είναι η πιθανότητα να επιτευχθεί ένα ή περισσότερα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα. Για να πραγματοποιηθεί αυτό, η επιχείρηση πρέπει να εξασφαλίσει την ύπαρξη συνέργιας. Η συνέργια αφορά την επίτευξη απόδοσης μεγαλύτερης από αυτή που θα είχαν οι δύο επιχειρήσεις, αν λειτουργούσαν ξεχωριστά.

Ωστόσο, η εκτίμηση των ωφελειών μιας Σ&Ε μπορεί να αποδεχθεί λαθεμένη. Η προβλεπόμενη αύξηση των εσόδων φαίνεται να παρουσιάζει τρομακτική δυσκολία στον υπολογισμό, διότι εξαρτάται από εξωτερικές παραμέτρους, που συχνά είναι πέραν του ελέγχου του management. Η πελατεία της εξαγορασθείσας εταιρείας, για παράδειγμα, μπορεί να αντιδρά διαφορετικά σε διαφορετικές τιμές και χαρακτηριστικά προϊόντων. Ομοίως, οι ανταποκριθούν στις νέες συνθήκες του ανταγωνισμού.

Από την άλλη πλευρά, υπάρχει ο κίνδυνος μία Σ&Ε να γίνεται αποκλειστικά με το κριτήριο της μεγέθυνσης και με έλλειψη στρατηγικού οράματος. Πολλές επιχειρήσεις, κυρίως στον τραπεζικό τομέα, έχουν την τάση να εξαγοράζουν άλλες επειδή αυτή είναι η τάση της αγοράς ή από φόβο μήπως το μικρό μέγεθός τους τις καταστήσει ευάλωτες σε εξαγορές. Συχνά, η αναίτια εξαγορά και η ανεπαρκής αξιολόγηση των εξαγοραζόμενων εταιρειών όχι μόνο δεν αποφέρει συνεργίες, αλλά θέτει σε κίνδυνο τις προοπτικές του όλου εγχειρήματος.

Είναι φανερό ότι υπάρχουν πολλές δυσκολίες στην ακριβή εκτίμηση ύπαρξης συνέργιας και του οφέλους που ενδεχομένως θα αποφέρει. Υπάρχει και το ενδεχόμενο να υπάρχει δυνατότητα συνεργίας, όμως τα στελέχη να αδυνατούν να την αντιληφθούν και συνεπώς να μην είναι σε θέση να κατευθύνουν τη δραστηριότητα των επιχειρήσεων, ώστε να την επιτύχουν.

Υπάρχουν παράδειγμα μεγάλων επιχειρήσεων που απέτυχαν στο να εκτιμήσουν επαρκώς τα οφέλη που θα τους παρείχε η εξαγορά μιας επιχείρησης. Η Coca-Cola, με δεδομένη την επιτυχία της στον τομέα των αναψυκτικών, αποφάσισε το 1975 να δοκιμάσει τις ικανότητες της στον τομέα του κρασιού, εξαγοράζοντας 3 επιχειρήσεις που παρήγαγαν κρασί. Το σκεπτικό της κίνησης διαφοροποίησης ήταν ότι μπορούσε να εκμεταλλευτεί την επιτυχία που ήδη είχε στο marketing για να επικρατήσει και στην αγορά κρασιού. Όμως, διαπίστωσε μετά από οριακά κέρδη 7 ετών ότι η διαφορά των δύο προϊόντων δεν ήταν μόνο στο περιεχόμενό τους, αλλά και στο κοινό στο οποίο απευθύνονταν, στην τιμολογιακή τους πολιτική και φυσικά στο δίκτυο διανομής τους. Μετά από 8 χρόνια αναγκάστηκε να τις πουλήσει.

ΔΥΣΚΟΛΙΕΣ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗΣ – Ο ΑΝΘΡΩΠΙΝΟΣ ΠΑΡΑΓΩΝ

Δεύτερος βασικός λόγος αποτυχίας μιας Σ&Ε είναι η αδυναμία γρήγορης και επιτυχούς ενοποίησης των επιχειρήσεων δηλ. της ένωσης δύο διαφορετικών ειδών εταιρικής κουλτούρας, χρηματοοικονομικών συστημάτων και συστημάτων ελέγχου, καθώς και η προσπάθεια δημιουργίας αποτελεσματικής συνεργασίας μεταξύ των διοικητικών στελεχών των επιχειρήσεων. Πρόκειται για μια διαδικασία χρονοβόρα και με αμφίβολα αποτελέσματα.

Εκτός από την περίπτωση όπου οι επιχειρήσεις αποδεικνύονται μη συμβατές, ως προς τη στρατηγική που ακολουθούν, έμφαση δίνεται στην περίπτωση όπου ο ανθρώπινος παράγοντας είναι εκείνος που ευθύνεται για την αποτυχία. Όταν μιλάμε για ανθρώπινο παράγοντα, αναφερόμαστε στο ανθρώπινο δυναμικό των επιχειρήσεων και την εταιρική κουλτούρα που το διακρίνει. Με τον όρο εταιρική κουλτούρα, εννοούμε το σύνολο των συμβόλων, αξιών, ιδεολογιών και υποθέσεων που λειτουργούν, συχνά ασυνείδητα, ώστε να καθοδηγούν και αν διαμορφώνουν την ατομική και την εταιρική συμπεριφορά.

Παρόλο που η συμβατότητα της εταιρικής κουλτούρας είναι καθοριστικός παράγοντας επιτυχίας μιας Σ&Ε, είναι και ο παράγων που συχνά αγνοείται. Οι δυσάρεστες συνέπειες απαντώνται κατά τη μεταβατική περίοδο μετά την οριστικοποίηση της συμφωνίας και είναι δυνατό να οδηγήσουν μια, κατά τα' άλλα, πολλά υποσχόμενη Σ&Ε, σε αποτυχία.

Μεταξύ των εργαζομένων της εξαγοραζόμενης εταιρείας επικρατεί, αφού δε γνωρίζουν αν θα διατηρήσουν τη θέση τους ή θα απολυθούν. Π.χ το 1998, η εξαγορά της αμερικάνικης Bankers Trust από τη γερμανική Deutsche Bank, δημιούργησε ένα τραπεζικό κολοσσό από τον οποίο όμως θα χάνονταν περίπου 5.500 θέσεις εργασίας. Η αβεβαιότητα αυτή, οδηγεί σε πτώση ηθικού, άγχος, αύξηση απουσιών από την εργασία και μείωση παραγωγικότητας. Αυτό συμβαίνει κυρίως όταν οι εταιρείες που συγχωνεύονται ήταν σκληροί ανταγωνιστές, με αποτέλεσμα οι εργαζόμενοι της εξαγορασθείσας εταιρείας να νιώθουν ηττημένοι, φοβισμένοι και συχνά προδομένοι, καθώς επίσης στο γεγονός ότι δεν γνωρίζουν ποιος θα είναι ο ρόλος τους στη νέα εταιρεία, σε ποιον θα αναφέρονται καθώς επίσης και πως θα ταιριάξουν οι προσωπικοί κι επαγγελματικοί τους στόχοι στην κουλτούρα του νέου οργανισμού.

Όσον αφορά τα υψηλά ιστάμενα στελέχη, μειώνεται η αίσθηση του καθήκοντός τους και η διάθεση συνεργασίας με τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή , λόγω του ότι βρίσκονται αντιμέτωπα με την αλλαγή του τρόπου που λειτουργούσαν ως εκείνη τη στιγμή και μετέωρα, σε σχέση με τις αρμοδιότητες που θα έχουν στο εξής, εν όψει της επικείμενης αναδιάρθρωσης των λειτουργιών της επιχείρησης-στόχου. Ορισμένες φορές τα στελέχη αυτά, όπως εξάλλου και εργαζόμενοι της εξαγορασθείσας φοβούνται πως διαγράφονται τα προηγούμενα επιτεύγματα τους και θα πρέπει από την αρχή να αποδείξουν την αξία τους.

Επιπλέον, συχνά οι εργαζόμενοι στην επιχείρηση-στόχο είναι προκατειλημμένοι έναντι της εξαγοράζουσας και τείνουν να παρεξηγούν και να απορρίπτουν τις αντιλήψεις της, σχετικά με τους στόχους και το σκοπό της Σ&Ε. Οι ασάφειες και η αβεβαιότητα που επικρατούν πυροδοτούν μια σύγκρουση των δύο ειδών κουλτούρας και διαμάχες για το ποια θα επικρατήσει. Η σύγκρουση έγκειται κυρίως στο διαφορετικό τρόπο σκέψης που διακρίνει την κάθε επιχείρηση και στη δυσκολία του να βρει κάποια άλλη επιχείρηση που να τον μοιράζεται.

Η πολλά υποσχόμενη συγχώνευση των Price Club και CostCo Wholesale αντιμετώπισε πολλά προβλήματα, κυρίως κουλτούρας. Τα στελέχη της Price Club είχαν τη νοοτροπία των αποφοίτων του Harvard, ενώ της CostCo Wholesale είχαν τη νοοτροπία των ατόμων που ξεκίνησαν από χαμηλά και κατάφεραν να φτάσουν ψηλά. Όπως είναι φυσικό, δεν υπήρχε πιθανότητα επιτυχούς συνεργασίας και η συγχώνευση λύθηκε μέσα σε ένα χρόνο.

Τέλος, στις διασυνοριακές Σ&Ε, προκύπτει το πρόβλημα της διαφοράς της εθνικής κουλτούρας. Διαφορές εντοπίζονται στον τρόπο διεξαγωγής της εργασίας, στη διοίκηση, στη θέση των απλών υπαλλήλων, στους κανόνες εργασίας, στη δύναμη των πελατών και των προμηθευτών. Συνεπώς, η ασυμβατότητα της εθνικής κουλτούρας μπορεί να είναι ακόμα ένας λόγος αποτυχίας μιας Σ&Ε. Για παράδειγμα, η πώληση της Τράπεζας Αθηνών στον κορεάτικο όμιλο Hanwa, κατά τη διάρκεια των αποκρατικοποιήσεων, την περίοδο 1991-1993, όχι μόνο δεν οδήγησε στην ανάπτυξη της τράπεζας, αλλά αντίθετα επιδείνωσε τις εγγενείς αδυναμίες της. Συγκεκριμένα, η διοίκηση και γενικότερα η επιχειρηματική φιλοσοφία, που ακολούθησε ο κορεάτικος Όμιλος, μπορεί να έχουν

αποδειχθεί για τις αγορές της Ασίας αποτελεσματικές, αλλά δεν πέτυχαν στην ελληνική πραγματικότητα.

Αρνητικές Επιπτώσεις της Καθυστέρησης Ενοποίησης

Για τους λόγους που προαναφέρθηκαν, το διάστημα που μεταξύ της ανακοίνωσης μιας Σ&Ε και της ολοκλήρωσης της διευρύνεται περισσότερο από ότι είχε αρχικά προβλεφθεί. Αυτή η εξέλιξη έχει ιδιαίτερα αρνητικό αντίκτυπο επί της αποτελεσματικής πραγματοποίησης της συγχώνευσης, λόγω της επίδρασής της σε πέντε κρίσιμα μέτωπα.

- Αύξηση του κόστους κεφαλαίου. Όσο αργά δημιουργηθεί ο νέος οργανισμός, τόσο πιο αργά θα επιτευχθούν και οι συνέργιες. Για την Σ&Ε, όμως, δεσμεύθηκαν κεφάλαια που πρέπει να αρχίσουν μέσα στο προγραμματισμένο χρονικό διάστημα να αποδίδουν. Καθυστερήσεις στην πραγματοποίησης συνεργιών συνεπάγονται μείωση της πραγματικής αξίας τους, δεδομένου ότι το κεφάλαιο έχει κόστος ευκαιρίας (opportunity cost).
- Κόστος μειωμένης παραγωγικότητας των εργαζόμενων. Η περίοδος μέχρι και την ενοποίησης είναι για τους εργαζομένους ένα χρονικό διάστημα άγχους και φόβου πως τα κεκτημένα τους μπορεί να χαθούν. Κάτω από την πίεση αυτή είναι δυνατό να αποχωρήσουν οι εργαζόμενοι-κλειδιά εάν βρουν αλλού εργασία.
- Απώλεια σημαντικών προμηθευτών και πελατών. Οι προμηθευτές αναρωτιούνται εάν θα εξακολουθούν να συνεργάζονται με τη νέα επιχείρηση και εάν οι όροι θα είναι οι ίδιοι. Εξετάζουν και το ενδεχόμενο συνεργασίας με άλλους πελάτες για να μη βρεθούν προ δυσάρεστων εκπλήξεων, αν η νέα επιχείρηση τους ζητήσει τη διακοπή της συνεργασίας. Οι πελάτες, ομοίως, διερωτώνται εάν ο νέος οργανισμός που θα προκύψει θα συνεχίσει να συνεργάζεται μαζί τους στην ίδια βάση συνεργασίας. Οι ανταγωνιστές μπορεί να εκμεταλλευθούν την αγωνία των πελατών και να τους προσελκύσουν.
- Κίνδυνος από τους ανταγωνιστές να ενισχύουν τελικά αυτοί τη δική τους θέση. Όσο περισσότερες δυσχέρειες αντιμετωπίζουν κατά τη διαδικασία ενοποίησης, τόσο μεγαλύτερες και ο χρόνος για τον οποίο αφιερώνει η εξαγοράζουσα μέρος των πόρων της και της προσοχής της στη διαδικασία των διαπραγματεύσεων και της μετέπειτα ενσωμάτωσης της εξαγοραζόμενης. Στερεί δε τους πολύτιμους αυτούς πόρους από τη

βασική της δραστηριότητα, δίνοντας στους ανταγωνιστές τη μοναδική ευκαιρία να την εκτοπίσουν και να ενισχύσουν τη δική τους θέση στον κλάδο.

- Αβεβαιότητα των μετόχων. Η παράταση της περιόδου ενοποίησης αποτελεί ένδειξη αδυναμίας της εξαγοράζουσας να ενεργήσει σύμφωνα με το πρόγραμμα.

ΥΠΕΡΒΟΛΙΚΟ ΧΡΕΟΣ

Μια επιχείρηση που αποφασίζει να εξαγοράσει μια άλλη, είναι διατεθειμένη να πληρώσει πολλά για να το κατορθώσει. Όμως, συνήθως, είτε λόγω ελλιπούς ανάλυσης και εξονυχιστικού ελέγχου των οικονομικών της επιχείρησης-στόχου, είτε λόγω υπερβολικής αυτοπεποίθησης των στελεχών της, για την απόφασή τους η επιχείρηση πριν το κλείσιμο της συμφωνίας βρίσκεται σε μια θέση όπου δε γνωρίζει την ακριβή αξία που έχει η επιχείρηση-στόχος.

Αν οι μετοχές της επιχείρησης-στόχου διακινούνται στο χρηματιστήριο, κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων αυξάνεται η τιμή τους. Προκειμένου να εξασφαλίσει την επιχείρηση-στόχο, η επιχείρηση-αγοραστής είναι πρόθυμη να διαθέσει υψηλή υπεραξία (premium) στους μετόχους της, το οποίο συνεπάγεται μεγάλα έξοδα. Αν για τα ρευστά που απαιτούνται, στρέφεται σε άλλο είδος χρηματοδότηση, συνήθως δανεισμό από τράπεζες και μέσω junk bonds (ομόλογα με υψηλό επιτόκιο, διότι πρόκειται για αβέβαιη επένδυση, αφού εξαρτάται από την πορεία της εξαγοράς). Επίσης ενδέχεται να ακολουθήσει και ανορθόδοξους τρόπους χρηματοδότησης για την αγορά των μετοχών, να χρησιμοποιήσει, για παράδειγμα, ίδιους χρηματικούς πόρους, οι οποίοι όμως αρχικά προορίζονταν για άλλες δραστηριότητες.

Αν η απόδοση της επιχείρησης-στόχου αντικατοπτριζόταν στην αξία που είχαν οι μετοχές της, για να αποφέρει κέρδη, μετά την εξαγορά της, θα πρέπει η απόδοσή της να αυξηθεί τουλάχιστον κατά το ποσοστό της υπεραξίας που πλήρωσε η επιχείρηση για να την εξαγοράσει. Επιπλέον, το χρέος που έχει δημιουργηθεί από το δανεισμό πρέπει να αποπληρωθεί. Για να πραγματοποιηθεί αυτό, θυσιάζονται πόροι που αλλιώς θα χρησιμοποιούνταν για μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Αν μάλιστα η εξαγοράζουσα διανύει και περίοδο μειωμένων κερδών, θα δυσκολευτεί να αποπληρώσει το χρέος και μπορεί να οδηγηθεί ακόμα και σε χρεοκοπία.

Γενικά, η πληρωμή υψηλής υπεραξίας για την εξαγορά μιας επιχείρησης-στόχου, έχει περισσότερες πιθανότητες να οδηγήσει την επιχείρηση-αγοραστή στη συσσώρευση χρέους, παρά στην αύξηση των κερδών της, ακόμα και αν εξετάσουμε το θέμα μακροπρόθεσμα.

ΡΟΛΟΣ ΣΤΕΛΕΧΩΝ

Προβλήματα μπορεί να δημιουργηθούν και στην πορεία των διαπραγματεύσεων για Σ&Ε. Στις διαπραγματεύσεις συμμετέχουν τα στελέχη της επιχείρησης- αγοραστή και ένα πλήθος άλλων ατόμων με διάφορες ειδικότητες. Είτε από την ίδια την εταιρεία, είτε ανεξάρτητα από αυτή. Τα εν λόγω άτομα, συνήθως δεν έχουν συνεργαστεί ποτέ μεταξύ τους, καλούνται να αναλύσουν, να παρουσιάσουν από κοινού την άποψη τους για την επικείμενη απόφαση που πρέπει να ληφθεί, σε πολύ σύντομο χρονικό και συχνά χωρίς επιτυχία.

Αυτό γιατί, κάθε στέλεχος μελέτά από τη δική του οπτική γωνία την ελκυστικότητα της Σ&Ε αντιμετωπίζει συνολικά. Έτσι, συχνά συγκεντρώνονται πολλές απόψεις που αφορούν διαφορετικούς τομείς της επιχείρησης και όχι μια σφαιρική ανάλυση, όπως θα ήταν αναγκαίο. Επιπλέον, οι αναλυτές αγνοούν ορισμένα θέματα, διότι υπολογίζουν ότι θα τα επιλύσουν οι αρμόδιοι, μετά την Σ&Ε, που όμως μπορεί να είναι ζωτικής σημασίας για το νέο βήμα της επιχείρησης, όπως π.χ. κατά πόσο οι επιχειρήσεις είναι συμβατές οργανωτικά και οι δυσκολίες που ενδέχεται να παρουσιαστούν κατά τη διαδικασία ενοποίησης.

Κατά τις διαπραγματεύσεις, τα συμβαλλόμενα μέρη βρίσκονται σε κατάσταση αβεβαιότητας. Μπορεί να συμφωνήσουν στα περισσότερα θέματα της ημερήσιας διάταξης και να διαφωνήσουν ή να αφήσουν για αργότερα κάποια θέματα που τους δυσκολεύουν, που όμως, όταν έρθει η στιγμή να τα αντιμετωπίσουν, οι δυσκολίες που αγνοήσουν μπορεί να γίνουν αιτία για την αποτυχία της συμφωνίας.

Τι επισπεύδει τη διαδικασία των διαπραγματεύσεων και πιθανότατα οδηγεί σε λάθος εκτιμήσεις, που μπορεί να αποβούν καταστροφικές για την εξαγοράζουσα επιχείρηση;

- Η διαρροή της πληροφορίας για την Σ&Ε. Το εργατικό δυναμικό των επιχειρήσεων θορυβείται και στην αγορά οι ανταγωνιστές προβαίνουν σε διάφορες κινήσεις για να

αντιμετωπίσουν τον επικείμενο κίνδυνο. Το αποτέλεσμα είναι τα στελέχη να προσπαθούν να κλείσουν το θέμα όσο γίνεται γρηγορότερα, με την τελική επίτευξη της συμφωνίας.

- Τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή, που έχουν προτείνει ή ασχοληθεί ιδιαίτερα με την υιοθέτηση αυτής της συμφωνίας, είναι φυσικό να έχουν ταυτιστεί με αυτή και να επιθυμούν να γίνει, ακόμα και αν οι προβλέψεις δεν είναι τόσο ευοίωνες. Για να αποφύγουν αντιρρήσεις, επισπεύδουν τη διαδικασία και κλείνουν τη συμφωνία.

- Τέλος, σε μια διαδικασία Σ&Ε, πολλοί είναι εκείνοι που θα επωφεληθούν αν τελικά πραγματοποιηθεί, άσχετα με το αν είναι απόλυτα συμφέρουσα ή όχι.

Τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή συχνά μπαίνουν στις διαπραγματεύσεις με την αυτοπεποίθηση του επιτυχημένου, θεωρώντας τα στελέχη της επιχείρησης-στόχου κατώτερα σε αξία, αφού η επιχείρηση τους έφτασε στο σημείο να εξαγοραστεί. Στη συνέχεια, μετά το κλείσιμο της συμφωνίας προκύπτει το ερώτημα ποιος είναι ο καταλληλότερος για να αναλάβει τη διοίκηση των τμημάτων της επιχείρησης-στόχου: τα στελέχη της εξαγοράζουσας ή τα στελέχη της επιχείρησης-στόχου; Αποτέλεσμα είναι το ξέσπασμα διαμάχης μεταξύ των στελεχών και η μεγέθυνση της έντασης που ήδη υφίσταται.

Η οριζόντια συγχώνευση των βρετανικών φαρμακευτικών βιομηχανιών Glaxo PLC και SmithKline Beecham, το 1995, οδηγήθηκε σε αποτυχία, πριν ολοκληρωθούν οι διαπραγματεύσεις και παρά τα αναμενόμενα οφέλη, λόγω διαφωνιών για τη σύνθεση του νέου διοικητικού συμβουλίου. Βέβαια, οι επιχειρήσεις αναγνωρίζοντας τα μεγάλα οφέλη που θα μπορούσαν να αποκομίσουν από τη συμφωνία επανήλθαν σε διαπραγματεύσεις 5 χρόνια αργότερα και παραμερίζοντας τις διαφωνίες τους συμφώνησαν να προχωρήσουν στη συγχώνευση.

Αναμφισβήτητα, το μέγεθος μιας επιχείρησης είναι συνδεδεμένο άμεσα με το γόητρο και θέση των στελεχών όσο μεγαλύτερη είναι μια επιχείρηση, τόσο ισχυρότερο θεωρείται ένα ανώτερο στέλεχος και τόσο μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη έχει στην αγορά. Συνεπώς, μια Σ&Ε συμβάλλει στην ενδυνάμωση της θέσης των στελεχών και γι αυτό το λόγο είναι οι πιο ένθερμοι υποστηρικτές της, αγνοώντας συχνά τις αντιδράσεις των μετόχων.

Επιπλέον, σύμφωνα με έρευνα του Πανεπιστημίου Columbia, ‘ όσο μεγαλύτερη είναι η αλαζονεία του Διευθύνοντα Συμβούλου, τόσο μεγαλύτερη είναι η υπεραξία που η επιχείρηση είναι πιθανόν να πληρώσει’, δηλαδή, διαπιστώνουμε πόσο ισχυρά είναι τα ανώτατα στελέχη μιας επιχείρησης, αφού δέχονται να πληρώσουν μεγάλη υπεραξία, που δεν είναι εύλογη, προκειμένου να πραγματοποιήσουν τη συμφωνία που επιθυμούν. Συχνά, τα στελέχη στην προσπάθεια τους να αναπτύξουν την επιχείρηση, καταστρέφουν, παρά δημιουργούν αξία. Οι τρέχουσες εργασίες της επιχείρησης παραμελούνται, λόγω επικέντρωσης του ενδιαφέροντος στην επιχείρηση-στόχο. Για παράδειγμα, η Kmart, στις αρχές της δεκαετίας του ‘90, εφαρμόστε στρατηγική αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων λιανοπωλητών. Έδωσε περισσότερο έμφαση στη δραστηριότητα αυτή και παραμέλησε την επιχειρηματική της δραστηριότητα, με αποτέλεσμα να χάσει σημαντικό μερίδιο της αγοράς και να αναγκαστεί να πουλήσει τις εξαγορασθείσες επιχειρήσεις, το 1995.

Όσον αφορά, τα στελέχη της επιχείρησης-στόχου, έχουν και αυτά μερίδιο ευθύνης αφού αποφεύγουν να πάρουν σημαντικές αποφάσεις, οδηγώντας σε περίοδο στασιμότητας την επιχείρηση-στόχο, από το φόβο, μήπως, κάποιες αποφάσεις τους, δε φέρουν το επιθυμητό αποτέλεσμα και γίνουν λόγος επίσπευσης της λύσης της συνεργασίας τους με την επιχείρηση.

5.2.ΕΠΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΑ ΔΙΕΥΘΥΝΤΙΚΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

Η επίπτωση που έχουν οι Σ&Ε στους managers εξαρτάται από το κίνητρο που διέπει αυτές. Εάν, το κίνητρο είναι πειθαρχικό (disciplinary form), που σημαίνει εχθρική διάθεση τότε ο βαθμός αλλαγής των managers μετά την εξαγορά θα είναι μεγάλος, ενώ εάν το κίνητρο είναι η δημιουργία συνεργειών τότε η εξαγορά θα είναι φιλική και ο βαθμός αλλαγής των managers μικρός.

Πράγματι οι διάφορες εμπειρικές μελέτες όπως αυτές των Walsh (1988), Martin & McConnell (1991) και Franks & Mayer (1994) επιβεβαιώνουν την ανώτερη πρόταση, και έμμεσα, τα συμπεράσματα των Lichtenberg and Siegel(1992) σχετικά με την αύξηση της παραγωγικότητας κατά την περίοδο μετά τη συγχώνευση.

Από την πλευρά των managers των επιχειρήσεων που εξαγοράζουν διαπιστώνεται ότι υπάρχει μία τάση για αύξηση των αποδοχών τους [Firth(1991)] μετά τη συγχώνευση

έστω και με την παρουσία αρνητικών αποδόσεων για τους μετόχους τους, γεγονός το οποίο ενισχύει τη θεωρία της αυτονόμησης των managers από τα συμφέροντα των λοιπών μετόχων (self- managerial interests & agency problem).

Αυτή όμως η αλαζονεία των managers των αγοραστριών εταιριών μετά τη συγχώνευση μπορεί συχνά να οδηγήσει στην καταστροφή την επιχείρηση που διοικούν, όπως δείχνουν τα στοιχεία που παραθέτει ο Sudarsanam (1995) στον πίνακα κατωτέρω.

Πίνακας 5.1: Κατάληξη των εταιριών με έντονη δραστηριότητα εξαγορών.

| Εταιρία Αγοραστή | Εξαγορές από το 1985 | | Κατάληξη (Ιαν. 1991) |
|------------------------|----------------------|-----------|---|
| | Αριθμός | Αξία (£m) | |
| British & Commonwealth | 20 | 1422 | Εκκαθάριση |
| 14 | 403 | | Εκκαθάριση |
| Leisure Investments | 10 | 228 | Εκκαθάριση |
| | 34 | 140 | Καθεστώς διαχείρισης |
| Ferranti | 9 | 439 | Αποσχίσεις |
| 13 | 55 | | Εξαγοράστηκε κατόπιν εχθρικής προσφοράς |
| Parkway | 23 | 68 | Εξαγοράστηκε |
| Saatchi & Saatchi | 31 | 584 | Χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση |
| 45 | 1292 | | Χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση |

Πηγή: A. Blackman, Acquisitions Monthly, January 1991.

5.3.ΕΠΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε ΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ

Επίπτωση των Σ&Ε στους εργαζόμενους γενικά δεν είναι ευνοϊκές, διότι αυτό σημαίνει απολύσεις, αναδιατάξεις προσωπικού, κλπ. Το μέγεθος των αλλαγών αυτών πάλι εξαρτάται από το κίνητρο της εξαγοράς και από την ύπαρξη του agency problem, κατά την περίοδο προ της εξαγοράς. Εάν η προσφορά είναι εχθρική ενδέχεται και οι επιπτώσεις για τους εργαζόμενους να είναι πιο δυσμενείς, ενώ εάν είναι φιλική μπορεί να υπάρχουν είτε ευνοϊκές ρυθμίσεις (π.χ. αποζημιώσεις για πρόωρη συνταξιοδότηση, κλπ.) είτε ακόμη και διασφάλιση των περισσότερων θέσεων εργασίας.

Η εμπειρική μελέτη (π.χ. Healy, Palepu & Ruback (1992) για Η.Π.Α. και Conyon, Girma, Thompson and Wright (2002) για το Ηνωμένο Βασίλειο) έχει επιβεβαιώσει την ισχύ των ανωτέρω, διακρίνονται όμως μαζί με τις δυσμενείς επιπτώσεις όσον αφορά στην απασχόληση, και στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας και στην αύξηση της παραγωγικότητας.

Φαίνεται επίσης ότι το προσωπικό που είναι σε βοηθητικές και επιτελικές υπηρεσίες κινδυνεύει πιο πολύ από απολύσεις από το προσωπικό που είναι στην παραγωγή (Bhagat, Shleifer and Vishny (1990)).

Μία μελέτη πάντως που θέλει να καταγράψει σωστά τις επιπτώσεις των συγχωνεύσεων πάνω στην απασχόληση θα πρέπει, και αυτό είναι πολύ δύσκολο, να προβλέψει σωστά τις απολύσεις που θα είχαν συμβεί στο μέλλον, στην περίπτωση που η συγχώνευση δεν είχε γίνει. Εάν η επιχείρηση- στόχος είχε όντως προβλήματα αποτελεσματικότητας, που θα την οδηγούσαν πιθανότατα δε εκκαθάριση, τότε η μείωση της απασχόλησης λόγω συγχώνευσης ή εξαγοράς θα ήταν σαφέστατα μικρότερη από αυτήν που θα γινόταν σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρίας.

5.4. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Σ&Ε

Με βάση την επισκόπηση των αποτελεσμάτων των εμπειρικών μελετών, και των δύο μεθόδων, μπορούμε να αναγνωρίσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των Σ&Ε, διακρίνοντας τους σε μακροπρόθεσμους (long-run) και βραχυπρόθεσμους (short-run).

Οι μακροπρόθεσμοι παράγοντες έχουν σχέση με την επιλογή της συγχώνευσης ως τμήματα μίας ολοκληρωμένης εταιρικής στρατηγικής που επιδιώκει τη διατήρηση του

παλαιού ή την απόκτηση νέου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Τέτοιοι παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των συγχωνεύσεων μπορεί να είναι:

- Ο βαθμός συσχέτισης των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται, ήτοι εάν η συγχώνευση είναι οριζόντια, κάθετη ολοκλήρωση, συσχετισμένη ή ασυσχέτιστη (conglomerates) διαφοροποίηση.

- ο Η μεγαλύτερη μερίδα της βιβλιογραφίας υποστηρίζει, ότι τα κέρδη είναι υψηλότερα στην περίπτωση των Σ&Ε, που γίνονται μεταξύ επιχειρήσεων με συσχετισμένες κατά κάποιο τρόπο δραστηριότητες μεταξύ τους (οριζόντιες, κάθετες ή συσχετισμένη διαφοροποίηση), από ότι μεταξύ επιχειρήσεων με ασυσχέτιστες δραστηριότητες, κυρίως λόγω των λειτουργικών συνεργειών και της αύξησης της λειτουργικής αποτελεσματικότητας [Ansoff (1965), Rumelt (1974), Porter(1985), Singh &Montgomery(1987), Shelton(1988), Ravenscraft & Scherer(1988), Markides(1995)].

- ο Όμως υπάρχει και μια άλλη μερίδα της βιβλιογραφίας που ισχυρίζεται ότι οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις (conglomerate mergers) δημιουργούν επίσης σημαντική αξία [Grant, Jammine & Thomas(1988), Seth (1990), Ashlinger & Copeland(1996)], είτε λόγω της δημιουργίας διοικητικών συνεργειών (managerial synergies) από την καλύτερη αξιοποίηση των πόρων και ικανοτήτων της εξαγορασθείσης επιχείρησης, είτε λόγω χρηματοοικονομικών συνεργειών (financial synergies) που προκύπτουν από το χαμηλότερο κίνδυνο που δημιουργεί η χαμηλή συσχέτιση των διαφορετικών ταμειακών ροών των επιχειρήσεων [Lewellen, 1971-co-insurance effect]. Σημαντικό είναι το επιχείρημα των Grant e.al. ότι η σχέση μεταξύ απόδοσης και διαφοροποίησης είναι μη- γραμμική, καθώς υπάρχει ένας άριστος βαθμός διαφοροποίησης που αυξάνει την απόδοση της συγχώνευσης. Οι Ashlinger & Copeland ερμηνεύοντας τα ευρήματά τους (το 80% των 829 εξαγορών που μελέτησαν, παρήγαγαν αποδόσεις υψηλότερες του κόστους κεφαλαίου τους για μία περίοδο 10 ετών), διετύπωσαν την άποψη ότι πολλές από τις συγχωνεύσεις που φαίνονταν από πολλές πλευρές να είναι ασυσχέτιστες, στην ουσία δεν ήταν, καθώς γύρω από ένα θέμα υπήρχε μία μεγάλη εμπειρία τεχνογνωσίας, διοικητικών ικανοτήτων, marketing, κ.λπ. Άλλωστε, πολύ μεγάλες επιχειρήσεις όπως η General

Electric, Hyundai, κ.λπ. χρωστούν την επιτυχία τους στο γεγονός ότι συνδυάζουν επιτυχώς ασυσχέτιστες και συσχετισμένες δραστηριότητες μεταξύ τους, βασισμένες σε ένα κοινό θέμα (common theme), που μπορεί να είναι π.χ. η κατασκευή μηχανών.

- Η φάση (growth, maturity, decline, κ.λ.π.) στην οποία ευρίσκεται κλάδος στον οποίο γίνονται οι συγχωνεύσεις και η οικονομία γενικότερα. Είναι φυσικό, ότι οι παράγοντες εκτός από την επίδραση που έχουν πάνω στη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων (timing of merger activity) θα πρέπει να έχουν επίπτωση και στα κέρδη που παράγουν καθώς η αναγκαιότητα για επιχειρηματική αναδιάρθρωση είναι διαφορετική ανάλογα με το εάν ο κλάδος ή η οικονομία γενικότερα βρίσκεται σε φάση ανόδου ή συρρίκνωσης.

Οι βραχυπρόθεσμοι παράγοντες έχουν σχέση με τις συνθήκες κάτω από τις οποίες γίνεται η προσφορά, τις διάφορες τακτικές που εφαρμόζει ο bidder και ο target κατά τη διαδικασία προσφοράς και τον τρόπο δόμησης της συμφωνίας (structuring the deal). Τέτοιοι παράγοντες είναι:

- Η διάθεση της προσφοράς (Mood of the bid)- εάν η εξαγορά είναι εχθρική ή φιλική. Η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών [π.χ. Walking(1985), Datta, Pinches & Narayanan(1992), Holl & Kyriazis (1997)] δείχνει ότι οι εχθρικές εξαγορές συνδέονται με πολύ μεγαλύτερες αποδόσεις για τους μετόχους των εταιριών targets, αλλά σε κάποιες περιπτώσεις και με μεγαλύτερες αποδόσεις των bidders [Holl & Kyriazis (1997)]. Αυτό επιβεβαιώνει την υπόθεση των Shleifer & Vishny (1988) σχετικά με την ύπαρξη ενός τύπου πειθαρχίας της αγοράς σε μη αποτελεσματικούς managers, μέσω του μηχανισμού των εχθρικών εξαγορών (disciplinary mechanism of hostile takeovers), που περιορίζει το agency problem.

- Ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η προσφορά (ειδικά για τις Η.Π.Α.) tender offer (απευθείας στους μετόχους) ή merger (μεταξύ των διοικήσεων των εταιριών). Οι μελέτες στις Η.Π.Α (πίνακες 3.1-3.2) δείχνουν την υπεροχή των tender offers έναντι των mergers. Εάν δε μάλιστα συνδυασθεί το γεγονός ότι τα tender offers συνδέονται στη συντριπτική τους πλειοψηφία με hostile bids και τα mergers με friendly mergers,

επιβεβαιώνεται έμμεσα και το προηγούμενο επιχείρημα περί ύπαρξης πειθαρχικού μηχανισμού ελέγχου της αγοράς.

- Ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος (cash, equity ή ένας συνδυασμός εναλλακτικών μεθόδων). Η πλειοψηφία των μελετών που χρησιμοποιεί event study methodology δείχνει ότι οι προσφορές που γίνονται με μετρητά προσφέρουν ανώτερες αποδόσεις στους μετόχους των συγχωνευομένων εταιριών. Αυτό το αποτέλεσμα διαφοροποιείται βέβαια, όταν χρησιμοποιούνται λογιστικά στοιχεία για τη μελέτη της λειτουργικής απόδοσης του αγοραστή μετά τη συγχώνευση, καθώς η πληρωμή εξολοκλήρου με μετοχές αποφεύγει την εμφάνιση υπεραξίας και έτσι τα κέρδη αυξάνονται.

- Η ύπαρξη ποσοστού ιδιοκτησίας στο μετοχικό κεφάλαιο το target από τον bidder (bidder's toehold) κατά την περίοδο προ της προσφοράς, μειώνει τα κέρδη των targets και αυξάνει τα κέρδη των bidders [Franks & Harris(1989), Stultz, Walkling & Song(1990), Holl & Kyriazis(1997)].

- Η ύπαρξη μεγάλων μετόχων κυρίως θεσμικών στο μετοχικό κεφάλαιο του target, κατά την περίοδο προ της προσφοράς μειώνει τα κέρδη των μετόχων των targets, λόγω του αποτελεσματικού ελέγχου που ασκούν κατά την περίοδο προ της προσφοράς [Shleifer & Vishny (1986), Holl & Kyriazis (1997)].

- Η ύπαρξη πολλαπλών bidders αυξάνει τα κέρδη των μετόχων των targets και μειώνει τα αντίστοιχα κέρδη των bidders [Berkovitch & Narayanan(1993), Holl & Kyriazis(1997)].

- Η διαφορά του δείκτη αποτίμησης (valuation ratio), ήτοι ο δείκτης Market to Book (MB) του bidder σε σχέση με τον αντίστοιχο δείκτη του target. Η εμπειρική έρευνα [Lang, Stultz & Walkling (1989), Servaes(1991), Holl & Kyriazis(1997)] δείχνει ότι αποδόσεις των μετόχων των targets είναι υψηλότερες όταν το valuation ratio του bidder υπερβαίνει αυτόν του target, που σημαίνει ότι η αγορά εκτιμά θετικά το γεγονός ότι εταιρίες με υψηλή αποτίμηση αγοράζουν άλλες εταιρίες που έχουν δεχθεί χαμηλή αποτίμηση.

- Το μέγεθος (mcap) του bidder σε σχέση με το αντίστοιχο του target. Η Αγορά εκτιμά θετικά το γεγονός, όταν το μέγεθος του target είναι μικρότερο σε σχέση με αυτό του bidder. Κατά συνέπεια, αυξάνονται οι αποδόσεις των targets [Holl & Kyriazis(1997)].

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

6.1.ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν στρατηγικές κινήσεις που πραγματοποιούνται στα πλαίσια της προσπάθειας των επιχειρήσεων για αμεσότερη ανταπόκριση στις συνεχώς μεταβαλλόμενες συνθήκες του εξωτερικού περιβάλλοντος και του έντονου ανταγωνισμού. Η στρατηγική αντιμετώπιση του ανταγωνισμού επιβάλλει να ξέρει μια επιχείρηση πότε πρέπει να ανταγωνίζεται και πότε και πώς να συνεργάζεται με τους ανταγωνιστές της μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών για την επίτευξη κοινών στόχων.

Οι σύγχρονες τάσεις όπως η παγκοσμιοποίηση των αγορών, η ελευθερία δράσης του παγκόσμιου κεφαλαίου, η συρρίκνωση των επιχειρήσεων και η ιδιωτικοποίηση όλων των κρατικών και μη κρατικών επιχειρήσεων σε συνδυασμό με τη χρήση υψηλής τεχνολογίας καθιστούν τις συγχωνεύσεις συχνό φαινόμενο. Τα υψηλά ποσοστά εμφάνισης τους τις τελευταίες δεκαετίες και η αυξητική τους τάση υπαγορεύουν την αναγκαιότητα τους τόσο για τη βιωσιμότητά τους όσο και για την επιτυχημένη τους πορεία.

Πριν από οποιαδήποτε απόφαση για συγχώνευση και εξαγορά πρέπει να γίνεται μια ανάλυση τόσο του εξωτερικού (ευκαιρίες και απειλές), όσο και του εσωτερικού (δυνατότητες και αδυναμίες) περιβάλλοντος (S.W.A.T.analysis). Πρέπει να εξετάζονται παράγοντες πολιτικοί, οικονομικοί, κοινωνικοί και τεχνολογικοί. Τόσο οι παράγοντες που άπτονται της συμβατότητας της κουλτούρας των συγχωνευόμενων και εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων, της ένωσης δηλαδή δύο διαφορετικών ειδών εταιρικής κουλτούρας, χρηματοοικονομικών συστημάτων και συστημάτων ελέγχου, όσο και η ανεπαρκής αξιολόγηση των προσδοκώμενων συνεργειών καθώς και η δυσκολία αποτελεσματικής συνεργασίας μεταξύ των διοικητικών στελεχών, οδηγούν σε λάθος εκτιμήσεις επηρεάζοντας έτσι τα αποτελέσματα και τις στρατηγικές ανάπτυξης των επιχειρήσεων που οδηγούνται σε διαδικασίες Σ&Ε.

Παρόλο το ότι κάθε Σ&Ε (μετά τις σχετικές λογιστικές και χρηματοοικονομικές εκτιμήσεις της αξίας της επιχείρησης) προσφέρει πολλαπλά πλεονεκτήματα για τα εμπλεκόμενα μέρη όπως είσοδο σε νέες αγορές, δημιουργία οικονομικών κλίμακας, χρησιμοποίηση νέων τεχνολογιών κλπ., εντούτοις συχνά παρουσιάζουν αδυναμίες που συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με τη διαχείριση του ανθρώπινου δυναμικού τους.

Συχνά η επικέντρωση μόνο σε ποσοτικά μεγέθη αποβαίνει λανθασμένη, ενώ η θέσπιση ποιοτικών και περισσότερο διαχρονικών κριτηρίων εξασφαλίζει μακροπρόθεσμη ευημερία τόσο της επιχείρησης όσο και των εργασιακών σχέσεων.

Κοινός παρανομαστής όλων των εταιριών με εξαιρετικό εργασιακό περιβάλλον είναι η έμφαση στον παράγοντα άνθρωπο και μια ολιστική προσέγγιση του θέματος της επιχειρηματικής επιτυχίας. Υπάρχει στενή σχέση μεταξύ οικονομικών αποτελεσμάτων και ευχαριστημένων εργαζομένων. Ο ρόλος της Διοίκησης Ανθρώπινων Πόρων είναι καταλυτικός στο σχεδιασμό και ανάλυση της εργασίας, στη στελέχωση, εκπαίδευση,

αξιολόγηση και αμοιβή του προσωπικού με απώτερο σκοπό την ποιότητα, την κερδοφορία και τη βιωσιμότητα των επιχειρήσεων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξένη Βιβλιογραφία:

Alchian A. A.
(1950). Uncertainty,
evolution and
Economic Theory.
Journal of Political
Economy.

Ansoff H.I. (1965). Corporate Strategy. McGraw- Hill, New York.

Ashlinger P.L. & Copeland T.E. (1996). Growth through acquisitions: A fresh look. Harvard Business Review.

Auerbauch A.J. & Reishus D.(1987). Taxes and the merger decision.

Baker, R.D. and R.J.Limmack(2002) UK takeovers and acquiring company wealth changes: the impact of survivorship and other potential selection biases on post-outcome performance, University of Stirling Working Paper, May 2002.

Barder, B.M., J.D. Lyon and C.L. Tsai(1999), Improved methods for tests of long-run abnormal returns.

Baumol W.J.(1965) The stock market and economic efficiency (New York 1965).

Becker G.S(1962). Irrational behavior and economic theory. Journal of Political Economy.

Berkovitch E. & Narayanan M.P.(1993). Motives for takeovers: An empirical investigation.

Bhagat S., Shleifer A. & Vishny, R(1990). The aftermath of hostile takeovers, London School of Economics Discussion.

Bradley M. Desai A. & Kim H.E(1983).The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy?

Brown, S. and J. Warner (1985). Using Daily Returns: The case of event studies.

Conyon M.J., Girma S., S Thompson S. & Wright P.W.(2002). The impact of mergers and acquisitions on company employment in the U.K.

Cowling K.Stoneman P., Cubbin, J., Hall G., Domberger S. & Dutton P. (1980). Mergers and economic performance.(Cambridge University Press:1980).

Datta D.K., Pinches G.E & Narayanan V.K.(1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis.

De Bondt W.F. & Thompson H.E. (1992). Is economic efficiency the driving force behind mergers? Managerial and Decision Economics

- Dodd P.& Ruback R(1977). Tender offers and stockholders returns.
- Doukas, J. and Holmen (2000). Managerial ownership and risk reducing acquisitions, in C.Cooper and A.Gregory (Eds.) Advances in Mergers and Acquisitions.
- Eckbo, E. and H. Lannghor(1989). Information disclosure, method of payment and takeover premium.
- Fama E.F. & Jensen M.C. (1983). Separation of ownership and control. Journal of law and Economics.
- Fama, EF. (1998), Market efficiency, long-term returns, and behavioural Finance.
- Firth, M (1991). Takeovers, shareholder returns and executive rewards, Managerial and Decision economics.
- Franks J and C Mayer (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure.
- Friedman M. (1953). Essays in Positive Economics. (Chicago).
- Galbraith, J.K (1967) A review of the review. (the public interest: Fall 1967).
- Geroski P.A. (1984). On the relation between aggregate merger activity and the stock market.
- Ghosh A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions?
- Gort M(1969). An Economic Disturbance Theory of Mergers, Quarterly Journal of Economics
- Grant R.M., AP. Jammie, and H Thomas (1988). Diversity, diversification and profitability among British manufacturing companies.
- Halpen P. (1983).Corporate acquisition: A theory of special cases? A review of event studies applied to acquisition.
- Hayn C. (1989). Tax attributes as determinants of shareholder gains in corporate acquisitions.

Healy P., Palepu K. & Ruback, R (1992). Does corporate performance improve after mergers?

Higson C and J Elliott(1998). Post-takeover returns: The UK evidence.

Holl P. & Kyriazis D. (1997) Wealth Creation and Bid Resistance in U.K. Takeover Bids. *Strategic Management Journal*.

Jarrell G A and A Poulsen(1989). The returns to acquiring firms in tender offers.

Jensen M.C. & Ruback, R. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*.

Kumar M. (1984). *Growth, Acquisition and Investment*. Cambridge University Press.

Kyriazis D.(1994). The wealth effects, mood and outcome of UK take-over bids: An empirical analysis using a simultaneous equations approach, Unpublished doctoral dissertation, City University 1994.

Lewellen W.G. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger.

Limmack R(1991) Corporate mergers and shareholder wealth effects, *Accounting & Business Research*.

Loderer C and K Martin(1992) Post-acquisition performance of acquiring firms, *Financial Management*.

Magenheim E B and D C Mueller (1988) Are acquiring firm shareholders better off after an acquisition? In J Coffee, L Lowenstein and S Ackerman (Eds): *Knights, Raiders and Targets*, Oxford University Press.

Manne H.G(1965) *Mergers and market for corporate control*.

Markides C. (1995). *Diversification, restructuring and economic performance*.

Markham J.W. (1973). *Conglomerate enterprises and public policy*.

Marris R.L. (1964). *The economic theory of managerial capitalism*.

Martin K. J. and J.J. Mc Connell (1991) *Corporate performance, corporate takeovers and management turnover*.

Mitchell M. and Stafford E. (2000) Managerial decisions and long-term stock price performance.

Myers S.C. & Majluf N.S. (1984) Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have.

Porter, M. (1985) *Competitive Advantage*, (New York).

Prahalad C.K & Hamel G.(1990). The core competence of the corporation.

Ravenscraft D. & Scherer F. (1988). Mergers and managerial performance in: *Knights and Raiders* ed. by Coffe J. & Ackerman C. Oxford University Press.

Shiller R.J. (1984) Stock price and social dynamics

Roll R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers.

Rumelt R.P. (1974) *Strategy, Structure and Economic Performance*. Harvard University Press, Boston, MA.

Salter M.S and W A Weinhold, *Diversification through Acquisition*

Servaes H. (1991) Tobin's Q and the gains from takeovers.

Shleifer A. and Vishny, R.W (1991). Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implication, *Strategic Management Journal*

Stultz RM. Walkling R.A. & Song M.H.(1990). The distribution of target ownership and the division of gains in successful takeovers.

Sudarsanam S.(2003) *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges. An Integrated and International Perspective*, Prentice Hall International, London.

Travlos N. (1987) Corporate takeover bids, method of payment and bidding firm stock returns.

Van Hulle C. T. Vermaelen and P. de Wouters(1991) Regulation, taxes and the market for corporate control in Belgium.

Walsh J.J (1988). Top management turnover following mergers and acquisitions.

Weston F.J. Siu J.A & Johnson B.A (2001). Takeovers, restructuring and corporate

governance.

Winter S.G. (1964). Economic natural selection and the theory of the firm (Yale Economic Essays: Spring 1964).

Ελληνική Βιβλιογραφία:

Κυριαζής Δ.(2007) Συγχωνεύσεις & Εξαγορές. Αθήνα.

Παπαδάκης Β. (2002). Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία. Αθήνα.

Σακέλλης Ε.(1994) Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεων Μετασχηματισμοί Επιχειρήσεων Συγχωνεύσεις και Μετατροπές.

Σαρσέντης Β.Ν. (1996) Επιχειρησιακή Στρατηγική και Πολιτική.

Πηγες:

<http://www.finpipe.com/equity/stockval.htm>

<http://www.investopedia.com/university/fundamentalanalysis/fundanalysis1.asp>

http://en.wikipedia.org/wiki/Fundamental_analysis