



**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ  
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ  
(MSC IN ACCOUNTING & FINANCE)**

**ΤΙΤΛΟΣ**

ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ, ΠΟΙΟΙ ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΚΑΙ ΠΟΙΑ ΕΙΝΑΙ Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΤΙΜΗ ΑΥΤΩΝ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.

**ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ**

**ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ: ΒΑΣΣΑΛΟΥ ΙΩΑΝΝΑ**

**ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗΤΡΩΟΥ: 1612125**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΚΑΒΟΥΣΣΑΝΟΣ ΜΑΝΩΛΗΣ**

**Εργασία υποβληθείσα στο**

**Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής**

**του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών**

**ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση**

**Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης**

**Αθήνα, Νοέμβριος 2017**

### ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΗ/ΤΡΙΑΣ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

*Βασιλάου Ιωάννα*.....

*.....*

## Περιεχόμενα

### Περίληψη

### Κεφάλαιο 1

#### 1.1 Εισαγωγή

### Κεφάλαιο 2: Το θεωρητικό πλαίσιο των Ε&Σ

#### 2.1 Ιστορική αναδρομή εξαγορών και συγχωνεύσεων.

2.1.1 Τα κύματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων διεθνώς.

2.1.2 Τα κύματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα.

#### 2.2 Ορισμός των εξαγορών και συγχωνεύσεων και η διαφορά τους.

#### 2.3 Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων.

#### 2.4 Πλεονεκτήματα και κίνητρα πραγματοποίησης εξαγορών και συγχωνεύσεων.

2.4.1 Λειτουργικές, διοικητικές και χρηματοοικονομικές συνέργιες.

#### 2.5 Μειονεκτήματα και αντικίνητρα πραγματοποίησης εξαγορών και συγχωνεύσεων.

#### 2.6 Επιλογή του τρόπου χρηματοδότησης του μιας εξαγοράς ή μιας συγχώνευσης.

#### 2.7 Τα στάδια που πρέπει να ακολουθούν οι εταιρείες έτσι ώστε να πετυχαίνουν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις.

#### 2.8 Οικονομικό περιβάλλον.

#### 2.9 Εξαγορές, συγχωνεύσεις και επιτροπές ανταγωνισμού.

### Κεφάλαιο 3: Το νομοθετικό πλαίσιο Ε&Σ στην Ελλάδα και στην Ευρώπη.

#### 3.1 Νομοθετικό πλαίσιο εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ευρώπη.

#### 3.2 Νομοθετικό πλαίσιο εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα.

### Κεφάλαιο 4: Οι αποδόσεις των μετοχών και η επίδραση μετά την ανακοίνωση μιας Ε&Σ.

#### 4.1 Ανασκόπηση αρθρογραφίας

#### 4.2 Οι αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών που συμμετέχουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις.

#### 4.3 Η επίδραση της ανακοίνωσης μιας επικείμενης εξαγοράς ή συγχώνευσης στην απόδοση των μετοχών.

## Κεφάλαιο 5: Εμπειρική μελέτη

5.1 Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών.

5.2 Εμπειρική μελέτη, μεθοδολογία και σχολιασμός αποτελεσμάτων.

Συμπεράσματα

Βιβλιογραφία

## Περίληψη

Το φαινόμενο των εξαγορών και των συγχωνεύσεων δεν εμφανίστηκε τα τελευταία έτη. Η ιστορία του διεθνώς ξεπερνά τον ένα αιώνα. Κατά τη διάρκεια όμως της μεγάλης ιστορίας του ποτέ δεν έλαβε σημαντικότερο και δυναμικότερο χαρακτήρα από ότι τα τελευταία χρόνια αφού αποτελεί βασική παράμετρο των σύγχρονων εξελίξεων, στο πλαίσιο του ανταγωνισμού και της αυξανόμενης διεθνοποίησης. Συνεπώς η εργασία αυτή εξετάζει τις εξαγορές και της συγχωνεύσεις που έχουν πραγματοποιηθεί στην Ελληνική αγορά, τους λόγους που πραγματοποιήθηκαν και την επίδραση που δέχτηκαν αυτές οι επιχειρήσεις στη χρηματιστηριακή τους τιμή. Αρχικά στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια ιστορική αναδρομή στην οποία και παρατηρείται ότι στον Ευρωπαϊκό χώρο το φαινόμενο αυτό έλαβε χώρα με καθυστέρηση κατά τη διάρκεια του 1999 με 2000 ως αποτέλεσμα της διαφοροποιημένης και ενοποιημένης πορείας προς της κατεύθυνση της παγκοσμιοποίησης των αγορών, της λειτουργίας της Ευρωπαϊκής κοινής αγοράς και των εξελίξεων αναφορικά με τη λειτουργία του κοινού νομίσματος. Στη συνέχεια αναλύονται τα κύματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων που έκαναν την εμφάνιση τους σε πέντε διαφορετικές περιόδους, το κάθε ένα με τα δικά του χαρακτηριστικά, επηρεάζοντας και διαμορφώνοντας με αυτό τον τρόπο την αγορά και την στρατηγική των επιχειρήσεων. Συμπερασματικά οι επιχειρήσεις για να επιβιώσουν σε μια παγκοσμιοποιημένη αγορά θα πρέπει να δέχονται και να είναι προσαρμόσιμες σε νέες αλλαγές και εξελίξεις και όχι να αντιδρούν σε αυτές. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν στρατηγικές επιχειρήσεων που έχουν ως στόχο την ανάπτυξη, την ολοκλήρωση και την επέκταση των δραστηριοτήτων. Στη συνέχεια ο ορισμός των εξαγορών και των συγχωνεύσεων αλλά και η διαφορά που υπάρχει μεταξύ αυτών των δύο όρων. Επιπλέον αναλύονται τα είδη των Ε&Σ που μπορούν να προβούν οι εταιρείες οι οποίες είναι διατεθειμένες να ακολουθήσουν μια τέτοια στρατηγική ανάλογα με τους στόχους που έχουν θέσει. Πολύ σημαντική είναι και η ανάλυση των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων που θα βρεθεί αντιμέτωπη μια εταιρεία η οποία θα προβεί σε μια τέτοιου είδους ενέργεια όπως και τους κινδύνους και τα οφέλη τα οποία θα επωμιστούν. Επίσης επισημαίνεται πως τα στάδια που θα ακολουθήσει η κάθε εταιρεία και το οικονομικό περιβάλλον το οποίο βρίσκεται εκείνη την στιγμή παίζει καθοριστική σημασία για την επίτευξη της Ε&Σ. Τέλος για την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς είναι απαραίτητη η ύπαρξη επιτροπών ώστε να

ελέγχει τις Ε&Σ που πραγματοποιούνται και να αποφεύγει τα μονοπώλια. Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζεται το νομοθετικό πλαίσιο των εξαγορών και των συγχωνεύσεων τόσο στην Ελλάδα όσο και στη Ευρώπη. Αναφέρονται οι νομοθεσίες που έχουν τεθεί αλλά και την διαδικασία που πρέπει να προβεί η κάθε εταιρεία ανάλογα με το είδος της.

Στη συνέχεια στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται μια ανασκόπηση αρθρογραφίας στην οποία και μπορούμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι για τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις η ανακοίνωση της συγχώνευσης θεωρείται θετική είδηση, γεγονός που αντικατοπτρίζεται στην άνοδο της τιμής της μετοχής της εταιρείας λόγω των έκτακτων κερδών που πραγματοποιούνται ενώ για τις αγοράζουσες επιχειρήσεις δεν ισχύει το ίδιο, δηλαδή η ανακοίνωση μια συγχώνευσης θεωρείται ουδέτερη είδηση. Για την μελέτη αυτή παίρνουμε ως δεδομένο τη θεωρία του υποδείγματος της αγοράς. Η συγκεκριμένη θεωρία αναφέρει πως οι επενδυτές αναπροσαρμόζουν τις προσδοκίες τους αναφορικά με την κερδοφορία των επενδυτών λόγω ποικίλων γεγονότων όπως είναι και το γεγονός μιας εξαγοράς ή μιας συγχώνευσης. Οι επενδυτές αλλάζουν τις προσδοκίες τους σύμφωνα με γεγονότα που ίσως συμβούν με πληροφορίες που μπορεί να φτάσουν στα αυτιά τους και να προβούν έτσι σε αγοραπωλησίες, μεταβάλλοντας έτσι την χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών. Συνεπώς οικονομικά γεγονότα που συμβαίνουν προκαλούν έκτακτες αποδόσεις.

Τέλος στο τέταρτο κεφάλαιο πραγματοποιείται μια εμπειρική μελέτη στην οποία χρησιμοποιείται η μέθοδος ανάλυσης <<Επιχειρηματικών Συμβάντων>> η οποία αποτελεί την πιο αξιόπιστη μέθοδο ανάλυσης συμπεριφοράς των εταιρικών μετοχών πριν και μετά από οικονομικά γεγονότα και ενδύκνυται για τη μελέτη των έκτακτων αποδόσεων που επιφέρουν οι ανακοινώσεις των εισηγμένων εταιρειών στα χρηματιστήρια για γεγονότα Ε&Σ, έχοντας δεδομένο ότι η αγορά που μελετάται είναι πλήρως αποτελεσματική. Στη συνέχεια οι χρονικές περίοδοι διακρίνονται στην περίοδο υπολογισμού των καθαρών αποδόσεων και την περίοδο παρατηρήσεως. Ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων πραγματοποιείται με βάση τις τιμές των μετοχών, ενώ ο υπολογισμός των προβλεπόμενων αποδόσεων, πραγματοποιείται με την ανάλυση παλινδρομήσεων χρησιμοποιώντας το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων–CAPM. Στη μεθοδολογία που ακολουθήθηκε στην παρούσα έρευνα, η ημερομηνία ανακοίνωσης της Ε&Σ διαδραματίζει το σημαντικότερο ρόλο αφού το χρησιμοποιούμε ως βασικό οικονομικό γεγονός και με βάση αυτό

καταλήγουμε στα αποτελέσματα της έραυνας τα οποία και είναι συμβατά με την υπόλοιπη αρθρογραφία.

## 1. Εισαγωγή

Αρκετά χρόνια τώρα η οικονομική κρίση έχει κάνει την εμφάνιση της σε όλο τον κόσμο δημιουργώντας πολλά προβλήματα. Μικρομεσαίες επιχειρήσεις προσπαθούμε με δυσκολία να αποκτήσουν ένα βιώσιμο εισόδημα έτσι ώστε να γλυτώσουν την χρεοκοπία αφού όλο και περισσότερες επιχειρήσεις μικρές αλλά και μεγάλες κλείνουν η μια μετά την άλλη ή φτάνουν πολύ κοντά στο σημείο αυτό. Πάντα όμως εμφανίζονται σημαντικές ευκαιρίες κέρδους σε περιόδους οικονομικής κρίσης. Οι εταιρείες που θα επιβιώσουν και θα αναπτυχθούν από αυτή την κρίση είναι εκείνες οι οποίες θα εφαρμόσουν νέα επιχειρηματικά μοντέλα σε γερές βάσεις με συνεχή ανάπτυξη καινοτόμων ιδεών. Συνεπώς οι επιχειρήσεις ψάχνουν τρόπους ανάπτυξης οι οποίοι να είναι επιτυχείς και γρήγοροι, ένας τέτοιος τρόπος είναι οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις. Οι Ε&Σ είναι μια σύγχρονη στρατηγική επιχειρήσεων την οποία και προτιμούν ιδιαίτερος τα τελευταία χρόνια, αφού δύο εταιρείες έχουν την δυνατότητα να ενωθούν με σκοπό να επιτύχουν κοινού στόχους. Για να είναι επιτυχημένη όμως μια εξαγορά ή μια συγχώνευση θα πρέπει να λάβουμε υπόψη αρκετούς παράγοντες που έχουν να κάνουν με τον βαθμό επιτυχίας ή αποτυχίας μιας τέτοιας ενέργειας. Αρχικός σκοπός της εργασίας λοιπόν είναι να προσδιορίσουμε τα πλεονεκτήματα και τα κίνητρα στα οποία θα στηριχτεί μια εταιρεία ώστε να οδηγηθεί σε μια επιτυχημένη εξαγορά ή συγχώνευση. Επιπλέον κύριο ζήτημα στη εργασία αυτή είναι η επίδραση των Ε&Σ στην χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών της κάθε εταιρείας. Το συγκεκριμένο ζήτημα αποτελεί έρευνα πολλών ερευνητών της εποχής αλλά και απασχολεί πολλούς ενδιαφερόμενους οι οποίοι θέλουν να προβούν σε μια τέτοια ενέργεια. Η συγκεκριμένη μελέτη που κάνω αναλύει την επίδραση των συγχωνεύσεων στη χρηματιστηριακή τιμή των μετόχων εμπλεκόμενων επιχειρήσεων στην Ελλάδα μέσω της μεθόδου ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων.



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:**

### **Το θεωρητικό πλαίσιο των Ε&Σ**

#### 2.1 Ιστορική αναδρομή των συγχωνεύσεων και των εξαγορών.

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις(Ε&Σ) δεν είναι κάτι που ξεκίνησε πρόσφατα στην ιστορία των οικονομικών και των επιχειρησιακών εξελίξεων τόσο διεθνώς όσο και στην Ελλάδα. Συγκεκριμένα στις Η.Π.Α έχει ξεκινήσει τουλάχιστον έναν αιώνα πριν στη συνέχεια ακολούθησε το Ηνωμένο Βασίλειο το 1960 και έπειτα δεν άργησε να πάρει τις αναμενόμενες διαστάσεις και στις υπόλοιπες Ευρωπαϊκές χώρες. Η εμφάνιση τους μπορεί να προήρθε από ποικίλους λόγους όπως σημαντικές εξελίξεις στις αγορές, σημαντικές τεχνολογικές ανακαλύψεις και υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, διεθνής ανακατατάξεις, κυβερνητικές ρυθμίσεις και κρατικά κίνητρα, ευκαιρίες επενδύσεων μετά την λήξη πολέμων και σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα σε διευθυντικά στελέχη και μετόχους.(Michael A. Hitt,Jeffrey S. Harrison,R. Duane Ireland,2001)

##### 2.1.1 Τα κύματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων διεθνώς.

Τα κύματα των Ε&Σ ήταν πέντε. Το 1969 ο Gort (Gort,1969) προσπάθησε να εξηγήσει για ποιόν λόγο δημιουργήθηκαν αυτά τα κύματα. Σύμφωνα με τη θεωρία του σε περιόδους ανάπτυξης της οικονομίας παρατηρούμαι ανισορροπία στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών. Συνεπώς με αυτόν τον τρόπο δημιουργείται κίνητρο στους επενδυτές να προβούν σε Ε&Σ. Λόγο του αυξημένου ανταγωνισμού όταν κάποιες εταιρείες ξεκινούν τις Ε&Σ, τότε ακολουθούν και άλλες για να μην μείνουν πίσω στις εξελίξεις. Με αυτόν τον τρόπο αυξάνονται οι Ε&Σ. Η συγκεκριμένη θεωρία εξηγεί τη συσχέτιση της εμφάνισης των κυμάτων και της αύξησης του ρυθμού της οικονομικής ανάπτυξης τόσο στην Ελλάδα όσο και διεθνώς.

Τα κύματα των Ε&Σ ξεκίνησαν από το 1890 και συνεχίζουν μέχρι και σήμερα, όπου σημαντικό ρόλο σε αυτά έπαιξε η δημιουργία της ενιαίας αγοράς, η όξυνση του διεθνούς ανταγωνισμού, η αποκοινωνικοποίηση και οι ανάγκες εκσυγχρονισμού. Επιπλέον το φαινόμενο των κυμάτων των συγχωνεύσεων παρατηρείται κατά τη διάρκεια των αναδιαρθρώσεων των κλαδών, καθώς διαφορετικοί βιομηχανικοί κλάδοι δέχτηκαν ασυνήθιστα έντονη δραστηριότητα συγχωνεύσεων σε διαφορετικές

στιγμές (Sudarsanam,2010). Άλλοι παράγοντες που εξηγούν το φαινόμενο των κυμάτων είναι οι εξελίξεις σε νέες τεχνολογίες, η φιλελευθεροποίηση των αγορών και οι μακροοικονομικοί παράγοντες (Κυριαζής, 2007). Το πρώτο (1890-1905) οδήγησε σε δημιουργία μεγάλων μονοπωλίων. Χαρακτηριστικό αυτής της περιόδου ήταν οι οριζόντιες συγχωνεύσεις στις Αμερικάνικες επιχειρήσεις και λόγω της χαλαρότητας του αντιμονοπωλιακού νόμου, πολλές επιχειρήσεις μετατράπηκαν από ολιγοπωλιακές σε μονοπωλιακές.

Το δεύτερο κύμα (δεκαετία 1920) είχε μικρότερη επίδραση από το πρώτο κύμα. Εμφανίστηκε μετά τον Α' παγκόσμιο πόλεμο, σε μια περίοδο όμως που η αύξηση του μονοπωλιακού κύματος δημιουργεί ανησυχίες και οι αντιμονοπωλιακοί νόμοι έχουν ενισχυθεί κατά πολύ. Σε αυτό το κύμα επικράτησε οικονομική ανάπτυξη και έκρηξη στην αγορά των μετοχών. Αν και έκλεισαν πολλές επιχειρήσεις εκείνη την περίοδο, η δομή της αγοράς δεν επηρεάστηκε πολύ. Όμως το κύριο χαρακτηριστικό του είναι ότι εμφανίστηκαν πολλές ολιγοπωλιακές επιχειρήσεις. Το 1929 το χρηματιστήριο του Κραχ κατέρρευσε. Έτσι διανύοντας μια οικονομική ύφεση, πολλές από τις επιχειρήσεις που συγχωνεύτηκαν σε αυτή την περίοδο χρεοκόπησαν.

Κατά τη διάρκεια του τρίτου κύματος (δεκαετία 1960) υπήρξε μια σταδιακή ανοδική πορεία για τις Ε&Σ, γεγονός που κορυφώθηκε την δεκαετία του 60'. Ο αριθμός Ε&Σ εκείνη την περίοδο δεν ήταν μεγάλος και υπήρχαν αυστηροί αντιμονοπωλιακοί νόμοι. Συχνό ήταν το φαινόμενο εταιρείες μικρού μεγέθους να έχουν στόχο να συγχωνευτούν με εταιρείες μεγάλου μεγέθους για να δραστηριοποιηθούν και σε άλλα προϊόντα χωρίς όμως τον κίνδυνο που προκαλεί η απασχόληση σε ένα νέο κλάδο (Gaughan,2011). Δηλαδή το τρίτο κύμα έφερε την τάση επέκτασης των επιχειρήσεων σε ασυσχέτιστες δραστηριότητες λόγω της αύξησης αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας (conglomerate mergers). Στο τέλος του τρίτου κύματος εμφανίστηκε η πετρελαϊκή κρίση το 1973 και ακολούθησε οικονομική επιβράδυνση.

Στη συνέχεια το τέταρτο κύμα (δεκαετία 1980), ήταν το πρώτο που δημιούργησε εχθρικές εξαγορές όπου μεγαλύτερο ποσοστό Ε&Σ πραγματοποίησαν οι εταιρείες πετρελαίου και στη συνέχεια οι φαρμακοβιομηχανίες και οι αεροπορικές εταιρείες. Συνεπώς στη περίοδο αυτή εμφανίζονται φυσικά ή νομικά πρόσωπα που εξαγοράζουν εταιρείες με σκοπό είτε να τις εκσυγχρονίσουν είτε να εκποιήσουν τα περιουσιακά τους στοιχεία και μετά να τις διαλύσουν με απώτερο σκοπό πάντα την επίτευξη υψηλού και γρήγορου κέρδους. Παράλληλα εμφανίστηκαν διασυνοριακές

συγχωνεύσεις. Αξιοσημείωτος ήταν ο αριθμός εξαγορών που έγιναν πέρα από τα σύνορα της Αμερικής, που είχαν σαν στόχο να επωφεληθούν τις διακυμάνσεις στη συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ δολαρίων και λοιπών νομισμάτων. Όπως ανέφεραν οι Shleifer & Vishny (Shleifer & Vishny,1991), οι επιχειρήσεις επικεντρώνονται στις κύριες δραστηριότητές τους και αυξάνεται η χρήση του outsourcing. Επίσης παρατηρείται υψηλή χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου. Στη διάρκεια του 80' εμφανίστηκαν ομόλογα που υπόσχονταν υψηλή απόδοση αλλά με ασθενείς διασφαλίσεις, τα οποία και αποτέλεσαν εργαλείο χρηματοδότησης πολλών εξαγορών.

Τέλος κατά τη διάρκεια του πέμπτου κύματος (δεκαετία 1990) και μετά από ένα διάστημα ύφεσης για την Αμερικάνικη οικονομία, ανασυντάχθηκε βιώνοντας τη μακροβιότερη μεταπολεμική περίοδο ανάπτυξης της, με τις επιχειρήσεις να προσπαθούν να αναπτυχθούν μέσω των Ε&Σ. Την ίδια περίοδο η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών τους έφτασε σε νέα υψηλά επίπεδα. Το πέμπτο κύμα είναι το μεγαλύτερο τόσο από πλευράς αριθμού συναλλαγών, όσο και από πλευράς αξιών. Τα κύρια χαρακτηριστικά του είναι η επικράτηση της αρχής του πλούτου των μετοχών, η παγκοσμιοποίηση προϊόντων, υπηρεσιών και κεφαλαιαγορών. Επιπλέον η λειτουργία υπερεθνικών οργανισμών όπως η νομισματική ένωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης ενθάρρυναν την κινητικότητα εμπορευμάτων και κεφαλαίων. Η φιλελευθεροποίηση των αγορών, οι ιδιωτικοποιήσεις του τραπεζικού κλάδου, του κλάδου υγείας, όπως και του κλάδου κοινής ωφέλειας, η αναδιάρθρωση των κλάδων που ήταν σε φάση ωριμότητας και η ανάπτυξη νέων τεχνολογιών ήταν μερικά από τα κύρια χαρακτηριστικά αυτού του κύματος. Οι Ε&Σ αναπτύχθηκαν πολύ με σκοπό την απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Το 2000 η Ευρωπαϊκή συγχωνευτική δραστηριότητα εισήλθε στη πιο ώριμη φάση της.<sup>1</sup>

### 2.1.2 Τα κύματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα.

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις έχουν ως κύριο στόχο να ενισχύσουν τόσο τις εταιρικές μεθόδους όσο και να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητα της εταιρείας, αξιοποιώντας με τον καλύτερο τρόπο τις κεφαλαιακές εισροές του οικονομικού κυκλώματος. Ο στρατηγικός δυναμισμός που έχουν επιδείξει οι επιχειρήσεις αλλά και

τα οικονομικά αποτελέσματα τα οποία ενίοτε επιτυγχάνονται μέσω των Ε&Σ, δεν θα μπορούσαν να αφήσουν ασυγκίνητους τους Έλληνες επιχειρηματίες.

Οι Έλληνες με εμφανή καθυστέρηση και δυσκολίες προσπάθησαν να ακολουθήσουν το διεθνές κύμα των Ε&Σ. Την διεθνή και πολυετή εμπειρία της Η.Π.Α και των άλλων Ευρωπαϊκών χωρών μπορούν να εκμεταλλευτούν οι Έλληνες επιχειρηματίες, κάνοντας σωστά βήματα, αποφεύγοντας λάθη και μεγιστοποιώντας τα οφέλη τους. Στην Ελλάδα βέβαια ο αριθμός των εισηγμένων εταιρειών στο χρηματιστήριο είναι μικρός, γεγονός που αποτελεί εμπόδιο, μαζί με την έλλειψη κατάλληλου θεσμικού πλαισίου.

Με τη δημιουργία της Ενιαίας αγοράς το 1986, που οδήγησε σε ένα κύμα στην Ευρώπη, Ελληνική οικονομία επηρεάστηκε σημαντικά. Μεταξύ 1987-1994 υψηλά ποσοστά ενεργητικού εταιρειών έγιναν αντικείμενο Ε&Σ. Στην αμέσως επόμενη περίοδο, 1994 έως και σήμερα, οι Ε&Σ ελληνικών επιχειρήσεων από ξένες φαίνεται να συνυπάρχουν με σημαντικές άμεσες ξένες επιχειρήσεις. Με την ανάπτυξη του ΧΑΑ, την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, την έναρξη της Ελλάδος στην ΟΝΕ, τη γενική βελτίωση των επιδόσεων της οικονομίας, τις ευκαιρίες μεγάλων έργων, την διάνοιξη προοπτικών στα Βαλκάνια, καθώς και με τη συνεχιζόμενη πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων, πολλαπλασιάστηκαν οι εξαγορές και η συγχωνεύσεις στη χώρα.

## 2.2 Ορισμός των εξαγορών και συγχωνεύσεων και η διαφορά τους.

Συγχώνευση είναι η ένωση δύο ή περισσότερων εταιρειών επί ίσοις όροι, όπου λύνονται χωρίς να ακολουθήσει η εκκαθάριση τους (Allen Scott, 1997). Οι δύο εταιρείες μέσω μιας κοινής συμφωνίας μετατρέπεται ουσιαστικά σε μια ενιαία νομική οντότητα που συνδυάζει τα περιουσιακά στοιχεία, τις διαδικασίες και τους πόρους των δύο εταιρειών. Μέσω αυτής της διαδικασίας οι μέτοχοι παραχωρούν τις μετοχές των εταιρειών πριν την συγχώνευση και να παίρνουν νέες από την νεοϊδρυθείσα εταιρεία. Ο σκοπός της συγχώνευσης μπορεί να είναι η επίτευξη οικονομιών κλίμακας, τη βελτίωση της παραγωγικότητας και της αποτελεσματικότητας, η εισαγωγή σε μια νέα αγορά και η απόσπαση μεγαλύτερου μεριδίου της, η προσέγγιση νέων πελατών, η εξαφάνιση ενός ανταγωνιστή και η απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

Η εξαγορά είναι η συναλλαγή κατά την οποία μια επιχείρηση αποκτά ένα μέρος ή το

σύνολο της συμμετοχής σε μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος. Οι εξαγορές διακρίνονται σε απλές και συγχωνεύτηκες. Σε μια απλή εξαγορά η εξαγορασμένη επιχείρηση συνεχίζει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου, ενώ σε μια συγχωνευτική όπου δεν καταβάλλονται ως συνάλλαγμα χρήματα αλλά μερίδια συμμετοχής, η εξαγορασμένη επιχείρηση παύσει να υπάρχει.

Οι διαφορές μεταξύ συγχώνευσης και εξαγοράς είναι ότι στην εξαγορά τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού της επιχείρησης που πωλείται απορροφούνται από την εταιρεία-αγοραστή, η οποία είτε διαπραγματεύεται με τη διοίκηση, είτε κάνει μια δημόσια προσφορά απευθείας στους μετόχους της εταιρείας που θέλει να αγοράσει.

Σε αντίθεση με τη συγχώνευση όπου οι δύο ή οι περισσότερες εταιρείες ενώνονται για να σχηματίσουν μια νέα εταιρεία και στη περίπτωση αυτή, οι μετοχές των δύο εταιρειών ανταλλάσσονται με μετοχές της νέας εταιρείας.

### 2.3 Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Οι συγχωνεύσεις διακρίνονται σε τέσσερις κατηγορίες. Οι κατηγορίες αυτές είναι η οριζόντια ολοκλήρωση, η κάθετη ολοκλήρωση, η κυκλική συγχώνευση και η συγχώνευση ετεροειδών δραστηριοτήτων (Adelaja et al,1999).

- Οριζόντια ολοκλήρωση: Σε αυτή την κατηγορία η συγχώνευση γίνεται μεταξύ εταιρειών του ίδιου κλάδου. Στόχος είναι να ενώσουν τις δυνάμεις τους δημιουργώντας οικονομίες κλίμακας, μειώνοντας έτσι το οριακό κόστος και να γίνουν κυρίαρχοι της αγοράς. Σύμφωνα με τον Eckbo (Eckbo B. E, 1983), κυρίως οι οριζόντιες συγχωνεύσεις μειώνουν τον ανταγωνισμό και αυξάνουν τις πιθανότητες δύο επιχειρήσεις όπου υπήρξαν ανταγωνίστριες να ενωθούν και να συνεργαστούν αρμονικά.
- Κάθετη ολοκλήρωση: Σε αυτή την κατηγορία αντικείμενο συγχώνευσης είναι οι εταιρείες οι οποίες βρίσκονται σε διαφορετικό επίπεδο παραγωγικής διαδικασίας. Στόχος είναι ο καλύτερος έλεγχος με αποτέλεσμα να μειωθεί το κόστος παραγωγής και να αυξηθεί η αποτελεσματικότητα της νέας συγχωνευμένης εταιρείας.

- Κυκλική συγχώνευση: Είναι εκείνη στην οποία εταιρείες παράγουν διαφορετικά προϊόντα, όμως διαπραγματεύονται στην ίδια αγορά. Σκοπός της είναι η αύξηση του εύρους των προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών στους καταναλωτές και η αύξηση του μεριδίου αγοράς.
- Συγχώνευση ετεροειδών δραστηριοτήτων: Είναι η συγχώνευση δύο εταιρειών οι οποίες έχουν μικρές ή και καθόλου ομοιότητες στη παραγωγή. Σκοπός της είναι η δημιουργία οικονομιών κλίμακας και η επέκταση της εταιρείας στην αγορά.

Εκτός από τις παραπάνω κατηγορίες, μπορούμε να διαχωρίσουμε τις Ε&Σ από τη φύση τους, δηλαδή αν είναι φιλικές ή εχθρικές σε σχέση με τη διοίκηση της επιχείρησης.

- Φιλική: Η διοίκηση της εταιρείας δέχεται τον αγοραστή και την διαδικασία και προτρέπει το Δ.Σ και τους μετόχους να κάνουν το ίδιο έτσι ώστε να συντομεύσει τις διαπραγματεύσεις.
- Εχθρική: Η διοίκηση της εταιρείας δεν είναι σύμφωνη με την εξαγορά, το ίδιο προτρέπει και το Δ.Σ και τους μετόχους και αμύνεται για αυτό. Σε αυτή την περίπτωση η εταιρεία η οποία επιθυμεί να εξαγοράσει μια άλλη επιχείρηση πληρώνει της μετοχές της εταιρείας στόχου σε τιμές πολύ ακριβότερες από την πραγματική τους αξία έτσι ώστε να καλύψει της αντιρρήσεις της αγοραζόμενης εταιρείας και να αποκτήσει τη μετοχική πλειοψηφία.

Επιπλέον ακόμη ένα κριτήριο που μπορούμε να διαχωρίσουμε τις Ε&Σ είναι ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η εξαγορά. Για να πραγματοποιηθεί η εξαγορά, η εταιρεία θα πρέπει να προσφέρει είτε μετρητά είτε μετοχές, είτε και τα δυο, στην αγοράζουσα εταιρεία. Άλλη μια διάκριση στις συγχωνεύσεις είναι αν η εταιρεία στόχος είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο ή όχι, διότι για εταιρείες εισηγμένες η προσφορά θα πρέπει να είναι μεγαλύτερη συνήθως. Τέλος ακόμη μια συνηθισμένη διάκριση των εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι ο τρόπος δραστηριοποίησης της αγοραζόμενης σε σχέση με την αγοράζουσα εταιρεία. Δηλαδή όταν η δυο επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται στην ίδια χώρα τότε έχουμε μια εγχώρια εξαγορά, ενώ όταν δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές χώρες έχουμε διεθνή Ε&Σ.

## 2.4 Πλεονεκτήματα και κίνητρα πραγματοποίησης εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται τα κίνητρα για τα οποία μια επιχείρηση μπορεί να προβεί σε αγορά ή συγχώνευση. Τα κίνητρα μπορούν να χωριστούν σε τρεις κατηγορίες, τις βραχυπρόθεσμες, τις μεσοπρόθεσμες και τις μακροπρόθεσμες (Deepak K. Datta, George E. Pinches, 1992).

Στο βραχυπρόθεσμο επίπεδο τα κίνητρα για Ε&Σ είναι τα ακόλουθα:

- Αύξηση των κερδών ανά μετοχή, λόγω της δημιουργίας μιας νέας δυναμικής εταιρείας που αποκτά την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Συνεπώς αυξάνεται η τιμή της μετοχής και δημιουργείται υπεραξία στους μετόχους.
- Μείωση του δείκτη P/E. Είναι χρηματοοικονομικός δείκτης που μας δείχνει τα κέρδη της επιχείρησης. Είναι το premium που είναι διατεθειμένος ο επενδυτής να πληρώσει για κάθε χρηματική μονάδα κέρδους που επιτυγχάνει η εταιρεία.
- Οι συνέργειες που δημιουργούνται για θέματα ρευστότητας. Πολλές φορές η λύση για το πρόβλημα ρευστότητας μια εταιρείας είναι η συνένωση με κάποια άλλη.
- Φορολογικά οφέλη. Αυτό μπορεί να προέρθει από την αλλαγή κλίμακας φορολόγησης επί των κερδών ή από την αύξηση του ορίου των αποθεμάτων.
- Οι Ε&Σ οδηγούν σε μεγαλύτερη χρηματιστηριακή σταθερότητα. Οι χρηματικές ροές και τα κέρδη μιας συγχωνευμένης εταιρείας είναι πιο σταθερά από ότι αυτά που θα είχε κάθε εταιρεία ξεχωριστά, γεγονός που οδηγεί σε καλύτερη χρηματοοικονομική διοίκηση, πιο επιτυχημένη και κερδοφόρα.

Στο μεσοπρόθεσμο επίπεδο τα κίνητρα για Ε&Σ είναι τα ακόλουθα:

- Αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης. Η ενοποιημένη εταιρεία

διαθέτει περισσότερα ίδια κεφάλαια. Με αυτό τον τρόπο μειώνεται ο κίνδυνος για τους μετόχους και τους επενδυτές της εταιρείας.

- Μείωση του συνολικού δανεισμού του νέου σχήματος. Η ενοποιημένη επιχείρηση βρίσκεται σε καλύτερη οικονομική κατάσταση.

Στο μακροπρόθεσμο επίπεδο τα κίνητρα για Ε&Σ είναι τα ακόλουθα:

- Δημιουργία και εκμετάλλευση οικονομιών κλίματος μέσω του αυξημένου μεγέθους και της αυξημένης παραγωγικής ικανότητας. Με αυτό τον τρόπο η εταιρεία διαθέτει μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη έναντι των προμηθευτών αλλά και αυξημένο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Ιδιαίτερα μειωμένο κόστος λόγω των οικονομιών κλίμακας θα υπάρξει όταν οι δυο εταιρείες(η αγοράστρια και η εξαγοραζόμενη) ανήκουν στον ίδιο κλάδο.
- Αντίστοιχα δημιουργούνται οικονομίες φάσματος οι οποίες επιτρέπουν στην επιχείρηση να επεκταθεί σε νέους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας. Έτσι η εταιρεία επεκτείνει το εύρος των προϊόντων που παράγει και καλύπτει ολοένα περισσότερες καταναλωτικές ανάγκες. Αυτό την οδηγεί στο να μην εξαρτάται από συγκεκριμένες αγορές και προμηθευτές.
- Μπορεί να υπάρξει συνδυασμός και αλληλοσυμπλήρωση πόρων. Μια εταιρεία μπορεί να θελήσει να εκμεταλλευτεί τα προτερήματα μιας άλλης εταιρείας, όπως φθηνή πρόσβαση σε πρώτες ύλες.
- Μακροχρόνια ενδυνάμωση της επιχείρησης. Σε μια ολιγοπωλιακή αγορά δύο μεγάλες εταιρείες είναι προτιμότερο να ενώνονται από το να πολεμούν, σίγουρα με αυτό τον τρόπο θα κερδίσουν περισσότερα. Μια ισχυρή εταιρεία που προκύπτει από την συγχώνευση δύο μικρότερων έχει την δυνατότητα να αντιμετωπίσει καλύτερα τον ανταγωνισμό, τόσο εγχώρια όσο και διεθνώς, αφού μέσω των Ε&Σ μια εταιρεία αυξάνει το μερίδιο της αγοράς, αποκτά



Ιολιγοπωλιακή δύναμη και μπορεί να ελέγχει και να θέτει τις τιμές που επιθυμεί στην αγορά.

- Δημοσιότητα μέσω των Ε&Σ μια εταιρεία ισχυροποιεί το brand name της, γεγονός πολύ σημαντικό για τις πωλήσεις, τις οικονομικές συναλλαγές της αλλά κυρίως για την αξιοπιστία της.
  
- Απόκτηση αποκλειστικής τεχνολογικής γνώσης αλλά και ειδικών επιχειρηματικών δεξιοτήτων-ικανοτήτων. Μια μικρή σε μέγεθος εταιρεία κατέχει ένα ομαδικό κεφάλαιο διοικητικών στελεχών το οποίο είναι σημαντικής δυναμικής και μια μεγάλη εταιρεία δεν είναι σε θέση να το διαθέτει. Συνεπώς μέσω της εκμετάλλευσης των ισχυρών σημείων δύο εταιρειών επιτυγχάνεται η γρήγορη ανάπτυξη της τεχνολογίας και της τεχνογνωσίας στην παραγωγή της συγχωνευμένης εταιρείας. Ενώ η εισαγωγή νέας τεχνολογίας είναι πολύ δαπανηρή και συμφέρουσα μόνο για ομίλους.
  
- Δημιουργούνται δυνατότητες συνέργειας και νέοι επιχειρηματικοί σχεδιασμοί, οποίοι δεν ήταν εμφανείς στην αρχή και δημιουργούν στρατηγικά οφέλη.
  
- Υπέρβαση εμποδίων εισόδου. Όσο αυξάνονται τα εμπόδια εισόδου στην αγορά, οι Ε&Σ αποτελούν διέξοδο για τις επιχειρήσεις. Η είσοδος μια εταιρείας στην αγορά ίσως απαιτήσει πολλά έξοδα, όπως επένδυση για εξοπλισμό, εγκαταστάσεις, διαφήμιση και προώθηση των προϊόντων που παράγει η εταιρεία. Η θέση της εταιρείας θα είναι ακόμη πιο δύσκολη εάν υπάρχει αυξημένος ανταγωνισμός. Έτσι μια εξαγορά ή συγχώνευση θα απαλλαγεί από πολλά από αυτά τα έξοδα και πιθανόν να βρει και ένα έτοιμο πελατολόγιο.
  
- Δημιουργούνται μεγάλοι πολυσχιδείς επιχειρηματικοί όμιλοι όπου με αυτό τον τρόπο μπορούν να αμυνθούν στις αυξανόμενες συνθήκες ανταγωνισμού αλλά και σε τυχόν ανεπιθύμητη εξαγορά.

- Δυνατότητες μεγαλύτερου ρυθμού ανάπτυξης. Οι ενοποιημένες επιχειρήσεις έχουν την δυνατότητα να ανταπεξέλθουν στις σύγχρονες συνθήκες τις παγκοσμιοποιημένης οικονομίας και στο διεθνή ανταγωνισμό. Επιπλέον μπορούν να αξιοποιήσουν καλύτερα το ανθρώπινο δυναμικό τους, με στόχο την επέκταση του μεριδίου της αγοράς, την αποτελεσματική προώθηση των νέων προϊόντων και την καλύτερη εξυπηρέτηση του πελάτη. Επιπρόσθετα μπορούν να αξιοποιήσουν καλύτερα τις νέες τεχνολογίες συγκέντρωσης και να διαχειριστούν την διάχυση της πληροφορίας.
- Μείωση κόστους και χρόνου ανάπτυξης νέων προϊόντων. Πολλά στελέχη εταιρειών προτιμούν να πληρώσουν αρκετό τίμημα για να εξαγοράσουν μια επιχείρηση από το να σπαταλήσουν πολύ χρόνο και κόστος στην ανακάλυψη μιας καινοτομίας.
- Διαφοροποίηση προϊόντων. Μια εταιρεία με σκοπό να ξεχωρίσει και να αποφύγει τον ανταγωνισμό ίσως θελήσει να διαφοροποιήσει λίγο την παραγωγή της σε άγνωστη για την ίδια αγορά. Συνεπώς η εξαγορά ή η Συγχώνευση με μια εταιρεία η οποία ασχολείται χρόνια με την αγορά αυτή, θα βοηθήσει πολύ, αφού γνωρίζει ήδη την παραγωγική διαδικασία και έχει εξειδικευμένο προσωπικό.
- Διοικητική αλαζονεία. Πολλές φορές τα διοικητικά στελέχη της εταιρείας είναι πεπεισμένοι πως μπορούν να την διοικήσουν καλύτερα οι ίδιοι (Σακέλλη, Ε,2001).

#### 2.4.1 Λειτουργικές, διοικητικές και χρηματοοικονομικές συνέργιες.

Οι συνέργιες χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες ανάλογα με τον στόχο που έχει η κάθε επιχείρηση όταν αποφασίζει να προβεί σε μια εξαγορά ή μια συγχώνευση. Λειτουργικές συνέργιες προκύπτουν όταν έχουμε οικονομίες κλίμακας και οικονομίες φάσματος όπως αναφέραμε και προηγουμένως στα κίνητρα που ίσως οδηγήσουν μια

εταιρεία στην απόφαση μια εξαγοράς ή συγχώνευσης. Οικονομίες κλίμακας επιτυγχάνονται όταν οι δυο επιχειρήσεις με τη ένωση τους επιτυγχάνουν μείωση του ανά μονάδα κόστους με την παραγωγή περισσότερων προϊόντων και με την εξειδίκευση η οποία και αποτελεί εξαιρετικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Ενώ οικονομίες φάσματος επιτυγχάνονται όταν η από κοινού παραγωγή δυο προϊόντων είναι οικονομικότερη από την παραγωγή του κάθε προϊόντος ξεχωριστά.

Διοικητικές συνέργιες προκύπτουν όταν μια εκ των δύο επιχειρήσεων από τις οποίες και συγχωνεύονται έχει ανώτερες διοικητικές ικανότητες ή δικαιούται μείωση διαχειριστικών εξόδων και η άλλη επιχείρηση επωφελείται από αυτές. Ως δεδομένο παίρνουμε πως η διοίκηση της κάθε εταιρείας επιδιώκει την μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρείας αλλά και του κέρδους των μετόχων. Συνεπώς αν για οποιοδήποτε λόγο ή συμφέρον η διοίκηση της εταιρείας δεν έχει αυτό τον στόχο, τότε οι ανταγωνίστριες εταιρείες θα προσπαθήσουν να αναλάβουν την διοίκηση της εταιρείας ώστε να αντικαταστήσουν την αναποτελεσματική αυτή διοίκηση επιτυγχάνοντας μεγαλύτερα κέρδη και αποδόσεις. Αν η διοίκηση της κάθε εταιρείας είναι εξειδικευμένη τότε η καλύτερη κατηγορία εξαγοράς ή συγχώνευσης είναι η οριζόντια ή η κάθετη στην αντίθετη περίπτωση μπορούν να πραγματοποιηθούν και σε ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις (Κυριαζής, 2007).

Τέλος οι χρηματοοικονομικές συνέργιες μπορούν να προκύψουν από:

1. Φορολογικές ελαφρύνσεις που προέρχονται είτε από φορολογικά κίνητρα που παρέχει το κράτος είτε από μεταφορά ζημιών από τη μια επιχείρηση στην άλλη για μείωση του φορολογικού συντελεστή.
2. Μείωση του κόστους κεφαλαίου που μπορεί να επιτευχθεί είτε από την επένδυση σε ασυσχέτιστες επιχειρήσεις ώστε να μειωθεί ο συστηματικός κίνδυνος του συνολικού χαρτοφυλακίου της επιχείρησης, είτε από την αύξηση μεγέθους της εταιρείας αφού πολλές επιχειρήσεις διαθέτουν αυξημένη δανειακή ικανότητα και παράλληλα διαθέτουν και πρόσβαση σε φθηνότερο κεφάλαιο. Ακόμη ένας τρόπος ώστε να μειώσει η επιχείρηση το κόστος κεφαλαίου του είναι η δημιουργία μια εσωτερικής αγοράς κεφαλαίου με αποτέλεσμα να έχει περισσότερη πληροφόρηση και να αποκτήσει τη δυνατότητα να παρέχει τα κεφάλαιά της πιο αποδοτικά.

## 2.5 Μειονεκτήματα και αντικίνητρα πραγματοποίησης εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Τα πλεονεκτήματα και τα κίνητρα για την πραγματοποίηση μιας Ε&Σ, όπως είδαμε στη προηγούμενη ενότητα είναι πολλά. Όμως είναι απαραίτητο να μελετήσουμε τα μειονεκτήματα (Fritzon, A., et al,2000), τα αντικίνητρα και τους πιθανούς λόγους αποτυχίας ώστε να έχουμε μια ολοκληρωμένη εικόνα (Roberto A. Weber, Colin F. Camerer,2003).

- Προσωπικοί λόγοι των διευθυντικών στελεχών. Τα στελέχη της εξαγοράσιμης εταιρείας ίσως αποτρέψουν την Ε&Σ, ώστε να διατηρήσουν τη θέση τους, ακόμα και αν είναι για το καλό της εταιρείας.
- Έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού και ορθής επενδυτικής λογικής. Συχνά ο σχεδιασμός του σχεδίου για Ε&Σ δεν είναι πλήρης, κάποια στοιχεία έχουν παραληφθεί να εξετασθούν, συνεπώς τα αποτελέσματα μπορεί να μην είναι τα αναμενόμενα.
- Μη ρεαλιστικές προσδοκίες, οδηγούν σε μια λανθασμένη εικόνα στην αγορά σχετικά με τις ικανότητες της νέας ενοποιημένης εταιρείας. Ως αποτέλεσμα οι αρχικές δεσμεύσεις να αποτυγχάνουν.
- Υπερβολικό κόστος εξαγοράς. Οι μέθοδοι αποτίμησης μια Ε&Σ ποικίλουν και συχνά "συγκρούονται". Η επιλογή της τεχνικής των Ε&Σ ενδέχεται να αποδειχθεί μη ορθή. Ιδικά αν πραγματοποιείται για την εξυπηρέτηση προσωπικών συμφερόντων των διοικητικών στελεχών
- Κοινωνικό κόστος. Εκτός από το διοικητικό και διαχειριστικό κόστος που συχνά ξεπερνά τον αρχικό προϋπολογισμό, υπάρχει και το κοινωνικό κόστος. Ως συνέχεια των Ε&Σ, συχνά πραγματοποιούνται απολύσεις, αφού δεν είναι απαραίτητο όλο το εργατικό δυναμικό πια. Η υποβάθμιση του ανθρώπινου

παράγοντα οδηγεί σε αντιδράσεις του κοινωνικού συνόλου.

- Η αύξηση του μεγέθους μπορεί να οδηγήσει σε αρνητικές οικονομίες κλίμακας, και όχι σε αύξηση της αποτελεσματικότητας αφού αυξάνεται η γραφειοκρατία και οι εσωτερικές επικοινωνίες γίνονται πιο δύσκολες.
- Συγκρουόμενες επιχειρηματικές κουλτούρες οι οποίες δεν επιτρέπουν την ενοποίηση δύο εταιρειών.
- Αποτυχία γρήγορης συνεννόησης κατά τη διάρκεια της Ε&Σ, με αποτέλεσμα την καθυστέρηση των σχεδίων της Ε&Σ. Το γεγονός αυτό μπορεί να προκαλέσει αύξηση του κόστους κεφαλαίου διότι καθυστερήσεις στην πραγματοποίηση των συνεργειών συνεπάγεται μείωση της πραγματικής αξίας τους, δεδομένου ότι το κεφάλαιο έχει κόστος ευκαιρίας.
- Μειωμένη παραγωγικότητα εργαζομένων. Από την στιγμή της ανακοίνωσης της ενοποίησης της εταιρείας μέχρι και την πραγματοποίησή τους, οι εργαζόμενοι δεν γνωρίζουν αν θα παραμείνουν στο εργατικό δυναμικό και ύστερα από αυτήν.
- Απώλεια σημαντικών προμηθευτών και πελατών. Αισθάνονται και εκείνοι αβεβαιότητα για το αν θα συνεχίσουν την συνεργασία τους και μετά την ενοποίηση των επιχειρήσεων, για αυτό το λόγο αναζητούν νέες συνεργασίες.
- Συγκρουόμενα συμφέροντα και εσωτερικός ανταγωνισμός. Η ενοποίηση δύο ή περισσότερων εταιρειών, έχει ως αποτέλεσμα την απαραίτητη συνεργασία ανθρώπων από δύο διαφορετικές εταιρίες, ίσως και ειδικότητες να συνεργαστούν. Το γεγονός αυτό μπορεί να οδηγήσει σε συγκρούσεις, ανταγωνισμούς και διαμάχες (Παπαδάκης, Β, 2002)

- Παράγοντες τους οποίους η επιχείρηση δεν μπορεί να ελέγξει, όπως κυβερνητικές αποφάσεις.
  
- Οικονομική συγκυρία που επικρατεί. Σε περίπτωση που η αγορά είναι ολοκληρωμένη και ανταγωνιστική και δεν υπάρχουν μεγάλα περιθώρια αύξησης μεριδίων της εταιρείας, ίσως η απόφαση της Ε&Σ να μην είναι τόσο σωστή. Επιπλέον, κανείς δεν μπορεί να εγγυηθεί πως οι συνθήκες της αγοράς δεν θα αλλάξουν αφού γίνει η Ε&Σ.

## 2.6 Επιλογή του τρόπου χρηματοδότησης του μιας εξαγοράς ή μιας συγχώνευσης.

Τα διοικητικά στελέχη των αγοραζουσών επιχειρήσεων πριν από μια εξαγορά ή συγχώνευση καλούνται να λάβουν σημαντικές αποφάσεις, μια εκ των οποίων είναι αυτή της επιλογής του κατάλληλου τρόπου χρηματοδότησης της αγοραπωλησίας. Οι επιλογές που υπάρχουν είναι δύο, τα διοικητικά στελέχη μπορούν να καταβάλλουν κατευθείαν μετρητά ή να ανταλλάξουν μετοχές. Αυτή η απόφαση είναι πολύ σημαντική και μπορεί να είναι και καθοριστική στην επιτυχία ή την αποτυχία της εξαγοράς ή της συγχώνευσης. Παράλληλα το συγκεκριμένο ζήτημα είναι εξαιρετικά σημαντικό για ακόμη ένα λόγο. Η επιλογή αυτή των διοικητικών στελεχών αξιολογείται από τους επενδυτές και είναι πολύ πιθανό να επηρεάσει την αξία της εταιρείας αλλά και τους δείκτες αποτίμησης της νέας εταιρείας μέσω μεταβολής των ιδίων κεφαλαίων ή αποσβέσεων υπεραξίας.

Οι ειδικοί αναλυτές που έχουν μελετήσει το θέμα των Ε&Σ υποστηρίζουν ότι οι διοικήσεις των εταιρειών όταν προχωρούν σε μια επιχειρηματική σύμπραξη, βρίσκονται κοντά σε ένα κρίσιμο δίλημμα ως προς το ποιά λύση πρέπει να επιλέξουν προκειμένου τόσο η νέα εταιρεία να ωφεληθεί όσο και να περάσουν το κατάλληλο μήνυμα στους επενδυτές για τις πραγματικές τους προθέσεις.

Το δεύτερο βήμα εφόσον τα διοικητικά στελέχη αποφασίσουν να εκδώσουν νέες μετοχές είναι να αποφασίσουν αν θα προσφέρουν ένα σταθερό συνολικό αριθμό μετοχών ή μια συνολική χρηματική αξία που αντιπροσωπεύεται από ένα

μεταβαλλόμενο αριθμό μετοχών.

Η απόφαση της χρηματοδότησης μιας εξαγοράς με μετρητά σημαίνει ουσιαστικά ότι η εταιρεία που εξαγοράζει μια άλλη είναι εκείνη που αναλαμβάνει όλο τον κίνδυνο αλλά κρατά και για τον εαυτό της ολόκληρη την πιθανή μελλοντική απόδοση της εν λόγω επιχειρηματικής κίνησης. Παράλληλα με τον τρόπο αυτό στέλνει και ένα μήνυμα στις αγορές και στους επενδυτές ότι πιστεύει πραγματικά στην εξαγορά της εν λόγω επιχείρησης αλλά και στην αξία της δικής της μετοχής την οποία και δεν επιθυμεί να ανταλλάξει. Το αντίθετο αποτέλεσμα μπορεί να επιφέρει αν η άντληση των μετρητών προέρχεται από τη λειτουργική κερδοφορία και τις ταμειακές ροές της επιχείρησης και όχι από τα αντληθέντα κεφάλαια μιας αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών. Αυτή η κίνηση μπορεί να δικαιολογηθεί μόνο στην περίπτωση όπου το μέγεθος της εταιρείας στόχου είναι πολύ μεγάλο.

Αντίθετα η απόφαση χρηματοδότησης μιας εξαγοράς με την έκδοση νέων μετοχών, σημαίνει ότι η εταιρεία που εξαγοράζει είναι διατεθειμένη στην ουσία να μοιραστεί την νέα επιχειρηματική οντότητα που θα προκύψει αμέσως μετά με τους μετόχους της εξαγορασθείσας επιχείρησης στους οποίους άλλωστε προσφέρει και μετοχές. Αυτή η κίνηση δείχνει στην αγορά ότι η εξαγοράζουσα εταιρεία πιστεύει στην ίδια της την μετοχή.

Στην επιλογή της εξαγοράς μιας επιχείρησης μέσω της έκδοσης νέων μετοχών υπάρχουν δυο ειδικές περιπτώσεις. Η πρώτη αφορά την προσφορά ενός συνολικού σταθερού αριθμού μετοχών της εξαγοράζουσας εταιρείας ως προς τους μετόχους της εξαγορασθείσας. Όμως η επιλογή αυτή δείχνει ένδειξη μικρής πίστης της εξαγοράζουσας εταιρείας για την ίδια τη μετοχή της, πράγμα που σημαίνει ότι οι μέτοχοι της εξαγορασθείσας εταιρείας αναλαμβάνουν τον κίνδυνο ότι η αξία της μετοχής της εξαγοράζουσας εταιρείας δεν θα μειωθεί στη χρηματιστήριο μέχρι τη χρονική στιγμή κατά την οποία θα λάβει χώρα η σχετική πράξη της εξαγοράς. Η δεύτερη περίπτωση αφορά την προσφορά μιας σταθερής συνολικής χρηματικής αξίας που αντιπροσωπεύεται από μεταβαλλόμενο αριθμό μετοχών. Σε αυτή την περίπτωση, η εξαγοράζουσα εταιρεία στέλνει ένα ισχυρό μήνυμα στην αγορά ότι πιστεύει στην ίδια την μετοχή της, ανεξάρτητα εάν μειωθεί η αξία της έως τη χρονική στιγμή της συναλλαγής και αναγκασθεί να πληρώσει το σταθερό αυτό τίμημα με περισσότερες σε αριθμό μετοχές της.

Συμπερασματικά όπως φαίνεται, η απόφαση της μεθόδου πληρωμής μια εξαγοράς είναι πολύ σημαντική για τον τρόπο που αποτιμάται μια εταιρεία αλλά και για τα

μηνύματα τα οποία λαμβάνουν οι επενδυτές σε διαφορετικές χρονικές στιγμές με αποτέλεσμα να απαιτείται μεγάλη προσοχή από τις διοικήσεις των εισηγμένων επιχειρήσεων ως προς το ποία απόφαση είναι προτιμότερη και θα αποφέρει μεγαλύτερο όφελος στα κέρδη και στην εικόνα των επιχειρήσεων.

## 2.7 Τα στάδια που πρέπει να ακολουθούν οι εταιρείες έτσι ώστε να πετυχαίνουν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις.

Το πρώτο στάδιο E&S είναι ο έλεγχος. Οι εταιρείες θα πρέπει να αποτιμήσουν τα οφέλη και τα κόστη από τη διαδικασία από την E&S. Είναι πολύ σημαντικό το συγκεκριμένο στάδιο, διότι γίνεται ρεαλιστική εκτίμηση των προβλημάτων, αναγνωρίζονται και αντιμετωπίζονται. Με αυτό τον τρόπο μειώνεται το ρίσκο και αναμένεται επιτυχία στην προσπάθεια των επιχειρήσεων.

Το δεύτερο στάδιο E&S είναι ο ρόλος της κουλτούρας. Όπως αναφέρθηκε και στα μειονεκτήματα των E&S, οι δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις που σκοπεύουν να ενοποιηθούν είναι πιθανό να αντιμετωπίσουν πρόβλημα λόγω της διαφορετικής κουλτούρας τους. Είναι απαραίτητο να γίνει αναγνώριση εταιρικής κουλτούρας πριν την εξαγορά ή την συγχώνευση. Η αναγνώριση μπορεί να επιτευχθεί από την παρατήρηση του τρόπου λειτουργίας της εταιρείας, της εργασιακής της σχέσεις και την ιεραρχική δομή της.

Το τρίτο στάδιο είναι τα είδη της ενοποίησης, από τα οποία και εξαρτάται η επιτυχία των E&S. Ένα από τα είδη των ενοποιήσεων είναι η ανοιχτή συγχώνευση όπου η επιχείρηση δεν σκοπεύει να μεταβάλλει τον τρόπο λειτουργία της. Συνεπώς δεν τίθεται και θέμα αλλαγής της κουλτούρας της. Το ακριβώς αντίθετο συμβαίνει με τις συνεργατικές ενοποιήσεις όπου η επιχείρηση σκοπεύει να αλλάξει τόσο στοιχεία της λειτουργίας της όσο και στοιχεία της κουλτούρας της. Τέλος υπάρχουν και οι επανασχεδιαστικές ενοποιήσεις οι οποίες όπου η επιχείρηση-αγοραστής επιθυμεί ολική αναδιάρθρωση της λειτουργίας και της κουλτούρας της άλλης εταιρείας.



## 2.8 Οικονομικό περιβάλλον.

Πολλές φορές η τρέχουσα τιμή των μετοχών αποκλίνει από την πραγματική, δίνοντας με αυτόν τον τρόπο την ευκαιρία στους επενδυτές να πραγματοποιήσουν κέρδη μέσω της αγοραπωλησίας των μετοχών αυτών. Αυτή ακριβώς η διαδικασία της αγοραπωλησίας θα συγκλίνει την τρέχουσα τιμή με την πραγματική, αφού η αύξηση ή αντίστοιχα η μείωση στη ζήτηση κάποιων μετοχών καθορίζουν και την τιμή τους.

Ένας πολύ σημαντικός παράγοντας για τις Ε&Σ είναι το Οικονομικό περιβάλλον, αφού εκείνο θα επηρεάσει τα αποτελέσματα της εξαγοράς. Σημαντικοί παράγοντες είναι οι λογιστικές καταστάσεις και τα χρηματοοικονομικά δεδομένα των εταιρειών, όμως το μακροοικονομικό περιβάλλον και τα εθνικά χαρακτηριστικά είναι εκείνα που θα επηρεάσουν την απόφαση για μια εξαγορά ή μια συγχώνευση. Κατά κύριο λόγο σε μια Ε&Σ η εταιρεία η οποία είναι περισσότερο κερδισμένη με μεγαλύτερο όφελος είναι η αγοραζόμενη. Σε χώρες όμως, με ασθενή αγορά επιχειρηματικών μεταβλητών ο ανταγωνισμός είναι λιγότερο έντονος, συνεπώς υπάρχει η δυνατότητα να αποκομίσουν κέρδη και οι δύο εταιρείες, και οι αγοραζόμενες αλλά και οι αγοράζουσες.

Συμπερασματικά, στις πιο ανεπτυγμένες χώρες οικονομικά, σε περιπτώσεις Ε&Σ, οι αγοραζόμενες εταιρείες έχουν περισσότερες πιθανότητες να λάβουν περισσότερα κέρδη από την υπεραξία που θα δημιουργήσει η Ε&Σ.

## 2.9 Εξαγορές, συγχωνεύσεις και επιτροπές ανταγωνισμού.

Πολλές φορές οι Ε&Σ μπορούν να προκαλέσουν πρόβλημα, ίσως δημιουργήσουν μονοπώλια και γεγονός που προκαλεί εμπόδιο στην εύρυθμη λειτουργία της αγοράς. Σύμφωνα με τη θεωρία του μονοπωλίου ο κύριος στόχος μια επιχείρησης που έχει σκοπό να προβεί σε μια εξαγορά ή συγχώνευση είναι η αύξηση του μεριδίου αγοράς με σκοπό να κατέχει μεγάλη δύναμη και να έχει την δυνατότητα να ελέγχει την είσοδο των επιχειρήσεων σε αυτήν. Μέσω των οριζόντιων συγχωνεύσεων μπορεί να επιτευχθεί αυξημένη κερδοφορία για την ενιαία επιχείρηση, πράγμα που οδηγεί σε μονοπωλιακά κέρδη. Επίσης είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί κερδοφορία μέσω της

μέσω κάθετων συγχωνεύσεων καθώς με αυτόν τον τρόπο αυξάνονται τα εμπόδια εισόδου στην αγορά. Για αυτό το λόγο έχουν δημιουργηθεί επιτροπές για να ελέγχουν τις Ε&Σ και να τις εγκρίνουν ή όχι αν κρίνουν ότι θα προκαλέσουν κάποιο πρόβλημα στην αγορά. Σύμφωνα με τον Duso, Gugler και τον Yutoglu (Duso, Gugler and Yutoglu,2008), το 90% των Ε&Σ δεν αποτελούν απειλή για την αγορά και τον ανταγωνισμό, σε αντίθεση με το υπόλοιπο 10% που εγκρίνεται κάτω από συγκεκριμένες προϋποθέσεις.

Συνεπώς για να πραγματοποιηθεί μια συγχώνευση θα πρέπει η αρμόδια επιτροπή ανταγωνισμού να δώσει την άδεια της. Για Ε&Σ εθνικού χαρακτήρα αρμόδιες είναι οι εθνικές επιτροπές, στον Ευρωπαϊκό χώρο αρμόδια είναι η Ευρωπαϊκή επιτροπή ανταγωνισμού ενώ στην ΗΠΑ αρμόδιες υπηρεσίες είναι το Federal Trade Commission και το Department of Justice.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:

### Το νομοθετικό πλαίσιο των Ε&Σ στην Ελλάδα και στην Ευρώπη.

#### 3.1 Νομοθετικό πλαίσιο εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ευρώπη.

Στο τέλος του 1989 συμφωνήθηκε η νομοθεσία Συγχώνευσης Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, η οποία εφαρμόστηκε 1η Ιανουαρίου 2002 και αναφέρεται στο έλεγχο των Ε&Σ, με στόχο την εναρμόνιση και ομαλή συνεργασία μεταξύ των κοινοτικών αγαθών.

Η συγχώνευση νέων κρατών-μελών στην Ευρωπαϊκή Ένωση απαιτεί την υιοθέτηση συγκεκριμένων κριτηρίων, όπως συμφωνήθηκε στη σύνοδο κορυφής της ΕΕ τον Ιούνιο του 1993. Τα νέα κράτη-μέλη θα πρέπει να εγγυώνται τη δημοκρατία, το κράτος δικαίου, τα ανθρώπινα δικαιώματα, την προστασία των ασθενέστερων, να είναι σε θέση να αντιμετωπίζουν τον σκληρό ανταγωνισμό, τις πιέσεις της αγοράς και να διαθέτουν υπηρεσίες που να εφαρμόζουν πιστά την νομοθεσία της ΕΕ.

Η νομιμότητα των Ε&Σ ελέγχεται από τον **κανονισμό (ΕΚ) με αριθμό 802/2004 της Επιτροπής**. Στη συνέχεια τροποποιήθηκε με τον κανονισμό με αριθμό 1792/2006 και τέλος με τον υπ' αριθμό 1033/2008. Η προθεσμία υποβολής του εγγράφου κοινοποίησης ορίστηκε την επόμενη εργάσιμη μέρα μετά το γεγονός. Η έγκριση της εταιρικής σύμπραξης γίνεται αρχικά από την επιτροπή, η οποία αφού εξετάσει όλες τις παραμέτρους οδηγείται σε οριστική έγκριση ή μη της σύμπραξης.

Η Ευρωπαϊκή επιτροπή με συνοπτική κοινοποίηση ελέγχει αν οι Ε&Σ των εταιρειών είναι αποτελεσματικές. Η επιτροπή εξετάζει όλα τα εμπλεκόμενα μέλη όπως πελάτες, προμηθευτές, ανταγωνιστές έτσι ώστε να δει αν όλες οι απαραίτητες προϋποθέσεις καλύπτονται. Στην περίπτωση που δεν πληρούνται τα κριτήρια της συνοπτικής κοινοποίησης, απαιτείται ολοκληρωμένη κοινοποίηση.

Η απλοποιημένη διαδικασία εφαρμόζεται όταν δυο ή περισσότερες επιχειρήσεις ενώνονται και η τελευταία δεν δραστηριοποιείται καθόλου. Αυτό μπορεί να συμβεί αν ο κύκλος εργασιών της ή το σύνολο του ενεργητικού της είναι μικρότερο των εκατό εκατομμυρίων. Επίσης εφαρμόζεται όταν ενώνονται δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις και καμία από τις δύο δεν ασκεί εμπορικές δραστηριότητες στην ίδια αγορά και

γεωγραφική περιοχή ή σε προηγούμενο ή σε επόμενο στάδιο της παραγωγής. Ακόμη εφαρμόζεται όταν πραγματοποιείται εξαγορά ή συγχώνευση σε δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις οι οποίες ασκούν εμπορικές δραστηριότητες είτε στην ίδια αγορά και γεωγραφική περιοχή με αθροιστικό μερίδιο αγοράς μικρότερο του 15%, είτε σε προηγούμενο ή επόμενο στάδιο παραγωγής με ατομικά ή αθροιστικά μερίδια αγοράς όχι μεγαλύτερα του 25%. Τέλος εφαρμόζεται σε περίπτωση απόκτησης αποκλειστικού ελέγχου επιχείρησης όπου υπήρχε ήδη κοινός έλεγχος.

Είναι σημαντικό να αναφέρουμε πως η οδηγία 2005/56 δίνει την λύση στις νομικές δυσχέρειες που αντιμετώπιζαν οι Ευρωπαϊκές κεφαλαιουχικές εταιρείες ως προς τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις. Σύμφωνα με αυτήν την οδηγία ισχύουν οι διατάξεις της εθνικής νομοθεσίας τόσο για τις εταιρείες που συμμετέχουν στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις όσο και για οποιονδήποτε ενδιαφερόμενο (Lanning Bryer ,2002).

### 3.2 Νομοθετικό πλαίσιο εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα.

Για την πραγματοποίηση μια εξαγοράς ή συγχώνευσης θα πρέπει αρχικά να ελεγχθεί αν έρχεται αντιμέτωπη με τις εποπτικές αρχές σε θέματα ανταγωνισμού, γεγονός που αποτελεί πυρήνα του σύγχρονου δικαίου της αγοράς και της οικονομικής δημόσιας τάξης. Τα τελευταία χρόνια όλο και περισσότερες Ε&Σ γίνονται με σκοπό την δημιουργία οικονομιών κλίμακας και ισχυρών ανταγωνιστικών σχημάτων. Για αυτό το λόγο εκδόθηκαν προεδρικά διατάγματα και ψηφίστηκαν νόμοι για την εναρμόνιση των κοινοτικών οδηγιών με το Ελληνικό δίκαιο. Τα διατάγματα αυτά συμπεριλαμβάνουν και νόμους για την προστασία των μετόχων.

Η Ελληνική μορφή ανταγωνισμού είναι μια μη κερδοσκοπική αρχή η οποία ασκεί έλεγχο στις μεθόδους Ε&Σ. Τα μέλη της είναι έντεκα με τριετή θητεία. Στη χώρα μας το δίκαιο του ελεύθερου ανταγωνισμού απέκτησε νομοθετικό πλαίσιο με τη θέσπιση του νόμου 703/1977. Ρυθμίσεις για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων δεν περιελήφθησαν αρχικά στο νόμο αυτό εξαιτίας αφ' ενός του κενού την εποχή εκείνη στη κοινοτική νομοθεσία και αφ' ετέρου της τάσης ενίσχυσης της χαμηλής ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων.

Σύμφωνα με τον νόμο 3373/2005, ο οποίος αντικατέστησε παλαιότερους νόμους

όπως 703/1997 και 2296/1995, καθορίζεται το επίπεδο το οποίο δραστηριοποιείται η ΕΕΑ. Όπως επίσης δηλώνεται πως συγκέντρωση εταιρειών υλοποιείται όταν δύο ή περισσότερες αυτόνομες επιχειρήσεις συγχωνεύονται με οποιαδήποτε τρόπο ή όταν δύο οι περισσότερα πρόσωπα που ήδη έχουν μια επιχειρηματική οντότητα αποκτούν τον έλεγχο του συνόλου ή τμήματος μια άλλης ή άλλων επιχειρήσεων.

Στον εμπορικό νόμο υπάρχουν διατάξεις που ρυθμίζουν μόνο την συγχώνευση των εταιριών περιορισμένης ευθύνης (Ε.Π.Ε) που είναι τα άρθρα 54-55 του Ν. 3190/55 και επίσης την συγχώνευση των ανώνυμων εταιριών (Α.Ε) που αναφέρεται στα άρθρα 68-80 του Ν.2190/20. Οι περιπτώσεις αυτές συγχωνεύσεων ρυθμίζονται ρητά από το νόμο και ονομάζονται γνήσιες συγχωνεύσεις. Όλες οι άλλες περιπτώσεις όπου η διαδικασία τους δεν ρυθμίζεται από το νόμο είναι οι λεγόμενες μη γνήσιες ή καταχρηστικές συγχωνεύσεις.

Οι εταιρείες περιορισμένης ευθύνης μπορούν να συγχωνευτούν είτε με ίδρυση νέας Ε.Π.Ε, είτε με απορρόφηση υπάρχουσας Ε.Π.Ε με αύξηση του κεφαλαίου τους. Δεν είναι όμως δυνατή η συγχώνευση με εξαγορά. Η ίδρυση νέας Ε.Π.Ε απαιτεί αποφάσεις των συνελεύσεων των συγχωνευμένων εταιριών με τη μεγάλη πλειοψηφία εταίρων και μεριδίων. Επίσης χρειάζεται σύναψη σύμβασης συγχωνεύσεων των συγχωνευμένων εταιριών, που περιέχει τόσο στη λήξη τους όσο και στη ίδρυση της νέας εταιρείας. Ακόμη χρειάζεται δημοσίευση των συμβάσεων συγχώνευσης αλλά και των αποφάσεων συγχωνεύσεων στο μητρώο Ε.Π.Ε, όπως και την ανακοίνωση της καταχώρισης του μητρώου στην εφημερίδα της κυβερνήσεων.

Όσο αφορά τις ανώνυμες εταιρείες, η συγχώνευση τους πραγματοποιείται είτε με απορρόφηση είτε με σύσταση νέας εταιρείας όπου δύο ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση και μεταβιβάζουν σε άλλη υφιστάμενη ανώνυμη εταιρεία το σύνολο της περιουσίας τους έναντι απόδοσης στους μετόχους, των μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφούσα εταιρεία και ενδεχομένως καταβολής ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό των μετοχών των οποίων δικαιούνται. Το ποσοστό αυτό δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών που αποδίδονται στους μετόχους των απορροφημένων εταιριών και αθροίστηκα με την αξία των μετοχών αυτών την αξία της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας αυτών των εταιριών. Η διαδικασία της συγχώνευσης με απορρόφηση απαιτεί σύμβαση συγχώνευσης, έλεγχο

της συγχώνευσης από τις γενικές συνελεύσεις των συγχωνευμένων εταιρειών, βεβαίωση ότι δεν προβλήθηκαν αντιρρήσεις από τους πιστωτές, έγκριση από τη διοίκηση και διατυπώσεις δημοσιότητας. Η έναρξη της διαδικασίας συγχώνευσης ανώνυμων εταιρειών προϋποθέτει απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου των εταιρειών που μετέχουν στην πράξη της συγχώνευσης. Το Συμβούλιο θα αποφασίσει με ποιόν τρόπο θα γίνει η συγχώνευση και ποιά θα είναι η σχέση ανταλλαγής των μετοχών των εταιρειών που συγχωνεύονται. Το επόμενο στάδιο είναι η εγγραφή κατάρτισης από το Διοικητικό Συμβούλιο του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης. Απαραίτητη προϋπόθεση είναι η Γενική Συνέλευση να μην έχει αντιρρήσεις με την σχετική σύμβαση.

**Όμως ο τρόπος Ε&Σ αλλάζει όταν αναφερόμαστε σε εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο**, σύμφωνα με την οδηγία 25/2004 της Ευρωπαϊκής Ένωσης στο Εθνικό Δίκαιο. Οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρείας δικαιούνται να επιλέξουν είτε τίτλους είτε μετρητά σαν αντάλλαγμα και η τιμή εξαγοράς της μετοχής μπορεί να είναι μικρότερη από το μέσο όρο της τιμής κλεισίματος της μετοχής το τελευταίο εξάμηνο ή την υψηλότερη τιμή αγοράς κατά τον τελευταίο χρόνο πριν την υποβολή της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4:**

### **Οι αποδόσεις των μετοχών και η επίδραση μετά την ανακοίνωση μιας Ε&Σ.**

#### **4.1 Ανασκόπηση αρθρογραφίας**

Τα εμπειρικά αποτελέσματα που αφορούν τις αγοράζουσες επιχειρήσεις διαφέρουν λίγο από εκείνα που αφορούν τις αγοραζόμενες. Ενώ οι διαφορές είναι πολύ μικρές είμαστε υποχρεωμένοι να εξετάσουμε τις δύο περιπτώσεις ξεχωριστά αφού οι έκτακτες αποδόσεις κινούνται στα όρια τις στατιστικής σημαντικότητας όπου κάποιες φορές μας δίνουν οριακά θετικές τιμές και άλλοτε οριακά αρνητικές. Το εύρος των μελετών αυτών είναι μεγάλο, ωστόσο υπάρχουν μερικοί οι οποίοι κατέληξαν σε αρνητικές αποδόσεις όπως είναι η μελέτη του Andrade το 2001, του Mulherin and Boone το 2000, του Franks το 1991, του Healy το 1992 και πολλών άλλων. Όμως υπάρχουν και εκείνοι που κατέληξαν σε θετικές ή και μηδενικές αποδόσεις. Μερικοί εκ των οποίων είναι ο Moeller and Schlingemann το 2005, ο Schwert το 2000, ο Loderer and Martin το 1990, ο Asquith το 1983 και πολλοί άλλοι.

Αξίζει να αναφέρουμε την εμπειρική μελέτη του Dodd το 1980 ο οποίος συγκέντρωσε στοιχεία μετοχών εισηγμένων στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης κατά την περίοδο 1970 με 1977 καταγράφοντας έτσι την πορεία των μετοχών των εταιρειών μόνο την ημερομηνία την ανακοίνωσης και την προηγούμενη. Με αυτό τον τρόπο υπολογίζει τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών εταιρειών στο -1.09%, ενώ μελετώντας τα ίδια στοιχεία 20 ημέρες πριν την ανακοίνωση, οι έκτακτες αποδόσεις υπολογίζονται στο 0.80%. Με τον ίδιο τρόπο ο Dodd υπολογίζει και τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζομένων επιχειρήσεων οι οποίες υπολογίζονται στο 13,41% την ημερομηνία της ανακοίνωσης και 21,78% 20 ημέρες πριν την ανακοίνωση. Ακόμη μια αξιολογη μελέτη είναι εκείνη του Asquith το 1983 ο οποίος χρησιμοποιεί την ίδια μέθοδο με τον Dodd αλλά με διαφορετική περίοδο αναφοράς. Ο Asquith μελετά την περίοδο 1962 με 1976. Οι έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών εταιρειών εκείνο το χρονικό διάστημα ήταν 0.20% ενώ στο ίδιο αποτέλεσμα καταλήγει και για το διάστημα 20 ημερών πριν την ημερομηνία της ανακοίνωσης. Ενώ με τον ίδιο τρόπο υπολογίζει και τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζόμενων εταιρειών οι οποίες ανέρχονται στο 6,29% την ημερομηνίας της ανακοίνωσης και -13,30% 20 ημέρες πριν την ανακοίνωση. Σε παρόμοια αποτελέσματα καταλήγει και η εμπειρική μελέτη του Eckbo το 1983 ο οποίος

μελέτησε το χρονικό διάστημα 1963 με 1978. Υπολογίζοντας τις έκτακτες αποδόσεις στο -0.07% μια ημέρα πριν και μια μετά από την ανακοίνωση για τις αγοράζουσες εταιρείες και 1,58% για το χρονικό διάστημα 20 ημερών πριν και 10 ημερών μετά την ανακοίνωση. Ενώ για τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις οι έκτακτες αποδόσεις ανέρχονται στο 6,24% μια ημέρα πριν και μια μετά από την ανακοίνωση και 14,08% για το χρονικό διάστημα 20 ημερών πριν και 10 ημερών μετά την ανακοίνωση. Ακόμη μια σημαντική μελέτη είναι εκείνη του Melatesta το 1983, όπου μελετά το χρονικό διάστημα 1969 με 1974 και υπολογίζει τις έκτακτες αποδόσεις για τις αγοράζουσες εταιρείες για ολόκληρο τον μήνα πριν την ανακοίνωση στο 0.90% και 16,80% για τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις. Ο Schwert το 1996 καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η επίδραση των συγχωνεύσεων στην μετοχή της κάθε αγοραζόμενης εταιρείας δεν αρχίζει με την ανακοίνωση αλλά έξι εβδομάδες νωρίτερα.

Ο Jensen and Ruback το 1983 θεωρούσε πως οι έκτακτες αποδόσεις είναι μηδενικές κατά την περίοδο της ανακοίνωσης. Το ίδιο πίστευε και ο Franks and Harris το οποίο και τεκμηριώνει στη μελέτη του το 1989 όπου χρησιμοποίησε ένα μεγάλο αριθμό συγχωνεύσεων αγοραζουσών εταιρειών στο Ηνωμένο Βασίλειο την περίοδο 1955 με 1985 και κατέληξε στο αποτέλεσμα -3,6% για τις έκτακτες αποδόσεις. Ο Franks and Harris στη συνέχεια πήραν ένα μεγάλο δείγμα αγοραζουσών εταιρειών για το ίδιο χρονικό διάστημα και στην Η.Π.Α, σε αυτή την περίπτωση υπολόγισαν τις έκτακτες αποδόσεις 0.10%.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται και κάποιες πιο πρόσφατες μελέτες. Οι Martynova and Renneboog στη μελέτη τους το 2006 συγκέντρωσαν στοιχεία από 2.419 συγχωνεύσεις που έλαβαν χώρα στην Ευρώπη την περίοδο του 1993 με 2001 και οι έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών εταιρειών ανήλθαν στο 0.9% για το χρονικό διάστημα 40 ημέρες πριν την ανακοίνωση μέχρι και εκείνη την ημέρα. Όμως τονίζουν πως τα αποτελέσματα των έκτακτων αποδόσεων επηρεάζονται πολύ και από το είδος της συγχώνευσης. Όταν οι Ε&Σ είναι επιθετικές τότε τα έκτακτα κέρδη των αγοραζομένων εταιρειών είναι μεγαλύτερα ενώ αν είναι φιλικές ισχύει το αντίθετο. Ένας ακόμη παράγοντας που επηρεάζει τις έκτακτες αποδόσεις, τα κέρδη και τις μετοχές των αγοραζομένων εταιρειών είναι ο τρόπος πληρωμής. Οι Antoniou, Arbour and Zhao το 2006 μελετούν τους παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν το ύψος της προσφοράς της αγοράζουσας προς την αγοραζόμενη εταιρεία και αν οι προσφορές είναι υψηλές ή όχι. Η μελέτη αυτή βασίστηκε στις συγχωνεύσεις που



πραγματοποιήθηκαν στο Ηνωμένο Βασίλειο το 1985 με 2004 και οι έκτακτες αποδόσεις υπολογίστηκαν -1.3% για το χρονικό διάστημα μιας ημέρας πριν και μιας μετά την ανακοίνωση ενώ -1.4% υπολογίστηκαν οι αποδόσεις για το χρονικό διάστημα δύο ημερών πριν και δύο μετά την ανακοίνωση.

Μελέτη πάνω στις αγοραζόμενες εταιρείες έκαναν οι Jarrel and Poulsen το 1989 όπου υπολόγισαν τις έκτακτες αποδόσεις στο 29% για την περίοδο του 1963 με 1986, ο Jervaes το 1991 υπολόγισε τις έκτακτες αποδόσεις 24% την περίοδο 1972 με 1987 και τέλος ο Weisbach το 1992 τις υπολόγισε 27% την περίοδο 1971 με 1982. Ενώ οι Mulherin and Bonne υποστηρίζουν πως οι αγορές της Η.Π.Α είναι πολύ πιο αξιόπιστες από εκείνες της Ευρώπης και προσφέρουν προστασία στους επενδυτές, Έτσι η μελέτη τους βασίστηκε σε ένα μεγάλο δείγμα Ε&Σ που έγιναν στην Η.Π.Α την περίοδο 1990 με 1999 και οι έκτακτες αποδόσεις υπολογίστηκαν 21%. Επιπλέον αξίζει να τονίσουμε πως το μέγεθος των εταιρειών παίζει σημαντικό ρόλο στις έκτακτες αποδόσεις.

Αντίστοιχα είναι όμως και τα αποτελέσματα για τις αγοραζόμενες εταιρείες στην Ευρώπη. Ο Firth το 1980 υπολογίζει τις αποδόσεις στο 28.1%, ο Travlos το 1984 στο 15,07%. Οι Franks, Harris and Titman το 1989 υπολογίζει τις έκτακτες αποδόσεις στο 24% για την περίοδο 1955 με 1985. Οι Goergen and Renneboog το 2003 ασχολήθηκαν με τον Ευρωπαϊκό χώρο το χρονικό διάστημα 1993 με 2000 βρίσκοντας έτσι θετικές αποδόσεις 9% για την ημερομηνία ανακοίνωσης και 23.6% για το διάστημα δύο μηνών πριν και δύο μετά την ανακοίνωση. Επίσης αξίζει να σημειώσουμε πως τα έκτακτα κέρδη είναι περισσότερα όταν οι Ε&Σ στις αγοραζόμενες εταιρείες είναι εχθρικές όπως ακριβώς ισχύει και για τις αγοράζουσες επιχειρήσεις. Εξίσου σημαντικό συμπέρασμα που προκύπτει από τις μελέτες και επιβεβαιώνει τη θεωρία είναι ότι οι συνέργειες είναι το σημαντικότερο κίνητρο που ωθεί τις επιχειρήσεις να συγχωνευτούν και τόσο οι αγοράζουσες εταιρείες όσο και οι αγοραζόμενες μοιράζονται τα οφέλη που προκύπτουν. Εξίσου σημαντικό συμπέρασμα που προκύπτει από τις μελέτες είναι ότι οι συγχωνεύσεις εθνικού χαρακτήρα δημιουργούν θετικές έκτακτες αποδόσεις, όπως και ότι οι ο τρόπος πληρωμής, η χρηματοοικονομική κατάσταση της αγοραζόμενης επιχείρησης στόχου επηρεάζουν τις έκτακτες αποδόσεις. Ο Danbolt στη μελέτη του το 2004 ερευνήσε Ε&Σ που πραγματοποιήθηκαν στην Ευρώπη στο χρονικό διάστημα 1966 με 1991 και οι έκτακτες αποδόσεις ανήλθαν στο 19%. Αντίστοιχα οι Matynova and Renneboog

στη μελέτη τους το 2006 συγκέντρωσαν στοιχεία από 2.419 συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν στην Ευρώπη την περίοδο 1993 με 2001 και οι έκτακτες αποδόσεις υπολογίστηκαν 21%. Οι Antoniou, Arbour and Zhao στη μελέτη τους το 2006 υπολόγισαν έκτακτες αποδόσεις 16.3% στο διάστημα μια μέρα πριν και μια μετά την ανακοίνωση και 17.6% για το διάστημα δύο ημερών πριν και δύο μετά την ανακοίνωση.

Συμπερασματικά, σύμφωνα με τη διεθνή αρθρογραφία για τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις η ανακοίνωση της συγχώνευσης θεωρείται θετική είδηση, γεγονός που αντικατοπτρίζεται στην άνοδο της τιμής της μετοχής της εταιρείας λόγω των έκτακτων κερδών που πραγματοποιούνται. Ενώ για τις αγοράζουσες επιχειρήσεις δεν ισχύει το ίδιο, δηλαδή η ανακοίνωση μια συγχώνευσης θεωρείται ουδέτερη είδηση. Αυτή η μεγάλη διαφορά στα έκτακτα κέρδη των επιχειρήσεων πιθανόν να οφείλεται στο γεγονός ότι λόγω αυξημένου ανταγωνισμού στην αγορά οι μεγάλες επιχειρήσεις που συνήθως είναι και οι αγοράζουσες δεν έχουν την δυνατότητα να πραγματοποιήσουν συμφωνίες συγχώνευσης με μεγάλες επιχειρήσεις. Έτσι οι μικρές επιχειρήσεις που αποτελούν στόχο εξαγορών και συγχωνεύσεων καρπώνονται και το μεγαλύτερο όφελος από τις Ε&Σ. Όμως οι απόψεις δίστανται, οι Cornett, Tanyeri and Tehranian στη μελέτη τους ισχυρίζονται ότι οι επενδυτές μπορούν να προβλέψουν πιο εύκολα μια εξαγορά ή μια συγχώνευση για την αγοραζόμενη επιχείρηση παρά για την αγοράζουσα. Συνεπώς υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης και οι επενδυτές έχουν την ευκαιρία να αποκτήσουν περισσότερα κέρδη από την αγοραζόμενη εταιρεία.

Όπως αναφέραμε τα εμπειρικά αποτελέσματα που αφορούν τις αγοράζουσες επιχειρήσεις διαφέρουν λίγο από εκείνα που αφορούν τις αγοραζόμενες. Με τον ίδιο τρόπο τα αποτελέσματα μπορεί να διαφοροποιηθούν ανάλογα με το σχετικό μέγεθος των εταιρειών που είναι προς συγχώνευση. Στη μελέτη τους οι Mantravadi and Reddy το 2007 μελετούν την οικονομία της Ινδίας τους στόχους που είχαν εταιρείες διαφορετικού μεγέθους πριν και μετά την πραγματοποίηση της συγχώνευσης και τα αποτελέσματα που είχαν στο τέλος. Η μελέτη τους αυτή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι όσο μικρότερη είναι η απορροφημένη εταιρεία τόσο μικρότερες είναι οι συνέργιες που επιτυγχάνονται. Οι απόψεις δίστανται και πάλι αφού την ίδια έρευνα έκανε και ο Kusewitt το 1985 όμως τα συμπεράσματα ήταν διαφορετικά. Εκείνος λοιπόν ισχυρίζεται ότι όσο μικρότερη διαφορά στο μέγεθος υπάρχει ανάμεσα στις δύο επιχειρήσεις, την απορροφημένη και την απορροφούσα τόσο μεγαλύτερες θα ήταν οι

συνέργιες σε αντίθεση με τις εταιρείες με μεγάλες διαφορές μεγέθους που οι συνέργιες θα ήταν ελάχιστες.

#### 4.2 Οι αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών που συμμετέχουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις.

Σύμφωνα με εμπειρικά ευρήματα στην Ελλάδα αλλά και στο διεθνές περιβάλλον δεν αποτελούν ένα εύκολο εγχείρημα με εγγυημένες χρηματιστηριακές αποδόσεις. Αντίθετα μια επιχείρηση για να λάβει μια τέτοια απόφαση θα πρέπει να μελετήσει και να λάβει υπόψη της πολλές παραμέτρους. Αρκετές περιπτώσεις Ε&Σ επιχειρήσεων αποτελούν μια εύκολη περίπτωση και τα αποτελέσματα είναι τα επιθυμητά, όμως υπάρχουν και εξίσου πολλές περιπτώσεις Ε&Σ όπου οι παράμετροι που είναι απαραίτητο να εξετάσουν οι επιχειρήσεις είναι εξαιρετικά περίπλοκες και τα αποτελέσματα δεν είναι πάντα θετικά. Σύμφωνα με την νεοκλασική οικονομική θεώρηση, στόχος της διοίκησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετοχών. Έχοντας αυτή τη παραδοχή ως δεδομένη, ο Manne (Henry G. Manne, 1965), δήλωσε πως ο συγκεκριμένος στόχος μπορεί να επιτευχθεί και η επιχείρηση να έχει κέρδη μέσω των εξαγορών και των συγχωνεύσεων, μόνο εάν δημιουργηθούν συνέριες.

Σύμφωνα με τον Perry

και Porter (Perry and Porter, 1985), για να δημιουργηθούν συνέριες, όπως και θεώρησε απαραίτητες ο Manne, θα πρέπει να ενισχυθεί η μονοπωλιακή δύναμη της επιχείρησης, να δημιουργηθούν οικονομίες κλίμακας και να μειωθεί ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος.

Μια από τις διαπιστώσεις σύμφωνα με τα εμπειρικά ευρήματα που αναφέραμε είναι πως από τη χρονική στιγμή που αποφασίζεται μια εξαγορά ή μια συγχώνευση και πριν ακόμα υλοποιηθεί, η απόδοση μετοχών των εταιρείες που επρόκειτο να εξαγοραστούν πέφτει κατά ένα μεγάλο ποσοστό. Οι προοπτικές για τις συγκεκριμένες εταιρείες δεν είναι καλές οι μέτοχοι βρίσκονται στη δυσάρεστη θέση οι μετοχές του να έχουν πέσει κάτω από τη μέση απόδοση της αγοράς. Ενώ στην αντίθετη θέση βρίσκεται η εξαγοράστρια εταιρεία η οποία μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς ή της συγχώνευσης, οι μετοχές της έχουν σταθερή άνοδο. Είναι επίσης γεγονός πως λόγω

του αυξημένου ανταγωνισμού ακόμα και στο κομμάτι των Ε&Σ, η πραγματοποίηση μια εξαγοράς ή συγχώνευσης δεν θα αποφέρει κάποιο οικονομικό κέρδος στην εξαγοράστρια εταιρεία. Σε αντίθεση με την εξαγοράστρια εταιρεία, η εταιρεία στόχος έχει οικονομικό όφελος από την αγορά που πραγματοποιεί η πρώτη στη δεύτερη σε υψηλότερη τιμή. Δηλαδή το όφελος της εταιρείας στόχου είναι το premium από την αγορά. Επιπλέον η εξαγοράστρια εταιρεία χρειάζεται ένα μεγάλο χρονικό διάστημα μετά την πραγματοποίηση της εξαγοράς ή της συγχώνευσης για την προσαρμογή και τον συντονισμό της νέας ενοποιημένης εταιρείας.

Ένα συνολικό συμπέρασμα από τις εμπειρικές μελέτες για τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό είναι πως οι εταιρείες οι οποίες εξαγοράζονται εν τέλει καταλήγουν σε σημαντικά κεφαλαιακά κέρδη για τους μετόχους τους, ενώ οι εταιρείες οι οποίες εξαγοράζονται φαίνεται να έχουν αρνητικά κεφαλαιακά κέρδη για τους μετόχους. Παρ' όλα αυτά όμως οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις συνεχίζονται διότι οι εταιρείες είτε είναι μικρές είτε μεγάλες έχουν την ανάγκη να ενισχύσουν το εταιρικό τους μέγεθος και να αναπτύσσονται διαρκώς σε νέες δραστηριότητες.

#### 4.3 Η επίδραση της ανακοίνωσης μιας επικείμενης εξαγοράς ή συγχώνευσης στην απόδοση των μετοχών.

Έχουν διεξαχθεί πολλές έρευνες ώστε να διαπιστωθεί αν η ανακοίνωση μιας επικείμενης εξαγοράς ή συγχώνευσης φέρει θετικές ή αρνητικές συνέπειες στην απόδοση των μετοχών της εταιρείας. Για να υπολογίσουν την συνολική αξία των συγχωνεύσεων πρέπει να πάρουν τα στοιχεία επιχειρήσεων ένα χρονικό διάστημα πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς ή της συγχώνευσης και τα στοιχεία των ίδιων επιχειρήσεων λίγο πριν την πραγματοποίησή της. Στη συνέχεια μπορούμε να εξετάσουμε τις αποδόσεις της μετοχής των εταιρειών πριν την ανακοίνωση και μετά. Με αυτή τη διαδικασία μπορούμε να δούμε πως η συνολική αξία των Ε&Σ έχει ανέβει αλλά όχι κατά πολύ.

Εμπειρικά αποτελέσματα ορισμένων ερευνών δείχνουν ότι οι εξαγοράστριες εταιρείες ωφελούνται (*Franks and Harris, 1989*), ενώ άλλες έρευνες δείχνουν πως

ζημιώνονται (*Dodd, 1980*). Θετικές δείχνουν πως είναι οι συνέπειες στη απόδοση των μετοχών σύμφωνα με αντίστοιχες έρευνες που έγιναν για τις εταιρείες στόχος δηλαδή εκείνες που εξαγοράζονται από άλλες.



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5:**

### **Εμπειρική ανάλυση.**

#### **5.1 Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών.**

Είναι σημαντικό να αναφέρουμε πως λειτουργεί μια αποτελεσματική αγορά και να τονίσουμε πως μια εξαγορά ή μια συγχώνευση θα αποβεί πολύ πιο αποτελεσματική και κερδοφόρα σε μια τέτοιου είδους αγορά. Η θεμελιώδης οικονομική θεωρία αναφέρει πως σε μια αποτελεσματική αγορά, οι μετοχές είναι διαρκώς ενημερωμένες, δηλαδή οι παρούσες τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν πλήρως κάθε σχετική και διαθέσιμη πληροφορία κατά τρόπο αποτελεσματικό και αλλάζουν συνεχώς προκειμένου να ενσωματώσουν οποιαδήποτε νέα πληροφορία προκύψει. Για αυτό το λόγο δεν είναι εφικτό να κερδίσει κάποιος την αγορά χρησιμοποιώντας οποιαδήποτε πληροφορία που έχει για την μετοχή, αφού αν η αγορά είναι όντως αποτελεσματική, η πληροφορία θα είναι ήδη ενσωματωμένη στην τιμή της μετοχής. Γενικότερα όταν ένας επενδυτής επιτυγχάνει σημαντικά κέρδη, συμπεραίνεται ότι γνωρίζει πληροφορίες οι οποίες δεν έχουν ενσωματωθεί στην τιμή της μετοχής. Συνεπώς στη συγκεκριμένη περίπτωση η αγορά δεν είναι αποτελεσματική. Από τις σημαντικότερες πληροφορίες που μπορούν να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής είναι και η προοπτική μιας εξαγοράς ή μιας συγχώνευσης.

Έτσι λοιπόν μπορούμε να κατηγοριοποιήσουμε την αποτελεσματικότητα της αγοράς ανάλογα με το είδος των πληροφοριών που ενσωματώνονται στην τιμή των μετοχών της αγοράς. Οι κατηγορίες είναι τρεις και είναι οι εξής:

#### **Ασθενής μορφή αποτελεσματικότητας (weak form of efficiency)**

Μια αγορά είναι αποτελεσματική με την έννοια της ασθενούς μορφής όταν η πληροφόρηση που μπορεί να αντληθεί από τις ιστορικές τιμές μιας μετοχής αντικατοπτρίζεται στην τρέχουσα τιμή του. Συνεπώς είναι δύσκολο να χρησιμοποιήσει κανείς μια τεχνική για να εκμεταλλευτεί τα ιστορικά πρότυπα των τιμών. Η αγορά έχει ήδη αντιληφθεί οποιαδήποτε διαχρονικές τάσεις των τιμών με αποτέλεσμα η προσπάθεια αποκόμισης υπέρ το κανονικό κερδών να καθίσταται μάταιη.

### Ημι-ισχυρής μορφή αποτελεσματικότητας (semi-strong form of efficiency)

Μια αγορά θεωρείται ότι χαρακτηρίζεται από αποτελεσματικότητα ημι-ισχυρής μορφής όταν όλη η δημόσια πληροφόρηση αντικατοπτρίζεται ήδη στις τιμές των μετοχών. Αυτό συνεπάγεται ότι κάθε προσπάθεια που μπορεί να κάνει κάποιος για να ωφεληθεί μελετώντας δημοσιευμένα στοιχεία όπως ισολογισμούς δεν αποφέρει υπέρ το κανονικό κέρδη. Επίσης κάθε δημόσια ανακοίνωση για κέρδη, συγχωνεύσεις κλπ. Αξιολογείται από την αγορά και οι τιμές αναπροσαρμόζονται άμεσα. Η τιμή μιας μετοχής αυξάνεται άμεσα όταν η ανακοίνωση ερμηνεύεται ως θετική και υποχωρεί άμεσα όταν η ανακοίνωση ερμηνεύεται ως αρνητική.

### Ισχυρής μορφή αποτελεσματικότητας (strong form of efficiency)

Η αγορά θεωρείται αποτελεσματική με την έννοια της ισχυρής μορφής όταν οι τιμές των μετοχών αντανακλούν τόσο τη δημόσια τόσο και την ιδιωτική πληροφόρηση. Η ιδιωτική πληροφόρηση περιλαμβάνει εξειδικευμένα αποτελέσματα από επιστημονική μελέτη των στοιχείων καθώς και τη λεγόμενη εσωτερική πληροφόρηση, δηλαδή πληροφόρηση διαθέσιμη σε όσους έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες που σχετίζονται με την τιμή της μετοχής. Σε μια ισχυρώς αποτελεσματική αγορά οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές όπως οι θεσμικοί δεν μπορούν να πραγματοποιήσουν υπέρ το κανονικό κέρδη.

### 5.2 Εμπειρική μελέτη, μεθοδολογία και σχολιασμός αποτελεσμάτων.

Σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου 3340/2005, του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Κανονισμού του Χ.Α., οι διοικήσεις των εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ οι οποίες προτίθενται να πραγματοποιήσουν Ε&Σ, οφείλουν να ενημερώσουν το επενδυτικό κοινό για οποιαδήποτε πληροφορία που το αφορά άμεσα. Επομένως, κάθε Ε&Σ στην οποία συμμετέχει εισηγμένη επιχείρηση στο ΧΑΑ, δημοσιεύεται ώστε να πληροφορηθεί το επενδυτικό κοινό για αυτή. Από τις δημοσιεύσεις αυτές αντλήθηκαν οι πληροφορίες για την παρούσα έρευνα. Η χρονική περίοδος που εξετάστηκε είναι 10 έτη, ξεκινώντας από 01-01-2007 έως



31-12-2016. Για κάθε συγχώνευση, βρέθηκε η ημερομηνία έγκρισης από το Υπουργείο Ανάπτυξης σηματοδοτώντας την ολοκλήρωση της συγχώνευσης και η οποία έχει ανακοινωθεί στην επίσημη ιστοσελίδα του ΧΑΑ. Τα παραπάνω στοιχεία επιβεβαιώθηκαν και συμπληρώθηκαν και από άλλες πηγές, όπως οικονομικά περιοδικά, οικονομικές ιστοσελίδες αλλά και από τις ιστοσελίδες των εταιριών που συμμετείχαν στις Ε&Σ.

### **Περιγραφή δείγματος:**

Κατά την περίοδο η οποία εξετάζεται, στην ελληνική αγορά, πραγματοποιήθηκαν 203 Ε&Σ. Από το δείγμα των 203 περιπτώσεων που παρατηρήθηκαν, δεν λήφθηκαν υπόψη ανακοινώσεις που αφορούσαν εταιρίες οι οποίες δεν ήταν εισηγμένες στο ΧΑΑ, συγχώνευσης ή εξαγορές μεταξύ θυγατρικών τους οι οποίες δεν ήταν εισηγμένες στο ΧΑΑ, καθώς και περιπτώσεις στις οποίες οι πληροφορίες και τα στοιχεία που αντλήθηκαν δεν ήταν επαρκή.

Επομένως, το τελικό δείγμα το οποίο εξετάστηκε αποτελείται από 130 πραγματοποιηθείσες Ε&Σ, στις οποίες τουλάχιστον μια εκ των δυο εταιριών που ενεπλάκησαν στη συναλλαγή ήταν εισηγμένη στο ΧΑΑ, πριν και μετά την ανακοίνωση του γεγονότος. Παρουσιάζονται αναλυτικά οι 130 πραγματοποιηθείσες Ε&Σ στον παρακάτω πίνακα ανά έτος.

2007		2008	
Αγοραστής	Στοχος	Αγοραστής	Στοχος
MIG	VIVARTIA	ALAPIS	LABOMED
IKTINOS ELLAS AE	Ελληνική Βιομηχανία Μαρμαρών	Coca Cola	Socib Spa
SELONTA ΑΕΓΕ	INTERFISH AE	ΕΛΠΕ	ΟΡΕΤ ΑΥΓΑΖ
IKTINOS	Vis Lapis	Sfakianakis	Ergotak AE
	Ανδρομεδα	ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ	SEGA BAKIR SA
Ιντραλοτ	Αργεντινή	MIG	Κορασιδης/Elephant
Νηρευσ	Kego	IKTINOS	ΙΔΕΗ
FG europe	Καλλιστή	Πειραιώς	Arab Bank Cyprus
Νηρευσ	Ισπανία	Selonta	Ιχθ. Κουμαρος / Ιχθ. Εχινάδων
Προτον BANK	International life	ΥΓΕΙΑ	Μαιευτική Κλινική Κυπρος
Eurobank	Serbia	Ακτωρ	Ρουμανία
ΔΟΛ	Ελληνικά Γράμματα	ΕΤΕΜ	Ανοξάλ
Folli - follie ABEE	ΚΑΕ ΑΕ	Αττικές εκδόσεις	Γ. Δραγουνής
Hellas Online	Αττικών Τηλεπικοινωνιών	Alpha Bank	Astra Bank
ΔΕΗ	Μπομποφ Ντολ	Frigoglass	SFA
Πειραιώς	AVIS	ΔΟΛ	Studio Πατανίας
ΤΕΡΝΑ	ΑΤΤΙ-ΚΑΤ	Μυτιληναιος	Αιολικά Παρκα Ευβοίας
MIG	Hilton Cyprus	ΚΟΡΡΕΣ ΑΕ	District Two
ΛΑΜΔΑ	ΓΕΑΚΑΤ ΑΕ	Πηγασσος	Hachette Rizzoli
Πετρος Πετροπουλος	Exide Technologies	Πλαστικά Θρακής	Propex
Πετρος Πετροπουλος	Πισίμιση	Motoroil	Κορινθός Power
Πειραιώς	Olympic AE	Πειραιώς	Proton Bank

Alapis	Φαρμαλεξ	Μυτιληναιος	Dong Energy
MIG	Αττικά Ακίνητα	KOPPEΣ ΑΕ	Προϊοντα Κροκου Κοζανης
Coca cola	Aquavision	Κωτσοβολος	Φουρλης
Σελοντα	Περσευς ΑΒΕΕ		
Σφακιανακης	Κοντελλης		
Τιταν	Δομικης Μπετόν		

2009		2010	
Αγοραστης	Στοχος	Αγοραστης	Στοχος
Autohellas	Avis	ΑΤΕ BANK	ΑΤΕ ΑΕΔΑΚ
Σιδενορ	ΑWM	ΜΕΤΚΑ	ΕΤΑΔΕ
Alapis	ΠΙΝΓ Γερολυματος	Πετροπουλος	Shell
Infoquest	Rainbow	Μυτιληναιος	Endesa Ελλας
KOPPEΣ ΑΕ	Φαρμακον Βορειου Ελλαδος	Intralot	Kelicom
Motoroil	Ολυμπιακη Εταιρεια Καυσιμων	Λαμδα	Mediterranean Cosmos
Ελβαλ	ΕΤΕΜ	Τιταν	Κοσοβο
ΑΝΕΚ	Hellenic Seaways		
Alapis	MENTIMEK		
ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ	Alpha powertec		
MIG	Singular Logic		
Intrakat	Πρισμα Δομη		
Frigoglass	Universal Nolin		

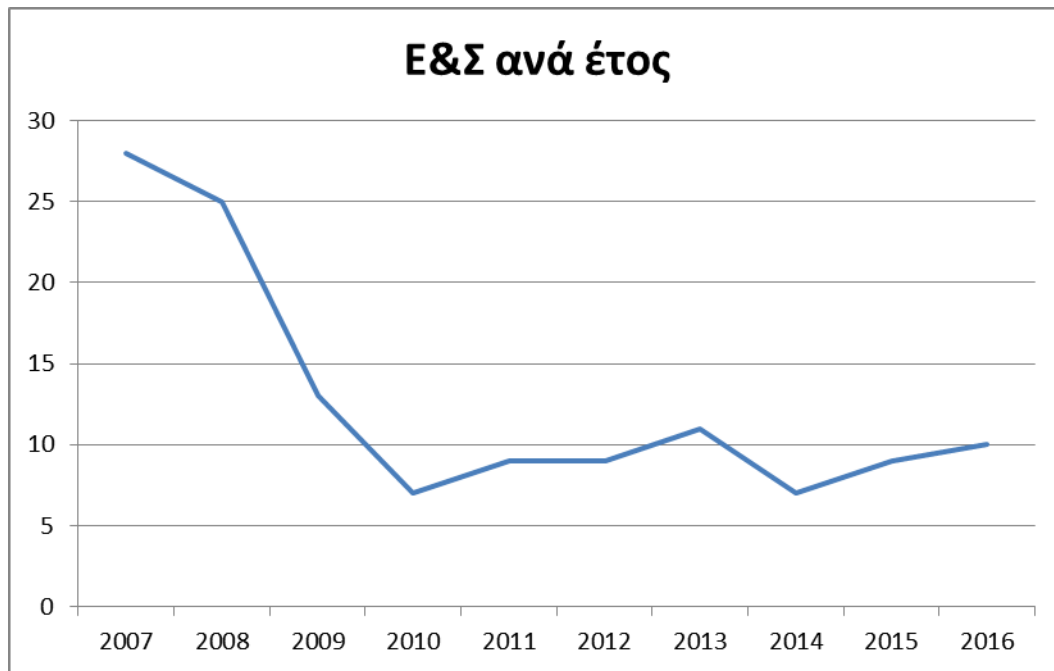
2011		2012	
Αγοραστης	Στοχος	Αγοραστης	Στοχος
Vivartia	ΜΕΒΓΑΛ	Σιδενορ	Θερμολιθ ΑΕ
Αλουμυλ	Σερβια	Σελοντα	Τουρκια

Express Holidays	ΔΟΛ	Motoroil	Cyclon
Frigoglass	Jebel Ali Container	Intralot	Kelicom
Σαραντης	Κουκουζελης	Ελτρακ	Χρυσαφης ΑΕΒΕ
ΕΛΒΑΛ	ETEM	Ελβετια	Folli Follie
Μυτιληναιος	S&B	Πειραιως	Γενικη Τραπεζα
Coca Cola	Pivara Skopje	Aegean	Olympic air
Alpha	Eurobank	Πλαστικα Κρητης	Romcolor

2013		2014	
Αγοραστης	Στοχος	Αγοραστης	Στοχος
ολλανδια	Εθνικη Πανγαια ΑΕΕΑΠ	HB	Αστηρ Παλλας ΑΕ
Κυπρος	ΟΠΑΠ	Vodafone	Hellas Online
Πειραιως	Τραπεζα Κυπρου Ελληνικη Τραπεζα Λαικη Τραπεζα	ΗΑΕ	Intracom Telecom ΑΕ
Πορτογαλι α	Πειραιως	Λουξεμβουρ γο	Μαιλλης ΑΕΒΕ
Σαουδικη Αρ	ΕΛΛΑΣ Σατ απο ΟΤΕ	Σαραντης	Noxzema (procter & gamble)
Καναδας	Eurobank Properties ΑΕΕΑΡ	Σαραντης	ASTRID (Τσεχια)
Λουξεμβου ργο	S&B Βιομηχανικα Ορυκτα ΑΕ	Αλφα	Citibank Int plc
ΗΠΑ	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ		
QATAR	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ		
Eurobank	ΤΤ / Proton Bank		
Wind	Forthnet		

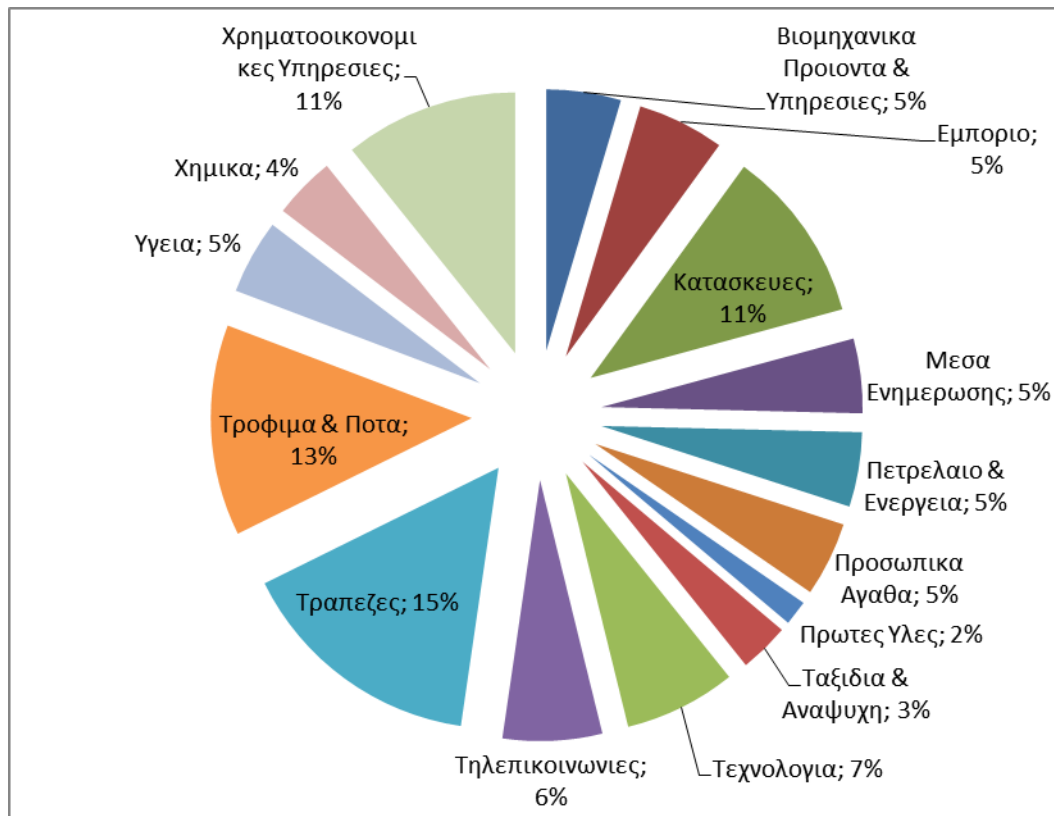
2015		2016	
Αγοραστής	Στοχος	Αγοραστής	Στοχος
Quest Συμμετοχων ΑΕ	Cardlink	Lamda	Ece - Lamda Hellas SA (γερμανια)
Πειραιως	Trastor AEAP	Χονγκ Κονγκ (cosco)	ΟΛΠ
Σαραντης	AVA (P&G)	ΗΠΑ	Ανδρομεδα
Frigoglass	Dubai	Καταρ	Εθνικη (finansbank)
ΗΠΑ	Ντροθσφαρμπεν	Ιταλια	Intralot SA
Νηρευς	Πρωτευς Εξοπλισμοι ΑΕΒΕ	NBG	NBGI(ΗΠΑ ΓΕΡΜΑΝΙΑ)
ΟΠΑΠ	Payzone Ελλάς ΑΕ	Γαλλια	Lavipharm
ΕΛΤΟΝ	Τουρκια (Marmara Endustriyel Klimyevi Maddeler)	HB	Astir Palace SA (ΤΑΙΠΕΔ)
Swissport Aviareps Ελλάς ΑΕ	MIG Skyserv Handling Services	Grivalia	Piraeus Port Plaza SA
		Ολλανδια	Ιονικη Ξενοδοχειακη Hilton

Όπως παρατηρείται από τον παραπάνω πίνακα, στο δείγμα που εξετάζεται, η ίδια εταιρεία πραγματοποιεί περισσότερες από μια Ε&Σ κατά την περίοδο 2007-2016.



Ενδιαφέρον παρουσιάζει ο κλάδος δραστηριοποίησης των εταιριών του δείγματος που εξετάζεται. Κατηγοριοποιώντας τις εταιρίες ανά κλάδο δραστηριοποίησης, διαφαίνεται ότι το 15% των Ε&Σ αφορά τον τραπεζικό κλάδο, το 13% των τροφίμων και ποτών και το 11% χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Αναλυτικά οι υπόλοιποι κλάδοι δραστηριοποίησης με τα αντίστοιχα ποσοστά επί του συνόλου παρουσιάζονται στο παρακάτω διάγραμμα.

## Ε&Σ ΑΝΑΚΛΑΔΟ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΙΗΣΗΣ



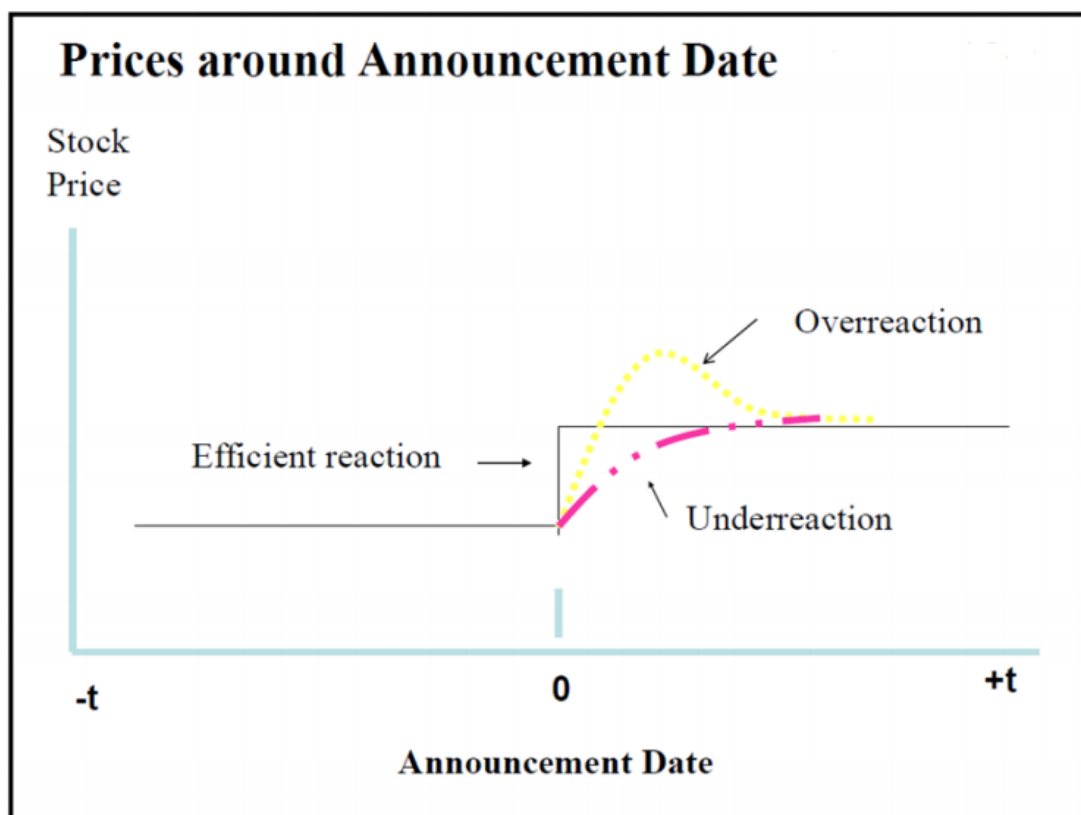
### Μεθοδολογία

Η μέθοδος ανάλυσης «Επιχειρηματικών Συμβάντων» αποτελεί την πιο αξιόπιστη μέθοδο για την ανάλυση της συμπεριφοράς των μετοχών εταιριών (έκτακτες αποδόσεις) πριν και μετά από οικονομικά γεγονότα, στη δική μας περίπτωση Ε&Σ. Διακρίνεται η ανάλυση σε βραχυπρόθεσμη περίοδο (short – horizon) και μακροπρόθεσμη περίοδο (long- horizon) γύρω από την ανακοίνωση της Ε&Σ. Για την αξιοπιστία της ανάλυσης Επιχειρηματικών Συμβάντων, έχουν θεωρηθεί δεδομένες συγκεκριμένες προϋποθέσεις, όπως η αποτελεσματική πληροφόρηση των επενδυτών όπως αναλύθηκε παραπάνω, η ορθολογική συμπεριφορά τους, καθώς και οι προεξοφλημένες μελλοντικές χρηματικές ροές (Eckbo, 2007).

Η συγκεκριμένη μέθοδος ανάλυσης, προϋποθέτει την επαρκώς αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, έτσι ώστε οι επενδυτές να εκτιμούν αποτελεσματικά οποιαδήποτε νέα πληροφορία εμφανίζεται στην αγορά και να ενσωματώνουν τις προσδοκίες τους στις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών (Fama et al, 1969).

Ωστόσο, η μέθοδος Επιχειρηματικών Συμβάντων έχει δεχτεί κριτική από οικονομολόγους για τα τεκμήρια των αποτελεσματικών αγορών και τη δυνατότητα πρόβλεψης των χρηματοπιστωτικών αγορών για τα σωστά αποτελέσματα των Ε&Σ (Fama, 1998 και Sciller, 2003). Παρόλα αυτά, η συγκεκριμένη μέθοδος ανάλυσης όπως περιγράφεται από τους Brown και Warner (1980, 1985), έχει αποδειχθεί από αρκετούς οικονομολόγους ότι προβλέπει με αρκετά μεγάλη ακρίβεια τα αποτελέσματα των Ε&Σ και ορθά προεξοφλούν τα μελλοντικά τους κέρδη.

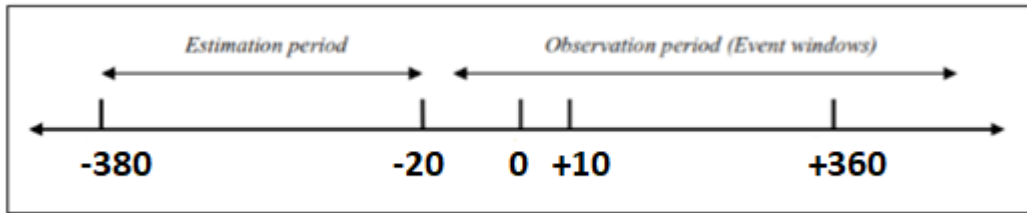
Ως εκ τούτου, η μέθοδος ανάλυσης Επιχειρηματικών Συμβάντων, ενδείκνυται για την μελέτη των έκτακτων αποδόσεων που επιφέρουν οι ανακοινώσεις των εισηγμένων εταιριών στα χρηματιστήρια για γεγονότα Ε&Σ.



Περιγραφή της μεθόδου.

- 1) Ορισμός σημαντικότερων «συμβάντων» για το κάθε οικονομικό γεγονός και την ημερομηνία κατά την οποία πραγματοποιήθηκε.
- 2) Ορισμός του χρονικού διαστήματος (event window T1 & T2), θεωρώντας ότι το συμβάν (event) πραγματοποιήθηκε στο μέσο  $t=0$  του προαναφερθέντος διαστήματος.





- 3) Εκτίμηση της «κανονικής απόδοσης» (normal return) την οποία θα έχει η μετοχή της κάθε εταιρίας που εξετάζεται για το διάστημα  $[T1, T2]$ , εάν δεν συνέβαινε κανένα οικονομικό γεγονός. Η κανονική απόδοση ( $R_{it}$ ) υπολογίζεται για πλήθος  $N$  παρατηρήσεων μέχρι την ημερομηνία  $T1-1$ . Ο υπολογισμός βασίζεται στο Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM), ως η γραμμική σχέση ανάμειξη στην απόδοση της κάθε μετοχής και την απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου της αγοράς (market portfolio  $R_m$ ).

$$R_{it} = a_i + b_i * R_{mt} + e_{it}$$

Όπου:

$R_{it}$ : η εκτιμώμενη απόδοση της μετοχής της κάθε εταιρίας  $i$  την ημερομηνία  $t$ .

$R_{mt}$ : η απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου της αγοράς την ημερομηνία  $t$ .

$b_i$ : ο συντελεστής βήτα της μετοχής  $i$ , ο οποίος περιγράφει τη σχέση μεταξύ της μεταβλητότητας της μετοχής και της μεταβλητότητας της αγοράς.

$e_{it}$ : το στατιστικό σφάλμα.

- 4) Υπολογισμός για κάθε ημέρα του χρονικού διαστήματος ( $T1, T2$ ), τη διαφορά της πραγματικής απόδοσης  $R_{it}$  και της απόδοσης που θα είχε η μετοχή εάν δεν συνέβαινε το γεγονός ( $\alpha'$  &  $\beta'$ , παρέμεναν ως είχαν για τις  $N$  παρατηρήσεις της περιόδου ( $T1, T2$ ). Η διαφορά αυτή ονομάζεται υπεραπόδοση (Abnormal return).

$$AR_{it} = R_{it} - (a_i' + b_i' * R_{mt})$$

- 5) Υπολογισμός της σωρευτικής υπεραπόδοσης (Cumulated abnormal return –  $Car_i$ ), η οποία ορίζεται ως η συνολική υπεραπόδοση την οποία απολαμβάνουν οι μέτοχοι της κάθε μεμονωμένης εταιρίας ( $i$ ) για το διάστημα ( $T1, T2$ ). Ο

υπολογισμός αυτός μας δείχνει εάν η επίδραση του οικονομικού συμβάντος στις χρηματιστηριακές αποδόσεις των μετοχών είναι συνεχής.

$$CAR_i(T1, T2) = \sum AR_{it}$$

Κλπ.

- 6) Στην παρούσα έρευνα, το ενδιαφέρον παρουσιάζεται στην μέση σφαιρική υπεραπόδοση (CAAR), στην οποία L είναι το πλήθος των συμβάντων.

$$CAAR(T1, T2) = 1/L \sum CAR(T1, T2)$$

Κλπ.

Η μέθοδος η οποία θα ακολουθηθεί, όπως περιγράφεται παραπάνω, θα συγκρίνει αρχικά τις πραγματικές αποδόσεις (actual returns) των μετοχών των αποροφομενων και αποροφουσων εταιριών, κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης του γεγονότος μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσης του. Οι προβλεπόμενες αποδόσεις (expected returns) στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, έχουν υπολογιστεί βάσει των ιστορικών στοιχείων μιας περιόδου, προγενέστερης και ανεξάρτητης του γεγονότος. Η διάφορα μεταξύ των δυο αυτών αποδόσεων είναι η υπεραπόδοση (abnormal return) που περιγράφεται παραπάνω και οφείλεται στο συγκεκριμένο γεγονός. Η παραπάνω μεθοδολογία εφαρμόστηκε για πρώτη φορά από τους Fama, Fisher Jensen & Roll (1969). Εάν η διαφορά που υπολογίζεται είναι θετική, η E&Σ που πραγματοποιήθηκε δημιουργεί αξία (positive NPV). Εάν είναι αρνητική, το αποτέλεσμα της E&Σ καταστρέφει αξία (negative NPV), ενώ εάν είναι μηδενική τότε η επίπτωση της E&Σ είναι ουδέτερη (neutral NPV project). Οι Brown & Warner (1980) συμπεριέλαβαν στατιστικούς έλεγχους σημαντικότητας (παραμετρικούς & μη παραμετρικούς) και οι όποιοι χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα έρευνα που εξετάζεται, ώστε να ελέγχει εάν ισχύουν οι επιπτώσεις για το δείγμα των παρατηρήσεων.

Οι χρονικές περίοδοι διακρίνονται στην περίοδο υπολογισμού (estimation period) των καθαρών αποδόσεων και την περίοδο παρατήρησης (observation period). Ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων πραγματοποιείται με βάση τις τιμές των μετοχών, ενώ ο υπολογισμός των προβλεπόμενων αποδόσεων (benchmark returns),

πραγματοποιείται με την ανάλυση παλινδρομήσεων (regression analysis) χρησιμοποιώντας το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (market model – CAPM).

Στη μεθοδολογία που ακολουθήθηκε στην παρούσα έρευνα, η ημερομηνία ανακοίνωσης της Ε&Σ διαδραματίζει το σημαντικότερο ρόλο και θεωρήθηκε το βασικό οικονομικό γεγονός (event). Αφού καταγράφηκαν οι παραπάνω ημερομηνίες για τα συμβάντα αυτά ορίστηκαν τα χρονικά διαστήματα που αναλύθηκαν παραπάνω και τα οποία παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων των εισηγμένων εταιριών. Πιο συγκεκριμένα, το χρονικό διάστημα που εξετάστηκε, είναι 20 ημέρες πριν την ανακοίνωση της Ε&Σ [-20,0], 10 ημέρες μετά την ανακοίνωση [0, +10] και ένα χρόνο μετά την ολοκλήρωση [0, +360]. Τα χρονικά αυτά διαστήματα ορίστηκαν έχοντας ως κύριο κριτήριο τα ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας και των ερευνών που πραγματοποιήθηκαν στο παρελθόν. Εν συνεχεία, εκτιμήθηκε η κανονική απόδοση για τις εισηγμένες εταιρίες σύμφωνα με τη μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων. Για τον καθορισμό της κανονικής απόδοσης αρχικά υπολογίστηκε με τη βοήθεια παλινδρομήσεων οι συντελεστές άλφα και βήτα κάθε μετοχής. Επιπλέον, χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία έως και δύο χρόνια πριν την ανακοίνωση της Ε&Σ για τον υπολογισμό της ποσοστιαίας μεταβολής των μετοχών και αντίστοιχα οι ημερήσιες αποδόσεις του γενικού δείκτη χρηματιστηρίου. Εν συνεχεία, από τις παλινδρομήσεις των αποδόσεων των μετοχών πάνω στις ημερήσιες αποδόσεις του ΓΔ του ΧΑ, υπολογίστηκε ο συντελεστής βήτα για την κάθε μετοχή ως προς τη μεταβολή του ΓΔ. Η παραπάνω μεθοδολογία ακολουθήθηκε ώστε να εκμηδενιστεί η επίδραση διαφόρων παραγόντων που επηρεάζουν την πορεία των μετοχών. Τέλος, έπειτα από τον υπολογισμό των σωρευτικών υπεραποδοσεων για κάθε μετοχή αλλά και τη μέση σωρευτική υπεραπόδοση, πραγματοποιήθηκαν έλεγχοι για τη στατιστική σημαντικότητα των ευρημάτων.

### **Αποτελέσματα Έρευνας**

Μετά τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων των εταιριών, υπολογίστηκε η σωρευτική υπεραπόδοση της κάθε μετοχής και τέλος, η μέση σωρευτική υπεραπόδοση συνολικά για το δείγμα που εξετάστηκε. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται συγκεντρωτικά στον παρακάτω πίνακα και είναι σε γενικές γραμμές

αναμενόμενα και συμβατά με αυτά των αντίστοιχων μελετών των ερευνητών που παρουσιάζονται στη διεθνή βιβλιογραφία.

<b>ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ - ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</b>		
<b>ΧΡΟΝΙΚΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ</b>	<b>ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΕΣ</b>	<b>ΑΠΟΡΡΟΦΩΜΕΝΕΣ</b>
20 ημέρες πριν [-20 , 0]	0,549%	2,193%
10 ημέρες μετά [0 , +10]	1,591%	
1 χρόνο μετά [0 , 360]	-11,871%	

Στον παραπάνω πίνακα αναγράφονται οι μέσες αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις του συνόλου του δείγματος για τις εταιρίες που πραγματοποίησαν τις Ε&Σ (αποροφωσες) και για τις εξαγοραζουσες εταιρίες (αποροφωμενες), για κάθε χρονικό διάστημα του οικονομικού συμβάντος που αναλύθηκε παραπάνω. Έπειτα από έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας στο δείγμα, όλα τα αποτελέσματα είναι μη-στατιστικά σημαντικά σε έλεγχο t και σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%. Όσον αφορά τις απορροφώμενες εταιρίες, δεν υπολογίστηκαν τα χρονικά διαστήματα μετά την ανακοίνωση της Ε&Σ, καθώς στις περισσότερες περιπτώσεις δεν διαπραγματεύονταν στο ΧΑΑ.

Με βάση τα αποτελέσματα του παραπάνω πίνακα, λόγω των θετικών αποδόσεων των αποροφωμενων εταιριών στα διαστήματα έως και 20 ημέρες πριν την ανακοίνωση, η Ε&Σ δημιουργεί αξία, ενώ αντίθετα στις αποροφωσες εταιρίες στο διάστημα έως και ένα χρόνο μετά η Ε&Σ λόγω της αρνητικής απόδοσης καταστρέφει αξία. Όσον αφορά τα διαστήματα 20 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά την ανακοίνωση της Ε&Σ, παρατηρείται θετική απόδοση στις απορροφώσες εταιρίες. Επιπλέον, οι αποροφωμενες εταιρίες έχουν κατά μέσο ορό μεγαλύτερες έκτακτες αποδόσεις σε σχέση με εκείνες των αποροφουσων εταιριών. Τα ευρήματα της παρούσας έρευνας είναι σύμφωνα με εκείνα των μελετών που παρουσιάζονται στη διεθνή βιβλιογραφία. Πιο συγκεκριμένα, οι αποροφωμενες εταιρίες έχουν πάντα υψηλότερες αποδόσεις από τις αντίστοιχες των αποροφουσων, το οποίο προκύπτει από το γεγονός ότι ο ανταγωνισμός δεν επιτρέπει στις μεγάλες εταιρίες να πραγματοποιούν Ε&Σ με μεγάλα κέρδη. Επομένως, οι μικρότερες εταιρίες που συμμετέχουν στις Ε&Σ, παρουσιάζουν μεγαλύτερο όφελος από το οικονομικό αυτό συμβάν.

Παρόλα αυτά, στο δείγμα το οποίο εξετάζεται, σε αρκετές περιπτώσεις

παρατηρείται το φαινόμενο οι απορροφωμένες να παρουσιάζουν αρκετά υψηλές έκτακτες αποδόσεις. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η Ελλάδα, στο χρονικό διάστημα που εξετάζεται (2007-2016), έχει πληγεί σημαντικά από την οικονομική κρίση. Η Ελλάδα κατατάσσεται πλέον στις αναπτυσσόμενες αγορές και παρατηρείται ασθενής αγορά επιχειρηματικών μεταβολών, οπού ο ανταγωνισμός είναι λιγότερο ισχυρός και οι αγοράζουσες εταιρίες αποκομίζουν σημαντικά κέρδη. Επιπλέον, παρατηρείται ένα αρκετά χαμηλό ποσοστό στις απορροφωσες εταιρίες στις έκτακτες αποδοσεις στο διαστημα ενος χρονου μετα απο την ανακοινωση της E&Σ. Το γεγονός αυτό μπορεί να εξηγηθεί λόγω της μεγάλης μείωσης που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια στο σύνολο του ΧΑΑ, αλλά και της γενικής αρνητικής επενδυτικής δραστηριότητας στον ελλαδικό χώρο.

Για κάθε περίπτωση E&Σ, μελετήθηκε η διακύμανση της τιμής της μετοχής των εταιριών για το διάστημα [-20, 0] από 20 ημέρες πριν το οικονομικό γεγονός μέχρι και την ημέρα της ανακοίνωσης. Αυτή η μελέτη πραγματοποιήθηκε για τον έλεγχο εκροής πληροφοριών πριν την ανακοίνωση της E&Σ και αν αυτή είχε προεξοφληθεί από την αγορά. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζεται στις περιπτώσεις των ΑΣΤΗΡ PALACE, FOLIE FOLLIE και EUROBANK καθώς οι μη κανονικές αποδόσεις είναι θετικές και παρουσιάζουν σημαντικά υψηλά κέρδη.

Στο χρονικό διάστημα μεταξύ της ημερομηνίας ανακοίνωσης μέχρι και 10 ημέρες μετά την E&Σ [0, +10], οι περιπτώσεις απορροφόμενων εταιριών που παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον είναι οι έξι: ΦΡΙΓΚΟΓΚΛΑΣ, ΙΝΤΡΑΛΟΤ και ΑΛΑΠΙΣ, με ποσοστά 40%, 25% και 21% αντίστοιχα.

Τέλος, στο εξεταζόμενο διάστημα από την ημερομηνία ανακοίνωσης της E&Σ μέχρι 360 ημέρες μετά από αυτό [0, +360], παρουσιάζεται το πως διαμορφώθηκαν οι μετοχές των εταιριών έπειτα από την ανακοίνωση της E&Σ. Από την παρούσα μελέτη παρατηρείται ότι στην πλειοψηφία των περιπτώσεων (49 από τις 96 εταιρίες, δηλαδή το 51% των απορροφόμενων εταιριών), εμφανίστηκαν θετικές μη κανονικές αποδόσεις .

## Συμπεράσματα

Η παρούσα εργασία εξετάζει την επίδραση στη χρηματιστηριακή τιμή των Ελληνικών επιχειρήσεων που έχουν προβεί σε Εξαγορά ή Συγχώνευση. Για την μελέτη αυτή χρησιμοποιήθηκε η θεωρία του υποδείγματος αγοράς, το οποίο και εγηγεί το πως επηρεάζεται η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών, από οικονομικά γεγονότα, δηλαδή εξηγεί πως οι επενδυτές αναπροσαρμόζουν τις προσδοκίες τους αγοράζοντας και πουλώντας μετοχές με βάση την κερδοφορία της κάθε εταιρείας και οικονομικών γεγονότων, όπως οι Ε&Σ. Είναι λογικό οι αγοραπωλησίες οι οποίες πραγματοποιούνται να επηρεάζουν τη χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών, συνεπώς τα οικονομικά γεγονότα προκαλούν έκτακτες αποδόσεις.

Σειρά μελετών στην Ελληνική αλλά και διεθνής αρθρογραφία έχουν προσπαθήσει εμπειρικά να επιβεβαιώσουν τη θεωρία αυτή. Το συμπέρασμα που έχει βγει από την πλειοψηφία των μελετών αυτών καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές των απορροφώμενων εταιρειών αποκομίζουν έκτακτα κέρδη, στατιστικά σημαντικά, ενώ οι απορροφώμενες εταιρείες έχουν άλλοτε έκτακτες μικρές ζημιές και άλλοτε έκτακτα μικρά κέρδη, αμφότερα όμως μη στατιστικά σημαντικά. Συνεπώς η εμπειρική μελέτη η οποία πραγματοποιείται στην παρούσα εργασία καταλήγει στο αναμενόμενο αποτέλεσμα αφού συμφωνεί με τις Ελληνικές και Διεθνείς μελέτες.

## **Βιβλιογραφία**

- ✧ Henry G. Manne (Apr., 1965), 'Mergers and the Market for Corporate Control', Vol. 73, No. 2., pp. 110-120.
- ✧ Gort (1969). 'An Economic Disturbance Theory of Mergers', pp 623-42.
- ✧ Dodd (1980), 'Merger proposals, management discretion and stockholder wealth', vol. 8, issue 2, pages 105-137.
- ✧ Asquith (1983), 'The gains to bidding firms from merger', vol. 11, issue 1-4, 121-139.
- ✧ Eckbo B. E. (1983), 'Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder Wealth', 241-273.
- ✧ Melatesta (1983), 'The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms'.
- ✧ Michael C. Jensen και Richard S. Ruback (1983), 'The market for corporate control: The scientific evidence', vol 11, Issues 1-4, 5-50.
- ✧ Jhon B. Kusewitt Jr. (1985), 'An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance' vol 6, Issue 2, 151-169.
- ✧ Perry and Porter (1985), 'Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger'
- ✧ Gregg A Jarrell and Annette B Poulsen (1989), 'Stock Trading before the Announcement of Tender Offers: Insider Trading or Market Anticipation?', vol 5, issue 2, 225-48.
- ✧ Julian Franks and Robert Harris (1989), 'Shareholder wealth effects of corporate takeovers', vol. 23, issue 2, pages 225-249.
- ✧ Shleifer & Vishny (1991), 'Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implication'. Strategic Management Journal.
- ✧ Paul M. Healy (1992), 'Does corporate performance improve after mergers?', Vol 31, Issue 2, 135-175.
- ✧ Deepak K. Datta, George E. Pinches (1992), 'Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions: A Meta - Analysis', Strategic Management Journal, Vol. 13, No.1, January, pp. 67-84
- ✧ Steven N. Kaplan and Michael S. Weisbach (1992), 'The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures', vol 47, Issue 1, 107-138.

- ✧ Schwert (1996), 'Markup pricing in mergers and acquisitions', vol. 41, issue 2, 153-192
- ✧ Allen J. Scott (1997), 'The Cultural Economy of Cities'
- ✧ Adelaja A., Nayga R., Farooq Z. (1999), 'Predicting Mergers and Acquisitions in the Food Industry', *Agribusiness*, Vol 15 (1) pp 1- 23
- ✧ Fritzsos, A., et al(2000), 'Making mergers work', Booz-Allen & Hamilton Research Report.
- ✧ *Marc Goergen and Luc Renneboog(2003), 'Why Are the Levels of Control (So) Different in German and U.K. Companies? Evidence from Initial Public Offerings'*, vol 19, issue 1, 141-175.
- ✧ Jo Danbolt(2004), 'Target Company Cross-border Effects in Acquisitions into the UK', vol 10, Issue 1, 83–108.
- ✧ Moeller and Schlingemann(2005), 'Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave', Vol 60, Issue 2, 757–782.
- ✧ Schwert(2000), 'Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?', vol 55, Issue 6, 2599–2640.
- ✧ Antonios Antoniou, Philippe Arbour and Huainan Zhao (2006), 'The Effects of the Cross-Correlation of Stock Returns on Post Merger'.
- ✧ Marina Martynova and Luc Renneboog (2006), 'Mergers and Acquisitions in Europe'.
- ✧ Mantravadi and Reddy (2007), 'Relative Size in Mergers and Operating Performance: Indian Experience'.
- ✧ Duso, Gugler and Yutoglu(2008), 'How Effective is European Merger Control?'
- ✧ Michael A. Hitt, Jeffrey S. Harrison, R. Duane Ireland, (2001), 'Mergers & Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders'
- ✧ Roberto A. Weber, Colin F. Camerer, (2003), 'Cultural Conflict and Merger Failure: An Experimental Approach'
- ✧ Sudarsanam (2010), 'Determinants of Takeover Premium in Cash Offers: An Option Pricing Approach'
- ✧ Gaughan (2011), 'Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring', 5th edition, John Wiley and Sons Publications, Toronto, Canada, pp. 12-50



- ✧ Lanning Bryer (2002), 'Intellectual property assets in mergers and acquisitions'
- ✧ Παπαδάκης, Β.(2002), 'Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία'
- ✧ Κυριαζής (2007), 'Συγχωνεύσεις και εξαγορές'
- ✧ Σακέλλη, Ε.(2001), 'Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και εκτίμηση αξίας επιχειρήσεως'

**Διαδίκτυο:**

- ✧ <https://www.wikipedia.org/>