



ΓΕΩΠΟΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΓΕΩΡΓΙΑΣ (MBA)
ΣΥΝΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟ ΤΜΗΜΑ: ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ ΚΑΙ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ
ΑΓΟΡΑ: ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΤΙΜΗ ΤΩΝ
ΕΜΠΛΕΚΟΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Νικόλαος Γ. Μακρής

ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ:

Κωνσταντίνος Κασιμάτης, Επίκουρος Καθηγητής ΟΠΑ (επιβλέπων)
Παναγιώτης Λαζαρίδης, Καθηγητής ΓΠΑ
Πάυλος Σπαθής, καθηγητής ΓΠΑ

Αθήνα, Ιανουάριος 2012

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά την κύριο Κωνσταντίνο Κασιμάτη τόσο για τον πολύτιμο χρόνο που διέθεσε, όσο και για τη συνέπεια και την αμέριστη υποστήριξή του για την ολοκλήρωση αυτής της διπλωματικής εργασίας, όπως επίσης και για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με το παρόν θέμα. Ακόμα, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου Δέσποινα και Γιώργο Μακρή που στάθηκαν δίπλα μου από την αρχή μέχρι και το τέλος της εκπόνησης αυτού του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών και που είναι πάντα αρωγοί σε κάθε επιλογή μου.

Περιεχόμενα

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	5
2. ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ	7
2.1 Διαφορά συγχώνευσης και εξαγοράς.....	7
2.2 Βασικές διακρίσεις των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων και των κινήτρων τους.....	8
2.3 Σε τι αποσκοπούν οι Συγχωνεύσεις & Εξαγορές	10
2.4 Κίνητρα για εξαγορές και συγχωνεύσεις	11
2.5 Γενεσιουργοί λόγοι Εξαγορών & Συγχωνεύσεων.....	12
2.6 Οφέλη Συγχωνεύσεων & Εξαγορών	17
2.7 Λόγοι αποτυχίας - επιτυχίας Συγχωνεύσεων & Εξαγορών.....	19
2.8 Συγκρούμενα συμφέροντα και εσωτερικός ανταγωνισμός.....	21
2.9 Οικονομικό περιβάλλον	23
2.10 Χρονική συγκυρία.....	24
2.11 Εξαγορές συγχωνεύσεις και επιτροπές ανταγωνισμού.	24
2.12 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα.....	25
2.13 Προηγούμενες ερευνητικές προσεγγίσεις για τη μέτρηση της απόδοσης των εξαγορών.	26
3. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΠΡΟΣΦΑΤΗΣ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑΣ.....	28
3.1 Εισαγωγή.....	28
3.2 Σ & Ε και accounting – based measures- Εμπειρικά αποτελέσματα	28
3.4 Σ & Ε και perceived performance-Εμπειρικά αποτελέσματα	31
3.5 Μελετώντας την απόδοση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών με τη μέθοδο πολλαπλών κριτηρίων.....	33
4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	38
4.1 Εισαγωγή.....	38
4.2 Κριτική-Σύγκριση μεθοδολογιών	38
4.3 Μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων (Abnormal Returns)	39
4.4 Το Market model (Υπόδειγμα της αγοράς).....	41
4.5 Η μεθοδολογία	42
5. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	44
5.1 Σχολιασμός αποτελεσμάτων	44
6. ΕΠΙΛΟΓΟΣ	46
6.1 Συμπεράσματα	46
7. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	48

Αξιολόγηση εταιρικών εξαγορών στην Ελληνική Αγορά.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Όταν αναφερόμαστε στην επίδραση της ανακοίνωσης των εξαγορών στη χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών τους, στην πραγματικότητα αναφερόμαστε σε ένα σύνθετο πρόβλημα που απασχολεί του οικονομικούς ερευνητές της εποχής, αλλά και πολλούς οικονομικά ενδιαφερόμενους, το οποίο χρίζει πολύπλευρης ανάλυσης για την κατανόησή του και την απάντηση στο πλήθος των ερωτημάτων που δημιουργούνται.

Λόγω της κρίσης, κάποιες επιχειρήσεις προβαίνουν σε εξαγορές έτσι ώστε να δυναμώσουν τη θέση τους στην αγορά. Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η μελέτη της επίδρασης των εξαγορών στη χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων στην Ελλάδα μέσω της μεθόδου ανάλυσης «επιχειρηματικών συμβάντων», (event study methodology), αν οι εξαγορές που έγιναν θεωρήθηκαν επιτυχημένες από τη χρηματιστηριακή αγορά, δηλαδή αν τελικά ενίσχυσαν τη μετοχή τους.

Στο πρώτο μέρος της εργασίας αυτής παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο το οποίο είναι απαραίτητο για την κατανόηση όρων, εννοιών και ζητημάτων που σχετίζονται με εξαγορές. Ειδικότερα αναφέρονται οι λόγοι και τα είδη των εξαγορών, τα κίνητρα και τα οφέλη, οι λόγοι αποτυχίας και επιτυχίας καθώς και ο προσδιορισμός της επίδρασης του οικονομικού περιβάλλοντος και της χρονικής συγκυρίας μιας εξαγοράς.

Στο δεύτερο μέρος γίνεται μια παρουσίαση των ευρημάτων της διεθνούς βιβλιογραφίας καθώς και της εγχώριας που αφορούν στον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων από επιτυχημένες εξαγορές σε βραχυχρόνια περίοδο. Γίνεται σχολιασμός των ευρημάτων αυτών ενώ παρουσιάζονται και ευρήματα από μελέτες που αφορούν στη μακροχρόνια περίοδο.

Στο τρίτο μέρος παρουσιάζεται η μέθοδος των επιχειρηματικών συμβάντων (event study methodology), βάσει της οποίας προχωρήσαμε στον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων. Αφού επιλέχθηκε το δείγμα έγινε καταγραφή των ημερομηνιών ανακοίνωσης των εξαγορών. Αφού καταγράφηκαν οι ημερομηνίες για τα συμβάντα αυτά ορίστηκαν χρονικά διαστήματα τα οποία παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων των bidders (απορροφώσες εταιρίες). Στη συνέχεια εκτιμήθηκε η κανονική απόδοση για τις εισηγμένες απορροφώσες σύμφωνα με τον τύπο της μεθοδολογίας ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων.

Για του υπολογισμό της κανονικής απόδοσης καταρχήν υπολογίστηκε ο συντελεστής beta για κάθε μετοχή.. Αντίστοιχα υπολογίστηκαν οι ημερήσιες αποδόσεις του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου (R_{mt}). Από την παλινδρόμηση των πρώτων αποδόσεων πάνω στις δεύτερες ,για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα, υπολογίζεται ο συντελεστής beta για την μετοχή ως προς τη μεταβολή του δείκτη του χρηματιστηρίου. Βάσει του συντελεστή beta και λαμβάνοντας τιμές του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου και R_{mt} και του ακίνδυνου επιτοκίου R_{ft} εκτιμούμε την κανονική απόδοση της μετοχής για το διάστημα που επιθυμούμε, σύμφωνα με τον τύπο : $R_{jt} = a_j + b_j R_{mt} + e_{jt}$. Ουσιαστικά η εκτίμηση της κανονικής απόδοσης βασίζεται στη συμπεριφορά των δεικτών των τριών προηγούμενων ετών, εκμηδενίζοντας την επίδραση άλλων παραγόντων που επηρεάζουν την πορεία όλων των μετοχών. Αφού εκτιμήθηκε η κανονική απόδοση , υπολογίζεται η διαφορά μεταξύ της πραγματικής απόδοσης, από την εκτιμηθείσα κανονική απόδοση και με αυτόν τον τρόπο υπολογίζεται η μη κανονική απόδοση(abnormal return: $AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt})$) για το υπό εξέταση διάστημα.

Στο τέταρτο και πέμπτο μέρος γίνεται αναλυτική παρουσίαση των αποτελεσμάτων που προέκυψαν από την παραπάνω μέθοδο που ακολουθήσαμε τα συμπεράσματα των οποίων αναλύονται και συγκρίνονται με αυτά της διεθνούς βιβλιογραφίας. Όπως φαίνεται και από τον συγκεντρωτικό πίνακα τα αποτελέσματα είναι σε γενικές γραμμές αναμενόμενα και συμβατά με αυτά των αντίστοιχων μελετών τις διεθνούς βιβλιογραφίας.

2. ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

2.1 Διαφορά συγχώνευσης και εξαγοράς

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Σ & Ε) ,ήτοι ο τρόπος με τον οποίο δύο εταιρίες ενώνονται με σκοπό να επιτύχουν συγκεκριμένους στρατηγικούς στόχους είναι συναλλαγές τεράστιας σημασίας, όχι μόνον για τις ίδιες αλλά για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη(μέτοχοι, managers, εργαζόμενοι, ανταγωνιστές, καταναλωτές και κυβέρνηση) καθώς και για το σύνολο της οικονομίας. Η σημασία πηγάζει όχι μόνον από τις επιπτώσεις των Σ & Ε στις προαναφερόμενες ομάδες, αλλά και λόγω των κολοσσιαίων ποσών που συχνά επενδύονται σε αυτές διεθνώς.

Η εξαγορά είναι η διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος ή και ολόκληρης της επιχειρήσεως (έναντι μετρητών), κατά την οποία η αγοράστρια εταιρία αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, η οποία μπορεί και να εξακολουθεί να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου. Με αυτόν τον τρόπο η εξαγοραζόμενη επιχείρηση γίνεται θυγατρική εταιρία της εξαγοράζουσας.

Η συγχώνευση είναι η ενοποίηση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία (Ενεργητικό και Παθητικό) της απορροφόμενης εταιρίας μεταβιβάζονται στην απορροφώσα επιχείρηση (έναντι μετοχών βάσει μιας καθορισθείσης σχέσεως ανταλλαγής). Κατόπιν αυτών η απορροφώμενη επιχείρηση παύει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου, ενώ η απορροφώσα την διαδέχεται σε όλα τα δικαιώματα και υποχρεώσεις της.

2.2 Βασικές διακρίσεις των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων και των κινήτρων τους

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

Οριζόντια Συγχώνευση Κάθετη Συγχώνευση Ομόκεντρη Συγχώνευση Δραστική Συγχώνευση

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

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

α) ο συνεχώς μειούμενος ανταγωνισμός στις αγορές που δραστηριοποιείται η νέα εταιρία,

β) η αδιάκοπη διεύρυνση του χαρτοφυλακίου αγαθών και υπηρεσιών της και γ) η παράλληλη διαφοροποίηση της ποιότητας των τελικών προϊόντων.

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

Αντίστοιχα, η *κάθετη συγχώνευση προς τα πίσω* παρέχει τη δυνατότητα στην

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

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

Η *δραστική συγχώνευση*, τελείται όταν μια επιχείρηση εισέρχεται σε έναν εντελώς νέο κλάδο ή σε ένα εντελώς νέο προϊόν ή υπηρεσία και βεβαίως απευθύνεται σε μία πλήρως καινούρια αγορά αγαθών και υπηρεσιών, αναλαμβάνοντας ταυτόχρονα και τον κίνδυνο της αβεβαιότητας, αναφορικά με την εξέλιξη της επένδυσης.

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

Αντίθετα, η **κάθετη ολοκλήρωση** (vertical integration) αποτελεί την εναλλακτική μορφή ανάπτυξης της επιχείρησης μέσω της σύστασης και δημιουργίας θυγατρικών επιχειρήσεων. Έτσι ουσιαστικά παράγει οτιδήποτε της είναι αναγκαίο προκειμένου να καθυποποιήσει την παραγωγική της δραστηριότητα (όλες δηλαδή τις ενδιάμεσες εισροές που θεωρούνται απαραίτητα συστατικά στη παραγωγική της διαδικασία). Η εξάρτηση από τους προμηθευτές μπορεί να αποτελέσει σημαντικό κίνδυνο για την κερδοφορία της επιχείρησης, ειδικά σε περιπτώσεις που εμφανίζεται το φαινόμενο του μονοπωλίου στους συντελεστές της παραγωγής. Η καθυποποίηση στην περίπτωση αυτή, μπορεί να βοηθήσει στην ανεξαρτητοποίησή της από τους προμηθευτές, απαλλάσσοντάς την ταυτόχρονα από ενδεχόμενα προηγούμενα προβλήματα σε θέματα κόστους αλλά και έγκαιρης προμήθειας πρώτων υλών. Παράλληλα, αξίζει να αναφερθούν και τα πλεονεκτήματα ποιότητας των

ενδιάμεσων υποπροϊόντων, τα οποία χρησιμοποιούνται για την παραγωγή του τελικού προϊόντος της. Χαρακτηριστικά αναφέρεται το παράδειγμα μιας αυτοκινητοβιομηχανίας των Η.Π.Α. και των θετικών αποτελεσμάτων που κατάφερε να επιτύχει μέσω της καθετοποίησης της παραγωγής της, στις αρχές της δεκαετίας του 1980, σε επίπεδα όπως η κερδοφορία και ο χρόνος κατασκευής ενός νέου μοντέλου.

2.3 Σε τι αποσκοπούν οι Συγχωνεύσεις & Εξαγορές

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποσκοπούν κυρίως, για λόγους στρατηγικής, σε (Hopkins, H.D,1999) :

- Μεγέθυνση με επέκταση του μεριδίου αγοράς στην αγορά δραστηριοποίησης (οριζόντια επέκταση) αποσκοπώντας σε εκμετάλλευση οικονομικών κλίμακας. Στην περίπτωση αυτή, οι δυο εταιρείες δραστηριοποιούνται στην ίδια αγορά και αποσκοπούν στο να μεγαλώσουν τις πωλήσεις τους και να εξοικονομήσουν έξοδα, βελτιώνοντας έτσι την κερδοφορία τους. Τέτοιες περιπτώσεις, για παράδειγμα, ήταν κατά το παρελθόν οι συγχωνεύσεις τραπεζών (Πίστewος με Ιονική, ή Πειραιώς με Χiosbank και Μακεδονίας – Θράκης). Στις περιπτώσεις οριζόντιας επέκτασης τίθενται περιορισμοί από τις αρχές, ώστε να μη δημιουργούνται **μονοπωλιακές** συνθήκες στην αγορά.

- Επέκταση σε νέες αγορές (διασυνοριακές εξαγορές). Με τις εξαγορές κάποιες εταιρίες μπορούν να εισέλθουν γρηγορότερα και ενδεχομένως **ασφαλέστερα** σε ξένες αγορές, αποφεύγοντας τους κινδύνους και τις καθυστερήσεις που μπορεί να έχει η αυτόνομη ανάπτυξη. Σε αυτή την περίπτωση, για παράδειγμα, οι ελληνικές τράπεζες έχουν προχωρήσει τα τελευταία χρόνια στην εξαγορά τοπικών τραπεζών στα Βαλκάνια (π.χ. εξαγορά Jubanka από την Τράπεζα Πίστewος στη Σερβία).

- Κάθετη επέκταση με εξαγορά πελατών ή προμηθευτών, με σκοπό να επιτευχθεί ευκολότερη ή φθηνότερη πρόσβαση σε αγορές ή πρώτες ύλες (αν και αυτό δεν

είναι πάντα δεδομένο). Τέτοια περίπτωση μπορεί να είναι, για παράδειγμα, η εξαγορά δικτύου πώλησης αυτοκινήτων από κατασκευαστές αυτοκινήτων ή η εξαγορά των προμηθευτών τους σε εξαρτήματα αυτοκινήτων.

•Συνδυασμός συμπληρωματικών εργασιών. Στις περιπτώσεις αυτές, κάποιες εταιρείες μπορούν, με έναν καλό συνδυασμό, να αναπτύξουν ένα πλήρες φάσμα εργασιών. Έτσι, για παράδειγμα, μία εταιρεία που παράγει οικογενειακά αυτοκίνητα θα μπορούσε να εξαγοράσει μια εταιρεία που παράγει σπορ αυτοκίνητα αντί να προχωρήσει από μόνη της στην παραγωγή σπορ αυτοκινήτων (π.χ. εξαγορά της Bugatti από τη VW).

2.4 Κίνητρα για εξαγορές και συγχωνεύσεις

Με βάση τα παραπάνω, τα κυριότερα κίνητρα για εξαγορές και συγχωνεύσεις μπορούν να ομαδοποιηθούν ως εξής (Σακέλλης, Εμμανουήλ Ι. ,2001):

Το κίνητρο της ορθολογικής οργάνωσης και επεκτάσεως των επιχειρήσεων:

Οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις ενδεχομένως να προσδοκούν την επέκταση των δραστηριοτήτων τους με την είσοδο σε νέες εγχώριες ή διεθνείς αγορές, νέες πηγές εφοδιασμού πρώτων και λοιπών υλών και νέους δρόμους διαθέσεως των προϊόντων τους ή σε διαφοροποίησή τους (diversification), δηλαδή στην επέκταση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων τους σε κερδοφόρες κατηγορίες προϊόντων ή την καθετοποίηση του παραγωγικού κυκλώματός τους.

Το αμυντικό κίνητρο

Η επιδίωξη της εξαγοράζουσας επιχείρησης για ισχυροποίηση της θέσης της στην

αγορά προκειμένου να αποφευχθεί ο κίνδυνος εξαγοράς της από άλλη ανταγωνίστρια επιχείρηση.

Το επιθετικό κίνητρο

Η επιχείρηση προβαίνει σε εξαγορά μιας άλλης πριν η τελευταία περιέλθει σε ανταγωνίστριά της επιχείρηση, αποφεύγοντας με τον τρόπο αυτό την ισχυροποίηση της ανταγωνίστριας στην αγορά.

Το κερδοσκοπικό κίνητρο

Μια επιχείρηση εξαγοράζει μία άλλη με σκοπό να ανεβάσει την αξία της και μετά την πάροδο μιας χρονικής περιόδου να την πουλήσει σε τρίτους.

2.5 Γενεσιουργοί λόγοι Εξαγορών & Συγχωνεύσεων

Μια από τις πιο ευρέως γνωστές αιτίες εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι η «διαφοροποίηση». Η περίπτωση αυτή, η οποία ήταν πολύ δημοφιλής στο παρελθόν, οδηγούσε στη δημιουργία ομίλων με συχνά ετερόκλητες δραστηριότητες, οι οποίες όμως θεωρητικά δρούσαν συμπληρωματικά – παρέχοντας μεγαλύτερη σταθερότητα στα αποτελέσματα του ομίλου, αλλά συχνά και δυσλειτουργίες.

Τέτοιες περιπτώσεις συναντάμε συχνά σε ομίλους με δραστηριότητες σε ξενοδοχεία, σε τράπεζες ή στη βιομηχανία. Η τάση αυτή έχει πλέον ατονήσει, καθώς οι εταιρείες συχνά προσπαθούν όπως συχνά προτιμά και το επενδυτικό κοινό, να επικεντρωθούν στη δραστηριότητα εκείνη στην οποία είναι πιο αποτελεσματικές, και να απομακρυνθούν από παράπλευρες δραστηριότητες στις οποίες ενδεχομένως δεν είναι το ίδιο αποτελεσματικές (Aharoni, Y. 1996).

Η σημερινή εποχή χαρακτηρίζεται από μια έξαρση συγκεντρώσεων τόσο σε απόλυτο αριθμό, όσο και σε σχέση με το μέγεθος των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων. Κύριοι παράγοντες στους οποίους οφείλεται το φαινόμενο αυτό αποτελούν (Syrett, M. and Lammiman, J. 2005):

➤ Ο έντονος ανταγωνισμός που παρατηρείται στις διευρυμένες αγορές επιβάλλει στις επιχειρήσεις την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών με στόχο την ενδυνάμωση της θέσης τους στην αγορά, την επέκταση των εμπορικών τους δραστηριοτήτων και τον εξορθολογισμό της επιχειρηματικής δραστηριότητάς τους.

➤ Η δημιουργία ισχυρότερης οικονομικής βάσης με ευρύτερη απήχηση στην αγορά και αύξηση των πιστοποιητικών ικανότητας.

➤ Η επιθυμία των επιχειρήσεων να πετύχουν οικονομίες κλίμακας, να αποφύγουν την περιέλευση σε μια επισφαλή θέση στην αγορά και να αποκτήσουν μια σταθερή δύναμη στην αγορά προκειμένου να αντιμετωπίσουν καλύτερα τις ανταγωνιστικές πιέσεις αλλά και η τάση των επιχειρήσεων να ακολουθούν το ρεύμα της κάθε εποχής.

➤ Η βελτίωση αδυναμιών για αύξηση της αποδοτικότητας με την ενίσχυση των επιχειρήσεων με μέσα και πρόσωπα. Εταιρίες που παρουσιάζουν αδυναμίες, γίνονται στόχος για άλλες εταιρίες οι οποίες αποκτώντας τον έλεγχο τους μπορούν γρήγορα να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητά τους επιτυγχάνοντας μεγαλύτερο βαθμό οργάνωσης τόσο στην παραγωγή όσο και στη διαχείριση. Είναι δυνατόν, επίσης, μια εξαγορά εταιρείας να υπαγορεύεται από το κίνητρο της αξιοποίησης υποαπασχολούμενων εγκαταστάσεών της (για παράδειγμα, παραγωγικές εγκαταστάσεις σε ιδιόκτητα ακίνητα που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για εμπορικές χρήσεις με μεγαλύτερο όφελος ή εταιρείες που διαθέτουν υψηλά διαθέσιμα, τα οποία μπορεί άμεσα να εκμεταλλευθεί ο ενδιαφερόμενος αγοραστής).

- Η απελευθέρωση πολλών αγορών (τράπεζες, ενέργεια κ.λ.π.).

- Η ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς, η εισαγωγή του Ευρώ και η διεύρυνση στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

- Η επένδυση κεφαλαίων. Είναι συχνό φαινόμενο, εταιρείες που έχουν σημαντικά διαθέσιμα ή κεφάλαια ή ενδεχομένως έχουν τη δυνατότητα συγκέντρωσης κεφαλαίων (δανειακών ή μετοχικών), να προχωρούν σε εξαγορές, προκειμένου να αυξήσουν το μέγεθος τους και να εκμεταλλευθούν τα διαθέσιμά τους αποτελεσματικότερα, αντί να τα μοιράσουν ως μέρισμα.

- Η εκμετάλλευση φορολογικών πλεονεκτημάτων. Ορισμένες εξαγορές ή συγχωνεύσεις ενίοτε υπαγορεύονται από φορολογικά κίνητρα που παρέχονται στις περιπτώσεις αυτές. Έτσι, ανάλογα και με τους νόμους που ισχύουν σε κάθε χώρα, μια εταιρεία μπορεί να εκμεταλλευθεί τις συσσωρευμένες ζημιές της εξαγοραζόμενης εταιρείας, ώστε να μειωθεί η μελλοντική φορολογία ή ακόμα και να φορολογηθεί με μειωμένο συντελεστή, όπως ισχύει σε ορισμένες περιπτώσεις στην Ελλάδα.

- Τα χαμηλότερα έξοδα δανειοδότησης ή αύξησης κεφαλαίου. Όταν αυξάνεται το μέγεθος των εταιρειών, συνήθως μειώνεται το επιτόκιο δανεισμού. Αυτό γίνεται επειδή οι τράπεζες αισθάνονται πιο ασφαλείς όταν τα δάνειά τους έχουν ως εγγύηση την περιουσία της νέας, μεγαλύτερης εταιρείας. Πάντως, η τακτική αυτή κατακρίνεται, δεδομένου ότι οι μέτοχοι της μίας εταιρείας βρίσκονται μετά τη συγχώνευση στη δυσάρεστη θέση να εγγυώνται και για τα δάνεια της άλλης εταιρείας. Επίσης, για τις μεγάλες εταιρείες είναι πιο εύκολη η αύξηση κεφαλαίου, επειδή έχουν ένα μέγεθος που μπορεί να προσελκύει θεσμικούς επενδυτές και επενδυτές από το εξωτερικό.

- Αποχώρηση από μία δραστηριότητα και επικέντρωση σε άλλες. Στην περίπτωση αυτή, μια εταιρεία αποφασίζει ότι πρέπει να αποχωρήσει από έναν κλάδο που δεν συνδέεται πλήρως με την κύρια δραστηριότητα της ή ενδεχομένως έχει ανάγκη να

χρησιμοποιήσει τα κεφάλαια αυτά αλλού. Σε περίπτωση που η δραστηριότητα αυτή είναι ξεχωριστή εταιρεία, η μεταβίβαση είναι απλή, ενώ αν είναι τμήμα της εταιρείας, μπορεί να διαχωριστεί και να πωληθεί ξεχωριστά.

➤ Διαδοχή ή ρευστοποίηση. Συχνά, κυρίως σε εταιρείες μικρού μεγέθους, πολλές μεταβιβάσεις γίνονται για απλούς λόγους διαδοχής, σε περιπτώσεις που ο ιδιοκτήτης και κύριος μέτοχος θέλει να αποσυρθεί από την ενεργό δράση και δεν υπάρχει διάδοχη κατάσταση. Επίσης, μπορεί να μεταβιβάσει την επιχείρησή του όταν έχει πλέον φθάσει ένα κρίσιμο μέγεθος πέραν του οποίου χρειάζονται σημαντικά κεφάλαια για ανάπτυξη ή όταν υπάρχει αυξημένο ενδιαφέρον και προσφέρεται υψηλό τίμημα από μεγαλύτερη εταιρεία.

➤ Προσωπικά κίνητρα. Συχνά, οι εξαγορές υπαγορεύονται από προσωπικά κίνητρα των διοικήσεων των εταιρειών. Έτσι, δεν είναι σπάνιο το φαινόμενο να επιζητείται η αύξηση του μεγέθους, επειδή με τον τρόπο αυτόν ενισχύεται η προβολή και η δύναμη των διοικήσεων, ενώ παράλληλα είναι πιο δύσκολη η εξαγορά της ίδιας της εταιρείας από άλλες. Κατά την αύξηση του μεγέθους της εταιρείας μπορεί επίσης να βελτιωθούν οι απολαβές των διοικητικών στελεχών, ενώ αυξάνεται και η ασφάλεια της θέσης τους. Παράλληλα, οι εξαγορές δίνουν τη δυνατότητα της αξιοποίησης του ανθρωπίνου δυναμικού που είναι αναξιοποίητο, στη νέα επιχείρηση. Αυτό, μάλιστα, αποτελεί σημαντική παράμετρο επιτυχίας. Αν μια εταιρεία δεν έχει πλεονάζον ανθρώπινο δυναμικό (κυρίως σε μέσο και ανώτερο επίπεδο) για να αποσπάσει σε μία εξαγορασθείσα εταιρεία, μπορεί η συγχώνευση και ενσωμάτωση να μην είναι επιτυχής. Τέλος, ενδέχεται να εμφανιστούν ενέργειες που να υπαγορεύονται από προσωπικά κίνητρα.

➤ Η δημιουργία και αξιοποίηση λειτουργικών συνεργιών (Silbiger 1999) ανάμεσα στις επιχειρήσεις, με συνέπεια την εξοικονόμηση κόστους και την εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακος (με το ίδιο σταθερό κόστος παράγονται περισσότερες μονάδες προϊόντος/ υπηρεσίας) ή/και οικονομιών φάσματος (διασφάλιση μικρότερου κόστους παραγωγής με προσθήκη συναφών - συμπληρωματικών παραγωγικών διαδικασιών ή

δικτύων διανομής).

➤ Η δημιουργία και αξιοποίηση χρηματοδοτικών συνεργιών, λόγω μεγαλύτερου μεγέθους, βελτίωσης της αξιοπιστίας του συνόλου των επιχειρήσεων, καλύτερης πρόσβασης σε κεφάλαια.

➤ Η αντικατάσταση μιας μη αποτελεσματικής διοίκησης, με στόχο την εξυγίανση και ανάπτυξη της εξαγοραζόμενης εταιρείας και ενδεχόμενη προοπτική την απορρόφηση ή τη μεταπώλησή της με κέρδος. Αυτό το κίνητρο είναι σύνηθες στις λεγόμενες «εχθρικές» (hostile) εξαγορές, δηλαδή σε αυτές που γίνονται χωρίς τη συναίνεση της εξαγοραζόμενης εταιρείας.

➤ Η ενίσχυση της δύναμης της εξαγοράζουσας επιχείρησης στην εθνική ή/και στη διεθνή αγορά, με στόχο τον περιορισμό του ανταγωνισμού και πρόσθετα, ολιγοπωλιακά κέρδη. Προσωπικές επιδιώξεις των διευθυντικών στελεχών της εξαγοράζουσας επιχείρησης, με στόχο να αυξήσουν το κύρος και τις αμοιβές τους ή να διατηρήσουν τα προνόμιά τους.

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

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

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

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

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

2.6 Οφέλη Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Αν η δομή της αγοράς παραμένει ανταγωνιστική, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές υποτίθεται ότι έχουν τουλάχιστον δύο οφέλη αποτελεσματικότητας. Το ένα σχετίζεται με το management, ενώ το άλλο συνδέεται με μείωση του κόστους συναλλαγών. Τα οφέλη αυτά χρειάζεται να σταθμιστούν έναντι του πιθανού κόστους που προέρχεται από τις πιθανές ανεπάρκειες που μπορεί να είναι συνέπεια της συγκέντρωσης(Jovanovic, Miroslav N. 2002) .

Εν γένει, τα οφέλη μιας επιτυχημένης συγχώνευσης – εξαγοράς μπορούν να διακριθούν σε βραχυπρόθεσμο, μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο επίπεδο.

Σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο οφέλη αποτελούν:

- Αύξηση των κερδών ανά μετοχή (Earnings Per Share, EPS).
- Μείωση του δείκτη P/E. Οι συνέργιες που δημιουργούνται σε θέματα ρευστότητας.

Τα φορολογικά οφέλη που προκύπτουν, είτε μέσω της αλλαγής της κλίμακας φορολόγησης επί των κερδών, είτε μέσω της αύξησης του ορίου των αποθεματικών, είτε μέσω ενός συνδυασμού των δύο παραπάνω παραγόντων.

Σε μεσοπρόθεσμο επίπεδο οφέλη αποτελούν:

- Αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης. Η αύξηση των μεγεθών του ενοποιημένου, πλέον, ισολογισμού οδηγεί σε μεγαλύτερο ύψος ιδίων κεφαλαίων, μειώνοντας τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν τόσο οι μέτοχοι, όσο και οι δανειστές της επιχείρησης (προμηθευτές, χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, κ.ά.).
- Μείωση του συνολικού δανεισμού του νέου σχήματος με παράλληλη βελτίωση της χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης σε μεσοπρόθεσμο επίπεδο.

Σε μακροπρόθεσμο επίπεδο οφέλη αποτελούν:

- Δημιουργία και εκμετάλλευση οικονομικών κλίμακας και φάσματος που εμφανίζονται σε επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους. Οι οικονομίες κλίμακας μεταφράζονται σε οικονομική αξία, μέσω του αυξημένου μεγέθους και της

αυξημένης παραγωγικής ικανότητας, την οποία αποκτά η επιχείρηση για το χαρτοφυλάκιο των αγαθών και υπηρεσιών της. Επιπλέον, σε μακροχρόνιο επίπεδο, επιτυγχάνεται αύξηση της ανταγωνιστικότητας της επιχείρησης σε επίπεδο τόσο κλάδου, όσο και αγοράς, ενώ ταυτόχρονα η επιχείρηση αυξάνει τη διαπραγματευτική της ικανότητα σε επίπεδο προμηθειών ενδιάμεσων υποπροϊόντων.

- Μακροχρόνια ενδυνάμωση της επιχείρησης, μέσω της μειωμένης έντασης του ανταγωνισμού που αναπτύσσεται σε έναν κλάδο.
- Απόκτηση αποκλειστικής τεχνολογικής γνώσης αλλά και ειδικών επιχειρηματικών ικανοτήτων – δεξιοτήτων. Επιχειρήσεις μικρού μεγέθους, λόγω της άμεσης επαφής μεταξύ των διοικητικών στελεχών αναπτύσσουν ένα «ομαδικό κεφάλαιο» (team capital) σημαντικής δυναμικής, το οποίο η μεγάλη επιχείρηση λόγω του μεγέθους της δεν μπορεί να το επιτύχει (λειτουργεί σε αυτήν την περίπτωση το μεγάλο μέγεθος, ως αντικίνητρο για την ανάπτυξη ομαδικού πνεύματος εργασίας).
- Δημιουργούνται δυνατότητες συνέργιας μέσω του μεγαλύτερου μεγέθους, μεταξύ των δύο επιχειρήσεων το οποίο κατά τη διάρκεια της αρχικής διαπραγμάτευσης δεν μπορούσε να υπολογιστεί και να συνεκτιμηθεί στην αποτίμηση της αρχικής συμφωνίας.
- Δημιουργούνται μεγάλοι πολυσχιδείς επιχειρηματικοί όμιλοι, οι οποίοι είναι ικανοί να ανταποκριθούν σε νέες μελλοντικές εξαγορές και συγχωνεύσεις.
- Δυνατότητες μεγαλύτερου ρυθμού ανάπτυξης.

2.7 Λόγοι αποτυχίας - επιτυχίας Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Υπάρχουν πολλές περιπτώσεις που συγχωνεύσεις δεν θεωρούνται επιτυχημένες, δηλαδή, δεν έχουν καταφέρει να αποδώσουν σημαντική βελτίωση των δυνατοτήτων ή των οικονομικών επιδόσεων της νέας, ενιαίας εταιρίας.

Οι ειδικοί έχουν κωδικοποιήσει τα σημάδια που δείχνουν ότι μια εξαγορά ή συγχώνευση θα δημιουργήσει μεγαλύτερα προβλήματα από όσα προσπαθεί να προλάβει ή να επιλύσει.

Οι σημαντικότεροι λόγοι που δημιουργούν αποτυχίες, καθώς και αντικίνητρα στις εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι οι παρακάτω (AT Kearney 1999, Weber, R.A. and Camerer, 2003) :

- Προσωπικοί λόγοι των διευθυντικών και μεσαίων στελεχών
- Ατυχής επιλογή στόχου ή στρατηγικής ή έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού και ορθής επενδυτικής λογικής, η οποία να βασίζεται σε ρεαλιστικά στοιχεία.
- Μη ρεαλιστικές προσδοκίες, υπερεκτίμηση της επιχειρηματικής δυναμικής της αποκτώμενης επιχείρησης. Έχουν αναπτυχθεί θεωρίες σχετικά με τον τρόπο που θα πρέπει να υπολογίζονται οι πιθανές συνέργιες. Σε αρκετές περιπτώσεις, οι υπερβολικές προσδοκίες δημιουργούν λανθασμένη εικόνα στην αγορά σχετικά με τις ικανότητες του νέου σχήματος και τελικά οδηγούν στην αποτυχία ανάπτυξης των αρχικών του δεσμεύσεων.
- Υπερβολικό κόστος εξαγοράς. Σύνηθες φαινόμενο αποτελεί η «σύγκρουση» μεταξύ των μεθόδων αποτίμησης μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης.
- Δεν έχει γίνει εξονυχιστικός έλεγχος των οικονομικών της επιχείρησης που εξαγοράζεται.

Συχνά οι γρήγορες αποφάσεις οδηγούν σε απρόσμενα προβλήματα.

- Συγκρουόμενες επιχειρηματικές κουλτούρες, οι οποίες δεν επιτρέπουν στην ενοποιημένη επιχείρηση, πλέον, να αναπτύξει εκείνα τα πλεονεκτήματα που θεωρητικά διαθέτει.
- Αποτυχία γοργής συνένωσης κατά τη διάρκεια της Εξαγοράς &

Συγχώνευσης, με αποτέλεσμα η καθυστέρηση που επέρχεται να αναστέλλει τα αρχικά σχέδια συγχώνευσης.

- Αποτυχίας της φάσης της λειτουργικής ενοποίησης λόγω κακού σχεδιασμού(Δουράκης, 2005)

2.8 Συγκρουόμενα συμφέροντα και εσωτερικός ανταγωνισμός.

- Το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, όπως είναι το θεσμικό πλαίσιο που ρυθμίζεται από τις κυβερνητικές παρεμβάσεις, όπως και οι παράγοντες που αφορούν μεταβλητές τις οποίες η επιχείρηση δεν μπορεί να ελέγξει.
- Η οικονομική συγκυρία που επικρατεί. Μία εξαγορά και συγχώνευση μπορεί να μην γίνει ποτέ, ή και αν γίνει μπορεί να μην επιτύχει τους στόχους της, ως αποτέλεσμα αποκλειστικά έξω-επιχειρησιακής κατάστασης και των μακροοικονομικών συνθηκών.
- Οι εταιρείες που συγχωνεύονται ήταν σκληροί ανταγωνιστές. Η ενδεχόμενη σύγκρουση αντιλήψεων στις δύο εταιρείες μπορεί να οδηγήσει σε μαζική έξοδο στελεχών.
- Κάποια ή και οι δύο συγχωνευόμενες εταιρείες δεν έχουν αφομοιώσει αποτελεσματικά παλαιότερη επέκτασή τους. Μερικές εταιρείες μαθαίνουν από το παρελθόν, άλλες όχι.
- Οι εταιρείες που συγχωνεύονται ασχολούνται κυρίως με τη μείωση του κόστους και όχι με την αύξηση των εσόδων. Μόνον η επιτάχυνση της ανάπτυξης δικαιώνει τη συγχώνευση.
- Οι συγχωνευόμενες εταιρείες πωλούν προϊόντα ή υπηρεσίες από εντελώς διαφορετικά δίκτυα-κανάλια πωλήσεων. Θα καταφέρουν να πωλεί η μία τα προϊόντα της άλλης;

Πολύ συζήτηση για μακροχρόνια επιτυχία χωρίς να καλύπτονται οι άμεσοι στόχοι.

Αν τα αναμενόμενα κέρδη δεν έρχονται από τους πρώτους μήνες μετά τη συγχώνευση, θα είναι δύσκολη η επιτυχία μεγαλεπήβολων στόχων.

Για να είναι επιτυχημένες οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις πρέπει να είναι σαφείς οι συνέργειες, ξεκάθαρο το επιχειρηματικό σχέδιο, και φυσικά απαραίτητη η ύπαρξη της τεχνικής ομάδας συμβούλων που θα φέρει σε πέρας το σχέδιο. Για την επιτυχία μιας συγχώνευσης απαραίτητα στοιχεία θεωρούνται, κατά το στάδιο της προετοιμασίας, η ενδελεχής ανάλυση όλων των ενδεχομένων (πιθανή αντίδραση μετόχων και εργαζομένων, εποπτικών αρχών κ.λ.π.), η προσεκτική οργάνωση των ενεργειών και η χάραξη της μελλοντικής στρατηγικής της ενιαίας εταιρίας.

Στο στάδιο της λειτουργικής ενοποίησης θα πρέπει να υπάρχει ένα ξεκάθαρο σχέδιο υλοποίησης, το οποίο να απολαύει της υποστήριξης και της ενεργούς συμμετοχής της διοίκησης της εταιρίας. Θεωρείται ότι η λήψη αποφάσεων ταχέως για την αναδιοργάνωση σε επίπεδο οργανογράμματος και υποδομών είναι επίσης σημαντική. Στο στάδιο αυτό πρέπει να αποφασιστούν η νέα δομή, τα προϊόντα, οι εγκαταστάσεις, τα μηχανογραφικά συστήματα και οι υπηρεσίες που θα διατηρηθούν ή θα εγκαταλειφθούν. Όπως είναι φυσικό, η φάση αυτή είναι αρκετά επίπονη και διαρκεί πολύ, όμως είναι και η πιο σημαντική.

Μέσα απ' τις κινήσεις αυτές, πάντως, έχουν δημιουργηθεί πολύ σημαντικές και επιτυχημένες εταιρίες διεθνώς, όπως π.χ. η Vodafone, η οποία αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες εταιρίες τηλεπικοινωνιών διεθνώς μετά τις σημαντικές εξαγορές που πραγματοποίησε την περασμένη δεκαετία στη Γερμανία (Mannesman), στη Γαλλία, στις ΗΠΑ και αλλού. Επίσης, σε εγχώριο επίπεδο, οι τράπεζες Πειραιώς και Eurobank, έπειτα από σημαντικές εξαγορές και συγχωνεύσεις (με Χiosbank, Τράπεζα Μακεδονίας – Θράκης και ETBA η πρώτη και Εργασίας, Αθηνών και Τέλεσις η δεύτερη), έχουν αναδειχθεί σε ισχυρούς «παίκτες» με παράλληλη δραστηριοποίηση στο εξωτερικό, υποσκελίζοντας ή και απορροφώντας καταξιωμένους ανταγωνιστές του παρελθόντος.

2.9 Οικονομικό περιβάλλον

Οι δυνάμεις της αγοράς, εξισορροπούν καταστάσεις στρεβλώσεων στις οποίες υπάρχει διαφορά της τρέχουσας και της πραγματικής τιμής των μετοχών, δίνοντας την ευκαιρία στους επενδυτές αυτούς που αντιλαμβάνονται τη διαφορά αυτή να πραγματοποιήσουν κέρδη μέσω αγοροπωλησιών μετοχών. Η αύξηση της ζήτησης-προσφοράς ή αντίστοιχα η μείωση τους επηρεάζει την τιμή των μετοχών. Με αυτόν τον τρόπο, τους νόμους δηλαδή της προσφοράς και της ζήτησης, μακροπρόθεσμα οι τιμές των μετοχών συγκλίνουν προς της τιμές που αντικατοπτρίζουν την πραγματική τους αξία.

Για την κατανόηση των εξαγορών δεν αρκεί μόνο η ανάγνωση των λογιστικών και των χρηματοοικονομικών δεδομένων των συγχωνευμένων εταιριών αλλά και η εξέταση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος καθώς και των εθνικών χαρακτηριστικών παραγόντων οι οποίοι επηρεάζουν τα κίνητρα για εξαγορές.

Στην πλειοψηφία των περιπτώσεων, το μεγαλύτερο όφελος(προεξοφλώντας τα μελλοντικά κέρδη που προβλέπονται) από μία εξαγορά, καρπώνεται η αγοραζόμενη εταιρία. Σε χώρες όμως, με ασθενή αγορά επιχειρηματικών μεταβολών ο ανταγωνισμός είναι λιγότερο έντονος και συνεπώς είναι πιθανόν να παρέχεται η δυνατότητα να αποκομίζουν κέρδη όχι μόνον οι αγοραζόμενες αλλά και οι αγοράζουσες επιχειρήσεις.(Πρωτόπαπας, Τραυλός, Τσαγκαράκης,2003).

Πολλές φορές και οι ίδιες οι εθνικές κυβερνήσεις επηρεάζουν με τις πολιτικές τους τις αποφάσεις Σ & Ε. Στην προσπάθεια τους για τον περιορισμό της ανεργίας ή την αύξηση του ΑΕΠ , παρέχουν κίνητρα ή χρησιμοποιούν εμπόδια – περιορισμούς για τις συγχωνεύσεις. Συνήθως χρησιμοποιώντας πολιτικές προστατευτισμού, προσπαθούν να δημιουργήσουν μια επιχείρηση η οποία θα αντιστέκεται στις πιέσεις του διεθνούς ανταγωνισμού(Dinc, Erel,2009).

2.10 Χρονική συγκυρία

Οι Σ & Ε πραγματοποιούνται στην πλειοψηφία τους κατά κύματα. Η οικονομική ιστορία αναφέρει τουλάχιστο 5 σημαντικά κύματα Σ & Ε στις ΗΠΑ: την περίοδο 1895-1904, την περίοδο 1922-1929, την περίοδο 1940- 1947, την περίοδο ομίλων ετερογενών επιχειρήσεων(conglomerates) της δεκαετίας του 1960 και το τελευταίο κύμα εξαγορών που ξεκίνησε το 1976 και συνεχίζεται μέχρι σήμερα. Υπάρχει προφανώς σύνδεση των Σ & Ε με την κυκλικότητα της παγκόσμιας οικονομίας. Τα κύματα των Σ & Ε στις ΗΠΑ φαίνεται να συνδέονται με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με σημαντικές εξελίξεις στις αγορές, με ευκαιρίες επενδύσεων μετά από λήξη πολέμων ή διεθνείς ανακατατάξεις, με σημαντικές τεχνολογικές ανακαλύψεις, με κρατικά κίνητρα ή και με συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στα διευθυντικά στελέχη και στους μετόχους των εταιριών(Salleo,2008). Ειδικά για την Ευρώπη, ιδιαίτερο ρόλο διαδραματίζει η δημιουργία της Ενιαίας αγοράς, η όξυνση του διεθνούς ανταγωνισμού, οι ανάγκες εκσυγχρονισμού και ανασύνταξης του Πιστωτικού Συστήματος, οι αποκρατικοποιήσεις και οι ευκαιρίες που αναδείχτηκαν με την προοπτική ενσωμάτωσης στην αγορά αυτή των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης.

Η ανάπτυξη Σ & Ε όμως αποτελεί συχνό φαινόμενο κατά τη διάρκεια κρίσεων, καθώς τα προβλήματα των εταιριών ανοίγουν πιο εύκολα τις πόρτες σε ένα καινούριο επενδυτή. Οι επενδύσεις για Σ & Ε αποκτούν μεγαλύτερη αξία εν μέσω κρίσης, σε αντίθεση με τις στρατηγικές αποεπένδυσης, οι οποίες, σε ανοδικές φάσεις του οικονομικού κύκλου, δημιουργούν ελαφρώς μεγαλύτερη αξία από ότι οι Σ & Ε.

Πολλοί ερευνητές όπως ο Rosen (2001) ισχυρίζονται ότι η χρονική στιγμή κατά την οποία πραγματοποιείται μία Σ ή Ε επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό τα μακροχρόνια αποτελέσματά της.

2.11 Εξαγορές συγχωνεύσεις και επιτροπές ανταγωνισμού.

Για να πραγματοποιηθεί μια Σ ή Ε είναι αναγκαία η άδεια από την αρμόδια επιτροπή ανταγωνισμού. Για Σ & Ε εθνικού χαρακτήρα αρμόδιες είναι οι εθνικές επιτροπές(πχ Ελληνική επιτροπή ανταγωνισμού). Στον Ευρωπαϊκό χώρο, αρμόδια επιτροπή για Σ & Ε είναι η

Ευρωπαϊκή επιτροπή ανταγωνισμού. Στις ΗΠΑ αρμόδιες υπηρεσίες είναι το Federal Trade Commission και το Department of Justice.

Συμβαίνει μερικές φορές, οι Σ & Ε να ματαιώνονται από τις επιτροπές ανταγωνισμού. Στην προσπάθειά τους να αποτρέψουν φαινόμενα μονοπωλίων, και να προστατέψουν της εύρυθμη λειτουργία των αγορών, οι επιτροπές αυτές θέτουν εμπόδια στις Σ & Ε.

Στοιχεία για τα εμπόδια Ευρωπαϊκών Σ & Ε παρουσιάζουν στη μελέτη τους οι Duso, Gugler και Yurtoglu(2008). Συγκεκριμένα αναφέρουν πως το 90 % των περιπτώσεων η Ευρωπαϊκή επιτροπή απεφάνθη πως δεν αποτελούν απειλή για τον ανταγωνισμό, ενώ στο υπόλοιπο 10% στις 3 από τις 4 περιπτώσεις, η άδεια δίνεται υπό ορισμένες προϋποθέσεις και δεσμεύσεις. Με αυτόν τον τρόπο η εν λόγω επιτροπή έχει αποτρέψει 21 Σ & Ε για το διάστημα 1990-2007.

2.12 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα οι Σ & Ε συναντούσαν σημαντικά εμπόδια κατά το παρελθόν : μικρό αριθμό εταιρειών εισηγμένων στο ΧΑΑ, ισχυρή παρουσία κρατικής ιδιοκτησίας και οικογενειακής οργάνωσης των επιχειρήσεων, κατακερματισμός, περιορισμένα όρια και προοπτικές της εγχώριας αγοράς, έλλειψη κατάλληλου θεσμικού πλαισίου. Με τη δημιουργία της Ενιαίας αγοράς το 1986, που οδήγησε σε ένα κύμα Ε&Σ στην Ευρώπη, η ελληνική οικονομία επηρεάστηκε σημαντικά. Έτσι, μεταξύ 1987 και 1994, το 9% περίπου του ενεργητικού της ελληνικής βιομηχανίας έγινε αντικείμενο Ε&Σ, με το ποσοστό αυτό να φτάνει το 13-24% στους κλάδους τροφίμων, ποτών, πλαστικών και μη μεταλλικών ορυκτών. Μάλιστα, κατά την περίοδο 1985-1993, οι περισσότερες ξένες επενδύσεις στην Ελλάδα έγιναν μέσω Σ & Ε. Με την ανάπτυξη του ΧΑΑ, την απελευθέρωση του Τραπεζικού συστήματος, την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, τη γενική βελτίωση των οικονομικών επιδόσεων της οικονομίας, τις ευκαιρίες των μεγάλων έργων , τη διάνοιξη προοπτικών στα Βαλκάνια, καθώς και με τη συνεχιζόμενη πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων , πολλαπλασιάστηκαν οι Ε&Σ στη χώρα μας, με αιχμή, τα τελευταία χρόνια, το ίδιο το τραπεζικό σύστημα.

2.13 Προηγούμενες ερευνητικές προσεγγίσεις για τη μέτρηση της απόδοσης των εξαγορών

Η επίδραση των εταιρικών εξαγορών είναι ένα πολυμελετημένο ερευνητικό θέμα. Ερευνητές έχουν χρησιμοποιήσει διάφορα κριτήρια στην προσπάθειά τους να εκτιμήσουν την απόδοση των εξαγορών. Σε έρευνα που διεξήχθη στο παρελθόν (Παπαδάκης, Θάνος, 2009) η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε βασίστηκε στη συγκρισιμότητα των τριών πιο ευρέως χρησιμοποιούμενων μεθόδων μέτρησης της απόδοσης των εξαγορών και συγκεκριμένα της accounting based measures, cumulative abnormal returns και managers' subjective assessments σε ένα μη Αγγλοσαξονικό περιβάλλον. Η εμπειρική έρευνα βασίστηκε σε ένα δείγμα από 50 εγχώριες εξαγορές που πραγματοποίησαν ελληνικές εταιρίες. Συνολικά αποτελέσματα από τη χρήση και των τριών μεθόδων, έδειξαν ποσοστά αποτυχίας των εξαγορών της τάξεως του 50% με 60%. Η μέθοδος accounting based measures έδειξε ότι συσχετίζεται θετικά με τη management subjective assessments. Από την άλλη μεριά η cumulative abnormal returns έδειξε να μη συσχετίζεται με καμία από τις άλλες δύο μεθόδους. Αυτή η έλλειψη στατιστικά σημαντικής θέσης μεταξύ των μεθόδων απόδοσης αποτελεί εύλογη βάση στην εξήγηση των διάφορων αντιφατικών αποτελεσμάτων που συχνά αναφέρονται στη βιβλιογραφία των Σ & Ε.

Η έρευνα στην απόδοση των Σ & Ε έχει αναπτυχθεί ραγδαία τα τελευταία 20 χρόνια. Ωστόσο υπάρχει μεγάλη ανομοιογένεια τόσο στον τρόπο καθορισμού όσο και στη μέτρηση της απόδοσης. Στη μέτρηση της απόδοσης συχνά χρησιμοποιούνται αντικειμενικές μέθοδοι όπως είναι τα λογιστικά κέρδη και οι χρηματιστηριακοί δείκτες ενώ στο στρατηγικό management και την οργανωτική συμπεριφορά, μελετητές έχουν συχνά χρησιμοποιήσει τις προσωπικές εκτιμήσεις των manager όσον αφορά την υλοποίηση των στόχων που τέθηκαν πριν από την Σ & Ε. Αυτή η μονοδιάστατη προσέγγιση της μέτρησης της απόδοσης των Σ & Ε μπορεί να είναι μερικώς υπεύθυνη για κάποια από τα πιο αντιφατικά αποτελέσματα που έχουν δημοσιευθεί σε βιβλιογραφικές μελέτες προηγούμενων επιτυχημένων εξαγορών (Stahl and Voigt, 2008). Σε μία από τις πολλές έρευνες που έχουν ασχοληθεί με τα πολλαπλά κριτήρια απόδοσης ο Schoenberg (2006) δε βρήκε καμία συσχέτιση μεταξύ υποκειμενικών και αντικειμενικών

στόχων της απόδοσης των εξαγορών, προτρέποντας ερευνητές στο μέλλον να εξετάσουν τη χρησιμοποίηση της πολλαπλής απόδοσης όταν είναι γνωστή η απόδοση των εταιρικών εξαγορών.

3.ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΠΡΟΣΦΑΤΗΣ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑΣ

3.1 Εισαγωγή

Η σημαντικότητα της αξίας των παγκόσμιων Σ & Ε των προηγούμενων 20 χρόνων έχουν προσελκύσει το ενδιαφέρον πολλών ακαδημαϊκών και συμβούλων. Οι Zollo και Meier(2008) αφού εξέτασαν 97 μελέτες που έχουν δημοσιευθεί στα μεγαλύτερα χρηματοοικονομικά και διοικητικά επιστημονικά περιοδικά έφτασαν στο συμπέρασμα ότι η μεγάλη πλειοψηφία των δημοσιευμένων ερευνών της απόδοσης των Σ & Ε μπορεί να ταξινομηθεί σε τρεις ερευνητικές κατηγορίες. Στην πρώτη κατηγορία οι ερευνητές στηρίχθηκαν στο accounting based measures για να εκτιμήσουν την απόδοση των Σ & Ε. Στη δεύτερη κατηγορία ασχοληθήκαν με το stock market based measures(Agrawal, Jaffe and Mandelker, 1992, Haleblan and Finkelstein, 1999,Markides and Oyon, 1998, Sudarsanam and Mahate, 2006). Τέλος στην τρίτη κατηγορία οι έρευνες βασίστηκαν στην προσωπική αξιολόγηση των managers όσον αφορά την επίδραση της υλοποίησης των πραγματικών σκοπών που είχαν τεθεί πριν την Σ & Ε(Angwin, 2004 Capron, 1999 Homburg and Bucerius, 2006, Papadakis, 2005).

3.2 Σ & Ε και accounting – based measures- Εμπειρικά αποτελέσματα

Οι ερευνητές αυτού του κύματος χρησιμοποίησαν λογιστικά μέτρα(accounting based measures) για να εκτιμήσουν την επιτυχία μιας εξαγοράς. Η λογική που κρύβεται πίσω από τις μελέτες είναι ότι ο στρατηγικός στόχος μιας επιχείρησης είναι να κερδίσει ένα ικανοποιητικό ROC(return on capital) (McGee, Thomas and Wilson, 2005). Η χρήση λογιστικών δεικτών είναι βασισμένη στο συλλογισμό ότι οι συνέργειες που λαμβάνονται από μία εξαγορά έχουν καλύτερο αντίκτυπο σε λογιστικούς δείκτες όπως το ROA(Hitt et al., 1998). Η βασική μεθοδολογία στην accounting based είναι να συγκρίνει τα κέρδη μετά την εξαγορά με το μέσο

όρο των κερδών πριν τη συμφωνία με την εταιρία στόχο και με τον υποψήφιο αγοραστή(Sudarsanam,2003).

Γενικά τα αποτελέσματα από αυτή την έρευνα δεν παρέχουν σαφή στοιχεία βελτίωσης της απόδοσης, μετά την εξαγορά(Tuch and O'Sullivan, 2007, p. 152).Για παράδειγμα οι Meeks(1917) αφού μελέτησαν 233 εξαγοραζόμενες εταιρίες στο ΗΒ ανέφεραν ότι η κερδοφορία αυξήθηκε τη χρονιά της εξαγοράς αλλά μειώθηκε στα επόμενα 5 χρόνια για σχεδόν 60 % στις εμπλεκόμενες εταιρίες. 20 χρόνια αργότερα οι Dickerson, Gibson and Tsakalotos (1997) σε μελέτη όπου πήραν μέρος 2941 εξαγορές στο ΗΒ από το 1948-1977 ανακάλυψαν ότι μη εξαγοραζόμενες εταιρίες ξεπέρασαν τις εξαγοραζόμενες σε κερδοφορία κατά 2,4% κάθε χρόνο για τα επόμενα 18 χρόνια που ακολούθησαν της εξαγοράς.

Σε αντίθεση με τα παραπάνω σε μερικές μελέτες (Healy, Palepu and Ruback, 1992, 1997, Manson, Stark and Thomas, 1994) αναφέρεται ότι μία εξαγορά μπορεί να βελτιώσει την απόδοση μιας εταιρίας. Οι Healy, Palepu and Ruback (1992) για παράδειγμα μελέτησαν την απόδοση μετά την εξαγορά από τις 50 μεγαλύτερες συγχωνεύσεις στις ΗΠΑ κατά την περίοδο 1979-1984. Οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις παρουσίασαν σημαντικές βελτιώσεις στην παραγωγικότητα του ενεργητικού σχετικά με τις βιομηχανίες τους, που οδηγεί σε υψηλότερες αποδόσεις ταμειακών ροών(cash-flow) σε διάστημα πέντε ετών μετά την εξαγορά. Σε μία προέκταση της μελέτης τους οι Healy, Palepu and Ruback (1997) συμφώνησαν ότι το 73% των εταιριών που μελετήθηκαν είχαν θετική επιστροφή στο cash flow για 10 χρόνια περίπου γύρω από την προσφορά.

Παρά τα πλεονεκτήματα της,accounting based measures ορισμένοι ερευνητές (Bruton, Oniatt και White, 1994, Chenhall και Langfield-Smith, 2007, Larsson και Finkelstein, 1999, Lubatkin, 1983, Montgomery και Wilson, 1986) έχουν ταχθεί ενάντια στη χρησιμοποίηση της μέτρησης της απόδοσης των Σ & Ε για τρεις κυρίως λόγους. Ο πρώτος λόγος είναι ότι τα λογιστικά κέρδη αντιπροσωπεύουν τα στενότερα μέτρα της απόδοσης(Venkatraman and Ramanujam, 1986) αφού μετρούν μόνο την οικονομική απόδοση μιας εταιρίας. Επιπλέον τα λογιστικά μέτρα έχουν κατηγορηθεί ότι αντανakλούν μόνο προηγούμενες αποδόσεις μιας εταιρίας(Chenhall and Langfield-Smith, 2007, Montgomery and Wilson, 1986). Τέλος τα λογιστικά δεδομένα απέτυχαν να αξιολογήσουν την επιτυχία μιας συγκεκριμένης εξαγοράς καθώς παρέχουν συγκεντρωτικά στοιχεία μέτρησης των αποδόσεων ολόκληρου του οργανισμού(Bruton, Oniatt and White, 1994, Chenhall and Langfield-Smith, 2007; Lubatkin, 1983; Montgomery and Wilson, 1986).

3.3 Σ & E και stock market based measures- Εμπειρικά αποτελέσματα

Σε αυτό το κύμα έρευνας, η πλειοψηφία των μελετών προέρχονται (Cartwright και Schoenberg, 2006, Zollo και Meier, 2008), από τη χρηματιστηριακή αγορά με βάση δείκτες που έχουν χρησιμοποιηθεί για την αξιολόγηση της απόδοσης των Σ & E. Η βασική αρχή πίσω από τέτοιες μελέτες είναι ότι ο στρατηγικός στόχος της εταιρείας είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της (McGee, Thomas και Wilson, 2005). Ως εκ τούτου, το βέλτιστο κριτήριο για τη μέτρηση της απόδοσης των Σ & E είναι να εξεταστεί η εξέλιξη είτε της τιμής της μετοχής της εταιρείας-στόχου ή της τιμής της μετοχής της απορροφούσας εταιρείας κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου. Μελετητές Οικονομικών έχουν στηριχθεί στις τιμές των μετοχών για την αξιολόγηση των αποδόσεων των Σ & E επειδή είναι το μόνο άμεσο μέτρο της αξίας των μετοχών και τα δεδομένα είναι εύκολα προσβάσιμα για όλες τις εισηγμένες εταιρίες (Campa and Hernando, 2004, Lubatkin and Shrieves, 1986).

Οι οικονομικές μελέτες μπορούν να ταξινομηθούν σε σχέση με το χρονικό πλαίσιο τους σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες μελέτες. Στις βραχυχρόνιες μελέτες, οι ερευνητές έχουν αξιολογήσει είτε τα κέρδη των μετόχων της εταιρίας στόχου ή τα κέρδη των μετόχων της απορροφούσας εταιρίας. Τυπικές βραχυπρόθεσμες μελέτες συνεπάγονται περίοδο 10 ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας (Schoenberg, 2006). Το αποτέλεσμα δηλώνει πως οι μέτοχοι της εταιρίας στόχου αποκτούν στατιστικά σημαντικά κέρδη λόγω του μεγάλου πριμ που καταβάλλεται (Hitt et al., 1998; Markides and Oyon, 1998; Sudarsanam and Mahate, 2003). Για παράδειγμα ο DeLong (2001) χρησιμοποίησε 12 ημέρες περίοδο διαπραγμάτευσης (event period) (-10,1) και έδειξε ότι η εξαγορά παράγαγε κέρδη σε ποσοστό 88,6 % για τις εταιρίες στόχους της μελέτης του. Κατά τον ίδιο τρόπο οι Martinez και Jeier (2002) με μικρότερο event period (-1,1) βρήκαν ότι η ανακοίνωση της εξαγοράς δημιούργησε θετική μη κανονική απόδοση (abnormal return) για το 82 % των εταιριών στόχων.

Αντίθετα τα αποτελέσματα όσον αφορά τον αντίκτυπο που έχουν στους μετόχους των εταιριών αγοραστών είναι ασαφή, με μερικές μελέτες να δείχνουν θετικές αποδόσεις (Ben-Amar και Andre, 2006, Mulherin, 2000) και κάποιες άλλες αρνητικές (Sudarsanam και Mahate 2003, Holl και Κυριαζή 1997). Στις μακροπρόθεσμες μελέτες οι ερευνητές (Agrawal, Jaffe και Mandelker, 1992, Fuller, Netter και Stegemoller, 2002, Mitchell and Stafford, 2000

Sudarsanam και Mahate, 2006) εξέτασαν την απόδοση των εξαγοραζόμενων εταιριών για περίοδο αρκετών μηνών έπειτα από την ανακοίνωση του deal. Όπως αναφέρεται στη βιβλιογραφία (Tuch και O'Sullivan, 2007) οι εξαγορές παράγουν είτε αρνητικές ή ασήμαντες μη κανονικές αποδόσεις για τις εξαγοραζόμενες εταιρίες σε βάθος χρόνου.

Κλείνοντας με το δεύτερο κύμα έρευνας μερικοί ερευνητές (Larsson και Finkelstein, 1999, Lubatkin, 1983, Montgomery και Wilson, 1986) δείχνουν ότι οι stock-market-based measures υποφέρουν από σοβαρούς περιορισμούς. Ο πρώτος περιορισμός είναι ότι τα μικρά event windows (υποπερίοδος) αποτελούν μία εκ των προτέρων και όχι εκ των υστέρων μέτρηση της απόδοσης γεγονός που αντικατοπτρίζει τις προσδοκίες των επενδυτών μόνο για μελλοντικά κέρδη, και με αυτό τον τρόπο δεν μπορεί να προβλεφθεί η μελλοντική κερδοφορία των Σ & Ε (Grant, Jammine and Thomas, 1988; Montgomery and Wilson, 1986). Οι Harrison, Oler και Allen (2005) έδειξαν ότι η βραχυπρόθεσμη αντίδραση στην ανακοίνωση μιας εξαγοράς είχε απόδοση θετική ενώ η μακροπρόθεσμη παράγαγε αρνητικά αποτελέσματα. Επιπλέον, χρησιμοποιώντας μια σειρά μεταβλητών ελέγχου στο μοντέλο τους, πρότειναν ότι η αγορά δεν είναι σε θέση να προβλέψει το πραγματικό οικονομικό αποτέλεσμα μιας εξαγοράς. Οι Zollo και Meier (2008) επιβεβαίωσαν αυτό το επιχείρημα. Άλλοι περιορισμοί της μεθόδου αυτής είναι ότι δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για επιχειρήσεις οι οποίες δεν είναι εισηγμένες και ότι οι διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών δεν μπορεί να είναι αποτέλεσμα μιας εξαγοράς (Schoenberg, 2006).

3.4 Σ & Ε και perceived performance-Εμπειρικά αποτελέσματα

Το τρίτο ρεύμα της έρευνας περιλαμβάνει επιστήμονες από τους τομείς της στρατηγικού management και της οργανωσιακής συμπεριφοράς. Οι επιστήμονες συχνά απασχολούνται με τις εκτιμήσεις των manager σχετικά με την υλοποίηση των στόχων που τέθηκαν πριν τη Σ & Ε (Adolph, 2001, Angwin, 2004, Child, Faulkner και Pikethly, 2001, Datta, 1991, HomBurg και Bucerius, 2006, Rostand, 1994). Η χρήση αυτών των υποκειμενικών μέτρων έχει βασιστεί σε τρεις βασικούς λόγους: (α) σύμφωνα με τα λόγια των Dess και Robinson (1984) οι ερευνητές συχνά αντιμετωπίζουν προβλήματα στη μέτρηση των στόχων της απόδοσης και, επομένως, υποκειμενικά μέτρα είναι πιο κατάλληλα (β) οι ερωτηθέντες

μπορούν να παρέχουν πληροφορίες για τους χρηματοοικονομικούς και μη χρηματοοικονομικούς δείκτες (Brouthers, van Hastenburg και van den Ven, 1998, Schoenberg, 2006) και ως εκ τούτου το ζήτημα της απόδοσης συλλαμβάνεται με ένα πιο πολυδιάστατο τρόπο (γ) η έρευνα δείχνει ότι η αντίληψη των manager καθορίζει τον τρόπο που ενεργούν. Ως εκ τούτου, ίσως, το πιο κατάλληλο κριτήριο για τη μέτρηση της επιτυχίας μιας εξαγοράς είναι να κάνετε ερωτήσεις σχετικά με τις αντιλήψεις τους (Νικάνδρου και Παπαλεξανδρή, 2007).

Σε αντίθεση με τα πρώτα δύο ρεύματα της έρευνας, τα εμπειρικά αποτελέσματα της εν λόγω κατηγορίας είναι πιο απλή. Η πλειοψηφία των μελετών αναφέρουν ότι 44% -53% των ερωτηθέντων manager φαίνεται να είναι δυσαρεστημένοι με τη σχετική απόδοση των εξαγορών σε σχέση με τους στόχους που τέθηκαν πριν από το κλείσιμο της συμφωνίας (Adolph , 2001. Hunt ,1987, Kitching, 1974, Rostan, 1994 Schoenberg 2006). Για παράδειγμα, σε μία από τις προηγούμενες μελέτες που χρησιμοποίησαν αυτή τη μεθοδολογία, ο Kitching (1974) ανέφερε ότι το 50% των ΗΠΑ και το 46% των Ευρωπαϊκών Σ & Ε δεν κατόρθωσαν να επιτύχουν τους αρχικούς τους στόχους, 2-7 χρόνια μετά την ολοκλήρωση εξαγοράς. Στο ίδιο πνεύμα, σε ένα δείγμα των 40 εξαγορών στο Ηνωμένο Βασίλειο που πραγματοποιήθηκαν από τις δημόσιες επιχειρήσεις, ο Hunt (1987) ανέφερε ότι το 45% των στελεχών πιστεύει ότι οι προσδοκίες που είχαν πριν από το κλείσιμο της συμφωνία δεν πληρούνταν 3,5 χρόνια μετά την ολοκλήρωση της απόκτησης.. Όλα αυτά τα αποτελέσματα ενστερνίστηκε ο Schoenberg (2006) ο οποίος διαπίστωσε ότι το 44% των manager που συμμετέχουν στην έρευνα του ήταν δυσαρεστημένοι ή πολύ δυσαρεστημένοι με τις οικονομικές αποδόσεις της εξαγοράς 3-5 χρόνια μετά το κλείσιμο συμφωνία σε σχέση με τις αρχικές προσδοκίες τους.

Κλείνοντας με το τρίτο ρεύμα της έρευνας, ορισμένοι ερευνητές (π.χ. Lubatkin και Shrieves,1986, Venkatraman και Ramanujam, 1987) εκφράζουν την άποψη ότι η χρήση των υποκειμενικών μέτρων της μέτρησης της απόδοσης των Σ & Ε μπορεί να έχει εγγενείς περιορισμούς. Το πιο σημαντικό είναι ότι οι απόψεις που εκφράζονται ενδέχεται να υπόκειται σε διευθυντικές προκατάληψεις (Lubatkin και Shrieves, 1986)που μπορεί να υπερεκτιμούν τις αποδόσεις των εταιριών(Venkatraman και Ramanujam, 1987). Για το λόγο αυτό υπάρχει ανάγκη για πολλούς ερωτηθέντες (Bowman και Ambrosini, 1997, Miller, ο Καρδινάλιος και Glick, 1998).

3.5 Μελετώντας την απόδοση των Συγγωνεύσεων και Εξαγορών με τη μέθοδο πολλαπλών κριτηρίων.

Μέχρι στιγμής έχει υποστηριχθεί με λίγες εξαιρέσεις (Schoenberg, 2006, Zollo και Meier, 2008) ότι η συντριπτική πλειοψηφία των μελετών, έχουν μετρήσει τις αποδόσεις των εξαγορών ως μια μονοδιάστατη κατασκευή, σε αντίθεση με προηγούμενους ερευνητές που έχουν επισημάνει την πολυδιάστατη φύση της. Αυτό δεν αποτελεί έκπληξη, δεδομένων των δυσκολιών που σχετίζονται με τη χρήση ταυτοχρόνως πολλαπλών κριτηρίων απόδοσης.

Ωστόσο, υπερβολική εξάρτηση από ένα μόνο τρόπο για τη μέτρηση της απόδοσης μπορεί να είναι εν μέρει υπεύθυνη για τα αντιφατικά αποτελέσματα που συχνά δημοσιεύονται στην βιβλιογραφία των Σ & Ε (Brouthers, van Hastenburg και van den Ven, 1998, King, 2004, Schoenberg, 2006). Οι Stahl και Voigt (2008) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι μία πιθανή εξήγηση διαφωνίας μεταξύ των ερευνητών είναι ότι στηρίζονται σε διαφορετικά κριτήρια για τη μέτρηση της απόδοσης των Σ & Ε.

Όλοι οι παραπάνω ισχυρισμοί επιβεβαιώθηκαν από το Schoenberg (2006) που μελέτησε 61 διασυννοριακές εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν από τις βρετανικές εταιρείες κατά τη διάρκεια 1988-1990. Σε αυτή τη μελέτη, οι επιδόσεις των εξαγορών μετρήθηκε με τέσσερα εναλλακτικά κριτήρια: CARs, υποκειμενικές εκτιμήσεις των διευθυντών, των υποκειμενικών εκτιμήσεων των εμπειρογνομόνων πληροφοριοδοτών» (expert informants' subjective assessments) και τα στοιχεία εκποίησης. Τα αποτελέσματα έδειξαν καμία συσχέτιση μεταξύ υποκειμενικής και αντικειμενικής μέτρησης των επιδόσεων που δείχνει ότι μελλοντικές μελέτες θα πρέπει να εξετάσουν το συνδυασμό των εναλλακτικών μεθόδων για τη μέτρηση των αποδόσεων των Σ & Ε.

Κατά αυτόν τον τρόπο σχεδιάστηκε μια μελέτη (Παπαδάκης, Θάνος, 2009) στην οποία η μέτρηση της απόδοσης εξαγοράς μετρήθηκε με τη χρήση πολλαπλών κριτηρίων. Συγκεκριμένα με τρία εναλλακτικά μέτρα της απόδοσης των εξαγορών: accounting based measures, CARs και managers' subjective assessment όσον αφορά την αποτελεσματικότητα στην υλοποίηση των στόχων που τέθηκαν πριν από την εξαγορά. Μια τέτοια προσέγγιση συλλαμβάνει σε περισσότερο βάθος τον πολυδιάστατο χαρακτήρα της απόδοσης της εξαγοράς καθώς συνθέτει τη γνώση από τα τρία μεγάλα ρεύματα της έρευνας της απόδοσης.

Τα αποτελέσματα που αναφέρονται στην παρούσα μελέτη(Παπαδάκης ,Θάνος,2009) αναφέρονται σε εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν από τις ελληνικές εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, κατά τη διάρκεια της περιόδου 1997-2003. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε αποτελούνταν από 50 εγχώριες οριζόντιες εξαγορές, από 14 βιομηχανικούς τομείς.

Στον πίνακα αναφέρονται οι μέσοι ,οι τυπικές αποκλίσεις, τα ποσοστά αποτυχίας και συσχετίσεις Pearson για όλες τις μεταβλητές που αξιολογήθηκαν στη μελέτη. Ξεκινώντας με τα λογιστικά κέρδη παρατηρείται από τον πίνακα ότι το 50% των επιχειρήσεων είδαν τις οικονομικές τους αποδόσεις να μειώνονται 2 χρόνια μετά την εξαγορά. Φαίνεται ότι τα εμπειρικά στοιχεία από την Ελλάδα, υποστηρίζουν την θέση της έρευνας ότι κατά μέσο όρο οι εξαγορές αποτυγχάνουν να βελτιώσουν την απόδοσή τους μετά την εξαγορά, (π.χ. Dickerson, Gibson και Τσακαλώτος, 1997 Lu, 2004, Meeks, 1977) και αναιρεί το αντίθετο από αυτό σύμφωνα με την οποία η προσφορά μπορεί να ενισχύσει την απόδοση της επιχείρησης μετά την απόκτηση (π.χ. Healy, Palepu και Ruback, 1992, 1997 Manson, Stark και Thomas, 1994). Θα πρέπει να σημειωθεί ότι το υπολογιζόμενο ποσοστό 50% είναι χαμηλότερο από το 60% που αναφέρθηκαν από τους Meeks (1977), αλλά είναι ίδιο με τα αποτελέσματα άλλων μελετών (π.χ. Dickerson, Gibson και Τσακαλώτος, 1997, Lu, 2004). Η Μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων (CAR) δείχνει ότι το 52% των περιπτώσεων που μελετήθηκαν η ανακοίνωση των εξαγορών δημιουργούν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις για την αποκτηθείσες επιχειρήσεις. Τα αποτελέσματα αυτά είναι σύμφωνα με βρετανικές μελέτες που έχουν δείξει ότι η ανακοίνωση της εξαγοράς έχει δημιουργήσει αρνητική μη κανονική απόδοση βραχυπρόθεσμα, για το 50% των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων(Schoenberg, 2006, Sudarsanam και Mahate, 2006). Ωστόσο, δεν συμφωνούν με τα αποτελέσματα ορισμένων μελετών που προέρχονται από τις ΗΠΑ (π.χ. Maquieira, Megginson και Nail,1998, MULHERIN, 2000). Για παράδειγμα οι Maquieira, Megginson και Nail (1998), χρησιμοποιώντας ένα event window (60, 60), μελέτησαν 55 εξαγορές στις ΗΠΑ και διαπίστωσε ότι η εξαγορά δημιούργησε θετικές κανονικές αποδόσεις για το 61,8% των αποκτηθέντων επιχειρήσεων.

μεταβλητές	μέσοι	T.A	Ποσοστά αποτυχίας	ROA	CAR	Managers subjective assesments
ROA	-0,01	0,07	50 %	1		
CARs	-0,02%	0,12	52 %	0,11	1	
Management subjective assesments	-0,19	0,74	60 %	0,29*	-0,06	1

$n=50$, * $p<0,05$

Τέλος, το 60% από τους κορυφαίους manager που συμμετείχαν στην έρευνά δείχνουν ότι η εξαγορές δεν πληρούσαν τις αρχικές προσδοκίες τους. Το ποσοστό αυτό είναι ιδιαίτερα ανησυχητικό εάν ληφθεί υπόψη ότι οι μελέτες (π.χ. Adolph, 2001, Hunt, 1987, Kitching, 1974, Rostan, 1994, Schoenberg, 2006) τόσο των ακαδημαϊκών όσο και των συμβουλευτικών κοινοτήτων στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο αναφέρουν να διαφέρουν από 44% έως 53%. Αυτό το απαισιόδοξο αποτέλεσμα δείχνει ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις χρειάζονται σαφείς και συγκεκριμένες συμβουλές για το πώς να διεξάγουν πιο επιτυχημένες εξαγορές στο μέλλον.

Συνοψίζοντας, φαίνεται ότι το ποσοστό επιτυχίας των ελληνικών εξαγορών ποικίλλει από 40% σε 50%. Αυτό είναι κάτω του μέσου όρου του 50% -56% που συχνά αναφέρεται στην βιβλιογραφία (Adolph , 2001. Brouters, van Hastenburg και van den Ven, 1998, Hunt, 1990, Schoenberg, 2006).

Συγκρίνοντας τώρα τα τρία κριτήρια απόδοσης σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των συσχετίσεων Pearson, από τον Πίνακα, παρατηρείται ότι μια θετική συσχέτιση ($R = 0,29$, $p<0.05$) υπάρχει μεταξύ ROA και υποκειμενικές εκτιμήσεις των διευθυντικών στελεχών(managers' subjective assessments). Φαίνεται ότι οι αποδόσεις, όπως μετριοούνται από τις οικονομικές καταστάσεις της απορροφώσας εταιρείας και της εταιρίας-στόχου σχετίζονται με την υποκειμενική αξιολόγηση των διευθυντικών στελεχών(managers' subjective assessments) που μετρούν τόσο τις οικονομικές όσο και μη οικονομικές αποδόσεις των εταιρικών εξαγορών.

Αντίθετα καμία συσχέτιση δεν υπάρχει μεταξύ ROA και CAR. Με άλλα λόγια τα CARs είναι μία εκ των προτέρων μέτρηση της απόδοσης εξαγοράς που μετρά τις προσδοκίες των επενδυτών και δεν προβλέπουν εκ των υστέρων οικονομικές αποδόσεις με επιτυχία. Αυτό είναι ένα αξιοσημείωτο εύρημα, καθώς προσφέρει στήριξη σε μια από τις πιο σοβαρές επικρίσεις της μεθοδολογίας event study που είναι ότι το μέτρο CAR δεν θα πρέπει να χρησιμοποιείται, δεδομένου ότι δεν πραγματοποιήθηκε μέτρηση των αποδόσεων. Φαίνεται ότι οι μη κανονικές αποδόσεις δεν παρέχουν έγκυρη μέτρηση της οικονομικής απόδοσης της μελλοντικής εξαγοράς, τουλάχιστον με βάση τα στοιχεία από την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Στοιχεία από τη μελέτη μας δείχνουν να αντικρούουν τα συμπεράσματα του Harrison και Godfrey (1997) και Healy, Palepu και Ruback (1992), οι οποίοι διαπίστωσαν μια θετική σχέση μεταξύ των αποτελεσμάτων της μελέτης γεγονός που συνδέεται με την ανακοίνωση της εξαγοράς και την επακόλουθη απόδοση. Επιπλέον, από τον πίνακα φαίνεται ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των CARs και των managers' subjective assessments. Φαίνεται ότι τα CAR δεν παρέχουν έγκυρη πρόβλεψη των οικονομικών και μη οικονομικών αποδόσεων των εξαγορών (managers' subjective assessments.). Το τελευταίο επιβεβαιώνει ο Schoenberg (2006) που βρήκε παρόμοιες μη σημαντικές σχέσεις μεταξύ των CAR και managers' subjective assessments.

Η έλλειψη στατιστικά σημαντικών συσχετίσεων μεταξύ των CAR και των άλλων δύο κριτηρίων απόδοσης σημαίνει ότι υπάρχει η πιθανότητα μια εξαγορά να μπορεί να θεωρηθεί επιτυχής όταν χρησιμοποιούμε το κριτήριο CAR και ανεπιτυχής αν χρησιμοποιήσουμε το ROA ή managers' subjective assessments ή το αντίστροφο. Η έλλειψη συσχέτισης δείχνει ότι οι τρεις μετρήσεις απόδοσης μετρούν διαφορετικές διαστάσεις μιας περίπλοκης κατασκευής, που ονομάζεται απόδοση της εξαγοράς. Εκτός από τα παραπάνω, η έλλειψη συγκρισιμότητας μεταξύ των κριτηρίων απόδοσης που αναφέρονται στην μελέτη μπορεί να παρέχει μια εύλογη εξήγηση για τα αντιφατικά αποτελέσματα που συχνά δημοσιεύονται στη βιβλιογραφία των Σ & Ε.

Λαμβάνοντας όλα τα παραπάνω υπόψη, προσφέρονται κάποιες προτάσεις για μελλοντική έρευνα. Πρώτον, ότι οι μελλοντικές ερευνητικές προσπάθειες μπορεί να στηριχθούν σε μία μέθοδο πολλαπλών κριτηρίων χρησιμοποιώντας ακόμα περισσότερα κριτήρια. Τα κριτήρια αυτά θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν τη χρήση της εκποίησης των δεδομένων (Capron, Mitchell και Swaminathan, 2001, Μοντγκόμερι και Wilson, 1986? Porter, 1987, Schoenberg, 2006), την εξέταση των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε

θέματα όπως εργατικό ηθικό και την αντοχή (Napier, 1989, Pablo, 1994) και υποκειμενικές εκτιμήσεις των ειδικών πληροφοριοδοτών (Datta, 1991, Schoenberg, 2006). Δεύτερον, η έρευνα από διαφορετικά εθνικά πλαίσια ενθαρρύνονται έντονα γιατί μπορούν να ρίξουν φως για το αν τα αποτελεσματα σχετίζονται με την κουλτούρα ή όχι. Τρίτον, μελλοντική έρευνα θα πρέπει να εξετάσει τι συμβάλλει στην επιτυχία μιας εξαγοράς, όταν η απόδοση της εξαγοράς πρέπει να μετράται με πολλαπλά κριτήρια. Τέλος, μία πρόσφατη έρευνα (Angwin, 2007) υποδηλώνει ότι οι μελλοντικές εργασίες θα πρέπει να διερευνήσουν νέα και βελτιωμένα μέτρα μέτρησης της απόδοσης που να λαμβάνουν υπόψη τα πολλαπλά κίνητρα για εξαγορές.

4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ « ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΒΑΝΤΩΝ»(EVENT STUDY METHODOLOGY)

4.1 Εισαγωγή

Η μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων, αποτελεί την πιο αξιόπιστη μέθοδο εξέτασης της συμπεριφοράς των μετοχών των εταιριών (δηλαδή τις έκτακτες αποδόσεις τους), πριν και μετά από οικονομικά γεγονότα όπως συγχωνεύσεις και εξαγορές. Διακρίνουμε την ανάλυση σε short-horizon και long- horizon γύρω από την ανακοίνωση. Για την αξιοπιστία της ανάλυσης, ορισμένες προϋποθέσεις πρέπει να θεωρούνται δεδομένες, όπως το γεγονός ότι η τιμή της μετοχής αντικατοπτρίζει τις προεξοφλημένες μελλοντικές χρηματικές ροές, η αποτελεσματική πληροφόρηση των επενδυτών και η ορθολογική συμπεριφορά τους.(Eckbo 2007)

4.2 Κριτική-Σύγκριση μεθοδολογιών

Οι χρηματιστηριακές αντιδράσεις σε ανακοινώσεις Σ&Ε μπορούν να βοηθήσουν στην πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών των Σ&Ε στην περίπτωση που οι αγορές λειτουργούν αποτελεσματικά. Αυτή η προσέγγιση που καλείται «μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων», έκανε την εμφάνισή της στα χρηματοοικονομικά τη δεκαετία του 1970, και είναι ευρέως αποδεκτή. Ωστόσο πολλοί οικονομολόγοι ειδικότερα οι οικονομολόγοι της βιομηχανικής οργάνωσης είναι δύσπιστοι για τα τεκμήρια των αποτελεσματικών αγορών και την ικανότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών να προβλέπουν σωστά τα αποτελέσματα των Σ&Ε(βλ.Farma(1998) και Sciller (2003) για τις δύο αντίθετες απόψεις πάνω στην υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών.

Ωστόσο υπάρχουν μελέτες όπως αυτή των Duso, Gugler και Yortoglu (2007) οι οποίες δείχνουν ότι οι αγορές προβλέπουν με αρκετά μεγάλη ακρίβεια τα αποτελέσματα των Σ&Ε και ορθά προεξοφλούν τα μελλοντικά τους κέρδη. Οι Duso, Neven και Roller (2007) επίσης αναλύουν τα υπέρ και τα κατά της μεθοδολογίας των event study.

Μία δεύτερη προσέγγιση έχει προχωρήσει παράλληλα στη διεθνή βιβλιογραφία για τη μέτρηση των επιπτώσεων των Σ&Ε και είναι αυτή που βασίζεται σε λογιστικά στοιχεία. Μετά την πρωτοποριακή εργασία του Dennis Mueller(1980), πολλές μελέτες κατά τις δύο επόμενες δεκαετίες προσπάθησαν να αξιολογήσουν τις Σ&Ε μέσω της σύγκρισης των επιδόσεων των κερδών πριν και μετά τις Σ&Ε. Ωστόσο η προσέγγιση αυτή έχει επίσης επικριθεί λόγω της αυξανόμενης δυσπιστίας των λογιστικών δεδομένων. Ως εκ τούτου τίθεται το ερώτημα κατά πόσον οι δύο αυτές προσεγγίσεις οδηγούν σε πολύ διαφορετικά συμπεράσματα.(Duso, Gugler και Yortoglu).

Σε αντίθεση με μεθόδους που βασίζονται σε λογιστικο-οικονομική αποτίμηση, η μέθοδος που θα ακολουθήσουμε, έχει ένα σημαντικό πλεονέκτημα: Δίνει τη δυνατότητα πρόβλεψης της εξέλιξης της οικονομικής αυτής πράξης, αφού μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, προεξοφλούνται τα έκτακτα μελλοντικά κέρδη. Ως εκ τούτου «η μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων» (event study methodology), ενδείκνυται για τη μελέτη των έκτακτων αποδόσεων που επιφέρουν ανακοινώσεις Σ&Ε εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων.

4.3 Μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων (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:

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

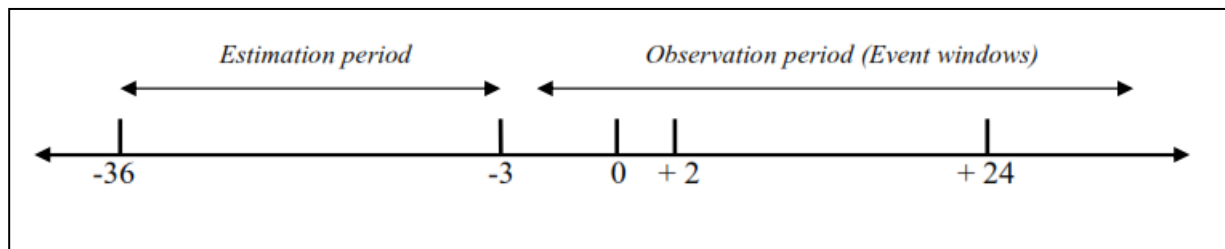
$j=1,2,3,\dots,N$ μετοχές του δείγματος

$t=1,2,3,\dots,T$ (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. Σχηματικά αυτό θα μπορούσε π.χ. να αποδοθεί ως εξής:



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.

4.4 Το Market model (Υπόδειγμα της αγοράς)

Το υπόδειγμα αυτό εφαρμόζεται συνήθως στα event studies συσχετίζει την απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων του δείγματος με την απόδοση ενός benchmark portfolio που συνήθως είναι ο Γενικός Δείκτης της αγοράς (π.χ. ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α.). Με αυτή τη διαδικασία οι αποδόσεις λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο της αγοράς (risk adjusted).

$$R_{jt} = a_j + b_i \cdot R_{mt} + e_{jt}$$

a_j = σταθερός όρος (intercepted term)

b_j = το beta της αγοράς που δείχνει τη μεταβλητότητα της μετοχής σε σχέση με την αγορά (systematic risk)

R_{mt} = η απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς

E_{jt} = error term

Οι παράμετροι a_j και b_j που υπολογίζονται κατά τη διάρκεια του estimation period με την παλινδρόμηση του R_{jt} στο R_{mt} , αποθηκεύονται για να χρησιμοποιηθούν στη συνέχεια για να υπολογίσουν τις προβλεπόμενες αποδόσεις (Expected ή Forecasted Returns) για το observation period. Η νέα εξίσωση παλινδρόμησης για τις προβλέψεις των αποδόσεων δίδεται από τον τύπο:

$$E(R_{jt}) = E(a_j \text{ estim}) + E(b_j \text{ estim})R_{mt} + e_{jt}$$

Όπου R_{mt} = η πραγματική απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς και b_j του estimation period και το R_{mt} του observation period.

4.5 Η μεθοδολογία

Σημαντικό ρόλο στη μεθοδολογία που ακολουθήθηκε, λαμβάνουν οι ημερομηνίες ανακοίνωσης της εξαγοράς στα MME. Στην πράξη η φημολογία και οι διαρροές περί ενδεχόμενης εξαγοράς, δημιουργούν φαινόμενα ασύμμετρης πληροφόρησης στο επενδυτικό κοινό και θεωρούμε ότι πραγματοποιούνται αγοραπωλησίες μετοχών λόγω φημών. Πολλές φορές όμως δεν επιβεβαιώνονται.

Για τους σκοπούς της παρούσας μελέτης, ακολουθήθηκε μεθοδολογία που βασίζεται στην παραπάνω μεθοδολογία. Αφού επιλέχθηκε το δείγμα έγινε καταγραφή των ημερομηνιών ανακοίνωσης των εξαγορών. Αφού καταγράφηκαν οι ημερομηνίες για τα συμβάντα αυτά ορίστηκαν χρονικά διαστήματα τα οποία παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων των bidders (απορροφώσες εταιρίες). Τα χρονικά διαστήματα που εξετάστηκαν είναι δύο μήνες πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς (-2,0), τρεις μήνες (0,+3) μετά την ανακοίνωση και ένα χρόνο μετά την ολοκλήρωση (0,+12). Τα χρονικά αυτά διαστήματα ορίστηκαν με βασικό κριτήριο την εξακρίβωση των σημαντικότερων ευρημάτων της διεθνούς βιβλιογραφίας. Στη συνέχεια εκτιμήθηκε η κανονική απόδοση για τις

εισηγμένες απορροφώσες σύμφωνα με τον τύπο της μεθοδολογίας ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων.

Για του υπολογισμό της κανονικής απόδοσης καταρχήν υπολογίστηκε ο συντελεστής beta για κάθε μετοχή. Για χρονικό διάστημα (-1170,-90) υπολογίστηκε η ποσοστιαία μεταβολή των μετοχών. Αντίστοιχα υπολογίστηκαν οι ημερήσιες αποδόσεις του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου (R_{mt}). Από την παλινδρόμηση των πρώτων αποδόσεων πάνω στις δεύτερες, για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα, υπολογίζεται ο συντελεστής beta για την μετοχή ως προς τη μεταβολή του δείκτη του χρηματιστηρίου. Βάσει του συντελεστή beta και λαμβάνοντας τιμές του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου και R_{mt} και του ακίνδυνου επιτοκίου R_{ft} εκτιμούμε την κανονική απόδοση της μετοχής για το διάστημα που επιθυμούμε, σύμφωνα με τον τύπο: $R_{jt} = a_j + b_j R_{mt} + e_{jt}$. Ουσιαστικά η εκτίμηση της κανονικής απόδοσης βασίζεται στη συμπεριφορά των δεικτών των τριών προηγούμενων ετών, εκμηδενίζοντας την επίδραση άλλων παραγόντων που επηρεάζουν την πορεία όλων των μετοχών. Διευκρινιστικά, κανονική απόδοση, εννοείται η απόδοση που προβλέπεται για μία μετοχή εάν σε συμμετέχει η υπο εξαγορά εταιρία σε διαδικασίες εξαγοράς. Αφού εκτιμήθηκε η κανονική απόδοση, υπολογίζεται η διαφορά μεταξύ της πραγματικής απόδοσης, από την εκτιμηθείσα κανονική απόδοση και με αυτόν τον τρόπο υπολογίζεται η μη κανονική απόδοση (abnormal return) για το υπό εξέταση διάστημα.

5. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

5.1 Σχολιασμός αποτελεσμάτων

Μετά τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων των παρακάτω εταιριών παρατηρήθηκαν τα εξής αποτελέσματα όπως φαίνονται και στον πίνακα. Στην πρώτη στήλη αναγράφονται οι εταιρίες που πραγματοποίησαν τις εξαγορές(απορροφώσες – bidders), ενώ στη δεύτερη αναγράφονται οι εξαγοράζουσες εταιρίες(targets).Στην τρίτη στήλη αναφέρονται οι ημερομηνίες που πραγματοποιήθηκαν οι εξαγορές των targets από τους bidders και στις επόμενες τρεις στήλες παρουσιάζονται οι μη κανονικές αποδόσεις για τρεις διαφορετικές υποπεριόδους(event windows) που όπως αναφέρθηκε παραπάνω αν η μη κανονική απόδοση είναι θετική τότε η εξαγορά δημιουργεί αξία, ενώ αν είναι αρνητική τότε η εξαγορά καταστρέφει αξία.

Bidder	Target	Ημερομηνία ανακοίνωσης	Μη κανονική απόδοση Bidder(-3,0)	Μη κανονική απόδοση Bidder (0,+2)	Μη κανονική απόδοση Bidder (0,+12)
Όμιλος Alapis	Labomed	1/2/2008	-7,7%	+19%	-10%
Coca Cola AE	Socib Spa	6/8/2008	-23%	-12%	+30%
Singular Logic SA	G.I.T. Holdings AE	11/12/2008	-41%	+27%	+29%
Vivartia Συμμετοχών AE	ΜΕΒΓΑΛ	3/9/2010	-22%	-15%	+33%
Marfin Investment Group	Vivartia Συμμετοχών AE	16/7/2007	-30%	-4%	-1,8%
ATE BANK	ATE ΑΕΔΑΚ	23/6/2010	-5%	-2%	-50%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	OPET AYGAZ BULGARIA	31/10/2008	+13%	-6%	+11%
Sfakianakis AE	Ergotak AE	24/7/2008	-5%	-22%	-33%
IKTINOS ELLAS AE	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΜΑΡΜΑΡΩΝ	5/10/2007	-17%	+7,3%	-2%
ΧΑΛΚΟΡ AE	SEGA BAKIR SA	18/3/2008	-5%	-3%	+30%
ΙΧΤΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ SELONTA ΑΕΓΕ	INTERFISH AE	3/2/2006	+32,8%	+32,5%	+77%

Για κάθε περίπτωση μελετήθηκε το πώς διακυμάνθηκε η τιμή των μετοχών των bidders για το διάστημα (-3,0), δηλαδή από τρεις μήνες πριν την εξαγορά μέχρι και τη στιγμή της ανακοίνωσης. Αυτή η μελέτη πραγματοποιήθηκε έτσι ώστε να γίνει έλεγχος για το εάν είχε γίνει εκροή πληροφορίας πριν την ανακοίνωση και αν τελικά η αγορά προεξόφλησε την εξαγορά. Από τον πίνακα γίνεται αντιληπτό πως μόλις σε δύο περιπτώσεις οι μη κανονικές αποδόσεις είναι θετικές, στις εταιρίες Ελληνικά Πετρέλαια(+13%) και της Ιχθυοτροφεία Selonta ΑΕΓΕ(+32,8%). Σε όλες τις υπόλοιπες περιπτώσεις είναι αρνητικές.

Υπολογίστηκαν επίσης οι μη κανονικές αποδόσεις για τις μετοχές των απορροφουσών εταιριών για το διάστημα (0,+2), δηλαδή για δύο μήνες μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς. Σε αυτό το διάστημα οι εταιρίες Alapis(+19%), Singular Logic SA(+27%), Iktinos Ellas ΑΕ(+7,3%) και τα Ιχθυοτροφεία Selonta ΑΕΓΕ(+32,5%) παρουσίασαν θετικές μη κανονικές αποδόσεις, ενώ οι εταιρίες Coca Cola ΑΕ(-12%), Vivartia Συμμετοχών ΑΕ(-15%), MIG(-4%), ΑΤΕ Bank(-2%), Sfakianakis ΑΕ(-22%) και ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ(-0,03%) εμφάνισαν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις.

Τέλος εξετάστηκε το διάστημα (0,+12) δηλαδή πως διαμορφώθηκαν οι μετοχές των απορροφουσών επιχειρήσεων ένα χρόνο έπειτα από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Από τη μελέτη προκύπτει πως έξι από τις έντεκα επιχειρήσεις εμφάνισαν θετικές μη κανονικές αποδόσεις. Οι Coca Cola ΑΕ(+30%), Singular Logic SA(+27%), Singular Logic SA(+0,29%), Vivartia Συμμετοχών ΑΕ(33%), Ελληνικά Πετρέλαια(+11%), ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ(+30%) και τα Ιχθυοτροφεία Selonta ΑΕΓΕ(+77%), ενώ οι υπόλοιπες πέντε επιχειρήσεις παρουσίασαν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις. Αυτές είναι οι Alapis(-10%), MIG(-1,8%), ΑΤΕ Bank(-50%), Sfakianakis ΑΕ(-33%) και η Iktinos Ellas ΑΕ(-2%).

6. ΕΠΙΛΟΓΟΣ

6.1 Συμπεράσματα

Κλείνοντας, η παρούσα εργασία εξετάζει την επίδραση των Εξαγορών Ελληνικών επιχειρήσεων στη χρηματιστηριακή τους τιμή. Για τη μελέτη αυτή χρησιμοποιήθηκε η θεωρία του υποδείγματος αγοράς (Market model), η οποία εξηγεί το πώς επηρεάζεται η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών, από οικονομικά γεγονότα. Η συγκεκριμένη θεωρία αναφέρει πως οι επενδυτές αναπροσαρμόζουν τις προσδοκίες τους αναφορικά με την κερδοφορία των εταιριών, λόγω γεγονότων που συνδέονται με εξαγορές και συγχωνεύσεις και βάσει της αλλαγής αυτής των προσδοκιών τους, προβαίνουν σε αγοραπωλησίες μετοχών. Οι αγοραπωλησίες αυτές με τη σειρά τους μεταβάλλουν τη χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών. Βάσει των παραπάνω, είναι προφανές ότι οικονομικά γεγονότα, προκαλούν μη κανονικές αποδόσεις.

Σειρά μελετών διεθνώς, έχουν προσπαθήσει να επιβεβαιώσουν τη θεωρία αυτή. Στην πλειοψηφία τους οι μελέτες αυτές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιριών αποκομίζουν κέρδη, ενώ οι εξαγοράζουσες εταιρίες τις περισσότερες φορές παρουσιάζουν μικρές ζημιές.

Στο πρακτικό μέρος της μελέτης αυτής, τα συμπεράσματα της οποίας παρουσιάζουν και το μεγαλύτερο ενδιαφέρον έγινε προσπάθεια να αποτυπωθούν αριθμητικά οι αποδόσεις αυτές. Χρησιμοποιώντας στοιχεία της περιόδου 2006-2010, από επιχειρήσεις εισηγμένες στο ΧΑΑ, καταλήξαμε σε συμπεράσματα παρόμοια με αυτά τις διεθνούς και εγχώριας βιβλιογραφίας. Όπως φαίνεται και από τον συγκεντρωτικό πίνακα τα αποτελέσματα είναι σε γενικές γραμμές αναμενόμενα και συμβατά με αυτά των αντίστοιχων μελετών τις διεθνούς βιβλιογραφίας. Συγκεκριμένα υπολογίστηκαν οι μη κανονικές αποδόσεις για τρία οικονομικά γεγονότα σε κάθε περίπτωση. Τρεις μήνες πριν την ανακοίνωση, δύο μήνες μετά την ανακοίνωση και ένα χρόνο μετά την ανακοίνωση.

Στον παραπάνω πίνακα φαίνεται πως οι απορροφούσες εταιρίες(μέτοχοι των bidders) σημειώνουν στην πλειοψηφία τους αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις ή στην καλύτερη είναι ουδέτερες πραγματοποιώντας πολύ μικρές θετικές μη κανονικές αποδόσεις. Οι αρνητικές τιμές των μη κανονικών αποδόσεων για τις απορροφούσες εταιρίες είναι αναμενόμενες. Ένα επιπλέον συμπέρασμα που προκύπτει από τον πίνακα είναι ότι όσο επιμηκύνεται η περίοδος παρατήρησης μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς οι μέτοχοι των bidders καταφέρνουν σε εφτά περιπτώσεις να βελτιώνουν τις μη κανονικές αποδόσεις τους ενώ σε τέσσερις περιπτώσεις παρουσιάζουν μείωση των μη κανονικών αποδόσεων. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τον πίνακα μπορεί να είναι στοιχεία που συνηγορούν υπέρ της άποψης ότι μπορεί να συμβαίνει μια μεταφορά πλούτου από τους μετόχους των bidders στους μετόχους των targets, που προκύπτει πολύ πιθανόν από το γεγονός ότι τα οφέλη που δημιουργούνται από την εξαγορά(π.χ. αυξημένες ταμειακές ροές), εξανεμίζονται με την καταβολή υψηλών premium στους μετόχους των targets.

Τέλος είναι πολύ σημαντικό να αναφέρουμε πως αν και έχει προταθεί πως οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορούν να βοηθήσουν τις επιχειρήσεις σε περίοδο κρίσης τα αποτελέσματα δε φαίνεται να το επιβεβαιώνουν διότι το 50 % των μη κανονικών αποδόσεων είναι αρνητικό. Συνεπώς οι εξαγορές μπορεί να είναι ένας τρόπος να ενδυναμωθεί η επιχείρηση σε περίοδο κρίσης, αλλά η αγορά μπορεί να κρίνει μια τέτοια κίνηση αρνητικά. Πιθανοί λόγοι για τους οποίους μπορεί να συμβαίνει αυτό, είναι το ύψος του τμήματος εξαγοράς και η σχέση μεταξύ των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων.

Τα παραπάνω αποτελέσματα, ωστόσο αφορούν το συγκεκριμένο πλαίσιο ανάλυσης τόσο χρονικά όσο και μεθοδολογικά. Το δείγμα ήταν πολύ μικρό καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου, δεν χρησιμοποιήθηκαν άλλες θεωρίες που μπορεί να επηρεάσουν τα συγκεκριμένα αποτελέσματα(μέθοδος αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων, υποκειμενικές εκτιμήσεις στελεχών επιχειρήσεων) ενώ το γενικό κλίμα στο ελληνικό χρηματιστήριο και στην ελληνική οικονομία γενικότερα ήταν ασταθές και συνεχώς μεταβαλλόμενο.

7. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Adolph, G., I. Buchanan, J. Hornery, B. Jackson, J. Jones, T. Kihlstedt, G. Neilson and H. Quarls (2001). Merger

Agrawal, A., J. F. Jaffe and G. N. Mandelker (1992). 'The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly', *Journal of Finance*, 47, pp. 1605–1621.

Aharon (1996) : The Organization of Global Service. *International Studies of Management and Organization*. Vol 26 . No 2.

Angwin, D. (2004). 'Speed in M&A integration: the first 100 days', *European Management Journal*, 22, pp. 418–430.

A.T. Kearney (1999). *Corporate Marriage: Blight or Bliss? A monograph on Post Merger Intergration*. Chicago. AT Kearney.

Ben-Amar, W. and P. Andre (2006). 'Separation of ownership from control and acquiring firm performance: the case of family ownership in Canada', *Journal of Business Finance and Accounting*, 33, pp. 517–543.

Bowman, C. and V. Ambrosini (1997). 'Using single respondents in strategy research', *British Journal of Management*, 8, pp. 119–131.

Brouthers, K. D., P. van Hastenburg and J. van den Ven (1998). 'If most mergers fail why are they so popular?', *Long Range Planning*, 31, pp. 347–353.

Bruton, G. D., B. M. Oviatt and M. A. White (1994). 'Performance of acquisitions of distressed firms', *Academy of Management Journal*, 37, pp. 972–989.

Capron, L. (1999). 'The long-term performance of horizontal acquisitions', *Strategic Management Journal*, 20, pp. 987–1018.

Capron, L., W. Mitchell and A. Swaminathan (2001). 'Asset divestiture following horizontal acquisitions: a dynamic view', *Strategic Management Journal*, 22, pp. 817–844.

Chenhall, R. H. and K. Langfield-Smith (2007). 'Multiple perspectives of performance measures', *European Management Journal*, 25, pp. 266–282.

Child, J., D. Faulkner and R. Pike (2001). *The Management Of International Acquisitions*. Oxford: Oxford University Press.

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

DeLong, G. (2001). 'Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers', *Journal Of Financial Economics*, 59, pp. 221–252.

Dess, G. G. and R. B. Jr Robinson (1984). 'Measuring organizational performance in the absence of objective measures: the case of the privately-held firm and conglomerate business unit', *Strategic Management Journal*, 5, pp. 265–273.

Dickerson, A., H. Gibson and E. Tsakalotos (1997). 'The impact of acquisitions on company performance: evidence from a large panel of UK firms', *Oxford Economics Papers*, 49, pp. 344–361.

Fuller, K., J. Netter and M. Stegemoller (2002). 'What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions', *Journal of Finance*, 17, pp. 1763–1793.

Haleblian, J. and S. Finkelstein (1999). 'The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: a behavioral learning perspective', *Administrative Science Quarterly*, 44, pp. 29–56.

Harrison, J. and P. Godfrey (1997). 'Do event studies predict acquisition success? An empirical test'. Paper presented at the Annual Academy of Management Conference, Boston, MA

Harrison, J. S., D. Oler and M. R. Allen (2005). 'Event studies and the importance

of longer-term measures in assessing the performance outcomes'. Working Paper, Indiana University. Healy, P., K. Palepu and R. Ruback (1992). 'Does corporate performance improve after mergers?', *Journal of Financial Economics*, 23, pp. 135–175.

Healy, P., K. Palepu and R. Ruback (1997). 'Which takeovers are profitable? Strategic or financial?', *Sloan Management Review*, 38, pp. 45–57.

Hitt, M., J. Harrison, R. D. Ireland and A. Best (1998). 'Attributes of successful and unsuccessful acquisitions of US firms', *British Journal of Management*, 9, pp. 91–114.

Hitt M, Ireland and R.E. Hoskisson 'Strategic Management: Competitiveness and Globalization', South Western College, publishing 2001, 4th edition.

Holl, P. and D. Kyriazis (1997). 'Wealth creation and bid resistance in U.K. takeover bids', *Strategic Management Journal*, 18, pp. 483–498.

Hopkin HD 1999. *Crossborder Mergers and Acquisitions: Global and Regional Perspectives*. *Journal of International Management*.

Hunt, J. W. (1990). 'Changing pattern of acquisition behaviour in takeovers and the consequences for acquisition processes', *Strategic Management Journal*, 11, pp. 69–77.

Jovanovic Miroslav N.(2002). *Διεθνής Οικονομική Ολοκλήρωση. Όρια και προοπτικές*. Αθήνα. Εκδόσεις Παπαζήση.

King, D., D. R. Dalton, C. M. Daily and J. G. Covin (2004).

'Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators', *Strategic Management Journal*, 25, pp. 187–200.

Kitching, J. (1974). 'Winning and losing with European acquisitions', *Harvard Business Review*, 52, pp. 124–136.

Larsson, R. and S. Finkelstein (1999). 'Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: a case survey of synergy realization', *Organization Science*, 10, pp. 1–26.

Lubatkin, M. (1983). 'Mergers and the performance of the acquiring firm',

Academy of Management Review, 8, pp. 218–225.

Lubatkin, M. and R. E. Shrieves (1986). ‘Towards reconciliation of market performance measures to strategic management research’, Academy of Management Review, 11, pp. 497–512.

Manson, S., A. Stark and H. M. Thomas (1994). ‘A cash flow analysis of the operational gains from takeovers’. Research Report 35, Chartered Association of Certified Accountants.

Maquieira, C., W. Megginson and L. Nail (1998). ‘Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock for mergers’, Journal of Financial Economics, 48, pp. 3–33.

Markides, C. and D. Oyon (1998). ‘International acquisitions: do they create value for shareholders?’, European Management Journal, 16, pp. 125–135.

Martinez-Jerez, A. (2002). ‘Interaction between accounting and corporate governance: evidence from business combinations’. Working Paper, Harvard Business School.

McGee, J., H. Thomas and D. C. Wilson (2005). Strategy: Analysis & Practice. London: McGraw-Hill.

Miller, C., L. Cardinal and W. Glick (1998). ‘Retrospective reports in organizational research: a reexamination of recent evidence’, Academy of Management Journal, 40, pp. 189–204.

Mitchell, M. and E. Stafford (2000). ‘Managerial decisions and long-term stock price performance’, Journal of Business, 73, pp. 287–329.

Montgomery, C. A. and V. A. Wilson (1986). ‘Mergers that last: a predictable pattern?’, Strategic Management Journal, 7, pp. 91–96.

Mulherin, H. (2000). ‘Incomplete acquisitions and organizational efficiency’. Working Paper, Pennsylvania State University.

Napier, N. K. (1989). ‘Mergers and acquisitions, human resource issues and outcomes: a review and suggested typology’, Journal of Management Studies, 26, pp. 271–290.

Pablo, A. L. (1994). 'Determinants of acquisition integration level: a decision-making perspective', *Academy of Management Journal*, 37, pp. 803–836.

Papadakis, V. M. (2005). 'The role of broader context and the communication program in merger and acquisition implementation success', *Management Decision*, 43, pp. 236–255.

Porter, M. (1987). 'From competitive advantage to corporate strategy', *Harvard Business Review*, 65, pp. 43–59.

Rostand, A. (1994). 'Optimizing managerial decisions during the acquisition integration process'. Paper presented at the 14th Annual Strategic Management Society Conference, Paris.

Salleo (2008) 'Mergers and Acquisitions': Old Issue, new Evidence.

Schoenberg, R. (2006). 'Measuring the performance of corporate acquisitions: an empirical comparison of alternative metrics', *British Journal of Management*, 17, pp. 361–370.

Stahl, G. and A. Voigt (2008). 'Do cultural differences matter in mergers and acquisitions? A tentative model and examination', *Organization Science*, 19, pp. 160–176.

Sudarsanam, S. and A. A. Mahate (2003). 'Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: the UK evidence', *Journal of Business Finance and Accounting*, 30, pp. 299–342.

Tuch, C. and N. O'Sullivan (2007). 'The impact of acquisitions on firm performance: a review of the evidence', *International Journal of Management Reviews*, 9, pp. 141–170.

Vassilis M. Papadakis and Ioannis Thanos 'Measuring the performance of Acquisition: An empirical Investigation Using Multiple Criteria. Athens University Of Economic and Business

Venkatraman, N. and V. Ramanujam (1986). 'Measurement of business performance in strategy research: a comparison of approaches', *Journal of Management*, 11, pp. 801–814.

Venkatraman, N. and V. Ramanujam (1987). 'Measurement Of business economic performance: an examination Of method convergence', Journal Of Management, 13, pp. 109–122.

Weber R.A and Gamorer C.F. (2003). Cultural Conflict and Merger Failure.: Management Science Vol 49 pp 400-415

Zollo, M. and D. Meier (2008). 'What is M&A performance? Academy of Management Perspectives, 22, pp. 55–77.

Δουράκης Γ. Β. (2005) Νέες μορφές Οργάνωσης. Η αμφιλεγόμενη δυναμική του βιομηχανικού Καπιταλισμού στα τέλη του 21^{ου} αιώνα. Αθήνα, Σειρά: Τεχνολογία, Οικονομία και Επιχείρηση. Εκδόσεις Παπαζήση.

Κυριαζής Δημήτριος (2007). « Συγχωνεύσεις και Εξαγορές» Εκδόσεις Μπατσιούλας.

Πρωτόπαπας, Τραυλός, Τσαγκαράκης (2003). « Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Επιχειρήσεων στην Ελλάδα: Επίδραση στη χρηματιστηριακή τιμή των Εμπλεκομένων Επιχειρήσεων». Σπουδαί, Τεύχος 4^ο σελ 80-87,102.

Σακελής Εμμανουήλ Ι. (2001). Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεων Συγχώνευσης και Μετατροπές εταιριών από Νομική Άποψη. Εκδόσεις Βρυκούς σελ 155.

Αξιολόγηση εταιρικών εξαγορών στην Ελληνική Αγορά.

Αξιολόγηση εταιρικών εξαγορών στην Ελληνική Αγορά.

Αξιολόγηση εταιρικών εξαγορών στην Ελληνική Αγορά.