

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ



Π Τ Υ Χ Ι Α Κ Η Ε Ρ Γ Α Σ Ι Α

Συγχωνεύσεις, Εξαγορές και Εταιρικός Έλεγχος

ΝΤΡΙΚΟΣ ΑΘΑΝ. ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ

ΕΙΣΗΓΗΤΕΣ

ΒΕΛΤΣΙΣΤΑΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

ΤΣΑΓΚΑΝΟΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ

Μ Ε Σ Ο Λ Ο Γ Γ Ι 2 0 1 2

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

Π Τ Υ Χ Ι Α Κ Η Ε Ρ Γ Α Σ Ι Α

Συγχωνεύσεις, Εξαγορές και Εταιρικός Έλεγχος

ΝΤΡΙΚΟΣ ΑΘΑΝ. ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ (Α.Μ. 14221)

basintri@logistiki.teimes.gr

ΕΙΣΗΓΗΤΕΣ

ΒΕΛΤΣΙΣΤΑΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

ΤΣΑΓΚΑΝΟΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ

Μ Ε Σ Ο Λ Ο Γ Γ Ι 2 0 1 2

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα πτυχιακή εργασία πραγματεύεται τις Συγχωνεύσεις και τις Εξαγορές ως βασικά εργαλεία αναδιοργάνωσης των επιχειρήσεων, αλλά και τον Εταιρικό Έλεγχο διαφόρων εταιριών. Στα κεφάλαια που θα ακολουθήσουν αναλύονται οι έννοιες του Εταιρικού Ελέγχου, των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών. Συγκεκριμένα γίνεται μια προσπάθεια να ερμηνευθούν και να αναλυθούν σε βάθος οι μορφές των συγχωνεύσεων και των εξαγορών που λαμβάνουν χώρα σε όλο τον κόσμο αλλά και στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια.

Παρακάτω λοιπόν θα δούμε τα πλεονεκτήματα, τις μορφές, τις κατηγορίες των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, αλλά και τα προβλήματα και τους κινδύνους που μπορεί να κρύβουν αυτές οι εταιρικές τακτικές ως βασικά εργαλεία αναδιοργάνωσης των επιχειρήσεων. Επίσης εξετάζονται οι Εξαγορές μέσω μόχλευσης, τα Κίνητρα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών, οι Εχθρικές Εξαγορές, το στρατηγικό management των συγχωνεύσεων και εξαγορών και ο ρόλος των συγχωνεύσεων σαν Εργαλείο για Πλεόνασμα Κεφαλαίων. Επιπλέον γίνεται εκτενής αναφορά στην επίδραση των συγχωνεύσεων στην παγκόσμια οικονομία και ιδιαίτερα στην ελληνική, καθώς και στο Ρυθμιστικό πλαίσιο των συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ & Ε) στην Ελλάδα.

Τέλος αναπτύσσονται οι θεωρητικές υποθέσεις που αφορούν τις Σ & Ε ως προς τη σημαντικότητά τους και επιχειρείται η προσέγγισή τους σε σχέση με τη διοικητική πειθαρχία, τη στρατηγική διαχείρισης και την εργασία στην ελληνική αγορά.

Επισήμανση

Οι διαπιστώσεις, τα αποτελέσματα, τα συμπεράσματα και οι πιθανές προτάσεις της παρούσας πτυχιακής εργασίας –εκτός των αναφορών που σημαίνονται ως λήμματα- αποτελούν προσωπικές θεωρητικές ή εμπειρικές διαπιστώσεις του σπουδαστή (σπουδάστριάς) ή της ομάδας των σπουδαστών που την επιμελήθηκαν και δεν απηχούν κατ' ανάγκη τη γνώμη του εισηγητή εκπαιδευτικού, του Εκπαιδευτικού Προσωπικού του Τμήματος Λογιστικής ή του Α.Τ.Ε.Ι. Μεσολογγίου.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

| | | |
|----------|---|-----------|
| 1 | ΕΙΣΑΓΩΓΗ..... | 7 |
| 2 | ΕΤΑΙΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ..... | 11 |
| 3 | ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ (Σ & Ε) Πλεονεκτήματα – Έννοιες – Διαχωρισμός..... | 19 |
| | 3.1 Εξαγορές Μέσω Μόχλευσης..... | 23 |
| | 3.2 Κίνητρα Συγχωνεύσεων Εξαγορών..... | 29 |
| | 3.3 Οι Συγχωνεύσεις σαν Εργαλείο για Πλέονασμα Κεφαλαίων..... | 35 |
| | 3.4 Στρατηγικό management των συγχωνεύσεων και εξαγορών..... | 37 |
| | 3.5 Εχθρικές Εξαγορές (Hostile Takeovers)..... | 38 |
| 4 | ΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ..... | 43 |
| | 4.1 Κύματα Συγχωνεύσεων..... | 43 |
| | 4.2 Γεννούν οι Συγχωνεύσεις Καθαρά Οφέλη..... | 45 |
| 5 | ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟΝ ΕΛΛΑΔΙΚΟ ΧΩΡΟ..... | 47 |
| | 5.1 Ρυθμιστικό πλαίσιο Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ελλάδα..... | 51 |
| 6 | ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΘΕΩΡΗΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΚΑΙ ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ..... | 54 |
| | 6.1 Η προσέγγιση της διοικητικής πειθαρχίας..... | 56 |
| | 6.2 Η προσέγγιση της στρατηγικής διαχείρισης..... | 58 |
| | 6.3 Υποθέσεις εργασίας..... | 60 |
| 7 | ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ..... | 62 |
| 8 | ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ..... | 66 |

Αφιερώνεται στη μνήμη του καθηγητή μου

Λεωνίδα Πούντζα

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα τελευταία χρόνια η μελέτη της διοίκησης, οργάνωσης και αναδιοργάνωσης μιας επιχείρησης έχει πάψει να αποτελεί αποκλειστικό αντικείμενο της επιστημονικής κοινότητας. Αντίθετα, βαθύτερη γνώση της όλης διαδικασίας επιθυμούν να λάβουν όλοι σχεδόν οι παράγοντες που έχουν άμεση ή έμμεση σχέση με μια επιχείρηση όπως είναι οι επενδυτές, οι οικονομικοί αναλυτές, οι προμηθευτές, οι τράπεζες ακόμη και οι πελάτες. Το γεγονός αυτό, φυσικά, δεν συνέβη ξαφνικά αλλά ουσιαστικά προέκυψε από τις θεμελιώδεις αλλαγές και εξελίξεις που συντελέστηκαν και συντελούνται στο κοινωνικοοικονομικό περιβάλλον, όπως η αύξηση της συνειδητοποίησης των πελατών σε σχέση με την πραγματική αξία των προσφερόμενων αγαθών, η επανάσταση στις τηλεπικοινωνίες και την πληροφόρηση και η ανάπτυξη μιας παγκόσμιας αγοράς χρήματος και κεφαλαίου (Γεωργόπουλος 2004). Σε αυτό το περιβάλλον η αναδιοργάνωση κατέχει περίοπτη θέση στις στρατηγικές αποφάσεις των επιχειρήσεων.

Με τον όρο αναδιοργάνωση εννοούμε την αναδιάρθρωση των οργανωτικών και διοικητικών δομών που λαμβάνουν χώρα στο εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης. Καταρχάς, οι λόγοι και οι αιτίες της αναδιοργάνωσης απορρέουν από ένα εσωτερικό χαρακτηριστικό της ανθρώπινης φύσης το οποίο αναδύεται με κάθε σχεδόν δραστηριότητα. Αυτό το χαρακτηριστικό είναι ο **ανταγωνισμός** ο οποίος κατά τον Ηράκλειτο συντελεί ουσιαστικά στην ύπαρξη αρμονίας στη φύση (Δούκας 2002). Με την απελευθέρωση των αγορών, ο ανταγωνισμός έχει οξυνθεί σημαντικά, σε σημείο που υφίσταται όχι μόνο μεταξύ επιχειρήσεων μέσα στον ίδιο κλάδο αλλά και μεταξύ επιχειρήσεων που ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους. Αυτό συμβαίνει επειδή μια επιχείρηση επιδιώκει να διεισδύσει στην παραδοσιακή πελατεία της άλλης. Για παράδειγμα οι βιομηχανίες χάλυβα και σιδήρου, εκτός του μεταξύ τους ανταγωνισμού ανταγωνίζονται με τις βιομηχανίες αλουμινίου αλλά και με αυτές των πλαστικών και χημικών προϊόντων. Διακριτή είναι η τάση εξάλειψης των διαχωριστικών ορίων μεταξύ των διαφορετικών κλάδων. Τούτο επειδή τα προϊόντα δεν είναι πάντα ιδιαίτερα πολύπλοκα, (άρα μπορούν να αντιγραφούν από

τους ανταγωνιστές), ενώ πολλές τεχνολογίες που αναπτύσσονται σε ένα κλάδο μπορούν να βρουν εφαρμογή και σε άλλους, επιφέροντας επαναστατική αλλαγή των παραγωγικών δομών και των μεθόδων πώλησης.

Μέσα από τον ανταγωνισμό προκύπτει η ανάγκη της επιχείρησης για **ανάπτυξη** η οποία είναι συνυφασμένη με αλλαγές και οργανωτικές μεταβολές. Εδώ με τον όρο ανάπτυξη δεν εννοούμε απλώς κάποια ποσοτική αύξηση ή κάποιες περιοδικές βελτιώσεις των υφιστάμενων «γραμμών» προϊόντων (step by step growth) αλλά τους γρήγορους έως αλματώδεις ποσοτικούς ρυθμούς, οι οποίοι τελικά επιφέρουν ποιοτικούς μετασχηματισμούς. Η αναδιοργάνωση, με όποιο τρόπο και αν πραγματοποιείται, αναδεικνύει τη δυναμική διάσταση της ανάπτυξης ως μια διαδικασία διαχείρισης πολύπλοκων δομικών αλλαγών (Γεωργόπουλος 2004). Επιπρόσθετα, η ανάγκη για ανάπτυξη προέρχεται από την πίεση για βελτίωση της αποτελεσματικότητας που ασκείται κατά καιρούς από διάφορους παράγοντες όπως οι επενδυτές, οι πελάτες, οι προμηθευτές ακόμα και τα ΜΜΕ. Γενικά, κοινός τόπος είναι ότι καμία επιχείρηση δεν μπορεί να θεωρείται χωρίς ανταγωνιστή (ίσως με ελάχιστες εξαιρέσεις παγκοσμίως π.χ. Microsoft). Ακόμα και αν 'σήμερα' είναι καλύτερη από τις υπόλοιπες αυτό δεν της εξασφαλίζει την μακροημέρευση.

Μια σημαντική παράμετρος της ανάπτυξης που δίνει ώθηση στην περαιτέρω βελτίωση της θέσης της επιχείρησης στην αγορά και δημιουργεί ουσιαστικά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα είναι η **επιστημονική και τεχνολογική έρευνα** και τα επιτεύγματά της. Οι managers αναγνωρίζουν και αξιοποιούν τις ερευνητικές καινοτομίες με εμπορική δύναμη, οδηγώντας με αυτό τον τρόπο την επιχείρηση σε μια αναδόμηση που απαιτείται τόσο από την απορρόφηση της νέας τεχνογνωσίας όσο και από τον αντίκτυπο που έχει στην οικονομική δραστηριότητα η χρηματοδότηση τέτοιων ενεργειών (actions of Research and Development – R & D). Τα νέα επιστημονικά επιτεύγματα, των οποίων ο ρυθμός είναι αυξητικός, συνεπάγονται ένα συντομότερο κύκλο ζωής των προϊόντων που με τη σειρά του μπορεί να επιταχύνει τον κύκλο ζωής της επιχείρησης.

Στο σημείο αυτό θεωρείται χρήσιμο να γίνει μια σύντομη αναφορά στις στρατηγικές αναδιοργάνωσης μιας επιχείρησης. Οι στρατηγικές αυτές καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα δραστηριοτήτων, από τις πιο σύνθετες ως τις πιο απλές (Kallio et al. 2002) και διαχωρίζονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες περνώντας κάποιες φορές από τη μία στην άλλη. Η πρώτη κατηγορία είναι η **στρατηγική αναδιοργάνωση**, όπου παρατηρείται μετασχηματισμός ολόκληρης της

επιχείρησης, ακόμη και του κλάδου της (Business Reengineering). Η δεύτερη κατηγορία είναι η **λειτουργική αναδιοργάνωση** και διακρίνεται σε τρεις υποομάδες.

- Στον ανασχεδιασμό λειτουργικών διαδικασιών (business process reengineering)
- Στην αυτοματοποίηση λειτουργικών διαδικασιών (business process automation)
- Στην αναθεώρηση υποδομών πληροφόρησης (information infrastructure revision)

Οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές αποτελούν ένα από τα πιο βασικά εργαλεία αναδιοργάνωσης των επιχειρήσεων.

Τα τελευταία χρόνια η κλίμακα και ο ρυθμός των συγχωνεύσεων είναι αξιοσημείωτες. Για παράδειγμα, ο πίνακας 1 απαριθμεί μόνο μερικές από τις σημαντικές συγχωνεύσεις του 1998 και 1999. Να σημειωθεί ότι οι Ηνωμένες Πολιτείες δεν μονοπωλούν τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων. Τα τελευταία χρόνια πολλές από τις μεγαλύτερης κλίμακας συγχωνεύσεις αφορούν ευρωπαϊκές εταιρίες.

Οι συγχωνεύσεις που αναφέρονται στον πίνακα 1 αφορούν μεγάλο ποσό χρημάτων. Κατά τη διάρκεια περιόδων έντονης συγχωνευτικής δραστηριότητας οικονομικοί διευθυντές ξοδεύουν αρκετό χρόνο ψάχνοντας εταιρίες προς εξαγορά, ή ανησυχώντας για το αν κάποια άλλη εταιρία πρόκειται να αναλάβει τον έλεγχο της δικής τους.

Όταν μια εταιρία εξαγοράζει μια άλλη, επενδύει και εφαρμόζονται οι βασικές αρχές των αποφάσεων επένδυσης κεφαλαίου. Θα πρέπει να προχωρήσετε στην εξαγορά αν αυτή συνεισφέρει ξεκάθαρα στον πλούτο των μετόχων. Όμως οι συγχωνεύσεις είναι συχνά περίεργες συναλλαγές, ως προς την εκτίμησή τους και πρέπει να είστε προσεκτικοί, ώστε να ορίσετε σωστά τα ωφέλη και τα κόστη.

Πολλές συγχωνεύσεις διακανονίζονται φιλικά, όμως σε άλλες περιπτώσεις μια εταιρία προβαίνει σε προσφορά για εχθρική εξαγορά μιας άλλης.

Πίνακας 1 Μερικές σημαντικές, πρόσφατες συγχωνεύσεις

| Έτος | Αγοράστρια Εταιρία | Πωλήτρια εταιρία | Τίμημα σε δις δολάρια |
|------|--|-----------------------------|--------------------------|
| 1999 | MCIWorldCom | Sprint | 115 |
| 1999 | Viacom | CBS | 35 |
| 1999 | AT&T | MediaOne Group | 54 |
| 1999 | Travelers Group | Citicorp | 83 |
| 1999 | Exxon | Mobil Corp. | 80 |
| 1999 | TotalFina (Γαλλία) | Elf Aquitaine (Γαλλία) | 55 |
| 1999 | Olivetti (Ιταλία) | Telecom Italia (Ιταλία) | 58 |
| 1999 | Vodafone (Ηνωμένο Βασίλειο) | Air Touch Communications | 61 |
| 1998 | British Petroleum (Ηνωμένο Βασίλειο) | Amoco Corp. | 48 |
| 1998 | Daimler – Benz (Γερμανία) | Chrysler | 38 |
| 1998 | Zeneca (Ηνωμένο Βασίλειο) | Astra (Σουηδία) | 35 |
| 1998 | Nationsbank Corp. | BankAmerica Corp. | 62 |
| 1998 | WorldCom Inc. | MCI Communications | 42 |
| 1998 | Norwest Corp. | Wells Fargo & Co. | 34 |

2. ΕΤΑΙΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ

Ο Εταιρικός Έλεγχος, όπως αρχικά αναπτύχθηκε από το Manne (1965) χρησιμοποιείται για να πειθαρχήσει μη-αποδοτικά διοικητικά συμβούλια και με τον τρόπο αυτό να βελτιώσει τη λειτουργική αποδοτικότητα της εξαγορασθείσας εταιρίας (Palepu 1986, Barnes 1999, 2000). Ο πειθαρχικός ρόλος του Εταιρικού Ελέγχου προϋποθέτει την ύπαρξη μιας σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και της εταιρικής διοίκησης, όμοια με τη θεωρία περί αντιπροσώπευσης του Jensen. Στο γενικό πλαίσιο του διαχωρισμού διοίκησης και ιδιοκτησίας, η διοίκηση στοχεύει στην επίτευξη των προσωπικών στόχων της, σε μια προσπάθεια να επωφεληθεί από το αυξημένο κύρος, τις πρόσθετες αμοιβές (perks), ή τους μισθούς. Οι εν λόγω στρατηγικές των διοικητικών στελεχών που έχουν προσωπικό όφελος μπορεί να οδηγήσει μεταξύ άλλων σε υπερβολική διαφοροποίηση, αδικαιολόγητη επέκταση της επιχείρησης (Dickerson et. al., 2002, Shleifer και Vishny 1988), σε βραχυπρόθεσμες επενδύσεις (Jensen 1988, Markides Singh και 1997, Shleifer και Vishny 1988) και χαμηλή αποτίμηση στην αγορά, όπως για παράδειγμα χαμηλούς δείκτες αγοραίας αξίας προς λογιστική αξία, γνωστούς επίσης, ως Tobin's Q. Ο κανόνας της θεωρίας του Εταιρικού Ελέγχου επιτάσσει πως οι εταιρίες των οποίων η αγοραία αξία είναι χαμηλότερη από την πραγματική τους αξία (εταιρίες μη μεγιστοποιημένης αξίας) θα γίνουν στόχοι εξαγοράς επιτρέποντας στους επενδυτές να αποκομίσουν μη κανονικά κέρδη, επενδύοντας σε αυτές (Manne 1965, Shleifer και Vishny 1988).

Επιπρόσθετα, η θεωρία της πειθαρχίας των διοικήσεων υποδεικνύει ότι η αναποτελεσματική διοίκηση οδηγεί σε διαφορετικά είδη ανισορροπίας, μεταξύ των προσδοκιών ανάπτυξης και το ποσό των διαθέσιμων πόρων της εταιρίας στόχου (Barnes 1999). Ο Palepu (1986, σελ. 17) αναφέρθηκε σε 2 διαστάσεις τέτοιας έλλειψης αντιστοιχίας ανάπτυξης – πόρων: «η χαμηλή

ανάπτυξη ισοδυναμεί με άφθονους πόρους στην εταιρία, η υψηλή ανάπτυξη με έλλειψη πόρων στην εταιρία». Τέτοιου είδους αναντιστοιχία αφορά τις οικονομικές πλευρές ενός στόχου, όπως η ανάπτυξη, η ρευστότητα και η μόχλευση. Δεν υπάρχει τρόπος να γνωρίζουμε εκ των προτέρων ποια ανισορροπία θα υπερισχύσει. Στο γενικό πλαίσιο της θεωρίας των ελεύθερων ταμιακών ροών, ο Jensen (1986) τόνισε ότι εταιρίες με υπερβολική ρευστότητα είναι πιο πιθανό να εξαγοραστούν, επειδή φαίνονται ελκυστικές σε μια εξαγοράστρια που έχει άμεση ανάγκη για μετρητά. Αντιθέτως, ένας στόχος που έχει άμεση ανάγκη για μετρητά μπορεί να αποτελέσει δίοδο για τα κεφάλαια μιας εξαγοράστριας με πλούσια ρευστότητα (cash-rich). Ομοίως χαμηλή μόχλευση των στόχων μπορεί να ενδεικνύει μη χρησιμοποιηθείσα παραγωγική δυναμικότητα χρέους (Barnes 1999, Espahbodi και Espahbodi 2003), ενώ οι υπερ-μοχλευμένες εταιρίες με πολλές δυσκολίες χρηματοδότησης μπορεί να είναι ευάλωτες σε προσφορές εξαγοράς.

Η *ιδιοκτησία* και η *διοίκηση* των μεγάλων οργανισμών είναι σχεδόν πάντα διαχωρισμένες. Οι μέτοχοι δε διορίζουν και δεν επιβλέπουν ευθέως την εκτελεστική διοίκηση της εταιρίας. Εκλέγουν το διοικητικό συμβούλιο, το οποίο ενεργεί σαν αντιπρόσωπος των μετόχων, επιλέγοντας και ελέγχοντας τη διοίκηση της εταιρίας. Οι μέτοχοι έχουν άμεσο δικαίωμα λόγου σε πολύ λίγα ζητήματα. Ο έλεγχος της εταιρίας είναι στα χέρια της διοίκησης, η οποία υπόκειται στη γενική επίβλεψη του διοικητικού συμβουλίου.

Ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας και διοίκησης ή ελέγχου δημιουργεί πιθανά κόστη αντιπροσώπευσης. Τα κόστη αντιπροσώπευσης παρουσιάζονται όταν μέλη της διοίκησης, ή μέλη του διοικητικού συμβουλίου προβαίνουν σε ενέργειες δυσμενείς για τα συμφέροντα των μετόχων.

Ο πειρασμός τέτοιων ενεργειών μπορεί να είναι πάντα παρών, όμως υπάρχουν πολλές δυνάμεις και φραγμοί που κρατούν τα συμφέροντα της διοίκησης και των μετόχων υπό έλεγχο. Όπως επισημάναμε πρωτύτερα, οι αμοιβές των μελών της διοίκησης στους μεγάλους οργανισμούς είναι σχεδόν πάντα αλληλένδετες με την κερδοφορία της εταιρίας και την απόδοση των μετοχών της. Το διοικητικό συμβούλιο παίρνει τις ευθύνες του στα σοβαρά – αλλιώς, μπορεί τα μέλη του να διωχθούν νομικά με αγωγές – και για το λόγο αυτό διστάζει να επικυρώσει με εμφανή τρόπο κακές αποφάσεις οικονομικής πολιτικής.

Όμως τι εξασφαλίζει ότι το διοικητικό συμβούλιο επέλεξε την πιο ταλαντούχα διοίκηση; Τι συμβαίνει αν η εκτελεστική διοίκηση είναι ακατάλληλη; Τι συμβαίνει αν το διοικητικό

συμβούλιο αμελεί να επιβλέπει την απόδοση της εκτελεστικής διοίκησης; Ή, τι συμβαίνει αν η εκτελεστική διοίκηση της εταιρίας είναι εντάξει, όμως οι πόροι της εταιρίας θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν πιο αποδοτικά, εάν η εταιρία συγχωνευόταν με κάποια άλλη; Μπορούμε να επαφιεμάθα στην εκτελεστική διοίκηση για την επιδίωξη συμφωνιών, οι οποίες μπορεί να τους κοστίζουν τις θέσεις εργασίας τους;

Αυτές είναι ερωτήσεις που αφορούν την *Αγορά Εταιρικού Ελέγχου*, τους μηχανισμούς μέσω των οποίων οι εταιρίες συντονίζονται με τις ομάδες της διοίκησης και τους ιδιοκτήτες, οι οποίοι μπορούν να αξιοποιήσουν τους πόρους της εταιρίας. Δεν πρέπει να παίρνετε το τρέχον ιδιοκτησιακό καθεστώς και τη διοίκηση της εταιρίας για δεδομένα. Αν είναι δυνατόν να ενισχυθεί η αξία της εταιρίας, αλλάζοντας διοίκηση, ή με αναδιαρθρώσεις υπό νέο ιδιοκτησιακό καθεστώς, θα υπάρξουν κίνητρα για αλλαγές.

Υπάρχουν τέσσερις τρόποι να αλλάξει η διοίκηση μιας εταιρίας. Αυτοί είναι (1) ένας επιτυχημένος ανεξάρτητος διαγωνισμός, μέσω του οποίου μια ομάδα μετόχων εκλέγει νέο διοικητικό συμβούλιο, το οποίο κατόπιν διορίζει νέα ομάδα διοίκησης, (2) η απόκτηση μιας εταιρίας από μια άλλη, μέσω συγχώνευσης, ή εξαγοράς, (3) η εξαγορά της εταιρίας μέσω μόγλευσης, από μια ομάδα ιδιωτών επενδυτών, (4) μια αποεπένδυση, με την οποία μια εταιρία είτε πωλεί σε μια άλλη ένα μέρος των δραστηριοτήτων της, ή αποσχίζεται το μέρος αυτό δημιουργώντας αυτοτελή εταιρία.

ΜΕΘΟΔΟΣ 1: ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΟΙ ΔΙΑΓΩΝΙΣΜΟΙ (Proxy Contests)

Οι μέτοχοι εκλέγουν το διοικητικό συμβούλιο για να ελέγχει την εκτελεστική διοίκηση και να αντικαθιστά τα ακατάλληλα μέλη της. Αν το διοικητικό συμβούλιο αμελεί, οι μέτοχοι είναι ελεύθεροι να εκλέξουν καινούριο. Στη θεωρία, αυτό διασφαλίζει ότι η εταιρία διοικείται συμφώνως προς το συμφέρον των μετόχων.

Στην πράξη, τα πράγματα δεν είναι τόσο ξεκάθαρα. Η ιδιοκτησία στις μεγάλες εταιρίες είναι ευρέως διασκορπισμένη. Συνήθως, ακόμα και ο μέτοχος με το μεγαλύτερο ποσοστό μετοχών, κατέχει μόνο ένα μικρό μέρος του συνόλου τους. Οι περισσότεροι μέτοχοι δεν έχουν ιδέα για το ποιος βρίσκεται στο διοικητικό συμβούλιο, ή τι υποστηρίζουν τα μέλη του. Η εκτελεστική διοίκηση, από την άλλη, συναλλάσσεται απευθείας με το διοικητικό συμβούλιο και έχει

προσωπική σχέση με τα μέλη του. Σε πολλές εταιρίες, η εκτελεστική διοίκηση έχει θέση στην επιτροπή, η οποία προτείνει υποψηφίους για το διοικητικό συμβούλιο. Δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι κάποια συμβούλια δεν πιέζουν και τόσο επίμονα την εκτελεστική διοίκηση να διεξάγει λιτά και αποτελεσματικά τις υποθέσεις της εταιρίας και να δρουν πρωταρχικά προς το συμφέρον των μετόχων.

Όταν μια ομάδα επενδυτών πιστεύει ότι το διοικητικό συμβούλιο και η εκτελεστική του διοίκηση πρέπει να αντικατασταθούν, μπορούν να διοργανώσουν έναν **ανεξάρτητο διαγωνισμό με εξουσιοδότηση αντιπροσώπευσης (proxy contest)**. Η εξουσιοδότηση αντιπροσώπευσης (proxy) είναι το δικαίωμα χρησιμοποίησης της ψήφου που αναλογεί σε άλλο μέτοχο. Σ' έναν ανεξάρτητο διαγωνισμό, οι μέτοχοι που διαφωνούν (με την υπάρχουσα διοίκηση) προσπαθούν ν' αποκτήσουν αρκετές εξουσιοδοτήσεις, ώστε να εκλέξουν το δικό τους υποψήφιο στο διοικητικό συμβούλιο. Άμα τη αναλήψει του ελέγχου από το νέο διοικητικό συμβούλιο, η παλιά διοίκηση μπορεί να αντικατασταθεί. Το Proxy Fight είναι επομένως, μια άμεση μάχη για τον έλεγχο της εταιρίας.

Όμως, οι περισσότεροι ανεξάρτητοι διαγωνισμοί αποτυγχάνουν. Οι αντιφρονούντες που εμπλέκονται σε τέτοιες πρακτικές πρέπει να χρησιμοποιήσουν δικά τους χρήματα, ενώ η εκτελεστική διοίκηση μπορεί να χρησιμοποιεί τα κεφάλαια της εταιρίας και τις γραμμές επικοινωνίας μεταξύ αυτής και των μετόχων για να αμυνθεί. Τέτοιες μάχες μπορεί να στοιχίσουν εκατομμύρια δολάρια¹.

Οι θεσμικοί μέτοχοι, όπως για παράδειγμα, τα μεγάλα συνταξιοδοτικά ταμεία, έχουν γίνει πιο επιθετικοί στο να πιέσουν τη διοίκηση για περισσότερη λογοδοσία. Αυτά τα ταμεία μπορούν να αποκτούν δικαιώματα ψήφου από εταιρίες, χωρίς να ξεκινούν ανεξάρτητους διαγωνισμούς. Για παράδειγμα, οι εταιρίες συμφώνησαν να διαχωρίσουν τη θέση του Διευθύνοντα Συμβούλου και του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου. Αυτό διασφαλίζει πως κάποιος εκτός της διοίκησης (outsider) επιτηρεί την εταιρία. Επίσης, περισσότερες εταιρίες σήμερα απαγορεύουν στους εντός της διοίκησης (insiders) να συμμετέχουν στην επιτροπή που προτείνει υποψηφίους για το συμβούλιο. Ίσως, σαν αποτέλεσμα της πίεσης των μετόχων, τα συμβούλια φαίνεται πως αρχίζουν να γίνονται πιο επιθετικά. Για παράδειγμα, σε μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού

¹ Ο J. H. Mulherin και ο A. B. Poulsen παρέχουν μια ανάλυση των proxy fights στο "Proxy Contests and Corporate Change: Implications for Shareholders Wealth" *Journal of Financial Economics* 47, 1998, σελ. 279 - 313

συμβουλίου αποδόθηκε ευρέως η επίσπευση της πρόσφατης αντικατάστασης της κορυφαίας διοίκησης στην Coke και την British Airways.

ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΟΣ ΔΙΑΓΩΝΙΣΜΟΣ: *Απόπειρα ανάληψης ελέγχου, κατά την οποία οι αντιφρονούντες με τη διοίκηση ανταγωνίζονται με αυτή για τις ψήφους των μετόχων. Καλείται επίσης και Proxy Fight.*

ΜΕΘΟΔΟΣ 2: ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Οι ανεξάρτητοι διαγωνισμοί είναι σπάνιοι και οι επιτυχημένοι του είδους τους ακόμα σπανιότεροι. Τα διοικητικά στελέχη με μικρή απόδοση αντιμετωπίζουν μεγαλύτερο κίνδυνο από τις εξαγορές. Αν η διοίκηση μιας εταιρίας παρατηρήσει ότι μια άλλη εταιρία αποδίδει κάτω των δυνατοτήτων της, μπορεί να προσπαθήσει να εξαγοράσει την επιχείρηση και να αντικαταστήσει τα διοικητικά στελέχη που δεν αποδίδουν με δική της ομάδα. Πρακτικά, οι εταιρικές εξαγορές είναι οι αρένες όπου συνήθως δίνονται οι μάχες για τον εταιρικό έλεγχο.

Υπάρχουν τρεις τρόποι εξαγοράς. Μια πιθανότητα είναι η συγχώνευση δύο εταιριών σε μία, στην περίπτωση της οποίας η εξαγοράζουσα εταιρία αποκτά όλα τα περιουσιακά στοιχεία και όλες τις υποχρεώσεις της άλλης. Μια τέτοια **συγχώνευση** θα πρέπει να έχει την έγκριση τουλάχιστο του 50% των μετόχων κάθε εταιρίας². Η εξαγορασθείσα εταιρία παύει να υφίσταται και οι πρώην μέτοχοι αυτής παίρνουν μετρητά ή/ και χρεόγραφα της εξαγοράζουσας. Σε πολλές συγχωνεύσεις υπάρχει ξεκάθαρα μια εξαγοράζουσα εταιρία, της οποίας η διοίκηση αναλαμβάνει τη διευρυμένη εταιρία. Ωστόσο, μια συγχώνευση είναι συχνά συνδυασμός δύο ισοδύναμων εταιριών, των οποίων οι διοικήσεις έχουν αμφοτέρως σημαντικό λόγο στη λειτουργία της

² Εταιρικά καταστατικά και νόμοι του κράτους, μερικές φορές καθορίζουν υψηλότερο ποσοστό.

καινούριας εταιρίας. Για παράδειγμα, η προτεινόμενη συγχώνευση των 530 δις δολαρίων μεταξύ της Time Warner και της AOL, είναι συγχώνευση ισοδύναμων.

Μια δεύτερη εναλλακτική, είναι να αγοράσει η εξαγοράζουσα εταιρία το σύνολο των μετοχών της εταιρίας – στόχου, με αντάλλαγμα μετρητά, μετοχές, ή άλλα χρεόγραφα. Η εξαγορασθείσα εταιρία μπορεί να συνεχίσει να υπάρχει σαν ξεχωριστή οντότητα, όμως είναι τώρα ιδιοκτησία της αποκτώσας. Η αποδοχή και συνεργασία της διοίκησης της εταιρίας – στόχου είναι σε γενικές γραμμές επιθυμητή, ακόμα όμως κι αν τα μέλη της διοίκησης αντισταθούν, η αποκτώσα εταιρία μπορεί να προσπαθήσει να αγοράσει την πλειοψηφία των μετοχών σε κυκλοφορία. Με την πρόταση αγοράς μετοχών απευθείας από τους μετόχους, η αποκτώσα εταιρία μπορεί να παρακάμψει ολοσχερώς τη διοίκηση της εταιρίας - στόχου. Η πρόταση αγοράς του συνόλου των μετοχών καλείται **δημόσια πρόταση**. Αν η δημόσια πρόταση αποβεί επιτυχής, η αγοράστρια αποκτά τον έλεγχο και μπορεί, αν το επιθυμεί, να αντικαταστήσει την υπάρχουσα διοίκηση.

Η τρίτη προσέγγιση είναι η αγορά των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας – στόχου. Στην περίπτωση αυτή, η κυριότητα των περιουσιακών στοιχείων πρέπει να μεταβιβαστεί και η πληρωμή του τιμήματος γίνεται προς την πωλήτρια εταιρία, όχι απευθείας προς τους μετόχους της. Συνήθως, η εταιρία – στόχος πωλεί μόνο μερικά περιουσιακά στοιχεία της, αλλά ορισμένες φορές πουλά το σύνολό τους. Στην περίπτωση αυτή, η πωλήτρια εταιρία συνεχίζει να υπάρχει σαν ανεξάρτητη οντότητα, όμως γίνεται μια εταιρία χωρίς επιχειρηματική δραστηριότητα (empty shell company).

Η ορολογία των συγχωνεύσεων και εξαγορών (M & A) μπορεί να προκαλέσει σύγχυση. Αυτές οι φράσεις χρησιμοποιούνται ελεύθερα για να δηλώσουν κάθε είδους εταιρικό συνδυασμό, ή ανάληψη ελέγχου. Όμως, για την ακρίβεια, *συγχώνευση* σημαίνει το συνδυασμό όλων των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων των δύο εταιριών. Η αγορά του συνόλου των μετοχών, ή των περιουσιακών στοιχείων μιας άλλης εταιρίας είναι η *εξαγορά*.

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ: *Συνδυασμός δύο εταιριών σε μία, με την εξαγοράστρια να αναλαμβάνει στοιχεία του ενεργητικού και υποχρεώσεις της εταιρίας στόχου.*

ΔΗΜΟΣΙΑ ΠΡΟΤΑΣΗ: Απόπειρα ανάληψης ελέγχου, κατά την οποία γίνεται προσφορά για αγορά των μετοχών της εταιρίας απευθείας από τους μετόχους.

ΕΞΑΓΟΡΑ: Ανάληψη ελέγχου μιας εταιρίας, με αγορά των κοινών μετοχών της εταιρίας αυτής, ή των περιουσιακών της στοιχείων.

ΜΕΘΟΔΟΣ 3: ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΜΕΣΩ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

Μερικές φορές, μια ομάδα επενδυτών αναλαμβάνει τον έλεγχο μιας εταιρίας μέσω μιας **μοχλευμένης εξαγοράς**, ή **LBO**. Η ομάδα LBO αποκτά την εταιρία ολοκληρωτικά και οι μετοχές της δεν είναι πια διαπραγματεύσιμες στις αγορές χρεογράφων. Συνήθως, ένα αξιόλογο τμήμα της χρηματοδότησης μέσω LBO προέρχεται από δάνεια, εξού και ο όρος *μοχλευμένη εξαγορά*.

Αν η ομάδα των επενδυτών καθοδηγείται από τη διοίκηση της εταιρίας, η εξαγορά καλείται **διοικητική εξαγορά** ή **MBO**. Στην περίπτωση αυτή, η διοίκηση της εταιρίας ουσιαστικά αγοράζει την εταιρία από τους μετόχους και συνεχίζει να τη διευθύνει. Η διοίκηση γίνεται ταυτόχρονα και ιδιοκτήτης. Θα αναφερθούμε αργότερα στις LBO και MBO.

ΕΞΑΓΟΡΑ ΜΕΣΩ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ (LBO): Ανάληψη ελέγχου μιας εταιρίας από μια ομάδα ιδιωτών, με χρήση σημαντικού ποσού δανειακών κεφαλαίων.

ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΕΞΑΓΟΡΑ (MBO): Εξαγορά της εταιρίας από την ίδια τη διοίκησή της, μέσω *μοχλευμένης εξαγοράς*.

ΜΕΘΟΔΟΣ 4: ΑΠΟΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΠΟΣΧΙΣΕΙΣ

Οι εταιρίες δεν αποκτούν μόνο επιχειρήσεις, αλλά και τις πωλούν. Οι αποεπενδύσεις είναι κομμάτι της αγοράς εταιρικού ελέγχου. Τα τελευταία χρόνια ο αριθμός των αποεπενδύσεων είναι περίπου ο μισός από τον αριθμό των συγχωνεύσεων.

Αντί να πωλούν μια επιχείρηση σε κάποια άλλη εταιρία, οι εταιρίες μπορούν να *αποσχίσουν* την επιχείρηση, διαχωρίζοντας την από τη μητρική εταιρία και διανέμοντας μετοχές της καινούριας, ανεξάρτητης εταιρίας, στους μετόχους της μητρικής. Για παράδειγμα, το 1996 η AT&T χωρίστηκε σε τέσσερις, ξεχωριστές εταιρίες: η AT&T συνέχισε να δραστηριοποιείται στον τομέα των τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών, η Lucent ανέλαβε την ευθύνη της κατασκευής τηλεπικοινωνιακού εξοπλισμού, η NCR ανέλαβε τον τομέα των ηλεκτρονικών υπολογιστών και η AT&T Capital, η οποία χειριζόταν τις χρηματοδοτικές μισθώσεις, διασπάστηκε και πουλήθηκε σε άλλη εταιρία. Αντί να κατέχουν μετοχές μίας και μόνης πολύ μεγάλης εταιρίας, στους μετόχους της AT&T δόθηκαν μετοχές της Lucent και της NCR, καθώς και της AT&T. Οι επενδυτές ξεκάθαρα καλωσόρισαν τη συγκεκριμένη κίνηση: όταν έγινε η ανακοίνωση της διάσπασης το 1995, οι μετοχές της AT&T ανέβηκαν κατά 11%.

Ίσως το πιο συχνό κίνητρο για αποσχίσεις είναι η βελτιωμένη αποδοτικότητα. Οι εταιρίες μερικές φορές χαρακτηρίζουν μια επιχείρηση ως «χαμηλής αποδοτικότητας» (poor fit). Με την απόσχιση μιας εταιρίας χαμηλής αποδοτικότητας, η διοίκηση της μητρικής εταιρίας μπορεί να επικεντρωθεί στην κύρια δραστηριότητά της. Αν κάθε επιχείρηση στέκεται στα πόδια της, δεν υπάρχει κανένας κίνδυνος να διοχετευτούν κεφάλαια από τη μία, για να υποστηρίξουν ανεπικερδείς επενδύσεις της άλλης. Επιπλέον, αν τα δύο τμήματα της επιχείρησης είναι ανεξάρτητα, είναι εύκολο να φανεί η αξία του καθενός και να ανταμειφθούν αναλόγως οι διοικήσεις τους.

3. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ (Σ & Ε) : Πλεονεκτήματα – Έννοιες – Διαχωρισμός

Το βασικό πλεονέκτημα των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι ο **χρόνος** (Chambers 2001). Τόσο οι εσωτερικές αναδιαρθρώσεις που απαιτούνται για την παραγωγή ενός νέου προϊόντος, όσο και η είσοδος σε μια νέα αγορά (ειδικότερα αν αυτή βρίσκεται σε μια απομακρυσμένη περιοχή), αποτελούν ιδιαίτερα χρονοβόρες και επίπονες διαδικασίες. Η επιμήκυνση του χρόνου στις διαδικασίες αυτές προέρχεται κυρίως από το γεγονός ότι η επιχείρηση στηρίζεται αποκλειστικά στις δικές της δυνάμεις. Μια εξαγορά μπορεί να επιταχύνει τους επιδιωκόμενους στόχους, αφού ο αγοραστής με αυτή τη στρατηγική κίνηση μπορεί πολύ γρήγορα να αποκτήσει μια εξειδικευμένη τεχνογνωσία (know how), ένα σύγχρονο τμήμα ανάπτυξης νέων προϊόντων ή μια ολόκληρη πελατεία, ενσωματώνοντας στον όμιλό του μια άλλη ανεξάρτητη ως εκείνη τη στιγμή επιχειρηματική μονάδα.

Σύμφωνα με τους Adelaja et al. (1999), αναγνωρίζονται 4 έννοιες των Σ & Ε.

- Συγχώνευση με απορρόφηση (Merger) : Αναφέρεται στη συνένωση δύο ή περισσότερων εταιριών όπου η εταιρία αγοραστής (bidding firm) απορροφά το ενεργητικό και τις υποχρεώσεις της εταιρίας στόχου (target firm). Ο αγοραστής, συνήθως διατηρεί την ονομασία του, ενώ η εξαγορασμένη επιχείρηση παύει να υπάρχει μετά την επίσημη ανακοίνωση (για τις μορφές ολοκλήρωσης της εξαγορασμένης επιχείρησης στον όμιλο του αγοραστή θα αναφερθούμε αναλυτικότερα παρακάτω).
- Συγχώνευση (Consolidation) : Στην περίπτωση αυτή οι δύο εταιρίες συνενώνονται και δημιουργείται μια νέα οντότητα. Οι μέτοχοι, αγοραστή και στόχου, λαμβάνουν μετοχές της νέας εταιρίας αναλογικά. Παράδειγμα αυτής της κατηγορίας αποτελεί η Novartis που δημιουργήθηκε από τις Ciba και Sandoz.

- Εξαγορά μετοχικού κεφαλαίου (Acquisition of stock) : Ο αγοραστής κάνει προσφορά για την εξαγορά πλειοψηφικού πακέτου των μετοχών της εταιρίας στόχου που θα του παρέχει πλειοψηφική ισχύ στο Δ.Σ της εταιρίας. Μια τέτοια εξαγορά πραγματοποιείται κυρίως με ανταλλαγή μετοχών ή με μετρητά ή κάποιο συνδυασμό των δύο ή ακόμη και με την απόδοση άλλων τίτλων.
- Εξαγορά ενεργητικού (Acquisition of Assets) : Ο αγοραστής αποκτά όλα ή τα περισσότερα περιουσιακά στοιχεία της εξαγορασμένης επιχείρησης, ωστόσο αυτό δεν σημαίνει απαραίτητα ότι η τελευταία παύει να υπάρχει.

Ο πρώτος τρόπος με τον οποίο μπορούμε να κατηγοριοποιήσουμε τις Σ & Ε στηρίζεται στη μορφή βιομηχανικής οργάνωσης που αυτές προωθούν (Γεωργόπουλος 2004).

- **Οριζόντιες Σ & Ε (horizontal M & A) :**

Συμβαίνουν μεταξύ εταιριών που βρίσκονται στον ίδιο κλάδο, δηλαδή έχουν το ίδιο επίπεδο παραγωγής και ομοειδή αγαθά (πχ η εξαγορά μιας τράπεζας από μια άλλη). Κύριος σκοπός είναι η απόκτηση κυριαρχίας στην αγορά και η επίτευξη οικονομιών κλίμακας. Οι συγχωνευθείσες εταιρίες είναι πρώην ανταγωνιστές. Οι περισσότερες συγχωνεύσεις στο γύρισμα του 20^{ου} αιώνα ήταν αυτού του τύπου. Πρόσφατα παραδείγματα οριζόντιων συγχωνεύσεων προέκυψαν στον τραπεζικό τομέα, όπως για παράδειγμα η συγχώνευση μεταξύ της Deutsche Bank και της Banker's Trust και στην αγορά πετρελαίου, όπως η συγχώνευση μεταξύ της Exxon και της Mobil.

Μια οριζόντια συγχώνευση μπορεί να αποτραπεί αν αντιβαίνει στον ανταγωνισμό, ή δημιουργεί πολύ μεγάλη δύναμη στην αγορά. Η συγχώνευση της Mobil και της Exxon συνάντησε εμπόδια, όμως τελικά ολοκληρώθηκε, αφού οι δύο εταιρίες συμφώνησαν να πουλήσουν κάποια πρατήρια, σε εμπόρους λιανικής πώλησης.

- **Κάθετες Σ & Ε (vertical M & A) :**

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1920, οι κάθετες συγχωνεύσεις ήταν κυρίαρχες. Στην κάθετη συγχώνευση, η αγοράστρια ολοκληρώνεται προς τα πίσω, στην πηγή των πρώτων υλών ή προς τα εμπρός, στην κατεύθυνση του τελικού καταναλωτή. Έτσι ένας παραγωγός αναψυκτικών μπορεί να εξαγοράσει έναν παραγωγό ζάχαρης (ολοκλήρωση προς τα πίσω), ή

μια αλυσίδα ταχυφαγείων χρησιμοποιώντας την σαν αγορά για το προϊόν του (ολοκλήρωση προς τα εμπρός). Στην Pepsi για παράδειγμα, ανήκει η BurgerKing.

Αντικείμενο εξαγοράς είναι επιχειρήσεις που συναντώνται σε προηγούμενα (προμηθευτές εισροών) ή μεταγενέστερα (λιανικό εμπόριο) στάδια της παραγωγικής διαδικασίας του αγοραστή. Στόχος είναι η καθετοποίηση της παραγωγής με τη δημιουργία «διασυνδέσεων προς τα εμπρός και προς τα πίσω», ώστε να διευκολυνθεί ο έλεγχος των καναλιών διανομής πρώτων υλών και τελικών αγαθών (πχ εξαγορά του Γερμανού από την Cosmote).

- **Ανομοιογενείς ή Υβριδικές Σ & Ε (conglomerate or hybrid M & A) :**

Εξαγοράζονται διαγωνίως επιχειρήσεις που παράγουν εντελώς διαφορετικά, ασυσχέτιστα, μη συγγενικά προϊόντα. Χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι η εξαγορά της ΜΙΜΙΚΟΣ από την ΦΑΓΕ και των GOODY'S και CHIPITA από την ΔΕΛΤΑ. Το επιθυμητό αποτέλεσμα είναι η διασπορά του κινδύνου, η μείωση του κόστους παραγωγής και οι συνέργιες.

Μια ασυσχέτιστη συγχώνευση εμπλέκει εταιρίες από ασυσχέτιστους κλάδους. Για παράδειγμα, προτού διαλυθεί, το 1999, ο κορεάτικος όμιλος ασυσχέτιστων δραστηριοτήτων της Daewoo είχε σχεδόν 400 θυγατρικές και 150.000 εργαζόμενους. Ναυπηγούσε πλοία στην Κορέα, κατασκεύαζε συσκευές μικροκυμάτων στη Γαλλία, τηλεοράσεις στο Μεξικό, αυτοκίνητα στην Πολωνία, λιπάσματα στο Βιετνάμ, διοικούσε ξενοδοχεία στην Κίνα και μια τράπεζα στην Ουγγαρία. Καμία εταιρία των Ηνωμένων Πολιτειών δεν είναι τόσο διαφοροποιημένη, όσο η Daewoo, όμως στις δεκαετίες του 1960 και του 1970, ήταν σύνηθες στις Ηνωμένες Πολιτείες να συγχωνεύονται ασυσχέτιστες μεταξύ τους εταιρίες. Ωστόσο, ο αριθμός των ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων μειώθηκε τη δεκαετία του 1980. Για την ακρίβεια, πολλή από τη δραστηριότητα στη δεκαετία του 1980 προήλθε από τη διάλυση των ομίλων ασυσχέτιστων δραστηριοτήτων που είχαν συσταθεί 10 ως 20 χρόνια νωρίτερα.

Ένας δεύτερος τρόπος με τον οποίο διαχωρίζουμε τις Σ & Ε είναι σύμφωνα με τη φύση τους (φιλική ή μη) σε σχέση με το management της επιχείρησης (Πασιούρας κ.α 2006).

- Φιλική εξαγορά (friendly takeover) : Το management της επιχείρησης “καλωσορίζει” τον αγοραστή (τον οποίο ενδεχομένως έχει αναζητήσει), αποδέχεται τη διαδικασία και προτρέπει το διοικητικό συμβούλιο (Δ.Σ) και τους μετόχους να πράξουν το ίδιο, συντομεύοντας τις διαπραγματεύσεις.
- Εχθρική εξαγορά (hostile takeover) : Εδώ το management της επιχείρησης αντιτίθεται στην εξαγορά και προς αυτή την κατεύθυνση προτρέπει και τους μετόχους. Μια τέτοια εξαγορά πραγματοποιείται συνήθως με τη μέθοδο της υποβαλλόμενης προσφοράς – tender offer (Brealey & Myers 2002). Ο υποψήφιος αγοραστής κάνει άμεσα μια προσφορά στους μετόχους για πώληση των μετοχών τους σε τιμή υψηλότερη από αυτή της αγοράς (με άμεση επικοινωνία μαζί τους π.χ ταχυδρομικά), χωρίς να έρχεται σε επαφή με το management της εταιρίας στόχου, το οποίο παρακάμπτεται.

Ως επί το πλείστον, μια τέτοια εξαγορά έχει άμεσο αντίκτυπο στο management της επιχείρησης, το οποίο προσπαθεί πολλές φορές να αμυνθεί σε τέτοιου τύπου εξαγορές. Κάποιοι από τους λόγους γι’ αυτή τη συμπεριφορά του management είναι η διατήρηση της αυτονομίας του, η προτίμηση για ένα εναλλακτικό σύνταίρο, η πίστη σε μια παραδοσιακή αποστολή, η οποία διακυβεύεται υπό την παρουσία νέων managers, και η επιθυμία για παράταση των διαπραγματεύσεων ώστε να επιτευχθεί μια καλύτερη συμφωνία. Οι προαναφερθέντες λόγοι, προφανώς σχετίζονται και με το γεγονός ότι η αναδόμηση³ στην εξαγορασμένη εταιρία θα είναι σαφώς εκτενέστερη μέσω μιας εχθρικής παρά μέσω μιας φιλικής εξαγοράς (Pearce & Robinson 2004).

Όσον αφορά στους μετόχους, στην αρχή παρατηρείται μια βραχυπρόθεσμη αύξηση των τιμών των μετοχών. Αυτό συμβαίνει επειδή ο υποψήφιος αγοραστής παρέχει ένα premium (η διαφορά μεταξύ προσφερόμενης και τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής) στους μετόχους της εταιρίας στόχου. Ωστόσο, όταν υπάρχει απώλεια της στρατηγικής κατεύθυνσης της εταιρίας – στόχου, μακροπρόθεσμα οδηγούμαστε σε μείωση των τιμών των μετοχών (Pearce & Robinson 2004), με συνέπεια οι μέτοχοι πολλές φορές να υφίστανται σημαντικές απώλειες στην περιουσία τους. Το φαινόμενο των επιθετικών εξαγορών ήταν μέχρι τη δεκαετία του 1990 «αποκλειστικότητα» των

³ Πραγματοποιείται με τρόπους όπως απόρριψη επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, εκτεταμένες απολύσεις και σημαντικές αλλαγές στη στρατηγική κατεύθυνση της εταιρίας.

αγγλοσαξονικών χωρών, όμως η όξυνση του ανταγωνισμού και η παγκοσμιοποίηση των αγορών το μετέδωσαν και στις υπόλοιπες ανεπτυγμένες Ευρωπαϊκές χώρες. Στην Ελλάδα όμως είναι μέχρι σήμερα σχεδόν ανύπαρκτο, αφού τέτοιες εξαγορές είναι ελάχιστες με πιο γνωστή επιθετική εξαγορά αυτή της τράπεζας Εργασίας από την Eurobank.

Κλείνοντας την ενότητα του κεφαλαίου αυτού θα αναφερθούμε σε μια άλλη διάκριση εξαγορών, η οποία δεν υπεισέρχεται στο πλαίσιο των προηγούμενων κατηγοριοποιήσεων. Εδώ η εταιρία εξαγοράζεται από το δικό της management ή από μια ομάδα επενδυτών συνήθως με υποβαλλόμενη προσφορά. Οι εξαγορές αυτές ονομάζονται **management buyouts** (MBOs) αν αναμιγνύονται οι managers, και **leveraged buyouts** (LBOs), αν τα κεφάλαια χρηματοδότησης της εξαγοράς προέρχονται από σύναψη δανείου. Μετά τη διεκπεραίωση της συναλλαγής, η εταιρία μετατρέπεται σε ιδιωτική επιχείρηση, αφού οι μετοχές των LBO παύουν να 'εμπορεύονται' ελεύθερα στο χρηματιστήριο, ενώ συνήθως το εναπομείναν κομμάτι του μετοχικού κεφαλαίου (μικρό το ποσοστό του) κατέχεται από θεσμικούς επενδυτές. Η πιο γνωστή εξαγορά αυτού του είδους διεθνώς είναι της εταιρίας RJR Nabisco το 1988 (Brealey et al 2001).

3.1. Εξαγορές Μέσω Μόχλευσης

Οι Εξαγορές Μέσω Μόχλευσης (LBO) διαφέρουν από τις συνηθισμένες εξαγορές κατά δύο τρόπους. Πρώτον, ένα μεγάλο τμήμα του τιμήματος αγοράς, χρηματοδοτείται μέσω χρέους. Ένα κομμάτι, ίσως και το σύνολο του χρέους αυτού, είναι σκουπίδια, δηλαδή χαμηλότερο του επενδυτικού βαθμού. Δεύτερον, οι μετοχές της LBO δεν είναι πλέον εμπορεύσιμες στην ελεύθερη αγορά. Το εναπομείναν κεφάλαιο στην LBO αποκτάται ολοκληρωτικά από μια μικρή ομάδα επενδυτών (συνήθως θεσμικούς). Όταν η ομάδα αυτή καθοδηγείται από τη διοίκηση της εταιρίας στόχου η εξαγορά καλείται εξαγορά μέσω διοίκησης (MBO). Πολλές LBO είναι στην πραγματικότητα MBO.

Στις δεκαετίες του 1970 και του 1980 πολλές MBO κανονίζονταν εξαιτίας ανεπιθύμητων τμημάτων μεγάλων, διαφοροποιημένων εταιριών. Μικρότερα τμήματα εκτός των κύριων κλάδων της εταιρίας συνήθως δεν ενδιέφεραν ούτε δέσμευαν την ανώτατη διοίκηση και η διοίκηση αυτών των τμημάτων υπέφερε από την εταιρική γραφειοκρατία. Πολλά τέτοια τμήματα άνθισαν

όταν αποσχίστηκαν σαν MBO. Οι διοικήσεις τους, αναγκαζόμενες να εξοικονομήσουν διαθέσιμα για την εξυπηρέτηση του χρέους και ενθαρρυμένες από ένα σημαντικό, προσωπικό μερίδιο στην επιχείρηση, βρήκαν τρόπους να μειώσουν τα κόστη και να ανταγωνιστούν πιο αποδοτικά.

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980, η δραστηριότητα των LBO/ MBO άλλαξε σε εξαγορές ολόκληρων επιχειρήσεων, περιλαμβανομένων των μεγάλων, ώριμων δημοσίων οργανισμών. Η μεγαλύτερη, πιο δραματική και καλύτερα καταγεγραμμένη LBO από όλες, ήταν η εξαγορά των 25 δις δολαρίων της RJR Nabisco, από την Kohlberg Kravis Roberts (KKR), το 1988. Οι παίκτες, τακτικές και ασυμφωνίες των LBO συναντιούνται στην περίπτωση αυτή.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ: RJR Nabisco⁴

Στις 28 Οκτωβρίου 1988, το διοικητικό συμβούλιο της RJR Nabisco αποκάλυψε ότι ο Ρος Τζόνσον, ο διευθύνων σύμβουλος της εταιρίας, είχε σχηματίσει μια ομάδα επενδυτών, η οποία προετοιμαζόταν να αγοράσει το σύνολο των μετοχών της εταιρίας, για 75 δολάρια ανά μετοχή σε μετρητά και να αποκτήσει την εταιρία ολοκληρωτικά. Την ομάδα του Τζόνσον στήριζε και συμβούλευε η Shearson Lehman Hutton, επενδυτική τράπεζα, θυγατρική της American Express. Οι μετοχές της RJR αυτόματα κινήθηκαν περίπου στα 75 δολάρια, δίνοντας στους μετόχους περίπου ένα 36% κέρδος σε σχέση με την τιμή της προηγούμενης ημέρας, η οποία έφτανε τα 56 δολάρια. Την ίδια ώρα έπεφτε η αξία των ομολόγων της RJR, από τη στιγμή που ήταν ξεκάθαρο ότι οι υπάρχοντες ομολογιούχοι θα κατείχαν πολύ σύντομα ακόμα πιο μεγάλο μέρος της εταιρίας. Η προσφορά του Τζόνσον οδήγησε την RJR στη δημοπρασία. Όταν η εταιρία μπήκε στο παιχνίδι, το διοικητικό της συμβούλιο ήταν υποχρεωμένο να εξετάσει άλλες προσφορές, οι οποίες δεν έρχονταν πλέον. Τέσσερις ημέρες αργότερα μια ομάδα επενδυτών με αρχηγό την ειδική των LBO, Kohlberg Kravis Roberts, πρόσφερε 90 δολάρια ανά μετοχή, τα 79 σε μετρητά, συν προνομιούχες μετοχές αξίας 11 δολαρίων.

Η συμφωνία τελικά έκλεισε στις 30 Νοεμβρίου, περίπου 32 μέρες μετά από την αποκάλυψη της αρχικής προσφοράς. Στο τέλος είχαν μείνει η ομάδα του Τζόνσον εναντίον της KKR. Η KKR πρόσφερε 109 δολάρια ανά μετοχή, προσθέτοντας 1 δολάριο ανά μετοχή (σχεδόν 230 εκατομμύρια), την τελευταία ώρα. Δηλαδή, η προσφορά της KKR, ήταν 81 δολάρια ανά μετοχή σε μετρητά, μετατρέψιμες ομολογίες χρέους μειωμένης εξασφάλισης αξίας περίπου 10 δολαρίων

⁴ Η ιστορία της εξαγοράς της RJR Nabisco ανασυντίθεται από τον B. Burrough J. Helyar “Barbarians at the Gate: the Fall of RJR Nabisco” (New York: Harper & Row 1990) και είναι το θέμα μιας ταινίας με τον ίδιο τίτλο.

ανά ομολογία και προνομιούχες μετοχές, αξίας 18 δολαρίων ανά μετοχή. Η ομάδα του Τζόνσον πρόσφερε 112 δολάρια σε μετρητά και χρεόγραφα.

Όμως το διοικητικό συμβούλιο της RJR επέλεξε την KKR. Στην πραγματικότητα η ομάδα του Τζόνσον πρόσφερε 3 δολάρια ανά μετοχή παραπάνω, αλλά οι αποτιμήσεις των χρεογράφων της θεωρούνταν «πιο μαλακές» και ίσως υπερεκτιμημένες. Επίσης, οι προγραμματισμένες πωλήσεις στοιχείων του ενεργητικού της KKR, ήταν λιγότερο δραστικές: ίσως τα σχέδιά τους να διοικήσουν την εταιρία ενέπνεαν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη. Τελικά, η προσφορά της ομάδας του Τζόνσον περιλάμβανε ένα πακέτο αποδοχών για τη διοίκηση το οποίο φαινόταν εξαιρετικά γενναιοδωρο και είχε δημιουργήσει μια χιονοστιβάδα κακής κριτικής από τον τύπο.

Όμως, από πού προέρχονταν τα κέρδη της συγχώνευσης; Τι μπορούσε να δικαιολογήσει την προσφορά 109 δολαρίων ανά μετοχή, περίπου 25 δις συνολικά, για μια εταιρία, η οποία μόλις 33 ημέρες προηγουμένως, προσφερόταν προς πώληση για 56 δολάρια ανά μετοχή;

Η KKR και οι άλλοι πλειοδότες πόνταραν σε δύο πράγματα. Πρώτον, περίμεναν να δημιουργηθούν πρόσθετα δις δολαρίων από φορολογικές εκπτώσεις επί των τόκων, μειωμένες δαπάνες κεφαλαίου και πωλήσεις στοιχείων του ενεργητικού, όχι και τόσο απαραίτητα στις βασικές δραστηριότητες της RJR. Μόνες τους οι πωλήσεις στοιχείων του ενεργητικού αναμενόταν να δημιουργήσουν 5 δις. Δεύτερον, περίμεναν να κάνουν αυτές τις βασικές επιχειρηματικές δραστηριότητες σημαντικά πιο κερδοφόρες, κυρίως μειώνοντας έξοδα και γραφειοκρατία. Προφανώς έπρεπε να κόψουν πολλά πράγματα, συμπεριλαμβανομένης της εταιρίας «Air Force» της RJR, η οποία σε κάποια στιγμή λειτουργούσε 10 εταιρικά αεροπλάνα.

Μέσα στον επόμενο χρόνο, από τότε που η KKR ανέλαβε τον έλεγχο, διορίστηκε νέα διοίκηση. Αυτή η ομάδα πώλησε στοιχεία του ενεργητικού και μείωσε λειτουργικά έξοδα και κεφαλαιουχικές δαπάνες. Υπήρχαν επίσης, απολύσεις. Όπως αναμενόταν, υψηλοί χρεωστικοί τόκοι σήμαιναν καθαρή ζημιά 976 εκατ. δολαρίων για το 1989, αλλά το λειτουργικό κέρδος προ φόρων στην πραγματικότητα αύξαινε, παρά τις εκτεταμένες πωλήσεις στοιχείων του ενεργητικού, συμπεριλαμβανομένης και της πώλησης των ευρωπαϊκών δραστηριοτήτων της RJR στον τομέα των τροφίμων.

Ενώσω η διοίκηση μείωνε τα κόστη και πουλούσε στοιχεία του ενεργητικού, οι τιμές στην αγορά ομολόγων-σκουπιδιών (junk bonds) έπεφταν ραγδαία, υπονοώντας πολύ υψηλότερους μελλοντικούς χρεωστικούς τόκους για την RJR και αυστηρότερους όρους σε κάθε

αναχρηματοδότηση. Στα μέσα του 1990 η KKR έκανε μια συμπληρωματική επένδυση ιδίων κεφαλαίων, και αργότερα κατά τη διάρκεια του ίδιου έτους, η εταιρία ανακοίνωσε μια προσφορά μετρητών και νέων μετοχών σε αντάλλαγμα για 753 εκατ. δολάρια σε ομόλογα-σκουπίδια . Μέχρι το 1993 το βάρος του χρέους είχε μειωθεί από 26 δις δολάρια σε 14 δις. Για την RJR, τη μεγαλύτερη LBO του κόσμου, φαινόταν ότι το υψηλό χρέος, ήταν μια προσωρινή και όχι μόνιμη υπεροχή.

ΒΑΡΒΑΡΟΙ ΠΡΟ ΤΩΝ ΠΥΛΩΝ;

Η εξαγορά της RJR αποκρυστάλλωσε απόψεις επί των LBO, την αγορά ομολογιών-σκουπιδιών και τις δραστηριότητες εξαγοράς επιχειρήσεων. Για πολλούς, αποτέλεσε παράδειγμα όλων όσων πήγαιναν στραβά στην οικονομία της δεκαετίας του 1980, ειδικά την προθυμία των «επιδρομέων» να τεμαχίζουν καθιερωμένες στο χώρο επιχειρήσεις, αφήνοντάς τις με τεράστια δανειακά βάρη, βασικά για να πλουτίσουν γρήγορα.

Υπήρχε πολλή σύγχυση, βλακεία και απληστία στην επιχείρηση των LBO. Δεν ήταν όλοι οι εμπλεκόμενοι καλοί άνθρωποι. Από την άλλη, οι LBO δημιουργούσαν τεράστιες αυξήσεις στην αγοραία αξία, και τα πιο πολλά από τα κέρδη πήγαιναν σε μετόχους που πουλούσαν και όχι στους επιδρομείς. Για παράδειγμα, οι μεγαλύτεροι νικητές της RJR LBO ήταν οι μέτοχοι της εταιρίας.

Επομένως, θα πρέπει να εξετάσουμε συνοπτικά από πού μπορεί να προέρχονται αυτά τα κέρδη πριν προσπαθήσουμε να κρίνουμε τις LBO. Υπάρχουν πολλές πιθανότητες.

Η αγορά Ομολόγων-σκουπιδιών: Οι LBO και οι εξαγορές που χρηματοδοτούνται με χρέος, μπορεί να έχουν υποκινηθεί από τεχνητώς φτηνή χρηματοδότηση μέσω των αγορών ομολόγων-σκουπιδιών. Εκ του αποτελέσματος φαίνεται ότι οι επενδυτές σε ομολογίες-σκουπίδια υποτίμησαν τον κίνδυνο αθέτησης. Τα ποσοστά αθέτησης σκαρφάλωσαν επίπονα μεταξύ του 1989 και του 1991. Ταυτόχρονα, η αγορά ομολόγων-σκουπιδιών είχε πολύ λιγότερη ρευστότητα, μετά την πτώση της Drexel Burnham Lambert, της κύριας κατασκευάστριας των ομολόγων-σκουπιδιών. Οι αποδόσεις ανέβηκαν δραματικά και καινούριες εκδόσεις ομολόγων στέρεψαν.

Ξαφνικά οι χρηματοδοτούμενες με ομολογίες-σκουπίδια LBO φαίνονταν να εξαφανίζονται από το προσκήνιο⁵.

Μόγλευση και Φόροι: Όπως εξηγήσαμε νωρίτερα, ο δανεισμός χρημάτων γλιτώνει φόρους. Όμως οι φόροι δεν ήταν η μόνη κινητήριος δύναμη πίσω από τις LBO. Η αξία των φορολογικών εκπτώσεων επί των τόκων, δεν ήταν απλώς αρκετά μεγάλη για να εξηγήσει τα κέρδη που παρατηρήθηκαν στην αγοραία αξία.

Φυσικά, αν οι φορολογικές εκπτώσεις επί των τόκων ήταν το κύριο κίνητρο για το υψηλό χρέος των LBO, τότε τα διευθυντικά στελέχη των LBO, δε θα ανησυχούσαν τόσο πολύ για την αποπληρωμή του χρέους. Είδαμε πως αυτό ήταν ένα από τα πρώτα ζητήματα που αντιμετώπισε η καινούρια διοίκηση της RJR Nabisco.

Άλλα Ενδιαφερόμενα Μέρη: Είναι πιθανό ότι το κέρδος για τους πωλητές μετόχους είναι απλώς η ζημία κάποιου άλλου και καμία αξία δε δημιουργείται συνολικά. Συνεπώς, πρέπει να εξετάσουμε το συνολικό κέρδος για όλους τους επενδυτές σε μια LBO και όχι μόνο για τους πωλητές μετόχους.

Οι ομολογιούχοι είναι οι προφανώς χαμένοι. Το χρέος που θεώρησαν εξασφαλισμένο μπορεί να γίνει σκουπίδι όταν ο δανειζόμενος συγχωνεύεται μέσω LBO. Παρατηρήσαμε πώς οι αγοραίες τιμές του χρέους της RJR Nabisco έπεσαν απότομα όταν ανακοινώθηκε η πρώτη συμφωνία LBO του Ρος Τζόνσον. Όμως πάλι, οι απώλειες στην αξία που υπέστησαν οι ομολογιούχοι στις LBO δεν είναι αρκετά μεγάλες για να εξηγήσουν τα κέρδη των μετόχων.

Μόγλευση και κίνητρα: η διοίκηση και οι εργαζόμενοι στην LBO δουλεύουν σκληρότερα και συχνά εξυπνότερα. Πρέπει να δημιουργήσουν μετρητά για να εξυπηρετήσουν το επιπλέον χρέος. Επιπλέον, οι προσωπικές περιουσίες των διοικητικών στελεχών είναι αλληλένδετες με την επιτυχία των LBO. Γίνονται ιδιοκτήτες και όχι απλοί υπάλληλοι των εταιριών. Είναι δύσκολο να μετρήσουμε το όφελος από τέτοια κίνητρα, όμως υπάρχει κάποια απόδειξη βελτιωμένης λειτουργικής αποδοτικότητας στις LBO. Ο Kaplan που μελέτησε 48 διοικητικές εξαγορές μεταξύ

⁵ υπήρξε μια οξεία αναβίωση των πωλήσεων ομολόγων-σκουπιδιών το 1992 και το 1993 και το 1996 ήταν μια χρονιά απαγόρευσης. Αλλά πολλές από αυτές τις εκδόσεις τέτοιων ομολόγων απλώς αντικατέστησαν υπάρχοντα ομόλογα. Μένει να φανεί αν τα ομόλογα-σκουπίδια θα επανέλθουν για τα καλά.

του 1980 και του 1986 παρατήρησε μέσα στα επόμενα 3 χρόνια μέσες αυξήσεις 24% στο λειτουργικό εισόδημα . Οι δείκτες λειτουργικό εισόδημα προς στοιχεία του ενεργητικού και καθαρές ταμειακές ροές προς πωλήσεις αυξήθηκαν δραματικά. Παρατήρησε μειώσεις σε κεφαλαιουχικές δαπάνες όμως όχι στην εργασία. Ο Kaplan προτείνει ότι αυτές οι λειτουργικές αλλαγές «οφείλονται σε βελτιωμένα κίνητρα και όχι τόσο σε απολύσεις ή σε διοικητική εκμετάλλευση των μετόχων, μέσω εσωτερικής πληροφόρησης»⁶.

Ελεύθερη ταμειακή ροή: η θεωρία της ελεύθερης ταμειακής ροής στις συγχωνεύσεις βασικά υποστηρίζει ότι ώριμες εταιρίες με πλεόνασμα διαθέσιμων τείνουν να τα σπαταλούν. Αυτό αντιτίθεται στην κλασική θεωρία χρηματοδότησης η οποία λέει ότι εταιρίες με περισσότερα μετρητά από επενδυτικές ευκαιρίες με θετική Καθαρή Παρούσα Αξία, θα πρέπει να δώσουν τα μετρητά πίσω στους επενδυτές μέσω υψηλότερων μερισμάτων ή επαναγορές μετοχών. Όμως βλέπουμε εταιρίες σαν την RJR Nabisco να ξοδεύουν για πολυτέλειες της διοίκησης και αμφισβητούμενες επενδύσεις κεφαλαίων. Ένα πλεονέκτημα των LBO είναι ότι βάζει τέτοιες εταιρίες σε δίαιτα και τις αναγκάζει να ξοδέψουν μετρητά για να εξυπηρετήσουν το χρέος.

Η θεωρία της ελεύθερης ταμειακής ροής προβλέπει ότι εταιρίες με πλεόνασμα διαθέσιμων θα είναι οι πιο πιθανοί στόχοι για τις LBO. Μπορούμε να βρούμε πολλά παραδείγματα που δικαιώνουν τη θεωρία, συμπεριλαμβανομένης της RJR Nabisco. Η θεωρία λέει ότι τα κέρδη στην αγοραία αξία τα οποία δημιουργούνται από τις LBO είναι απλώς οι παρούσες αξίες των μελλοντικών ταμειακών ροών οι οποίες αλλιώς θα είχαν σπαταληθεί⁷.

Δεν υποστηρίζουμε ότι η θεωρία της ελεύθερης ταμειακής ροής είναι η μοναδική εξήγηση των LBO. Έχουμε αναφέρει διάφορες άλλες ευλογοφανείς αιτιολογίες και υποπτευόμαστε ότι οι περισσότερες LBO υποκινούνται από μια μίξη κινήτρων. Ούτε και υποστηρίζουμε ότι όλες οι LBO έχουν οφέλη. Τουναντίον, γίνονται πολλά λάθη και ακόμα και LBO που υπαγορεύονται από τη λογική μπορεί να είναι επικίνδυνες, όπως αποδεικνύουν οι χρεοκοπίες των Campeau, Revco, National Gypsum και πολλών ακόμα εταιριών με υψηλή μόχλευση. Ωστόσο, διαφωνούμε

⁶ S. Kaplan “The Effects of Management Buyouts on Operating Performance And Value” *Journal of Financial Economics* 24, Οκτώβριος 1989, σελ. 217-254

⁷ Ο κύριος εκπρόσωπος της θεωρίας της ελεύθερης ταμειακής ροής είναι ο Michael Jensen. Βλέπε M.C. Jensen “The Eclipse of the Public Corporation”, *Harvard Business Review* 67 (Σεπτέμβριος – Οκτώβριος 1989), σελ. 61-74 και “The Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers” *American Economic Review* 76 (Μάιος 1986) σελ. 323 – 329.

με εκείνους που περιγράφουν τις LBO απλώς σαν τους βαρβάρους της Γουόλ Στριτ, οι οποίοι σπάζουν τις παραδοσιακές δυνάμεις-εταιρίες της Αμερικής. Σε πολλές περιπτώσεις, οι LBO γέννησαν αληθινά κέρδη.

3.2 Κίνητρα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Πολλές μελέτες εστιάζουν σε μεγάλο βαθμό στα κίνητρα που οδηγούν σε Σ & Ε. Τα κίνητρα αυτά συνδέονται άμεσα με την ανάπτυξη του θεωρητικού πλαισίου και τον έλεγχο των θεωρητικών υποθέσεων που συνοδεύουν την ανάλυση των χαρακτηριστικών των στόχων – εξαγοράς. Στην ενότητα αυτή θα παρουσιάσουμε μερικά από τα πιο βασικά κίνητρα εξαγοράς επιχειρήσεων, τα οποία θα τα συνδέσουμε παρακάτω με την ανάπτυξη των θεωρητικών μας προσεγγίσεων.

Ένα σημαντικό κίνητρο που έχει οδηγήσει στην εξαγορά πολλών επιχειρήσεων (κυρίως στο εξωτερικό) είναι η αποκόμιση **μη κανονικών κερδών** (abnormal returns) από τη χρηματιστηριακή αγορά. Οι εταιρίες που είναι υποτιμημένες από τη χρηματιστηριακή αγορά (λόγω υποτίμησης περιουσιακών στοιχείων) μπορεί να αποτελέσουν στόχο εξαγοράς από άλλες εταιρίες ή επενδυτές, οι οποίοι αναγνωρίζουν τη λάθος τιμολόγηση. Ο αγοραστής επιδιώκει υπεραξία με την μεταπώληση της εξαγορασμένης εταιρίας, όταν η μετοχή της απεικονίσει την πραγματική της αξία. Για την επίτευξη του σκοπού αυτού θα πρέπει να εφαρμοσθεί μια ολόκληρη στρατηγική και να διασφαλίζονται οι ακόλουθες προϋποθέσεις :

Πρωταρχικά, χρειάζεται η ικανότητα αναγνώρισης υποτιμημένων επιχειρήσεων η οποία προφανώς δεν είναι έμφυτη, αλλά μπορεί να επιτευχθεί είτε με πρόσβαση σε καλύτερη πληροφόρηση που δεν είναι διαθέσιμη στους υπόλοιπους επενδυτές είτε με τη χρήση καλύτερων αναλυτικών εργαλείων. Οι πιθανότητες να συμβούν τα προαναφερθέντα εκμηδενίζονται από την τάση ορθολογικότητας και αποτελεσματικότητας των αγορών, ωστόσο η αγορά σχεδόν πάντα είναι μεροληπτική και ανακριβής (biased and imprecise) στην τιμολόγησή της (Coggin & Fabozzi 2003). Η μεροληψία και η ανακρίβεια είναι αλληλένδετες έννοιες σύμφωνα με τους Fama & French (1992). Οι ερευνητές αυτοί ισχυρίζονται ότι μετοχές με υψηλή λογιστική προς χρηματιστηριακή τιμή αποφέρουν καλύτερες αποδόσεις.

Κατά δεύτερο λόγο, θα πρέπει να υπάρχει η πρόσβαση στα κεφάλαια εκείνα τα οποία οι επενδυτές θα χρειασθούν για την πραγματοποίηση της εξαγοράς. Γενικά οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν καλύτερες δυνατότητες χρηματοδότησης. Ωστόσο, πρόσφατες μελέτες, όπως αυτή του Chatterjee (2000), έχουν δείξει ότι και μικρότερες σχετικά επιχειρήσεις προβαίνουν σε εξαγορές εκμεταλλευόμενες τις χρηματοοικονομικές καινοτομίες που προσφέρουν τα πιστωτικά ιδρύματα και οι διεθνείς κεφαλαιαγορές.

Τρίτον, απαιτείται ικανότητα στην εκτέλεση της εξαγοράς από πλευράς αγοραστή, ώστε το premium που θα δοθεί να είναι ελκυστικό για τους μετόχους του στόχου, και να μην ξεπερνά κάποιο όριο, όπου από εκεί και πέρα δεν θα του προσθέτει αξία. Για παράδειγμα αν η αξία μιας εταιρίας έχει εκτιμηθεί στα 100 εκ. ευρώ και η τρέχουσα τιμή είναι 75 εκ ευρώ τότε το premium δεν πρέπει να ξεπερνά το 33% της τιμής στην αγορά (Brealey & Myers 2002).

Ένα εξίσου, σημαντικό κίνητρο των εξαγορών είναι η **δημιουργία λειτουργικής ή χρηματοοικονομικής συνέργιας** (creation of operating or financial synergy – Brealey & Myers 2002). Χαρακτηριστική είναι η μελέτη των Berkovitch & Narayanan (1993), οι οποίοι ελέγχουν εμπειρικά την ύπαρξη τριών κινήτρων διαφορετικής φύσης (synergy, agency, hubris) με τη χρήση των συνολικών κερδών σε ένα δείγμα εξαγορασμένων επιχειρήσεων, εισηγμένων στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ. Καταρχάς, με τον όρο συνέργια εννοούμε τη δημιουργία πρόσθετης αξίας για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις μετά την Σ & Ε. Πιο συγκεκριμένα, αναμένουμε ότι η αξία των επιχειρήσεων μετά τη Σ & Ε θα είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα της αξίας τους πριν τη Σ & Ε, όπου οι επιχειρήσεις λειτουργούσαν αυτόνομα και μεμονωμένα. Εμπειρικά θα ισχύει ότι $V(AB) > V(A) + V(B)$ όπου :

$V(AB)$ = η αξία της εταιρίας μετά την συγχώνευση των Α και Β.

$V(A)$ = η αξία της εταιρίας Α με αυτόνομη λειτουργία

$V(B)$ = η αξία της εταιρίας Β με αυτόνομη λειτουργία

Αν έχουμε $V(AB) < V(A) + V(B)$ ή $V(AB) = V(A) + V(B)$, τότε αποκλείεται η εμφάνιση συνεργιών. Στην πρώτη περίπτωση οδηγούμαστε σε καταστροφή αξίας, ενώ στη δεύτερη το άθροισμα της αξίας μετά την εξαγορά διατηρείται σταθερό.

Γενικά, η θετική επίδραση των συνεργιών μπορεί να εμφανισθεί σε διάφορους επιχειρηματικούς τομείς όπως οι αγορές πρώτων υλών, οι πωλήσεις και η χρηματοδότηση. Για παράδειγμα, σε σχέση με την αγορά πρώτων υλών ο νέος όμιλος που προκύπτει μετά τη Σ & Ε

έχει τη δυνατότητα να δίνει παραγγελίες μεγάλου μεγέθους, επιτυγχάνοντας ταυτόχρονα καλύτερες τιμές και ανώτερη ποιότητα των εισροών. Επίσης στον τομέα των πωλήσεων, διευρύνεται το πελατολόγιο, γίνεται κοινή χρήση των κυκλωμάτων διανομής και χρησιμοποιούνται τα πιο γνωστά και επώνυμα σήματα των δύο πλευρών. Στον τομέα των χρηματοδοτήσεων, οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις βελτιώνουν τη διαπραγματευτική τους ισχύ απέναντι στους χρηματοδότες ξένων κεφαλαίων, επιτυγχάνοντας συνήθως μειωμένο χρηματοδοτικό κόστος. Συγχρόνως, η προσμονή συνεργιών στους επιχειρηματικούς τομείς θα πρέπει ενδεχομένως να αντανακλάται και στην απόδοση των μετοχών στην αγορά, αφού παρατηρείται σημαντική αύξηση κατά την περίοδο της ανακοίνωσης της εξαγοράς (Bradley et al 1988).

Είδαμε ήδη πως ένα κίνητρο για τη συγχώνευση είναι η αντικατάσταση της υπάρχουσας ομάδας διοίκησης. Αν το κίνητρο αυτό είναι σημαντικό, θα μπορούσε κάποιος να περιμένει ότι οι εταιρίες με χαμηλή απόδοση θα έτειναν να γίνουν στόχοι εξαγοράς: αυτό φαίνεται να είναι το θέμα⁸. Ωστόσο, οι εταιρίες εξαγοράζουν άλλες εταιρίες και για λόγους, οι οποίοι δεν έχουν καθόλου να κάνουν με ακατάλληλη διοίκηση. Κίνητρο για πολλές συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι τα πιθανά οφέλη στην αποδοτικότητα, τα οποία προκύπτουν από το συνδυασμό δραστηριοτήτων. Οι συγχωνεύσεις αυτές καλούνται *συνέργειες*. Με τον όρο αυτό εννοούμε ότι οι δύο εταιρίες έχουν μαζί μεγαλύτερη αξία, απ' ό,τι η καθεμιά ξεχωριστά.

Μια συγχώνευση προσθέτει αξία μόνο αν οι συνέργειες, η καλύτερη διοίκηση, ή άλλες αλλαγές κάνουν τις δύο εταιρίες να έχουν μαζί μεγαλύτερη αξία απ' ό,τι καθεμιά ξεχωριστά.

Θα ήταν βολικό αν λέγαμε ότι συγκεκριμένοι τύποι συγχωνεύσεων είναι συνήθως επιτυχημένοι και άλλοι τύποι αποτυγχάνουν. Δυστυχώς, δεν υπάρχουν τέτοιες απλουστευμένες γενικεύσεις. Πολλές συγχωνεύσεις που εμφανίζονται λογικές, παρ' όλ' αυτά αποτυγχάνουν, διότι η διοίκηση δε μπορεί να διαχειριστεί το σύνθετο καθήκον να ολοκληρώσει δύο εταιρίες με διαφορετικές διαδικασίες παραγωγής, λογιστικές μεθόδους και εταιρική κουλτούρα. Επιπλέον, η αξία των περισσότερων επιχειρήσεων εξαρτάται από το *ανθρώπινο* κεφάλαιο –διοίκηση,

⁸ Για παράδειγμα ο Palepu βρήκε ότι οι επενδυτές σε εταιρίες, οι οποίες κατόπιν εξαγοράστηκαν, κέρδιζαν χαμηλότερα ποσοστά απόδοσης για αρκετά χρόνια πριν τη συγχώνευση. Βλέπε Palepu "Predicting Takeover Targets: A Methodological And Empirical Analysis", Journal of Accounting and Economics 8 (Μάρτιος 1986), σελ. 3-36.

εξειδικευμένους εργάτες, επιστήμονες και μηχανικούς. Αν αυτοί οι άνθρωποι δεν είναι ευχαριστημένοι με τον καινούριο ρόλο τους στην εξαγοράζουσα εταιρία, οι καλύτεροι εξ αυτών θα φύγουν. Προσέξτε να μην πληρώνετε υπερβολικά πολλά χρήματα σε στοιχεία του ενεργητικού, τα οποία κατεβαίνουν με το ασανσέρ στο χώρο στάθμευσης αυτοκινήτων, στο τέλος κάθε επιχειρηματικής ημέρας. Με αυτή την προειδοποίηση στο νου, τώρα θα εξετάσουμε πιθανές πηγές συνεργειών.

Η λειτουργική συνέργια είναι αυτή που επιτρέπει στις εταιρίες να μειώνουν τα λειτουργικά τους έξοδα και να προωθούν την ανάπτυξή τους. Μπορούμε να τη διαχωρίσουμε σε τέσσερις τύπους (Brealey & Myers 2002).

Πρώτον : **Οικονομίες κλίμακας**. Οι managers των εταιριών, με το σκεπτικό ότι η εταιρία τους θα είναι πιο ανταγωνιστική, αν γίνει μεγαλύτερη, ευελπιστούν σε οικονομίες κλίμακας, δηλαδή την ευκαιρία να “απλώσουν” τα σταθερά κόστη επί ενός μεγαλύτερου όγκου παραγωγής. Επομένως, αναμένεται η νέα εταιρία να είναι πιο αποτελεσματική και αποδοτική από άποψη κόστους (cost – efficient). Οι οικονομίες κλίμακας είναι ο κύριος σκοπός των οριζόντιων Σ & Ε (π.χ η εξαγορά της Ξυλεμπορικής Πατρών από τη Σέλμαν το 2004), ωστόσο διεκδικείται και από τις ανομοιογενείς Σ & Ε (π.χ η εξαγορά του Αλουμινίου της Ελλάδος από τον Μυτιληναίο το 2005).

Όπως οι περισσότεροι από μας πιστεύουμε ότι θα ήμασταν πιο ευτυχισμένοι, αν ήμασταν λιγάκι πλουσιότεροι, το ίδιο και οι διοικήσεις πάντα φαίνονται να πιστεύουν πως η εταιρία τους θα ήταν περισσότερο ανταγωνιστική, αν μονάχα ήταν λίγο μεγαλύτερη. Ελπίζουν για οικονομίες κλίμακας, δηλαδή την ευκαιρία να καταλείμουν τα σταθερά κόστη σε μεγαλύτερο όγκο παραγωγής. Ο τραπεζικός κλάδος προσφέρει πολλά παραδείγματα. Μέχρι τη δεκαετία του 1970, είχε γίνει ξεκάθαρο ότι οι Ηνωμένες Πολιτείες είχαν υπερβολικά πολλές και μικρές, τοπικές τράπεζες. Μερικές (τώρα πολύ μεγάλες) τράπεζες αναπτύχθηκαν εξαγοράζοντας συστηματικά μικρότερες τράπεζες και βελτιστοποιώντας τις δραστηριότητές τους. Οι περισσότερες εξοικονομήσεις κόστους προήλθαν από την παγίωση τμημάτων υποστήριξης λειτουργιών , για παράδειγμα συστήματα ηλεκτρονικών υπολογιστών για διαχείριση επιταγών και συναλλαγών με πιστωτικές κάρτες και πληρωμών.

Αυτές οι οικονομίες κλίμακας είναι ο φυσικός στόχος των οριζόντιων συγχωνεύσεων. Όμως είναι φυσικός στόχος και στις ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις. Οι αρχιτέκτονες αυτών των

συγχωνεύσεων στοχεύουν σε οικονομίες που προέρχονται από τη κοινή χρήση κεντρικών υπηρεσιών όπως η λογιστική, ο χρηματοοικονομικός έλεγχος και η ανώτατη εκτελεστική διοίκηση.

Δεύτερον – **Τιμολόγηση** : Οι Σ & Ε προκαλούν μεγαλύτερη δυναμική στην τιμολόγηση που προκύπτει από τη μείωση του ανταγωνισμού και τα μεγαλύτερα μερίδια αγοράς. Ως αποτέλεσμα έχουμε υψηλότερες τιμές και υψηλότερο περιθώριο κέρδους για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις.

Τρίτον : **Συνένωση συμπληρωματικών πόρων ή / και διαφορετικών λειτουργικών δυνάμεων**. Ένα παράδειγμα συμπληρωματικών πόρων είναι όταν μια εταιρία που έχει τη γνώση παραγωγής ενός μοναδικού προϊόντος, δεν μπορεί να το παράγει σε ευρεία κλίμακα και να το προωθήσει αποτελεσματικά στην αγορά, οπότε συμπληρώνεται από την παραγωγική – τεχνική υποστήριξη και την οργάνωση πωλήσεων μιας άλλης εταιρίας. Στη συνένωση λειτουργικών δυνάμεων μπορεί να ανήκει η περίπτωση όπου μια εταιρία με σημαντικές ικανότητες στο marketing εξαγοράζει μια άλλη με εξαιρετική γραμμή παραγωγής.

Πολλές, μικρές εταιρίες εξαγοράζονται από μεγάλες, οι οποίες μπορούν να παρέχουν τα ελλείποντα συστατικά που είναι απαραίτητα για την επιτυχία. Η μικρή εταιρία μπορεί να έχει ένα μοναδικό προϊόν, όμως της λείπει η τεχνική οργάνωση και η οργάνωση των πωλήσεων, οι οποίες είναι απαραίτητες για την παραγωγή και την προώθηση σε μεγάλη κλίμακα. Η εταιρία θα μπορούσε να αναπτύξει την τεχνική οργάνωση και τις πωλήσεις αρχίζοντας από το μηδέν, ωστόσο μπορεί να είναι γρηγορότερο και φτηνότερο να συγχωνευτεί με μια άλλη εταιρία, η οποία έχει επαρκείς ικανότητες. Οι δύο εταιρίες έχουν αλληλοσυμπλήρωση πόρων – η κάθε μία έχει αυτό που χρειάζεται η άλλη – οπότε μπορεί να είναι λογικό για τις δυο τους να συγχωνευτούν. Επίσης, η συγχώνευση μπορεί να φανερώσει ευκαιρίες τις οποίες καμία από τις δύο εταιρίες δε θα μπορούσε να επιδιώξει, χωρίς τη συγχώνευση. Ως παράδειγμα αναφέρουμε τη Federal Express, η οποία εξαγόρασε την Caliber System, μια εταιρία μεταφορών. Η Federal Express ειδικεύεται στη μεταφορά δεμάτων από αέρος, κυρίως για παράδοση αυθημερόν. Η θυγατρική της Caliber, η RMS, μεταφέρει δέματα με φορτηγό, χωρίς χρονικούς περιορισμούς. Η RMS αυξάνει κατά πολύ την ικανότητα της Federal Express να μεταφέρει δέματα από εδάφους.

Ταυτόχρονα, η δραστηριότητα που προέρχεται από την RMS μπορεί να ενσωματωθεί εύκολα στο σύστημα της Federal Express, όταν χρειάζεται να γίνει ταχεία, ή μακρινή αποστολή.

Τέταρτον : **Μεγαλύτερη ανάπτυξη σε νέες ή υπάρχουσες αγορές.** Για παράδειγμα μια εταιρία παραγωγής προϊόντων εξαγοράζει μια άλλη εταιρία σε αναδυόμενη αγορά με πολύ καλό δίκτυο διανομής και αναγνωρισμένη φήμη (brand name), χρησιμοποιώντας αυτές τις ικανότητες για να αυξήσει τις πωλήσεις των προϊόντων της.

Από την άλλη πλευρά, με τις χρηματοοικονομικές συνέργιες επιτυγχάνονται υψηλότερες ταμειακές ροές ή χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου. Αυτές πραγματοποιούνται κυρίως με τη συγχώνευση μιας εταιρίας με υπερβολική ρευστότητα⁹ (excess cash) και χαμηλό επίπεδο επιχειρηματικού σχεδιασμού με μια άλλη εταιρία που έχει στη διάθεση της και έτοιμα προς υλοποίηση, υψηλής απόδοσης επενδυτικά σχέδια. Ως επί το πλείστον, οι συνέργιες αυτές εμφανίζονται όταν μια μεγάλη επιχείρηση εξαγοράζει μικρότερες. Επίσης με τη συνένωση, τα κέρδη και οι ταμειακές ροές σταθεροποιούνται και παρέχεται η δυνατότητα μεγαλύτερης δανειακής ενίσχυσης με χαμηλότερο κόστος. Η νέα εταιρία, αν καταφέρει να διαχειριστεί ικανοποιητικά τις επιβαρύνσεις της, εκτός από αύξηση της αξίας της, μπορεί να πετύχει και μείωση στη φορολογική της επιβάρυνση.

Κλείνοντας το θέμα των συνεργιών πρέπει να αναφέρουμε ότι η έμπρακτη εκδήλωσή τους απαιτεί την επιτυχή ολοκλήρωση (integration) των επιχειρήσεων μετά τη Σ & Ε. Γενικά η ολοκλήρωση είναι μια δύσκολη φάση με καθοριστικότερη παράμετρο τις αντιδράσεις και τη γενικότερη στάση των εργαζομένων. Πολλές φορές η στάση των εργαζομένων και των συνδικάτων τους προκαλεί τριβές και αναταραχές που μπορούν να φθάσουν ως τη ματαίωση της Σ & Ε. Οι κύριοι φόβοι τους είναι οι ακόλουθοι :

- Φόβος για απώλεια εργασίας ή μισθολογική και βαθμολογική υποβάθμιση με συνέπεια να χάσουν μέρος της αναγνωρισιμότητάς τους.
- Φόβος μετάθεσης σε άλλο τμήμα ή γεωγραφικό διαμέρισμα με συνέπεια απώλεια επιρροών και εξουσίας.

⁹ Ένας άλλος τρόπος διοχέτευσης της πλεονάζοντος ρευστότητας είναι διαμέσου της αύξησης του μερίσματος ή της αγοράς ιδίων μετοχών. Προφανώς μια τέτοια τακτική συρρικνώνει την επιχείρηση και κάποιες φορές την οδηγεί σε επιχειρηματικό τέλμα και κατάρρευση.

- Φόβος για εντατικότερους ρυθμούς εργασίας με λιγότερη αυτονομία και περισσότερη εποπτεία
- Φόβος λήψης και εκτέλεσης νέων καθηκόντων που ίσως αδυνατούν να μάθουν και ενδεχομένως δεν τους ενδιαφέρουν καθόλου.

Στην ενότητα αυτή αναλύσαμε δύο από τα βασικά κίνητρα εξαγορών (θα δούμε παρακάτω πως αυτά συνδέονται με την ανάπτυξη του θεωρητικού πλαισίου). Παρόλα αυτά υπάρχουν και κάποια κίνητρα, για τα οποία έχουν εκφρασθεί αμφιβολίες (Brealey et al. 2001) για την άμεση σύνδεσή τους με τις Σ & Ε. Το πιο γνωστό από αυτά είναι η **επέκταση των δραστηριοτήτων σε νέους τομείς δράσης για τη μείωση του ρίσκου** (diversification). Είδαμε παραπάνω ότι οι managers των εταιριών με υπερβάλλουσα ρευστότητα δείχνουν μια προτίμηση διοχέτευσής της προς εξαγορές. Με αυτό τον τρόπο πιστεύουν ότι μειώνουν το ρίσκο, τη μεταβλητότητα των κερδών και αυξάνουν την αξία της επιχείρησης.

Ένα άλλο κίνητρο εξαγοράς είναι το γνωστό από τη βιβλιογραφία **“the bootstrap game”** (Brealey et al 2001). Πρόκειται ουσιαστικά για εξαγορές χωρίς μακροπρόθεσμο οικονομικό όφελος με κύριο σκοπό την άμεση αύξηση των κερδών ανά μετοχή (earnings per share). Εδώ, λόγω της μη σημαντικότητάς του (τουλάχιστο στην περίπτωση της Ελλάδας) δεν το αναπτύσσουμε περαιτέρω.

3.3. Οι Συγχωνεύσεις σαν Εργαλείο για Πλεόνασμα Κεφαλαίων

Ας υποθέσουμε ότι η εταιρία σας είναι μια ώριμη βιομηχανία. Δημιουργεί ένα σημαντικό ποσό (ρευστών) διαθεσίμων, όμως έχει λίγες ευκαιρίες για επικερδείς επενδύσεις. Σε ιδανικές συνθήκες, μια τέτοια εταιρία θα έπρεπε να διανείμει το πλεόνασμα διαθεσίμων στους μετόχους, αυξάνοντας την πληρωμή μερισμάτων, ή επαναγοράζοντας τις μετοχές της. Δυστυχώς, τα δυναμικά διοικητικά στελέχη συχνά διστάζουν να συρρικνώσουν με τέτοιο τρόπο την εταιρία τους.

Αν η εταιρία δεν είναι πρόθυμη να αγοράσει τις δικές της μετοχές, μπορεί αντί γι αυτό να αγοράσει τις μετοχές κάποιας άλλης. Έτσι, οι εταιρίες με πλεόνασμα διαθεσίμων και έλλειψη

επικερδών επενδυτικών ευκαιριών, συχνά στρέφονται στις συγχωνεύσεις, οι οποίες χρηματοδοτούνται με μετρητά, για να επανεπενδύσουν το κεφάλαιό τους.

Οι εταιρίες που έχουν περίσσειμα διαθέσιμων (μετρητών) και δεν το εκταμιεύουν, ούτε το επανεπενδύουν μέσω εξαγοράς, συχνά βρίσκονται στη θέση στόχου εξαγοράς από άλλη εταιρία, η οποία προτείνει να επανεπενδύσει τα μετρητά για λογαριασμό τους. Κατά τη διάρκεια της κάμψης των τιμών του πετρελαίου, τα πρώτα χρόνια της δεκαετίας του 1980, πολλές πετρελαϊκές εταιρίες, πλούσιες σε μετρητά, βρέθηκαν να απειλούνται με εξαγορά. Αυτό δεν οφείλεται στο ότι τα μετρητά τους ήταν το μοναδικό στοιχείο του ενεργητικού τους. Οι εξαγοράστριες ήθελαν να δεσμεύσουν τις ταμειακές ροές των εταιριών για να σιγουρευτούν ότι δε θα χαραμιζόταν σε έργα εξεύρεσης πετρελαίου με αρνητική Καθαρή Παρούσα Αξία (NPV).

Συζητήσαμε για το πώς οι συγχωνεύσεις είναι λογικές από οικονομικής απόψεως, όμως τα πράγματα μπορούν πάντα να πάνε στραβά, όταν η διοίκηση δεν διαβάζει τα μαθήματά της. Αυτή ήταν η περίπτωση της Converse Inc. που παράγει αθλητικά παπούτσια. Το Μάιο του 1995, η Converse Inc. ανακοίνωσε ότι επρόκειτο να εξαγοράσει την Apex One, έναν εξέχοντα κατασκευαστή αθλητικής ένδυσης. Η Apex έφερε μαζί της έναν αριθμό πολύτιμων αδειών για επαγγελματικές και κολλεγιακές ομάδες. Όπως παρατήρησε ένας ενθουσιώδης «Αφήνοντάς την Converse να ντύσει τους αθλητές από την κορφή ως τα νύχια, η συμφωνία με την Apex ενδεχομένως τοποθετεί την πρώτη, στο ίδιο επίπεδο με τη Nike και τη Reebok». Ωστόσο, 85 μέρες αργότερα η Converse έκλεισε την Apex, αφού επιβαρύνθηκε με ζημιά 46 εκατ. δολαρίων από την επένδυσή της.

Τι πήγε στραβά; Το πρόβλημα φαίνεται ότι ξεκίνησε όταν η Apex αργοπόρησε αρκετούς μήνες να παρουσιάσει τη φθινοπωρινή σειρά των προϊόντων της. Η διοίκηση της Converse διαμαρτυρήθηκε πως, με δεδομένο την εν λόγω καθυστέρηση, η πρόβλεψη εσόδων της τάξεως των 100 εκατ. δολαρίων τη στιγμή της αγοράς δεν ήταν ρεαλιστική και στους επόμενους τρεις μήνες οι προβλέψεις (για έσοδα) σταδιακά μειώθηκαν σε 40 εκατ. δολάρια. Αναπόφευκτα, το κλείσιμο της Apex ακολούθησε κατατρεγισμός αγωγών .

3.4. Στρατηγικό management των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Οι Σ & Ε είναι μια ολόκληρη στρατηγική διαδικασία, η οποία περιλαμβάνει τρεις βασικές φάσεις :

A. Τη φάση πριν την εξαγορά : Εδώ αναλύεται η υφιστάμενη ανταγωνιστική θέση της επιχείρησης – αγοραστή μέσα από την οποία προκύπτουν οι μελλοντικοί στρατηγικοί της στόχοι. Στη συνέχεια αναζητούνται οι υποψήφιοι στόχοι. Μετά από μια θέσπιση κριτηρίων που οφείλουν να πληρούν, επιλέγεται η επιχείρηση – στόχος που κρίνεται η πιο κατάλληλη για εξαγορά.

B. Τη φάση κατά την εξαγορά : Εδώ πραγματοποιούνται οι πρώτες επαφές με τον υποψήφιο στόχο. Εφόσον υπάρξει εκατέρωθεν επιθυμία για την αγοραπωλησία ξεκινούν οι διαπραγματεύσεις με κύριο αντικείμενο την τιμή εξαγοράς.

Γ. Τη φάση μετά την εξαγορά : Αυτή περιλαμβάνει τις μορφές ενσωμάτωσης της εξαγορασμένης μονάδας στον όμιλο του αγοραστή. Οι βασικές μορφές οργανωτικής ολοκλήρωσης που προκύπτουν μετά την εξαγορά είναι οι εξής : Αυτονομία, μερική ολοκλήρωση και πλήρης ολοκλήρωση (Γεωργόπουλος 2004). Με την **αυτονομία** η εξαγορασμένη επιχείρηση λειτουργεί ανεξάρτητα και ο αγοραστής μετατρέπεται σε εταιρία συμμετοχών (holding). Με τη **μερική ολοκλήρωση** ενσωματώνονται στην εταιρία του αγοραστή μόνο εκείνα τα τμήματα της εξαγορασμένης μονάδας που έχουν τη δυνατότητα να προωθήσουν δυναμικά την ανάπτυξή του. Με την **πλήρη ολοκλήρωση**, η οποία θεωρείται η πιο δύσκολη και προχωρημένη μορφή οργανωτικής ένταξης, οι δύο επιχειρήσεις θα πρέπει να διαμορφώσουν με τέτοιο τρόπο τις ικανότητες και δομές τους ώστε να λειτουργήσουν ως μία ενιαία εταιρία, με τη μορφή της στενής σχέσης μητρικής – θυγατρικής.

Η επιτυχής πρόβλεψη των Σ&Ε έχει αξιόλογες συνέπειες στο στρατηγικό management των επιχειρήσεων και στην πολιτική ανταγωνισμού (Tsagkanos et al 2008). Ειδικότερα, το στρατηγικό management των υποψηφίων αγοραστών θα μπορεί ευκολότερα να επιλέγει τους πιο κατάλληλους στόχους για εξαγορά. Από την άλλη πλευρά, το management των επιχειρήσεων – στόχων θα είναι πιο προετοιμασμένο, όταν γνωρίζει ότι υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να δεχτεί κάποια πρόταση εξαγοράς, έτσι ώστε να την αποκρούσει (αν δεν την επιθυμεί) ή να τη διαπραγματευτεί για τη μεγιστοποίηση του οφέλους της εταιρίας και των μετόχων της. Τέλος, η πολιτική ανταγωνισμού επιθυμεί να προβλέψει τους στόχους – εξαγοράς για να αποφύγει την πιθανή δημιουργία μη επιθυμητών μονοπωλιακών ή ολιγοπωλιακών συνθηκών στην οικονομία.

3.5. Εχθρικές Εξαγορές (Hostile Takeovers)

Γενικά οι λόγοι άμυνας απέναντι σε μια εχθρική εξαγορά ενσωματώνονται στο πλαίσιο δύο αντιτιθέμενων απόψεων. Σύμφωνα με τους DeAngelo και Rice (1983) μια τέτοια κίνηση προάγει τα συμφέροντα των μετόχων της εταιρίας στόχου με αύξηση του premium, βελτίωση του management ή με προστασία της μακροχρόνιας στρατηγικής της. Αυτό, διότι σε πολλές περιπτώσεις τα συμφέροντα των δύο πλευρών δεν ευθυγραμμίζονται με συνέπεια μια αμυντική στρατηγική να θεωρείται απαραίτητη. Για παράδειγμα, ο σκοπός του αγοραστή μπορεί να είναι η διάλυση της εταιρίας – στόχου και η επαναπώλησή της σε κομμάτια με απρόβλεπτες συνέπειες για τους υπαλλήλους, το “brand name” και την πελατειακή της βάση.

Από την άλλη πλευρά, δοθέντος ότι η εχθρική εξαγορά είναι πειθαρχική στη φύση της (περαιτέρω αναφορά θα γίνει στην ανάπτυξη του θεωρητικού πλαισίου), οι managers υιοθετούν μια αμυντική στρατηγική μόνο και μόνο για διατήρηση των κεκτημένων¹⁰ παρά για την αύξηση της περιουσίας των μετόχων (Byrd and Stammerjohan 1997). Σ’ αυτό συμβάλλει και το ότι υπάρχει μεγάλη διασπορά των μετοχών με συνέπεια οι μέτοχοι να έχουν ελλιπή γνώση και πολλές φορές να μην ενδιαφέρονται για τις καθημερινές λειτουργίες της επιχείρησης. Επομένως δεν υφίσταται αποτελεσματικός μηχανισμός ελέγχου του management. Ως εκ τούτου, οι μέτοχοι, ακόμα και αν τα συμφέροντά τους βρίσκονται στο ίδιο μήκος κύματος με αυτά των managers, θα πρέπει να ελέγχουν διεξοδικά όλες τις παραμέτρους πριν να εγκρίνουν τα όποια αμυντικά μέτρα που θα εξυπηρετούν τα συμφέροντα των managers.

Στο σημείο αυτό θεωρούμε σκόπιμο να αναφέρουμε κάποια από τα βασικά μέτρα που λαμβάνονται ως προστατευτικά απέναντι σε μια εχθρική εξαγορά. Αυτά διαχωρίζονται σε δύο κατηγορίες : Αποτρεπτικά και Αντιδραστικά (preventive and reactive). Τα αποτρεπτικά μέτρα λαμβάνονται εκ των προτέρων έτσι ώστε μια εταιρία να καταστεί λιγότερο ελκυστική σαν στόχος εξαγοράς. Αντίθετα, τα αντιδραστικά μέτρα λαμβάνονται όταν ήδη έχει ξεκινήσει η ‘επίθεση’ εξαγοράς από ένα ανεπιθύμητο μνηστήρα.

¹⁰ Αυτά μπορεί να είναι η ευελιξία κινήσεων και η ελευθερία στη λήψη αποφάσεων, το πακέτο αποδοχών ή ακόμη και το prestige της θέσης.

Η ύπαρξη των αποτρεπτικών μέτρων έναντι μιας επιθετικής εξαγοράς, είναι σημαντική όχι μόνο διότι η κατασκευή μιας σωστής αμυντικής λειτουργίας χρειάζεται χρόνο αλλά και επειδή δείχνει ότι Δ.Σ και managers είναι ενωμένοι με κοινό σκοπό τη διατήρηση της αυτονομίας της εταιρίας. Μερικά από τα πιο σημαντικά αποτρεπτικά μέτρα είναι τα δηλητηριώδη χάπια (poison pills) με χτύπημα υπεράνω δικαιωμάτων (flip – over rights) και χτύπημα εντός εξαγοράς (flip – in options), οι εταιρικές καταστατικές τροποποιήσεις (corporate charter amendments) και τα χρυσά αλεξίπτωτα (golden parachutes).

Ένα δηλητηριώδες χάπι είναι μια αμυντική στρατηγική στην οποία η εταιρία στόχος προσφέρει στους μετόχους της προνομιούχες μετοχές της συγχωνευμένης πλέον εταιρίας σε πολύ ελκυστική τιμή σαν υποχρεωτική συνέπεια μιας επιτυχημένης εξαγοράς. Η λογική πίσω από αυτή την κίνηση είναι ο μεγαλύτερος δυνατός διασκορπισμός των μετοχών ώστε η επιτιθέμενη εταιρία να χάσει χρήματα με αυτή της την επένδυση. Στις μέρες μας πολλές εταιρίες έχουν υιοθετήσει αυτό το μέτρο προστασίας, ιδιαίτερα μάλιστα αυτές που η τιμή μετοχής στην αγορά είναι υποτιμημένη σε σχέση με την πραγματική της αξία. Η εμπειρική έρευνα (Harbert 2002) έχει αποδείξει ότι τα δηλητηριώδη χάπια αποφέρουν κέρδος στους μετόχους της εταιρίας στόχου.

Ένα δηλητηριώδες χάπι με χτύπημα υπεράνω δικαιωμάτων διανείμει δικαιώματα αντί για μετοχές, δίνοντας έτσι την ευκαιρία στους υπάρχοντες μετόχους να αγοράσουν προνομιούχες μετοχές σε εξαιρετικά χαμηλή τιμή. Η χρήση των δικαιωμάτων μπορεί να χαρακτηριστεί ως ένα αποτελεσματικό μέτρο εξαιτίας της αρνητικής επίδρασης που έχουν οι προνομιούχες μετοχές στον ισολογισμό. Έτσι το ρίσκο για τον υποψήφιο αγοραστή ανεβαίνει. Το βασικό μειονέκτημα είναι ότι τα χτυπήματα υπεράνω δικαιωμάτων δεν μπορούν να εξασκηθούν αν ο αγοραστής δεν αποκτήσει το 100% της εταιρίας στόχου. Αυτό το εκμεταλλεύονται οι αγοραστής οι οποίοι ελέγχουν την εταιρία χωρίς να την έχουν εξαγοράσει πλήρως αποφεύγοντας έτσι να πληρώσουν τα δικαιώματα.

Ένα δηλητηριώδες χάπι με χτύπημα εντός εξαγοράς δίνει το δικαίωμα στους μετόχους να αγοράσουν επιπρόσθετες κοινές μετοχές της εταιρίας στόχου σε αρκετά χαμηλότερη τιμή από την τρέχουσα. Γενικά, τα δηλητηριώδη χάπια έχουν υιοθετηθεί κατά κόρον σαν αμυντικό μέτρο απέναντι σε μια εχθρική εξαγορά όμως η ανακοίνωση λήψης ενός τέτοιου μέτρου συνήθως επιφέρει μια άμεση, βραχυχρόνια ωστόσο πίεση στην τιμή της μετοχής.

Ένα άλλο αποτρεπτικό μέτρο που χρησιμοποιείται συχνά είναι οι εταιρικές καταστατικές τροποποιήσεις (corporate charter amendments), οι οποίες κλονίζουν τις εκλογές των μελών του Δ.Σ της επιτιθέμενης εταιρίας έτσι ώστε να μην εκλέγονται όλοι κατά τη διάρκεια της ίδιας χρονιάς. Η λογική είναι ότι ένα καλά εγκατεστημένο Δ.Σ θα είναι ικανό να αποκρούσει τα πλεονεκτήματα της επιτιθέμενης εταιρίας. Αυτό το μέτρο αποτρέπει τον επιτιθέμενο από την εγκατάσταση ενός εξολοκλήρου νέου management που θα διευκολύνει την στρατηγική μετάβαση μετά την εξαγορά.

Τα χρυσά αλεξίπτωτα είναι εξειδικευμένα, επικερδή πακέτα αποζημίωσης, συνήθως ρυθμισμένα ως εφάπαξ πληρωμή σε μετρητά τα οποία διανέμονται στους managers όταν το ποσοστό που έχει εξαγοραστεί εξωτερικά (δηλαδή χωρίς την έγκρισή τους) ξεπερνά ένα ορισμένο κατώφλι (συνήθως το 26,6%). Ο σκοπός αυτού του μέτρου είναι να βοηθήσει τους managers ώστε να αντισταθούν αποτελεσματικά απέναντι σε μια εξαγορά που θέτει σε κίνδυνο την εργασία τους, ευθυγραμμίζοντας ταυτόχρονα τα κίνητρό τους με αυτά των μετόχων. Η ύπαρξη αυτού του μέτρου αυξάνει σημαντικά το κόστος εξαγοράς για τον αγοραστή. Παράδειγμα αποτελεσματικότητας του μέτρου αυτού (από τη διεθνή επιχειρηματική σκηνή) είναι η μη επιτυχής προσπάθεια εξαγοράς της Northrop Grumman από την Lockheed Martin.

Όπως προαναφέραμε, εκτός από τα αποτρεπτικά υπάρχουν και τα αντιδραστικά μέτρα τα οποία λαμβάνονται όταν ήδη έχει ξεκινήσει η διαδικασία εξαγοράς. Ο λόγος που οι επιχειρήσεις δεν λαμβάνουν εκ των προτέρων μέτρα προστασίας είναι η πεποίθηση ότι αυξάνεται η περιουσία των μετόχων με την προσφορά ενός premium. Αυτό, βέβαια δίνει το δικαίωμα σε κάθε υποψήφιο αγοραστή (επιθυμητό ή μη) να κάνει τη δική του προσφορά. Μερικά από τα πιο βασικά αντιδραστικά μέτρα είναι ο δικαστικός αγώνας (litigation), η πράσινη αλληλογραφία (greenmail), η παύση συμφωνίας (standstill agreement) και η αλλαγή στη δομή κεφαλαίου (capital structure changes).

Ο κύριος σκοπός του δικαστικού αγώνα είναι η προσωρινή παρεμπόδιση της 'επίθεσης' που θα δώσει το χρόνο για τη λήψη άλλων πιο μακροπρόθεσμου χαρακτήρα μέτρων. Συνήθως, η νομική διαμάχη ξεκινά με τη δικαιολογία ότι η εξαγορά αυτή παραβαίνει τους νόμους περί ανταγωνισμού ή ότι η επιτιθέμενη εταιρία δεν έχει αποκαλύψει όλες τις πληροφορίες που επιβάλλονται από το νόμο για την έγκριση της εξαγοράς. Από την άλλη πλευρά, με την πράσινη

αλληλογραφία (greenmail) γίνεται αγορά και πάλι των μετοχών που κατέχει πλέον η επιτιθέμενη εταιρία με ένα premium τέτοιο ώστε να μην αποτελεί πλέον ελκυστικό στόχο εξαγοράς.

Η παύση συμφωνίας (standstill agreement) είναι ένα συμβόλαιο ανάμεσα στα δύο μέρη όπου η επιτιθέμενη εταιρία συμφωνεί να μην αγοράσει επιπλέον μετοχές της εταιρίας στόχου για μια συγκεκριμένη περίοδο, λαμβάνοντας ένα αντίτιμο. Τέτοιες συμφωνίες συμπεριλαμβάνουν ένα συμφωνητικό που δίνει το δικαίωμα στην εταιρία στόχο να μην επιτρέψει την πώληση των μετοχών της που κατέχει η επιτιθέμενη εταιρία. Με αυτό τον τρόπο η εταιρία στόχος αποφεύγει να εμπλακεί με κάποια άλλη επιτιθέμενη εταιρία η οποία πιθανώς να μην τιμήσει την παραπάνω συμφωνία. Τέλος η αλλαγή στη δομή κεφαλαίου (capital structure changes) επιτυγχάνεται με την πληρωμή στους μετόχους ενός υπερμερίσματος με συνέπεια την αύξηση του χρέους στον ισολογισμό (έτσι γίνεται λιγότερο ελκυστική σαν στόχος) αλλά και την ικανοποίηση των μετόχων.

Στον παρακάτω πίνακα συνοψίζουμε τις αμυντικές στρατηγικές απέναντι σε μια εχθρική εξαγορά αναφέροντας για την κατηγορία τους, τη συχνότητα χρήσης τους, την αποτελεσματικότητά τους και την επίδραση στον πλούτο των μετόχων.

Πίνακας 2: Αμυντικές στρατηγικές απέναντι σε εχθρική εξαγορά.

| Αμυντική Στρατηγική | Κατηγορία | Συχνότητα χρήσης της | Αποτελεσματικότητα | Επίδραση στον πλούτο των μετόχων |
|------------------------------|--------------|----------------------|--------------------|----------------------------------|
| Δηλητηριώδη χάπια | Αποτρεπτικό | Υψηλή | Υψηλή | Θετική |
| Εταιρικές Κατ. τροποποιήσεις | Αποτρεπτικό | Μέτρια | Πολύ χαμηλή | Αρνητική |
| Χρυσά αλεξίπτωτα | Αποτρεπτικό | Μέτρια | Χαμηλή | Αμελητέα |
| Δικαστικός αγώνας | Αντιδραστικό | Μέτρια | Χαμηλή | Θετική |
| Πράσινη αλληλογραφία | Αντιδραστικό | Πολύ χαμηλή | Μέτρια | Αρνητική |
| Παύση συμφωνίας | Αντιδραστικό | Χαμηλή | Χαμηλή | Αρνητική |
| Αλλαγή δομής κεφαλαίου | Αντιδραστικό | Μέτρια | Μέτρια | Χωρίς συμπέρασμα |

Πηγή : Pearce and Robinson (2004).

4. ΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

4.1. Κύματα Συγχωνεύσεων

Οι συγχωνεύσεις έρχονται κατά κύματα. Το πρώτο επεισόδιο έντονης συγχωνευτικής δραστηριότητας παρουσιάστηκε στο γύρισμα του 20^{ου} αιώνα και το δεύτερο στη δεκαετία του 1920. Υπήρξε μια επιπλέον έκρηξη συγχωνεύσεων από το 1967 ως το 1969 και ύστερα πάλι στις δεκαετίες του 1980 και του 1990. Κάθε επεισόδιο συνέπιπτε χρονικά με μια περίοδο ανοδικών τάσεων των τιμών των μετοχών, αν και σε κάθε περίπτωση υπήρχαν ουσιώδεις διαφορές στους τύπους των εταιριών που συγχωνεύονταν και τον τρόπο που αυτές συμπεριφέρονταν.

Δεν καταλαβαίνουμε ακριβώς γιατί η συγχωνευτική δραστηριότητα είναι τόσο ευμετάβλητη. Αν οι συγχωνεύσεις παρακινούνται από οικονομικά κίνητρα, τουλάχιστον ένα από τα κίνητρα αυτά θα πρέπει να είναι «εδώ σήμερα, αλλού αύριο» και θα πρέπει με κάποιο τρόπο να συνδέεται με υψηλές τιμές μετοχών. Όμως κανένα από τα οικονομικά κίνητρα που εξετάσαμε στο παρόν δε σχετίζεται με το γενικό επίπεδο της χρηματιστηριακής αγοράς. Κανένα από τα κίνητρα που βγήκαν στο προσκήνιο το 1967, δεν εξαφανίστηκαν το 1970, επανεμφανίστηκαν για το μεγαλύτερο μέρος της δεκαετίας του 1980 και ξανά στα μέσα της δεκαετίας του 1990.

Κάποιες συγχωνεύσεις μπορεί να προέρχονται από λάθη στην αποτίμηση από μέρος του χρηματιστηρίου. Με άλλα λόγια, ο αγοραστής μπορεί να πιστεύει ότι οι επενδυτές μπορεί να υποεκτίμησαν την αξία του πωλητή ή μπορεί να ελπίζει ότι θα υπερεκτιμήσουν την αξία της εταιρίας που θα προκύψει από τη συγχώνευση. Γιατί δεν βλέπουμε τόσες εταιρίες να κυνηγούν εξαγορές σε τιμή ευκαιρίας όταν η χρηματιστηριακή αγορά κινείται σε χαμηλά επίπεδα; Είναι πιθανό ότι «κορόιδα γεννιούνται κάθε λεπτό», όμως είναι δύσκολο να πιστέψουμε ότι συνωστίζονται μόνο σε αγορές που οι τιμές των μετοχών ανεβαίνουν (bull markets).

Στην έκρηξη των συγχωνεύσεων που έλαβε χώρα κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980, μόνο οι πολύ μεγάλες εταιρίες έμειναν αλώβητες από επιθέσεις ανταγωνιστικών διοικήσεων. Για παράδειγμα, το 1985, η Pantry Pride, μια μικρή αλυσίδα υπεραγορών, η οποία πρόσφατα είχε ανακάμψει από χρεοκοπία, έκανε μια προσφορά για την εταιρία καλλυντικών Revlon. Τα στοιχεία του ενεργητικού της Revlon ήταν πέντε φορές περισσότερα από αυτά της Pantry Pride. Αυτό που έκανε την προσφορά πιθανή (και τελικά επιτυχή) ήταν η ικανότητα της Pantry Pride να χρηματοδοτήσει την εξαγορά, παίρνοντας δάνειο της τάξεως του 2,1 δις δολαρίων. Η ανάπτυξη των μοχλευμένων εξαγορών στη διάρκεια της δεκαετίας του 1980, εξαρτιόταν από την ανάπτυξη μιας αγοράς ομολόγων – σκουπιδιών, η οποία επέτρεπε στους πλειοδότες να διαθέτουν ομόλογα χαμηλού βαθμού πιστοληπτικής αξιολόγησης ταχέως και σε μεγάλη ποσότητα.

Μέχρι το τέλος της δεκαετίας το περιβάλλον των συγχωνεύσεων είχε αλλάξει. Πολλοί από τους προφανείς στόχους είχαν εξαφανιστεί και η μάχη για την RJR υπογράμμιζε το αυξανόμενο κόστος για την επίτευξη της συγχώνευσης. Τα ιδρύματα δίσταζαν να αυξήσουν το ποσοστό συμμετοχής τους σε ομόλογα – σκουπίδια. Επιπλέον, η αγορά για τα ομόλογα αυτά, είχε εξαρτηθεί σε αξιοσημείωτο βαθμό από ένα πρόσωπο, το Μάικλ Μίλκεν, της επενδυτικής τράπεζας Drexel Burnham Lambert. Μέχρι το τέλος της δεκαετίας του 1980, ο Μίλκεν και η εργοδότηριά του είχαν μπλέξει. Ο Μίλκεν παραπέμφθηκε από ένα μεγάλο σώμα ενόρκων με 98 ψήφους και ως εκ τούτου καταδικάστηκε σε φυλάκιση και διατάχθηκε να καταβάλλει 600 εκατ. δολάρια. Η Drexel κατέθεσε αίτηση χρεοκοπίας, όμως μέχρι τότε η αγορά ομολόγων – σκουπιδιών ήταν ετοιμοθάνατη και η χρηματοδότηση για μοχλευμένες εξαγορές είχε πάψει σε μεγάλο βαθμό¹¹. Τελικά, αντιδρώντας στην υπερβολή που αντιλήφθηκαν ότι είχε η έκρηξη των συγχωνεύσεων, τα νομοθετικά σώματα της πολιτείας και τα δικαστήρια άρχισαν να τείνουν κατά των εξαγορών.

Η παρακμή στην συγχωνευτική δραστηριότητα αποδείχτηκε προσωρινή. Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990, τα χρηματιστήρια και οι συγχωνεύσεις εκρήγνυντο ξανά. Ωστόσο, οι LBO παρέμειναν εκτός μόδας και σχετικά λίγες συγχωνεύσεις έγιναν με μόνο σκοπό την αντικατάσταση της διοίκησης. Αντ' αυτού, οι εταιρίες άρχισαν να προσβλέπουν για μια ακόμη φορά, στα πιθανά οφέλη του συνδυασμού δύο εταιριών.

¹¹ Για την ιστορία του ρόλου του Μίλκεν στην ανάπτυξη της αγοράς σκουπιδιών ομολόγων βλέπε C. Bruck “The Predator’s Ball: The junk bond Raiders and the Man Who Staked Them” (New York: Simon & Schuster 1988).

4.2. Γεννούν οι Συγχωνεύσεις Καθαρά Οφέλη;

Αναμφίβολα, υπάρχουν καλές συγχωνεύσεις και κακές συγχωνεύσεις, όμως οι οικονομολόγοι το βρίσκουν δύσκολο να συμφωνήσουν εάν οι συγχωνεύσεις είναι ωφέλιμες *συνολικά*. Ξέρουμε σίγουρα πως οι συγχωνεύσεις γεννούν ουσιαστικά κέρδη για τους μετόχους της εξαγορασθείσας εταιρίας.

Από τη στιγμή που οι αγοραστές φαίνεται πως ίσα ίσα εξισορροπούν τις αποδόσεις τους και οι πωλητές αποκτούν σημαντικά κέρδη, φαίνεται πως υπάρχουν θετικά κέρδη στις συγχωνεύσεις. Όμως δεν έχουν πειστεί όλοι. Κάποιοι πιστεύουν ότι οι επενδυτές, αναλύοντας τις συγχωνεύσεις δίνουν υπερβολική προσοχή στα βραχυπρόθεσμα κέρδη, χωρίς να παρατηρούν ότι τα εν λόγω κέρδη είναι σε βάρος των μακροπρόθεσμων προοπτικών.

Από τη στιγμή που δε μπορούμε να παρατηρήσουμε πως θα πορεύονταν οι εταιρίες στην απουσία μιας συγχώνευσης, είναι δύσκολο να μετρηθούν τα αποτελέσματα της κερδοφορίας. Μελέτες της πρόσφατης συγχωνευτικής δραστηριότητας υποδεικνύουν ότι οι συγχωνεύσεις δείχνουν όντως να βελτιώνουν την πραγματική παραγωγικότητα. Για παράδειγμα, οι Healy, Palepu και Ruback εξέτασαν 50 μεγάλες συγχωνεύσεις μεταξύ του 1979 και του 1983 και βρήκαν μια μέση αύξηση 2.4 ποσοστιαίων μονάδων στις αποδόσεις προ φόρων. Ισχυρίζονται ότι αυτό το κέρδος δημιουργήθηκε από υψηλότερο επίπεδο πωλήσεων των ίδιων στοιχείων του ενεργητικού. Δεν υπήρχε καμιά απόδειξη ότι οι εταιρίες υποθήκευαν τις μακροπρόθεσμες μελλοντικές προοπτικές τους με περικοπές μακροπρόθεσμων επενδύσεων: Οι δαπάνες για κεφαλαιουχικό εξοπλισμό και έρευνα και ανάπτυξη ακολουθούσαν το μέσο όρο του κλάδου.

Πολλοί άνθρωποι πιστεύουν ότι το κύμα συγχωνεύσεων της δεκαετίας του 1980, οδήγησε πολλές εταιρίες σε επίπεδα υπερβολικού χρέους και τις άφησε ανέτοιμες για να επιβιώσουν από μια ύφεση. Επίσης πολλές τράπεζες και μερικοί μεγάλοι ασφαλιστικοί οργανισμοί επένδυσαν πολύ σε ομόλογα σκουπίδια. Οι κίνδυνοι αθέτησης σε αυτά τα ομόλογα απείλησαν και σε ορισμένες περιπτώσεις εξαφάνισαν την φερεγγυότητά τους.

Ίσως η πιο σημαντική επίπτωση μιας εξαγοράς γίνεται αντιληπτή από τη διοίκηση μιας εταιρίας που δεν έχει εξαγοραστεί.

Ξέρουμε όντως ότι η συγχωνευτική δραστηριότητα είναι πολύ δαπανηρή. Για παράδειγμα, στην εξαγορά της RJR Nabisco, οι συνολικές αμοιβές που πληρώθηκαν σε επενδυτικές τράπεζες, δικηγόρους και λογιστές, ξεπερνούσαν το 1,5 δις.

Ακόμα κι αν τα κέρδη από τη συγχώνευση υπερβαίνουν αυτά τα κόστη, κάποιος μπορεί να αναρωτηθεί αν τα ίδια κέρδη θα μπορούσαν να επιτευχθούν πιο φτηνά με άλλο τρόπο. Για παράδειγμα, είναι απαραίτητες οι μοχλευμένες εξαγορές για να δουλέψουν περισσότερο οι διοικήσεις; Ίσως το πρόβλημα βρίσκεται στον τρόπο με τον οποίο πολλές εταιρίες επιβραβεύουν και τιμωρούν τις διοικήσεις τους. Ίσως πολλά από τα κέρδη των εξαγορών μπορούν να προκύψουν, αν συνδεθεί πιο στενά η αμοιβή των διοικήσεων με την απόδοση της εταιρίας.

5. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟΝ ΕΛΛΑΔΙΚΟ ΧΩΡΟ

Όπως προαναφέραμε οι Σ & Ε δεν είναι τωρινό φαινόμενο. Τουλάχιστον σε παγκόσμιο επίπεδο, έχουν κάνει την εμφάνισή τους ήδη από την δεκαετία του 1920. Σύμφωνα με τον Dedhia (2004), ιστορικά παρουσιάζονται διαφορετικά κίνητρα και προθέσεις που οδήγησαν σε Σ & Ε. Πιο συγκεκριμένα έχουμε :

- 1920 – Συγχωνεύσεις για ολιγοπωλιακή ισχύ (Mergers for oligopoly).
- 1960 – Συγχωνεύσεις με στόχο την επέκταση των δραστηριοτήτων για μείωση του ρίσκου (Diversification mergers).
- 1980 – Συγχωνεύσεις ως απόρροια πειθαρχίας της αγοράς (Mergers for market disciplines).
- 1990 – Συγχωνεύσεις για εξυγίανση λόγω απορρύθμισης και απελευθέρωσης των αγορών (Mergers for consolidation due to deregulation).

Στην Ελλάδα, η εμφάνιση του φαινομένου των Σ & Ε καθυστέρησε αισθητά σε σχέση με το διεθνές περιβάλλον. Ουσιαστικά άρχισαν να πραγματοποιούνται από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 (Λουρή 1998), κάτι που οφειλόταν κυρίως στην ανελαστική δομή της Ελληνικής οικονομίας. Αυτή χαρακτηριζόταν από μικρές επιχειρήσεις με την ιδιοκτησία να ασκεί και την διοίκηση. Επίσης το τραπεζικό σύστημα, πλήρως ελεγχόμενο από την κρατική εξουσία, χορηγούσε σχετικά εύκολα δάνεια στις επιχειρήσεις, ενώ παράλληλα το χρηματιστήριο δεν είχε τη δυνατότητα να αλλάξει το υφιστάμενο χρηματοδοτικό καθεστώς, αφού δεν μπορούσε να προσφέρει τους απαραίτητους επενδυτικούς πόρους. Παράλληλα, στη διατήρηση της κατάστασης αυτής συντελούσε το γεγονός ότι η εθνική ζήτηση ήταν εγγυημένη, λόγω υψηλής προστασίας από το διεθνές εμπόριο.

Τα πράγματα άλλαξαν σε σημαντικό βαθμό, εξαιτίας δύο γεγονότων : Το πρώτο ήταν η παγκόσμια οικονομική ύφεση που ακολούθησε τις πετρελαϊκές κρίσεις της περιόδου 1980 – 1982, με συνέπεια μακροοικονομικές αναταράξεις όπως οι πληθωριστικές πιέσεις¹² και η μείωση της ζήτησης. Το δεύτερο ήταν η είσοδος της Ελλάδας ως πλήρες μέλος στην Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ). Συνέπεια των παραπάνω γεγονότων ήταν ο περιορισμός του

¹² Είχαν ως αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους δανεισμού που οδήγησε πολλές επιχειρήσεις στην υπερχρέωση και τελικά στην πτώχευση παρά τις προσπάθειες που έγιναν από το κράτος μέσω του οργανισμού ανασυγκρότησης επιχειρήσεων (ΟΑΕ).

εύκολου δανεισμού και η ανάπτυξη ενός έντονου ανταγωνιστικού περιβάλλοντος στο εσωτερικό της χώρας. Οι προαναφερθείσες μεταβολές γρήγορα έγιναν αντιληπτές από τον επιχειρηματικό κόσμο, και όχι μόνο, οδηγώντας στην ανάπτυξη του εταιρικού τομέα και την άνθηση της χρηματιστηριακής αγοράς. Ως εκ τούτου, η υιοθέτηση της στρατηγικής αναδιοργάνωσης διαμέσου Σ & Ε αποτέλεσε ένα βασικό όπλο στον αγώνα για επιβίωση και ανάπτυξη των επιχειρήσεων.

Εδώ ασχολούμαστε με τις Σ & Ε του βιομηχανικού τομέα (με την ευρύτερη έννοια του όρου). Αυτό, διότι είναι ο τομέας με τη μεγαλύτερη δραστηριότητα Σ & Ε στην Ελλάδα (ποσοστό περίπου 60% - Λουρή, 1998). Επίσης, ο βιομηχανικός τομέας είναι ενδεικτικός της παραγωγικής ικανότητας μιας χώρας και το φαινόμενο των Σ & Ε δείχνει (τουλάχιστον εν μέρει) την τάση ανάπτυξής του και την προσπάθεια για όσο το δυνατό μεγαλύτερη απορρόφηση των επιτευγμάτων της νέας τεχνολογίας. Επίσης, δεν ασχολούμαστε με εξαγορές δημοσίων επιχειρήσεων (public firms), διότι παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές στις αντιδράσεις της αγοράς (market reactions) σε σχέση με τις εξαγορές ιδιωτικών επιχειρήσεων (Chang 1998). Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζουμε τους κλάδους του βιομηχανικού τομέα (χωριζόμενοι σε παραδοσιακοί και μη).

Πίνακας 3 : Κλάδοι βιομηχανικού τομέα

| Παραδοσιακοί κλάδοι | Κωδικός NACE |
|-----------------------------------|---------------------|
| Είδη διατροφής | 151 – 158 |
| Ποτά | 159 |
| Καπνός | 16 |
| Ρουχισμός | 18 |
| Κλωστοϋφαντουργία | 17 |
| Υποδήματα – Δερμάτινα είδη | 19 |
| Ξύλο – Φελλός | 20 |
| Προϊόντα χάρτου | 21 |
| Εκδόσεις – Εκτυπώσεις | 22 |
| Μη μεταλλικά ορυκτά | 26 |
| Έπιπλα | 30/36 |
| Μη παραδοσιακοί κλάδοι | |
| Πετρέλαιο – Άνθρακας | 23 |
| Χημικά προϊόντα | 24 |
| Ελαστικά – Πλαστικά | 25 |
| Βασικά μέταλλα | 27 |
| Μεταλλικά προϊόντα | 28 |
| Μηχανήματα και εξοπλισμός | 29 |
| Ηλεκτρικά μηχανήματα και συσκευές | 31/32/33 |
| Μεταφορικά μέσα | 34/35 |

Παρακάτω παρουσιάζουμε τις Σ & Ε ελληνικών επιχειρήσεων για την περίοδο 1994 – 2002, καθώς και τον αριθμό αυτών, όπου ο αγοραστής απέκτησε μετοχικό μερίδιο τέτοιο που να του δίνει την πλειοψηφία (τουλάχιστον την καταστατική, δηλαδή ποσοστό > 30%)

Πίνακας 4 : Συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ελλάδα περιόδου 1994 – 2002

| Εταιρία πληροφοριών | Έτος | Σ & Ε | Σ & Ε με ποσοστό πλειοψηφίας |
|---------------------|------|-------|------------------------------|
| Top Invest-B logic | 1994 | 26 | 12 |
| Top Invest-B logic | 1995 | 27 | 17 |
| Top Invest-B logic | 1996 | 11 | 5 |
| Top Invest-B logic | 1997 | 20 | 7 |
| Top Invest-B logic | 1998 | 32 | 13 |
| Top Invest-B logic | 1999 | 67 | 47 |
| Top Invest-B logic | 2000 | 50 | 34 |
| Top Invest-B logic | 2001 | 51 | 31 |
| Top Invest-B logic | 2002 | 32 | 19 |

Πηγή : Οι εταιρίες Top Invest και B logic είναι εταιρίες χρηματοοικονομικών συμβούλων σε Ελλάδα και Μ. Βρετανία αντίστοιχα.

Καταρχάς, από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι από το 1999 και μετά το μεγαλύτερο ποσοστό εξαγορών (άνω του 50%) πραγματοποιήθηκε με απόκτηση μεριδίου πλειοψηφίας, με κύριο σκοπό τον έλεγχο της εξαγορασθείσας επιχείρησης. Επίσης, φαίνεται να ισχύει και εδώ η άποψη ότι οι Σ & Ε εμφανίζονται κατά κύματα (merger waves). Ένα τέτοιο κύμα εμφανίστηκε την περίοδο 1999 – 2001. Οι λόγοι που οδηγούν σε τέτοια μεταβλητότητα τον αριθμό των Σ & Ε δεν έχουν αποσαφηνισθεί ακόμα. Όμως στη βιβλιογραφία έχουν παρουσιασθεί κάποιες ιδέες, όπως ότι η γενική άνοδος μιας οικονομίας προκαλεί τέτοια κύματα (Melicher et al. 1983). Για την Ελλάδα μπορούμε να εικάσουμε ότι το κύμα της περιόδου 1999 – 2001 συνέβη λόγω του υψηλού ρυθμού ανάπτυξης, των προσδοκιών από την σίγουρη μελλοντική είσοδο της χώρας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) και από την αλματώδη αύξηση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών που απέφερε μεγάλα κέρδη στις επιχειρήσεις. Επιπλέον, θα πρέπει να πούμε για τα “κύματα” ότι είναι λογική κάποια στιγμή η ύφεσή τους, διότι μετά από μια έντονη δραστηριότητα Σ & Ε μειώνεται τόσο η κεφαλαιακή ισχύ των αγοραστών όσο και το ενδιαφέρον για περαιτέρω κινήσεις στον τομέα αυτό. Ο κύριος λόγος είναι ότι εξαντλείται, έστω προσωρινά, η προσφορά σε ελκυστικούς στόχους, ειδικότερα σε μια

μικρή ανοικτή οικονομία όπως η Ελλάδα, όπου το παραγωγικό, εμπορικό και τεχνολογικό δυναμικό “πρώτης γραμμής” δεν είναι ανεξάντλητο.

5.1. Ρυθμιστικό πλαίσιο Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ελλάδα

Ένα από τα βασικά θέματα που εξετάζει μια επιχείρηση ή επενδυτής πριν να προβεί σε συγχώνευση ή εξαγορά είναι κατά πόσο υπάρχει πιθανότητα αντίδρασης των αρχών που εποπτεύουν τις συνθήκες ανταγωνισμού με βάση την κείμενη νομοθεσία. Για το λόγο αυτό αναφερόμαστε εκτενέστερα στην επιτροπή ανταγωνισμού (δομή, αρμοδιότητες κτλ) καθώς και στις κείμενες διατάξεις.

Στην Ελλάδα οι Σ & Ε εποπτεύονται από την Ελληνική Επιτροπή Ανταγωνισμού (ΕΕΑ) η οποία αποτελεί μια μη κερδοσκοπική αρχή με διοικητική και χρηματοοικονομική ανεξαρτησία. Αποτελείται από έντεκα μέλη, δηλαδή : Α) ένα σύμβουλο του νομικού συμβουλίου του κράτους, εν ενεργεία ή μη, ή έναν πρώην ανώτατο δικαστή της πολιτικής ή διοικητικής δικαιοσύνης. Β) έναν εκπρόσωπο της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής (Ο.Κ.Ε), του Συνδέσμου Ελληνικών Βιομηχανιών (Σ.Ε.Β), της Εθνικής Συνομοσπονδίας Ελληνικού Εμπορίου (Ε.Σ.Ε.Ε) και της Γενικής Συνομοσπονδίας Επαγγελματιών, Βιοτεχνών, Εμπόρων Ελλάδος (ΓΕ.Σ.Ε.Β.Ε). Γ) Ένα μέλος Δ.Ε.Π Α.Ε.Ι, με ειδίκευση στο δίκαιο του ανταγωνισμού. Δ) δύο μέλη Δ.Ε.Π Α.Ε.Ι με ειδίκευση και εμπειρία στα οικονομικά θέματα της πολιτικής ανταγωνισμού. Ε) τρία πρόσωπα αναγνωρισμένου κύρους, με εμπειρία σε θέματα δημοσίου και κοινοτικού οικονομικού δικαίου, καθώς και σε θέματα πολιτικής ανταγωνισμού. Ο πρόεδρος της ΕΕΑ επιλέγεται και διορίζεται από το υπουργικό συμβούλιο ενώ τα μέλη της με τους αναπληρωτές τους διορίζονται με απόφαση του υπουργού ανάπτυξης. Η θητεία τους είναι τριετής και μπορεί να ανανεωθεί για μία μόνο φορά ακόμη. Επίσης η ΕΕΑ έχει διακεκριμένη νομική προσωπικότητα και παρίσταται αυτοτελώς σε κάθε είδους δίκες που έχουν ως αντικείμενο πράξεις ή παραλείψεις της.

Η ΕΕΑ αποφασίζει κρίνει και δραστηριοποιείται για θέματα που βρίσκονται υπό τη δικαιοδοσία της σύμφωνα με τον πρόσφατο νόμο 3373/2005 ο οποίος βελτίωσε και αντικατέστησε προηγούμενους νόμους (ν. 703/1977, ν. 2296/1995), ακολουθώντας την αναθεώρηση της ρύθμισης περί Σ & Ε της Ευρωπαϊκής Ένωσης που ψηφίσθηκε το Μάιο του

2004. Σύμφωνα με αυτό το νόμο η συγκέντρωση επιχειρήσεων πραγματοποιείται όταν α) συγχωνεύονται με κάθε τρόπο δύο ή περισσότερες προηγουμένως ανεξάρτητες επιχειρήσεις β) ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ελέγχουν ήδη τουλάχιστο μία επιχείρηση, αποκτούν άμεσα ή έμμεσα τον έλεγχο του συνόλου ή τμημάτων μιας ή περισσοτέρων άλλων επιχειρήσεων. Δεν θεωρείται συγκέντρωση όταν πιστωτικοί ή άλλοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί αποκτούν προσωρινά δικαιώματα συμμετοχής σε μια επιχείρηση με σκοπό την περαιτέρω διάθεσή τους.

Σύμφωνα με το άρθρο 3 του παραπάνω νόμου κάθε συγκέντρωση επιχειρήσεων πρέπει να γνωστοποιείται μέσα σε ένα μήνα από την πραγματοποίησή της στην ΕΕΑ όταν α) το μερίδιο αγοράς των προϊόντων ή υπηρεσιών που αφορά η συγκέντρωση, αντιπροσωπεύει στην εθνική αγορά ή σε ένα σημαντικό τμήμα αυτής, τουλάχιστο το δέκα τοις εκατό (10%) του συνολικού κύκλου εργασιών που πραγματοποιείται με τα προϊόντα ή τις υπηρεσίες που θεωρούνται ομοειδή λόγω των ιδιοτήτων, της τιμής και της χρήσης για την οποία προορίζονται β) ο συνολικός κύκλος εργασιών όλων των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στη συγκέντρωση, κατά τα οριζόμενα στο άρθρο 8 του 3373/2005, ανέρχεται στην εθνική αγορά τουλάχιστο σε 15.000.000 ευρώ. Σε περίπτωση παράβασης της υποχρέωσης προς γνωστοποίηση η ΕΕΑ επιβάλλει πρόστιμο ύψους 3000 ευρώ, το οποίο όμως δεν μπορεί να υπερβεί το 5% του συνολικού κύκλου εργασιών.

Σύμφωνα με το άρθρο 5 του 3373/2005 με απόφαση της ΕΕΑ απαγορεύεται κάθε συγκέντρωση επιχειρήσεων η οποία μπορεί να περιορίσει σημαντικά τον ανταγωνισμό στην εθνική αγορά (ή σε ένα σημαντικό σε συνάρτηση με τα χαρακτηριστικά των προϊόντων ή των υπηρεσιών τμήμα της) με τη δημιουργία ή ενίσχυση δεσπόζουσας θέσης. Για την εκτίμηση της δυνατότητας μιας συγκέντρωσης να περιορίσει σημαντικά τον ανταγωνισμό λαμβάνονται υπόψη ορισμένοι παράγοντες όπως : η διάρθρωση όλων των σχετικών αγορών, ο πραγματικός ή δυνητικός ανταγωνισμός εκ μέρους επιχειρήσεων εγκατεστημένων εντός ή εκτός Ελλάδος, η ύπαρξη νομικών ή πραγματικών εμποδίων εισόδου στην αγορά, η θέση των ενδιαφερόμενων επιχειρήσεων στην αγορά και η χρηματοοικονομική τους δύναμη, οι δυνατότητες επιλογής προμηθευτών, η πρόσβαση στις πηγές εφοδιασμού, η εξέλιξη της προσφοράς και ζήτησης των οικείων αγαθών και υπηρεσιών, τα συμφέροντα των ενδιάμεσων και τελικών καταναλωτών και η συμβολή στην εξέλιξη της τεχνοοικονομικής προόδου, υπό τον όρο ότι η εξέλιξη αυτή είναι προς το συμφέρον των καταναλωτών και δεν αποτελεί εμπόδιο για τον ανταγωνισμό.

Μια συγκέντρωση που απαγορεύθηκε από την ΕΕΑ με βάση τα προαναφερθέντα, μπορεί να εγκριθεί με ειδικά αιτιολογημένη απόφαση των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών και Ανάπτυξης (κατά τα οριζόμενα της παρ. 9 του άρθρου 6 του 3373/2005) όταν παρουσιάζει γενικότερα οικονομικά πλεονεκτήματα, τα οποία αντισταθμίζουν τον περιορισμό του ανταγωνισμού που θα προκύψει από αυτή τη συγκέντρωση ή κρίνεται απαραίτητη για την εξυπηρέτηση υπέρτερου δημοσίου και γενικότερου κοινωνικού συμφέροντος, ιδιαίτερα όταν συμβάλλει στον εκσυγχρονισμό και την εκλογίκευση της παραγωγής και της οικονομίας, στην προσέλκυση επενδύσεων, στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας στην Ευρωπαϊκή και διεθνή αγορά, στη δημιουργία θέσεων απασχόλησης.

Επίσης, σύμφωνα με το άρθρο 7 του 3373/2005 σε περίπτωση που έχει ήδη πραγματοποιηθεί η συγκέντρωση κατά παράβαση των διατάξεων που την απαγορεύουν, η ΕΕΑ διατάσσει χωρίς τήρηση προθεσμίας, το διαχωρισμό των επιχειρήσεων με τη διάλυση της συγχώνευσης ή τη διάθεση όλων των μετοχών ή στοιχείων του ενεργητικού που έχουν αποκτήσει, για να επανέλθει η κατάσταση που επικρατούσε πριν την πραγματοποίησή της. Ακόμη, η ΕΕΑ έχει δικαίωμα (είτε μετά από αίτημα του υπουργού ανάπτυξης είτε αυτεπάγγελτα) να εξετάσει συγκεκριμένο κλάδο της ελληνικής αγοράς και, εφόσον διαπιστώσει ότι δεν υφίστανται συνθήκες αποτελεσματικού ανταγωνισμού μπορεί με αιτιολογημένη απόφαση να λάβει κάθε απολύτως αναγκαίο κανονιστικό μέτρο σύμφωνα με τη διαδικασία του άρθρου 9 του ν. 3373/2005. Τέλος πρέπει να αναφέρουμε ότι από τις παραπάνω διατάξεις εξαιρούνται κάποιες περιπτώσεις όπως αυτή των αποκρατικοποιήσεων.

6. ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΘΕΩΡΗΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΚΑΙ ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ

Ο τρόπος επιλογής ανάπτυξης του θεωρητικού πλαισίου είναι υψίστης σημασίας, διότι μπορεί να μας οδηγήσει στον σχηματισμό θεωρητικών υποθέσεων οι οποίες αδυνατούν να ελέγξουν την πραγματική θεωρητική εικόνα των Σ & Ε για κάποια χώρα και ως εκ τούτου μας παρασύρουν σε εντοπισμό χαρακτηριστικών και κινήτρων που προφανώς δεν υφίστανται. Όπως αναφέρεται από τους Alcalde & Espitia (2003) και Bester (2004) ο αριθμός των κινήτρων είναι αρκετά μεγάλος, ώστε ορισμένα από αυτά να εμφανίζονται ταυτόχρονα σε μια και μόνο εξαγορά. Ωστόσο, το πρόβλημα εντείνεται από το γεγονός ότι τα κίνητρα πολλές φορές διαφέρουν στη φύση τους και μπορούν να αλλάζουν από εξαγορά σε εξαγορά στο ίδιο μέρος την ίδια χρονική στιγμή.

Από τα παραπάνω γίνεται κατανοητό ότι η υιοθέτηση ενός συγκεκριμένου αριθμού κινήτρων (κατάλληλων), μέσα από τα οποία θα προέρχονται οι προς έλεγχο θεωρητικές υποθέσεις, είναι μια πολύπλοκη διαδικασία με υψηλό βαθμό δυσκολίας. Σε αυτό συμβάλει και το ότι η ένταση, οι τεχνικές και η σημαντικότητα των Σ & Ε ποικίλει από χώρα σε χώρα, εξαρτώμενη από διάφορα χαρακτηριστικά της (κάθε χώρας), όπως είναι οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης, η σπουδαιότητα των πηγών άντλησης κεφαλαίου και το νομοθετικό πλαίσιο (Bester 2004). Άρα η σημαντικότητα των κινήτρων διαφοροποιείται και σε σχέση με τις οικονομικές συνέπειές τους.

Παρόλα αυτά, μελέτες όπως των Palepu (1986), Barnes (1999), Weir & Laing (2003) και Espahbodi & Espahbodi (2003) αναπτύσσουν και ελέγχουν θεωρητικές υποθέσεις (βασιζόμενες στην οικονομική θεωρία και την αποτελεσματικότητα των αγορών), οι οποίες πηγάζουν από τα κίνητρα των Σ & Ε (φυσικά έχουν υιοθετηθεί ορισμένα από αυτά). Το υπόβαθρο αυτών των μελετών, με ορισμένες εξαιρέσεις (π.χ Weir & Laing), είναι η πειθαρχική φύση (disciplinary nature), μολονότι δεν τονίζεται επαρκώς. Στο σημείο αυτό πρέπει να διευκρινίσουμε ότι η πειθαρχική φύση δεν είναι ταυτόσημη με τις εχθρικές εξαγορές. Βέβαια μια εχθρική εξαγορά πραγματοποιείται, εφόσον υφίστανται τα “agency conflicts” ανάμεσα στους μετόχους και το management αλλά μπορεί να οφείλεται σε εντελώς διαφορετικούς λόγους όπως η αύξηση των μεριδίων αγοράς για τον αγοραστή. Χαρακτηριστική είναι η μελέτη των Dahya & Powell (1996) που δείχνει ότι η αλλαγή στο management έγινε μόνο στο 59% των εχθρικών εξαγορών. Το πρόβλημα αυτό με τον εντοπισμό των κατάλληλων κινήτρων υπεισέρχεται σε αυτές τις μελέτες

και μετατρέπεται σε μειονέκτημα, αφού επιδιώκουν από τα κίνητρα και διαμέσου του ελέγχου των θεωρητικών υποθέσεων που πηγάζουν από αυτά να αναδείξουν την επικρατούσα θεωρία. Ωστόσο το ορθόν, το οποίο και θα υιοθετήσουμε εδώ, είναι από τη θεωρία και μέσω των υποθέσεων που προέρχονται από αυτή να αναδειχθούν τα πραγματικά κίνητρα Σ & Ε.

Οι υφιστάμενες μελέτες έχουν οδηγήσει σε μια ισχυρή διαμάχη όσο αφορά στον τύπο των εταιριών που γίνονται στόχοι Σ & Ε. Η πλειοψηφία τους είναι χρηματοοικονομικής φύσης και μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε τρεις υποομάδες. Η πρώτη υποομάδα εστιάζει στον προσδιορισμό των χαρακτηριστικών των στόχων εξαγοράς, προσπαθώντας να προσδιορίσει αν οι στόχοι έχουν κάποιες διακεκριμένες ιδιότητες (π.χ Schwartz 1982, Hasbrouck 1985, Ambrose & Megginson 1992, Powell 1997, Buehler et al. 2006). Η δεύτερη υποομάδα χρησιμοποιεί τα υποδείγματα πιθανοφάνειας με σκοπό την πρόβλεψη των εταιριών στόχων που θα αποφέρει κέρδος στους επενδυτές από την αύξηση των τιμών των μετοχών (Stevens 1973, Palepu 1986, Espahbodi & Espahbodi 2003). Η τρίτη υποομάδα ελέγχει αν ισχύει ή όχι η θεωρία για τον έλεγχο της αγοράς (Market for Corporate Control – MCC), την οποία θα αναλύσουμε παρακάτω. Για παράδειγμα, τα ευρήματα των Tremblay & Tremblay (1988) και Dickerson et al (2002) υποστηρίζουν την MCC, ενώ ερευνητές όπως οι Thompson (1997), Markides & Singh (1997) και Chatterjee (2000) τονίζουν ότι η πειθαρχία του management δεν ήταν το κυρίαρχο κίνητρο εξαγορών.

Μια άλλη κατηγορία μελετών (αντίθετη της προηγούμενης) είναι αυτή που χρησιμοποιεί την προσέγγιση των “event studies”, όπου ελέγχονται θεωρίες – θεωρητικές υποθέσεις προερχόμενες από τη χρηματοοικονομική ανάλυση (Adelaja et al. 1999). Ο έλεγχος πραγματοποιείται με τη μελέτη των κερδών και της συμπεριφοράς των μετοχών των εμπλεκόμενων εταιριών πριν και μετά την εξαγορά. Μελέτες αυτής της κατηγορίας είναι των Asquith (1983), Roll (1986) και Mueller & Sirower (2003). Μολονότι αυτές οι μελέτες αναφορικά με τον τρόπο ανάπτυξης και ελέγχου των θεωρητικών υποθέσεων μπορούμε να ισχυριστούμε ότι υπερέχουν των προηγούμενων, εξακολουθούν να παρουσιάζουν μειονεκτήματα. Καταρχάς, δεν υπάρχει κοινή κατεύθυνση προς μία θεωρία και επιπλέον για την εξέταση των θεωριών αυτών χρησιμοποιούνται χρηματιστηριακά δεδομένα με συνέπεια να μην ελέγχονται οι υποθέσεις σε

εξαγορές εταιριών που λειτουργούν εκτός της χρηματιστηριακής αγοράς¹³. Το γεγονός αυτό μπορεί να περιορίσει σημαντικά τον αριθμό των κινήτρων που μπορούν να εξαχθούν ως αιτίες των Σ & Ε, αφού πολλά εξ' αυτών έχουν τη βάση τους σε μη χρηματιστηριακές μεταβλητές.

Τέλος, κάποιες μελέτες όπως αυτή των Adelaja et al. (1999), αναγνωρίζοντας τα μειονεκτήματα αυτά, αφήνουν στην εμπειρική ανάλυση την επιλογή των μεταβλητών που συνεπάγεται και επιλογή κινήτρων και θεωρίας. Βέβαια αυτός ο τρόπος δεν ενδείκνυται. Εδώ, έχοντας ως κύριο σκοπό την πληρέστερη δυνατή ανάπτυξη του θεωρητικού πλαισίου, λαμβάνοντας τα θετικά και περιορίζοντας τα αρνητικά στοιχεία των προηγούμενων μελετών στον τομέα αυτό, θα αναπτύξουμε δύο διαφορετικές θεωρητικές προσεγγίσεις οι οποίες θα αντιπροσωπεύονται από θεωρίες των "event studies". Οι προσεγγίσεις αυτές, οι οποίες θα αποτελούν το θεωρητικό μας υπόβαθρο θα μας οδηγήσουν στο σχηματισμό των θεωρητικών υποθέσεων που θα εκφράζονται με τρόπο τέτοιο, ώστε να αντανακλούν την προσμονή μας προς την επικρατούσα προσέγγιση. Ωστόσο, η σημαντικότητα των μεταβλητών (μέσω οικονομετρικών υποδειγμάτων που δεν εξετάζουμε εδώ) θα είναι αυτή που θα μας οδηγήσει σε αποδοχή ή απόρριψη των υποθέσεων και κατά συνέπεια στην υιοθέτηση μιας εκ των δύο προσεγγίσεων.

6.1. Η προσέγγιση της διοικητικής πειθαρχίας

Η πρώτη θεωρητική προσέγγιση που θα αναπτύξουμε είναι η προσέγγιση της διοικητικής πειθαρχίας (Managerial Discipline Approach – MDA). Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση οι επιχειρήσεις στόχοι έχουν υψηλές δυνατότητες ανάπτυξης, όμως τα αποτελέσματά τους είναι πενιχρά, κάτι που οφείλεται στην αναποτελεσματικότητα των ατόμων που τις διαχειρίζονται (inefficient management). Η πιο αντιπροσωπευτική θεωρία για την προσέγγιση αυτή είναι η MCC. Ο πρώτος που κάνει λόγο για την MCC είναι ο Robin Marris (1963, 1964), ο οποίος στην 'theory of managerial capitalism' ισχυρίστηκε ότι οι managers των επιχειρήσεων αναζητούν την μεγιστοποίηση της ανάπτυξης της εταιρίας τους αγνοώντας τα συμφέροντα των μετόχων. Ο όρος MCC δόθηκε από τον Manne (1965), σύμφωνα με τον οποίο η αγορά έχει ρόλο πειθαρχικό με

¹³ Αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία στην περίπτωση της Ελλάδας όπου ένα πολύ μεγάλο μέρος Σ & Ε πραγματοποιείται εκτός χρηματιστηρίου.

σκοπό την εξάλειψη της μη αποτελεσματικής διαχείρισης. Η μη ευθυγράμμιση των συμφερόντων μετόχων και διαχειριστών δημιουργεί τα “agency costs”, σύμφωνα με την “agency theory του Jensen” (1986). Με άλλα λόγια, στις εταιρίες με υψηλό διασκορπισμό μετοχών και μη δυναμικά συστήματα εσωτερικού ελέγχου, καιροσκόποι διαχειριστές επιδιώκουν την επίτευξη των δικών τους αντικειμενικών σκοπών,¹⁴ χωρίς να ενδιαφέρονται για τα συμφέροντα των μετόχων. Αυτές οι στρατηγικές των παραπάνω διαχειριστών μπορούν να οδηγήσουν *inter alia* σε υπερβολική και αδικαιολόγητη επέκταση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων (Dickerson et al 2002, Shleifer & Vishny 1988), βραχυπρόθεσμες επενδύσεις (Jensen 1988, Markidis & Singh 1997), και υποτίμηση των τιμών των μετοχών, δοθέντος ότι οι τιμές των μετοχών αντανακλούν την αποτελεσματικότητά τους (Barnes 1999, 2000). Προφανώς, η υποτίμηση των τιμών των μετοχών σχετίζεται άμεσα με την αποκόμιση μη κανονικών κερδών ωστόσο σύμφωνα με τους Mueller & Sirower (2003) η διαδικασία προσφορών από τους αγοραστές ανεβάζει τις τιμές με συνέπεια να μην αναμένονται κέρδη γι’ αυτούς, αλλά αν προκύψουν θα πρόκειται για τυχαίο γεγονός (Barney 1986). Ολοκληρώνοντας με την MCC, για να είναι επιτυχημένος ο ρόλος της θα πρέπει να συντρέχουν τρεις προϋποθέσεις (Brealey & Myers 2001) :

1. Η φτωχή επίδοση της εταιρίας που πρόκειται να εξαγοραστεί θα πρέπει να οφείλεται στη μη ικανοποιητική διαχείριση και όχι σε εξωγενείς παράγοντες της αγοράς ή της βιομηχανίας που δεν είναι υπό τον έλεγχο του management.
2. Η εξαγορά πρέπει να ακολουθείται από μια αλλαγή στις πρακτικές του management και αυτή η αλλαγή πρέπει να αυξάνει την αξία της επιχείρησης – στόχου. Δράσεις που αυξάνουν την αξία, αυξάνουν τις ταμειακές ροές από το υπάρχον ενεργητικό, αυξάνουν τα αναμενόμενα επίπεδα ανάπτυξης, επιμηκύνουν τη χρονική περίοδο της ανάπτυξης ή μειώνουν το κόστος κεφαλαίου.
3. Η τιμή της μετοχής στην αγορά θα πρέπει να αντανακλά το status quo, δηλαδή τις φτωχές επιχειρηματικές πρακτικές του υπάρχοντος management.

Μια άλλη διάσταση της MDA είναι τα διαφορετικά είδη ανισορροπίας ανάμεσα στις προσδοκίες για ανάπτυξη και την ποσότητα των διαθέσιμων πόρων που προκαλούνται από την αναποτελεσματικότητα του management. Σύμφωνα με την θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash – flow theory) του Jensen (1986), εταιρίες με υπερβάλλουσα διαθεσιμότητα

¹⁴ Όπως έχουμε αναφέρει τέτοιοι μπορεί να είναι η ελευθερία στη λήψη αποφάσεων, το πακέτο αποδοχών και το prestige της θέσης.

πόρων όσο αφορά στα κεφάλαια που απαιτούνται για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών τους σχεδίων, έχουν θετική παρούσα αξία και αυξάνουν την πιθανότητα εξαγοράς τους από επιχειρήσεις με έλλειψη ρευστότητας (τύπου “cash – starved”). Η άποψη αυτή ενισχύεται από το γεγονός ότι υπάρχει μια τάση στις επιχειρήσεις να προβαίνουν σε εξωτερικού τύπου επενδύσεις (π.χ Σ & Ε) παρά σε εσωτερικού τύπου (π.χ ανασχεδιασμός λειτουργικών διαδικασιών) που δίνουν μεγαλύτερη ώθηση στην προοπτική ανάπτυξης (Jovanovic & Rousseau 2002). Το άλλο είδος ανισορροπίας αφορά στην αντίθετη κατεύθυνση, δηλαδή εταιρίες με υψηλές δυνατότητες ανάπτυξης αλλά περιορισμένη διαθεσιμότητα πόρων μετατρέπονται σε στόχο εξαγοράς από εταιρίες με πλούσια ρευστότητα δηλαδή τύπου “cash – rich” (Myers & Majluf 1984). Οι μέχρι τώρα εμπειρικές έρευνες δεν έχουν οδηγήσει στην επικράτηση ενός εκ των δύο ειδών ανισορροπίας.

6.2. Η προσέγγιση της στρατηγικής διαχείρισης

Η δεύτερη θεωρητική προσέγγιση που αναπτύσσουμε είναι η προσέγγιση της στρατηγικής διαχείρισης (Strategic Management Approach – SMA), η οποία σταδιακά εγκαθίσταται στη βιβλιογραφία και αναδύεται από το ερευνητικό πεδίο της βιομηχανικής οργάνωσης. Η MDA είναι περιορισμένη στις εταιρίες με φτωχή χρηματοοικονομική επίδοση και σχετίζεται άμεσα με κίνητρα όπως η αποκόμιση μη κανονικών κερδών, η αντικατάσταση των διαχειριστών και η εκμετάλλευση κάποιου είδους ανισορροπίας. Ωστόσο, δεν λαμβάνονται υπόψη άλλου είδους κίνητρα όπως η μονοπωλιακή ισχύς, οι συνέργιες και τα μερίδια αγοράς. Σε αντίθεση λοιπόν με την MDA, η SMA βασίζεται στη φιλοσοφία της εξαγοράς επιχειρήσεων με οικονομική ευμάρεια ή τουλάχιστον σε αυτές που δεν χαρακτηρίζονται από χειρότερη χρηματοοικονομική επίδοση σε σχέση με τις μη εξαγορασμένες εταιρίες που ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Εξαιτίας του γεγονότος ότι (σε ένα ανταγωνιστικό και υψηλού ρίσκου επιχειρηματικό περιβάλλον) ο χρόνος είναι σπάνιο αγαθό για τους managers, η εξαγορά ελκυστικών στόχων παίζει αποφασιστικό ρόλο στην γρήγορη και επιτυχή ολοκλήρωσή τους στο επιχειρηματικό σύστημα του αγοραστή (Angwin & Savill 1997). Μολονότι οι εξαγορές μπορούν να προσφέρουν άμεσα αποτελέσματα “εν μία νυκτί” (overnight results – Kitching 1974) αποτελούν σχέδια υψηλού ρίσκου. Πράγματι, το ρίσκο

αποτυχίας αυξάνεται ουσιαστικά, όσο η επίδοση των εξαγορασμένων επιχειρήσεων μειώνεται επειδή η ολοκλήρωση μη παραγωγικών ή μη αποδοτικών εταιριών προκαλεί σοβαρές δυσκολίες εξυγίανσης (turnaround), οι οποίες απαιτούν χρόνο και ταλέντο από πλευράς του management για να τις εντάξει επιτυχώς στον όμιλο του αγοραστή.

Από αυτή τη σκοπιά, διερωτάται κάποιος γιατί ένας επενδυτής να εξαγοράσει μια εταιρία με φτωχή επίδοση και να εμπλακεί με το πρόβλημα της εξυγίανσης; Γι' αυτό το λόγο, οι αγοραστές αναμένεται ότι θα προτιμήσουν επιχειρήσεις όπου μπορούν να προσθέσουν αξία, να εκμεταλλευθούν το στρατηγικό τους πλεονέκτημα και να εδραιώσουν μια ισχυρότερη παρουσία στην αγορά σε βάρος των ανταγωνιστών τους παρά να αναζητήσουν την αποκόμιση μη κανονικών κερδών στις χρηματιστηριακές αγορές (Angwin & Savill 1997, McGuckin & Nguyen 1995, Bleeke et al 1990). Συγκεκριμένα, οι Angwin & Savill (1997) εστιάζουν στο στρατηγικό πλεονέκτημα και στην καλή χρηματοοικονομική κατάσταση ως τους πιο σημαντικούς παράγοντες για ένα επιτυχημένο σχέδιο εξαγοράς. Ο Bleeke et al. (1990) συμπέραναν ότι οι αγοραστές κατέφυγαν σε εξαγορές επιχειρήσεων με ισχυρή τοπική παρουσία στην κεντρική επιχειρηματική τους δράση. Ο Kitching (1974) τόνισε τη σημαντικότητα της υγιούς επιχείρησης με σημαντικό μερίδιο αγοράς και υψηλή αποδοτικότητα. Οι McGuckin & Nguyen (1995) έδειξαν ότι η παραγωγικότητα, η συνειδητοποίηση των συνεργιών και οι σχετικές αποτελεσματικότητες είναι σημαντικά κίνητρα εξαγορών. Οι Ambrose & Megginson (1992) διαπίστωσαν ότι οι αγοραστές αναζητούν στόχους πλούσιους σε ενεργητικό, ώστε να μπορέσουν να αυξήσουν την παραγωγική ικανότητα και να επιτύχουν κυριαρχία στα μερίδια αγοράς και οικονομίες κλίμακας στην παραγωγή. Τέλος, οι Morck et al (1998) συμπέραναν ότι οι εξαγορές προσδιορίζονται από την επιθυμία των αγοραστών να εισέλθουν σε μια νέα αγορά ή να κερδίσουν οικονομίες κλίμακας.

Η πιο αντιπροσωπευτική θεωρία για την προσέγγιση αυτή είναι η θεωρία της συνέργειας (Mueller & Sirower 2003), η οποία είναι άμεσα συνυφασμένη με το κίνητρο των συνεργιών. Η ουσιαστική διαφορά με την MCC έγκειται στο ότι αναμένονται κέρδη και για τα δύο είδη εταιριών (εξαγορασμένη και προβαίνουσα σε εξαγορά). Αν οι υποψήφιοι αγοραστές είναι λιγότεροι από τους στόχους εξαγοράς, τότε αναμένονται μεγαλύτερα κέρδη για τους αγοραστές παρά για τις εξαγορασμένες εταιρίες, το αντίθετο αναμένεται να συμβεί αν οι υποψήφιοι αγοραστές είναι περισσότεροι από τους στόχους εξαγοράς.

6.3. Υποθέσεις εργασίας

Πριν προχωρήσουμε στο σχηματισμό των θεωρητικών υποθέσεων, θα διερευνήσουμε τα χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς τα οποία θα μας οδηγήσουν στη προσμονή για επικράτηση μιας εκ των δύο παραπάνω προσεγγίσεων. Με βάση αυτή την προσμονή θα εκφραστούν οι θεωρητικές υποθέσεις. Καταρχάς, η Ελλάδα είναι μια μικρή ανοικτή οικονομία. Ως εκ τούτου ο ανταγωνισμός είναι ελεύθερος χωρίς ειδικούς περιορισμούς. Αυτό αποτελεί τη βάση της εμφάνισης του φαινομένου των Σ & Ε, το οποίο από τα υπάρχοντα στοιχεία προκύπτει ότι βρίσκεται σε αρχικό στάδιο με δυναμική τάση εξέλιξης. Επομένως, η Ελλάδα είναι μια αναδύομενη αγορά Σ & Ε σε σχέση με τις ώριμες αγορές της Δυτικής Ευρώπης και της Βόρειας Αμερικής.

Παρόλα αυτά, η απαγκίστρωση από το κατεστημένο που επικρατούσε προ της εισόδου της χώρας στην ΕΟΚ φαίνεται να συντελείται με σχετικά αργό ρυθμό. Αυτό εύκολα μπορούμε να το διαπιστώσουμε από τα χαρακτηριστικά της χρηματιστηριακής αγοράς, τη δομή ιδιοκτησίας των επιχειρήσεων και τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Συγκεκριμένα, παρά τις πρόσφατες θετικές εξελίξεις στις αγορές κεφαλαίου σαν αποτέλεσμα της παγκοσμιοποίησης των χρηματοοικονομικών σχέσεων και των νέων τάσεων στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους, τα εθνικά χρηματιστήρια σε αγορές μικρών οικονομιών όπως η Ελλάδα εξακολουθούν να είναι περιορισμένα και συχνά χαρακτηρίζονται από προβλήματα ρευστότητας και σχετικά υψηλής μεταβλητότητας. Συνέπεια του παραπάνω γεγονότος είναι η διατήρηση της πρωτοκαθεδρίας του τραπεζικού συστήματος ως κύρια πηγή άντλησης επενδυτικών κεφαλαίων. Η περιορισμένη άνθηση του ελληνικού χρηματιστηρίου επέβαλε την αναζήτηση στόχων – εξαγοράς μη εισηγμένων εταιριών.

Από την άλλη πλευρά, η ανάπτυξη του εταιρικού τομέα βρίσκεται σε πρώιμο στάδιο και αυτό εύκολα μπορεί να γίνει αντιληπτό από το γεγονός ότι ακόμα και σε μεγάλες εισηγμένες επιχειρήσεις η δομή ιδιοκτησίας εξακολουθεί να διατηρεί τον οικογενειακό της χαρακτήρα. Δηλαδή το management είτε ασκείται από τους ίδιους τους μεγαλομετόχους είτε ελέγχεται απόλυτα από αυτούς. Άρα δεν υπάρχει ισχυρή ένδειξη ύπαρξης των “agency conflicts” ανάμεσα σε μετόχους και management. Έτσι θεωρίες όπως η MCC φαίνεται να έχουν μικρή εφαρμογή σε οικονομίες όπως η Ελληνική. Συνεπώς, οι παράμετροι των Σ & Ε στην Ελλάδα θα πρέπει να ερευνούνται περισσότερο από την προσέγγιση της στρατηγικής διαχείρισης παρά από την

αντίστοιχη της διοικητικής πειθαρχίας κάτι που σημαίνει ότι θα πρέπει να αναμένουμε την επικράτηση της SMA.

Δοθέντος λοιπόν ότι τα χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς μας οδηγούν στο να αναμένουμε ως επικρατούσα προσέγγιση την SMA και λαμβάνοντας υπόψη ότι η στατιστική απόρριψη μιας υπόθεσης είναι μια ισχυρότερη διατύπωση από ότι είναι η στατιστική παραδοχή, οι θεωρητικές υποθέσεις (με τις εναλλακτικές τους) που κάνουμε είναι οι εξής :

Υπόθεση 1 : H_0 : Οι στόχοι εξαγοράς είναι λιγότερο αποτελεσματικές εταιρίες σε σχέση με τους μη στόχους.

H_1 : Οι στόχοι εξαγοράς είναι πιο αποτελεσματικές εταιρίες από τους μη στόχους.

Υπόθεση 2 : H_0 : Η χρηματοοικονομική κατάσταση των στόχων είναι στο ίδιο ή σε χειρότερο επίπεδο από αυτή των μη στόχων.

H_1 : Η χρηματοοικονομική κατάσταση των στόχων είναι σε καλύτερο επίπεδο από αυτή των μη στόχων.

Υπόθεση 3 : H_0 : οι στόχοι στρατηγικά δεν υπερέχουν των μη στόχων.

H_1 : οι στόχοι στρατηγικά υπερέχουν των μη στόχων.

7. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Adelaja A., Nayga R., Farooq Z., (1999) “Predicting Mergers and Acquisitions in the Food Industry”, *Agribusiness*, Vol 15 (1) pp 1- 23.

Alcalde N. and M. Espitia (2003), “The Characteristics of Takeover Targets: The Spanish Experience 1991-1997”, *Journal of Management and Governance*, 7, pp. 1-26.

Ambrose B.W. and W.L. Megginson (1992), “The role of asset structure, and takeover defenses in determining acquisition likelihood”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 4, Dec., pp. 575-589.

Angwin, D. and B. Savill (1997). “Strategic perspectives on European cross-border acquisitions: a view from top European executives”, *European Management Journal*, 15 (4), pp. 423-435.

Asquith P. (1983), “Merger bids, uncertainty and stock – holder returns” *Journal of Financial Economics* 11, 51 – 83.

Barnes P. (1999), “Predicting UK Takeover Targets: Some Methodological Issues and an Empirical Study”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12, pp. 283-301.

Barnes P. (2000), “The identification of UK takeover targets using published historical cost accounting data. Some empirical evidence comparing logit with linear discriminant analysis and raw financial ratios with industry-relative ratios”, *International Review of Financial Analysis*, 9:2, pp. 147-162.

Barney J.B. (1986), “Strategic factor markets : expectations, luck and business strategy.” *Management Science* 32, 1231 – 1241.

Berkovitch E. and M. P. Narayanan, (1993), “Motives for Takeovers: An Empirical Investigation”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 28 (3) pp 347 – 362.

Bester J. (2004), “Takeover Theories and Prediction Models-The Case of Slovenian Privatized Companies” *Working Paper*.

Bleeke J., J. Isono, D. Ernst and D. Weinberg (1990), “Succeeding at cross-border mergers and acquisitions”, *McKinsey Quarterly*, 3, pp. 46-55.

- Bradley M., Desai A. and E. H. Kim (1988), “Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms.”, *Journal of Financial Economics*, 21 pp 3 – 40.
- Brealey A. R. and S. C. Myers (2002), *Finance – Investment Valuation*, 2nd Edition, McGraw – Hill .
- Brealey A. R., Myers C. S., Marcus J. A., (2001), *Fundamentals of Corporate Finance*, 3rd Edition, McGraw – Hill.
- Buehler S., Kaiser C. and F. Jaeger (2006), “Merge or fail ? The determinants of mergers and bankruptcies in Switzerland, 1995 – 2000”, *Economics Letters* 90, 88 – 95.
- Byrd J. W., and W. W. Stammerjohan, (1997), “Success and failure in the market for corporate control: Evidence from the petroleum industry.”, *Financial Review* 32/4 November pp 635 – 659.
- Chambers J.(2001), *The Art of Friendly Acquisition*, C. Schleier : How to Think Like the World’s Greatest Masters of M & A. McGraw – Hill, USA.
- Chang S. (1998), “Takeovers of privately held targets, methods of payment and bidder returns.”, *Journal of Finance*, 53, 773-784.
- Chatterjee, R.A. (2000), “The financial performance of companies acquiring very large takeover targets.”, *Applied Financial Economics*, 10, pp 185-191.
- Γεωργόπουλος Α. (2004), *Αναδιοργάνωση Επιχειρήσεων*. Εκδόσεις Παπαζήση
- Coggin T. D. and F. J. Fabozzi, (2003), *The Handbook of Equity Style Management*, 3rd Edition, John Wiley & Sons.
- Dahya J. and R. Powell (1996), “Top management changes following hostile and friendly takeovers” *ACCA Research Report* No 61.
- DeAngelo H., and E. Rice, (1983), “Anti – takeover charter amendments and stockholder wealth”, *Journal of Financial Economics* 11/1-4 April pp 329 – 360.
- Dedhia N.S. (2004), “Quality Imperatives for Global Acquisitions and Mergers”, *Total Quality Management*, Vol 15 (2) pp 221 – 227.
- Dickerson A.P., Gibson H.D. and E. Tsakalotos (2002), “Takeover risk and the market for corporate control: the experience of British firms in the 1970s and 1980s”, *International Journal of Industrial Organization*, 20, pp. 1167-1195.
- Δούκας Π. (2002), *Εταιρική Διακυβέρνηση Κεφαλαιαγορές Χρηματιστήριο και Αξιολόγηση Επιχειρήσεων*, Μελέτες Πολιτικής Οικονομίας και Διπλωματίας, Ι. Σιδέρης.

- Espahbodi H. and P. Espahbodi (2003), “Binary choice models and corporate takeover”, *Journal of Banking and Finance*, 27, pp. 549-574.
- Fama E. and K. French, (1992), “The Cross – section of Expected Stock Returns”, *Journal of Finance*, June 1992.
- Harbert T., (2002), “Popping poison pills.”, *Electronic Business* 28/4 April : 21.
- Hasbrouck J. (1985), “The Characteristics of Takeover Targets: q and other measures”, *Journal of Banking and Finance*, 9, pp. 351-362.
- Jensen M.C. (1986), “Agency costs of free cash, corporate finance, and takeovers”, *American Economic Review*, May, pp.323-329.
- Jensen M.C. (1988), “Takeovers: Their causes and consequences”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, Num. 1, pp. 21-48.
- Jovanovic B. and P. L. Rousseau (2002), “The Q – Theory of Mergers”, *American Economic Review* 92 (2).
- Kallio J., Saarinen T., Tinnila M., (2002), “ Efficient Change Strategies – Matching Drivers and Tracers in Change Projects”, *Business Process Management Journal*, Vol 8 (1) pp 80 – 92.
- Kitching J. (1974), “Winning and losing with European acquisitions”, *Harvard Business Review*, March-April, pp. 124-136.
- Λουρή Ε. (1998), “Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελληνική Οικονομία 1987-93”, *Μελέτες Οικονομικής Πολιτικής*, Μάιος 1998.
- Manne H.G. (1965), “Mergers and the market for corporate control”, *Journal of Political Economy*, 73, pp. 110-120.
- Markides C. and H. Singh (1997), “Corporate restructuring: A symptom of poor governance or a solution to past managerial mistakes?”, *European Management Journal*, Vol. 15, No. 3, pp. 213-219.
- Marris R. (1963), “A model of the ‘managerial’ enterprise”, *Quarterly Journal of Economics*, 77, pp. 185-209.
- McGuckin, R. H. and S. V. Nguyen (1995), “On productivity and plant ownership change: new evidence from the longitudinal research database”, *Rand Journal of Economics*, 26 (2), pp. 257-276.

- Melicher R., Ledolter J. and L. D'Antonio, (1983), "A time series analysis aggregate merger activity", *Review of Economics and Statistics*, Vol 65 pp 423 – 430.
- Morck R., Shleifer A. and R. Vishny (1988), "Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers", in A. Auerbach (ed.), *Corporate takeovers: Causes and consequences* (Chicago: University of Chicago Press).
- Mueller C. D. and M. L. Sirower (2003), "The Cause of Mergers: Tests Based on the Gains to Acquiring Firms' Shareholders and the Size of Premia", *Managerial and Decision Economics*, 24, pp. 373-391.
- Myers S. C. and N. S. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investments Decisions when Firms have Information that Investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 25, 24 – 70.
- Palepu K.G. (1986), "Predicting Takeover Targets. A Methodological and Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, 8, pp. 3-35.
- Πασιούρας Φ., Δούμπος Μ. και Κ. Ζοπουνίδης (2006), *Πρόβλεψη εξαγορών : Μεθοδολογικό πλαίσιο και εφαρμογές*. Εκδόσεις Κλειδάριθμος.
- Pearce J. A., and R. B. Robinson, (2004), "Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth", *Business Horizons* 47/5 September – October pp 15 – 24.
- Powell R.G. (1997), "Modelling Takeover Likelihood", *Journal of Business Finance and Accounting*, 24(7), pp. 1009-1035.
- Roll R. (1986), "The hubris hypothesis of corporate takeovers", *Journal of Business* 59, 197 – 216.
- Schwartz S. (1982), "Factors affecting the probability of being acquired: evidence for the United States", *The Economic Journal*, 92, pp. 391-398.
- Shleifer A. and R.W. Vishny (1988), "Value maximization and the acquisition process", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, Num. 1. pp. 7-20.
- Stevens D. (1973), "Financial Characteristics of Merged Firms: a Multivariate Analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8, pp.149-158.
- Thompson S. (1997), "Takeover activity among financial mutuals: An analysis of target characteristics", *Journal of Banking and Finance*, 21, pp. 37-53.

Tremblay V.J. and C.H. Tremblay (1988), “The determinants of horizontal acquisitions: Evidence from the US brewing industry”, *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 37, No. 1, Sept., pp. 21-45.

Tsagkanos G. A., Georgopoulos A., Siriopoulos C. and E. P. Koumanakos (2008), “Identification of Greek Takeover Targets and Coherent Policy Implications”, *Review of Development Economics*, 12(1), 180-192.

Weir C. and D. Laing (2003), “The selection of friendly take-over targets in the UK: some empirical evidence”, *Management Decision*, 41/ 6, pp. 550-557.

8. ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

www.secddata.com/ καλή πηγή δεδομένων συγχώνευσης

www.mergernetwork.com/ πληροφορίες για συγχωνεύσεις και εξαγορές