

## **Corporate Mergers and Acquisitions: Classification of their Motives according to the Theory of the Firm**

### **Michail Pazarskis**

Adjunct Assistant Professor  
Department of Accounting  
T.E.I. of Serres, Greece  
E-Mail: [pazarskis@gmail.com](mailto:pazarskis@gmail.com)

### **Alexandros Alexandrakis**

Associate Professor  
Department of Accounting  
T.E.I. of Serres, Greece  
E-Mail: [alex@teiser.gr](mailto:alex@teiser.gr)

### **Ioannis Mantzaris**

Professor  
Department of Accounting  
T.E.I. of Serres, Greece  
E-Mail: [mantzaris@teiser.gr](mailto:mantzaris@teiser.gr)

### **Abstract**

*This study examines and classifies the motives that lead firms to get involved in mergers and acquisitions (M&As) based on the "Theory of the Firm". According to this theory, several research conclusions can be specified and categorized on a bi-fold basis: the neoclassical theories and the managerial theories. The final conclusions that are revealed from the analysis of this study are that there is a general disagreement on this subject. Furthermore, the shareholders that are going to vote for the adoption of an M&A action have to be careful, so that this corporate decision will not have a negative impact on the operating performance of their firm.*

Key words: *Mergers, Acquisitions, Motives, Theory of the Firm*

JEL Classification: G34, M40, D21

## Εταιρικές Συγχωνεύσεις και Εξαγορές: Κατηγοριοποίηση των Κινήτρων τους με βάση τη Θεωρία της Επιχείρησης

**Μιχαήλ Παζάρσκης**  
Επιστημονικός Συνεργάτης  
Τμήμα Λογιστικής  
Τ.Ε.Ι. Σερρών  
E-Mail: [pazarskis@gmail.com](mailto:pazarskis@gmail.com)

**Αλέξανδρος Αλεξανδράκης**  
Αναπληρωτής Καθηγητής  
Τμήμα Λογιστικής  
Τ.Ε.Ι. Σερρών  
E-Mail: [alex@teiser.gr](mailto:alex@teiser.gr)

**Ιωάννης Μαντζάρης**  
Καθηγητής  
Τμήμα Λογιστικής  
Τ.Ε.Ι. Σερρών  
E-Mail: [mantzaris@teiser.gr](mailto:mantzaris@teiser.gr)

### Περίληψη

Η παρούσα εργασία εξετάζει και κατηγοριοποιεί τα κίνητρα-αίτια που οδηγούν τις επιχειρήσεις στην υλοποίηση πράξεων συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ&Ε), με βάση τη "Θεωρία της Επιχείρησης" (Theory of the Firm). Σύμφωνα με αυτήν, τα συμπεράσματα από τις διάφορες ερευνητικές εργασίες διακρίνονται και κατατάσσονται με βάση δύο κύριες προσεγγίσεις: τις νεοκλασικές θεωρίες (neoclassical theories) και τις διοικητικές θεωρίες (managerial theories). Τα τελικά συμπεράσματα που προέκυψαν από την παρούσα εργασία είναι ότι υπάρχει μια διάσταση απόψεων στη διεθνή βιβλιογραφία για το εν λόγω θέμα. Επομένως όσοι μέτοχοι μιας επιχείρησης ψηφίσουν υπέρ μιας ενδεχόμενης πράξης Σ&Ε, πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικοί, ώστε να μην υπάρξουν πιθανές αρνητικές μελλοντικές επιπτώσεις στην επίδοση της επιχείρησής τους.

Λέξεις Κλειδιά: Συγχωνεύσεις, Εξαγορές, Κίνητρα, Θεωρία της Επιχειρήσεως

Τυποποίηση JEL: G34, M40, D21

### 1. Εισαγωγή

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Σ&Ε ή Mergers & Acquisitions - M&As) επιχειρήσεων αποτελούν ένα ιδιαίτερο θέμα, καθώς η εξέλιξη και υλοποίηση κάθε τέτοιου είδους δραστηριότητας επηρεάζει κάθε φορά πολλά εμπλεκόμενα μέρη μιας οικονομίας, συμμέτοχους (stakeholders): διοικήσεις εμπλεκόμενων επιχειρήσεων στις Σ&Ε, μετόχους αυτών, ανταγωνιστικές επιχειρήσεις, εργαζόμενους επιχειρήσεων, καταναλωτικό κοινό, δημόσιες αρχές της χώρας όπου πραγματοποιούνται, κ.ά.

Οι Σ&Ε ως ενέργεια αποτελούν μία από τις σημαντικότερες επιχειρηματικές κινήσεις που μπορεί να αλλάξει τόσο γρήγορα και δραματικά την αξία μιας επιχείρησης. Εντοπίζονται σε πολλούς κλάδους επιχειρηματικών δραστηριοτήτων (Athianos et al., 2003; Pazarskis et al., 2009), καθώς αυτές μπορεί να αποτελέσουν τη δίοδο με την οποία μια επιχείρηση ενδεχομένως θα πετύχει πρόσβαση σε νέους πόρους και θα

βελτιώσει την ανταγωνιστικότητά της στην αγορά, με απώτερο στόχο τη συνεχή αύξηση των κερδών της (Μαντζάρης, 2008).

Είναι γεγονός ότι οι διεθνείς πρόσφατες εξελίξεις, όπως η διεύρυνση της Ευρωπαϊκής Ένωσης και η παγκοσμιοποίηση με την ενοποίηση αγορών, εντατικοποίησαν τη δραστηριότητα των Σ&Ε. Αυτό μας δείχνει μια νέα ενδιαφέρουσα διεθνή διάσταση των Σ&Ε που έχει ξεκινήσει εδώ και αρκετά χρόνια (Agorastos et al., 2006; 2010; Παζάρσκης, 2008).

Η δομή της εργασίας στη συνέχεια διαμορφώνεται ως εξής: στην ενότητα 2 παρατίθεται η βάση της κατηγοριοποίησης που επιλέγεται για τα κίνητρα πράξεων Σ&Ε. Στην ενότητα 3 περιγράφονται οι νεοκλασικές θεωρίες σε σχέση με τα κίνητρα Σ&Ε. Στην ενότητα 4 διερευνώνται οι διοικητικές θεωρίες ως προς το αντίστοιχο περιεχόμενό τους. Τέλος, στην ενότητα 5 καταγράφονται και συζητώνται τα διάφορα συμπεράσματα που προκύπτουν από την παρούσα μελέτη.

## 2. Κατηγοριοποίηση κινήτρων Σ&Ε

Σε μία μελέτη που δημοσιεύθηκε το 1989 από τον Dennis Mueller, και εξακολουθεί να παραμένει επίκαιρη ακόμα και σήμερα, ανέφερε χαρακτηριστικά για τις πράξεις Σ&Ε:

"...κανένα θέμα στην οργανωσιακή θεωρία δεν προκάλεσε τόση αντίθεση και αντιπαράθεση όσο οι Σ&Ε. Γιατί συμβαίνουν; Ποιες είναι οι οικονομικές συνέπειες και μη αυτών; Ποιες οφείλουν να είναι οι κυβερνητικές πολιτικές προς τις Σ&Ε; Κάθε μια ερώτηση από τις προηγούμενες συνέτεινε σε μια πληθώρα απαντήσεων, κάποιες από τις οποίες υπήρξαν διαμετρικά αντίθετες η μία με την άλλη." (Mueller, 1989, pp.1)

Διαχρονικά, υπήρξαν διάφορες θεωρήσεις και προτάσεις ως προσπάθειες ερμηνείας των κινήτρων που οδηγούν τις επιχειρήσεις στην πραγματοποίηση Σ&Ε. Οι μελέτες αυτές, ως προς το περιεχόμενό τους, εμφανίζουν διαφορετικές κατηγοριοποιήσεις των κινήτρων Σ&Ε με βάση διάφορα κριτήρια. Ο αριθμός δε των κριτηρίων που επιλεχθήκαν σε αυτές ποικίλει, δεδομένου ότι κάθε ερευνητής που πραγματεύτηκε το εν λόγω θέμα, θέλησε να εκφράσει τις δικές του απόψεις και πεποιθήσεις πάνω σε αυτό (McManus & Hergert, 1988; Trautwein, 1990). Επίσης, οι ερευνητές επηρεάστηκαν και διαφοροποίησαν τη θέση τους ανάλογα με την περίοδο που διενέργησαν την έρευνά τους, τις συγκεκριμένες οικονομικές συνθήκες που επικρατούσαν και, εάν αυτό οριοθετείται, το γεωγραφικό μέρος όπου πραγματευόταν την έρευνά του για το εκάστοτε επιχειρηματικό γίνεσθαι (ενδεικτικά, βλ. Chatterjee, 1986; Cooke, 1988; Ravencraft & Scherer, 1988; Campbell, 1990; κ.ά.).

Ένα πλήρες πλαίσιο που εμπεριέχει και κατηγοριοποιεί τις διάφορες απόψεις και προτάσεις, ως και τα κίνητρα-αίτια που οδήγησαν στις Σ&Ε, συγκροτήθηκε από τον Steiner (1975), το οποίο θεωρείται ως ιδιαίτερα σημαντικό και άρτιο (Mueller, 1977), ενώ στη συνέχεια αποτέλεσε αντικείμενο μελέτης και κοινής παραδοχής (Jensen & Meckling, 1976; Firth, 1980; Holderness & Sheehan, 1985; Ravencraft & Scherer, 1987). Σύμφωνα με αυτό, οι διάφορες ερευνητικές πεποιθήσεις μπορούν να κατηγοριοποιηθούν και επιπρόσθετα να αναλυθούν με βάση τη θεωρία της επιχείρησης (theory of the firm) που θεμελιώνεται με δύο κύριες προσεγγίσεις: τις νεοκλασικές θεωρίες (neoclassical theories) και τις διοικητικές θεωρίες (managerial theories) (Παζάρσκης, 2008).

### 3. Νεοκλασικές θεωρίες

Σύμφωνα με τις νεοκλασικές θεωρίες (neoclassical theories) ο μοναδικός, κύριος και μακροχρόνιος στόχος κάθε επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους της (profit maximization) και οι ενέργειές της που συμβάλλουν σε αυτό (Manne, 1965; Mandelker, 1974; Firth, 1980). Η επίτευξη του μέγιστου κέρδους είναι εφικτή με τρεις τρόπους (Σαρρή, 1996; Σαρρή & Παπαδόπουλος, 2004; Παζάρσκης, 2008): (i) μέσω της συνεργίας (synergy), (ii) μέσω της μείωσης του κινδύνου (risk reduction theory) και (iii) μέσω της δημιουργίας μονοπωλιακών συνθηκών αγοράς ή της αύξησης της αγοραίας δύναμης της επιχείρησης (monopoly theory or market power theory).

#### 3.1 Συνεργία

Ως συνεργία, και όχι λανθασμένα "συνέργεια" (Γεωργοπαπαδάκος, 1987) (στην αγγλική γλώσσα, "synergy"), για τα επιχειρηματικά δεδομένα νοείται η επίτευξη ενός ανώτερου και καλύτερου τελικού αποτελέσματος από τη συνεργασία δύο τουλάχιστον συμβαλλόμενων μερών (επιχειρήσεις) που δεν θα είχε επιτευχθεί καθόλου ή θα είχε επιτευχθεί σε μικρότερο βαθμό από τις ενέργειές τους ξεχωριστά και χωρίς την επικείμενη σύμπραξη των δύο επιχειρήσεων (Knight, 1921; Salter & Weinlold, 1978; Ansoff, 1988).

Η συνεργία μπορεί να επιτευχθεί με πράξεις Σ&Ε, με την εφαρμογή στρατηγικών συμμαχιών δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων (strategic alliances), με τη σύσταση κοινοπραξιών και τη σύμπραξη κεφαλαίων σε νέες επιχειρηματικές δραστηριότητες (joint-venture) (Garette & Dussauge, 2000). Από αυτές, ιδιαίτερη έμφαση θα δοθεί παρακάτω μόνο για συνεργία σε Σ&Ε.

Η αξία της συνδυασμένης επιχειρηματικής δράσης των δύο επιχειρήσεων, που εμπεριέχει και την αξία της συνεργίας, μπορεί να αποτυπωθεί μαθηματικά ως εξής (Van Horne, 2002; Bradley et al., 1988):

$$A_{X\Psi} = A_X + A_\Psi + \text{Συνεργία} \quad (1)$$

όπου,

$A_{X\Psi}$  = η αξία της επιχείρησης που προήλθε από τις επιχειρήσεις X και Ψ μετά τη Σ&Ε τους,

$A_X$  = η αξία της επιχείρησης X πριν την Σ&Ε,

$A_\Psi$  = η αξία της επιχείρησης Ψ πριν την Σ&Ε,

*Συνεργία* = η αξία που προήλθε από τη συνεργία λόγω της Σ&Ε των επιχειρήσεων X και Ψ. Για να είναι πετυχημένη η Σ&Ε, η αξία της πρέπει να είναι τουλάχιστον μεγαλύτερη του μηδενός.

Η συνεργία μπορεί περαιτέρω να κατηγοριοποιηθεί, σύμφωνα με τρεις πτυχές της επιχειρηματικής δραστηριότητας: τη χρηματοοικονομική συνεργία (financial synergy), τη λειτουργική συνεργία (operational synergy) και τη διοικητική συνεργία (managerial synergy). Στη συνέχεια, αυτές παρατίθενται σε σειρά ανάλογα με το βαθμό σημαντικότητάς τους ως αίτια που οδηγούν σε Σ&Ε (Trautwein, 1990, Seth et al., 2000; Παζάρσκης, 2008).

##### 3.1.1 Χρηματοοικονομική συνεργία

Ως χρηματοοικονομική συνεργία (financial synergy) νοείται η επίτευξη ενός καλύτερου οικονομικού αποτελέσματος λόγω μείωσης του συνολικού κόστους κεφαλαίου δύο ή περισσότερων εμπλεκόμενων επιχειρήσεων που έκαναν μια Σ&Ε και που διαφορετικά (χωρίς την Σ&Ε) το καλύτερο αυτό οικονομικό αποτέλεσμα δεν θα μπορούσε να επιτευχθεί σε τέτοιο υψηλό βαθμό. Το γεγονός αυτό οφείλεται κατά κύριο λόγο στο ότι η επιχείρηση που θα έχει εξέλθει από μια πράξη Σ&Ε μπορεί να διαπραγματευτεί και

να επιτύχει καλύτερους όρους χρηματοδότησης, με δεδομένη πλέον την νέα αυξημένη της κεφαλαιακή βάση και φερεγγυότητα (Ansoff, 1965; Lewellen, 1971; Higgins & Schall, 1975; Scherer et al., 1975; Galai & Masulis, 1976; Kim & McConnell, 1977; Stapleton, 1982). Στην περίπτωση δε που οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις στη Σ&Ε ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους προϊόντος, τότε λόγω μη συσχετιζόμενων δραστηριοτήτων και λόγω μείωσης του συνολικού επιχειρηματικού κινδύνου μπορεί να επιτύχουν ακόμη χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης (Montgomery & Singh, 1984; Rumelt, 1986).

Η επίτευξη της μείωσης του κόστους κεφαλαίου, μπορεί να πραγματοποιηθεί, πέρα από τα παραπάνω, και με την αποφυγή βραχυπρόθεσμων δανειοδοτήσεων, καθώς η συνδυασμένη χρησιμοποίηση των χρηματικών ροών (cash flows) των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων οδηγεί πολλές φορές σε αλληλοκάλυψη χρηματικών αναγκών, ιδιαίτερα των επιχειρήσεων με μεγάλη ρευστότητα και βραχυπρόθεσμα ταμειακά ελλείμματα. Ακραία μορφή του παρόντος συλλογισμού, αποτελεί η υποστήριξη από ορισμένους ερευνητές της αποφυγής πτώχευσης δύο επιχειρήσεων δια μέσου της σωτήριας λύσης μιας Σ&Ε, που θα βοηθήσει στην αλληλοκάλυψη και την αλληλοσυμπλήρωση των μη κοινών τους αδυναμιών (Lewellen, 1971; Lee & Finnerty, 1990; Nevaer & Deck, 1990).

Παράλληλα με αυτά, η ύπαρξη ενδεχόμενης ασυμμετρίας στη διάχυση πληροφοριών για μια επιχείρηση και την πορεία της, ανάμεσα στην διοίκησή της και σε εξωτερικούς επενδυτές, μπορεί να οδηγήσει την επιχείρηση σε περιορισμούς στην εξεύρεση εξωτερικής χρηματοδότησης. Τότε, είναι πιθανόν να μην έχει τη δυνατότητα να αναλάβει νέες επενδυτικές ευκαιρίες, λόγω του υψηλού κόστους κεφαλαίου. Συνεπώς, η πραγματοποίηση μιας Σ&Ε αποτελεί πιθανή και ενδεχόμενη λύση σε αυτό το πρόβλημα της υψηλού κόστους χρηματοδότησης, που αφορά κυρίως τις νέες και αναπτυσσόμενες εταιρίες, αφού υπάρχει ιδιαίτερη δυσκολία στον προσδιορισμό της αξίας τους και του κινδύνου μιας χρηματοδότησης (λόγω έλλειψης ιστορικών στοιχείων επίδοσης και χρηματοοικονομικής τους κατάστασης) (Samuels et al., 1999).

Τέλος, χρηματοοικονομική συνεργία έχουμε και στην περίπτωση που υπάρχουν οφέλη λόγω φοροαπαλλαγών ή αποσβέσεων (Auerbach & Reishus, 1987 και 1988; Gilson et al., 1988; Lehn & Poulsen, 1989). Τα πλεονεκτήματα αυτά προκύπτουν λόγω φορολογικών νομοθετημάτων ή λογιστικών χειρισμών των Σ&Ε, ενώ ποικίλουν ανάλογα με την εκάστοτε νομοθεσία της χώρας όπου γίνεται η πράξη Σ&Ε. Το πιο συνηθισμένο πλεονέκτημα είναι η παροχή δυνατότητας μακροχρόνιων αποσβέσεων στην εξαγοράζουσα επιχείρηση λόγω της Σ&Ε, που συχνά είναι τόσο συμφέρουσα, ώστε πολλές φορές κάνει προτιμότερη μια πράξη Σ&Ε από το κόστος αντικατάστασης και αγοράς νέων μηχανημάτων (Ross et al., 1999). Επίσης, μέσω μιας πράξης Σ&Ε δύναται να υπάρξει επιπλέον μείωση του φορολογητέου εισοδήματος πέραν των αποσβέσεων. Γιατί εάν μια επιχείρηση εξαγοραστεί, που θα θεωρηθεί ότι έχει σημαντικά ενσώματα ή ασώματα περιουσιακά στοιχεία, ενώ έχει συσσωρευμένες ζημίες από προηγούμενες χρήσεις, τότε είναι ιδιαίτερα συμφέρουσα η Σ&Ε για μια κερδοφόρα επιχείρηση, γιατί αφενός δεν θα πληρώνει φόρους μέχρι να εξισωθούν οι ζημίες που απέκτησε με τη Σ&Ε, αφετέρου δύναται να εκποιήσει τα όποια περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης για να αποκομίσει επιπρόσθετο όφελος (Paleru et al., 2000; Παζάρσκης, 2008).

### **3.1.2 Λειτουργική συνεργία**

Ως λειτουργική συνεργία (operational synergy) καλείται η μείωση του κόστους που προκύπτει από το συνδυασμό των λειτουργιών δύο ή περισσότερων εμπλεκόμενων επιχειρήσεων που έκαναν μια Σ&Ε (Flannery

et al., 1993). Η μείωση αυτή του κόστους μπορεί να οφείλεται είτε σε οικονομίες κλίμακας (economies of scale) είτε σε οικονομίες σκοπού-εύρους (economies of scope), οι οποίες προκύπτουν (και οι δύο κατηγορίες) τόσο από οριζόντιες όσο και από κάθετες συγχωνεύσεις (Brush, 1996; Σαρρή & Παπαδόπουλος, 2004).

Οι οικονομίες κλίμακας λόγω Σ&Ε προκύπτουν όταν η νέα εταιρία μπορεί να εκτελέσει μια λειτουργία πιο αποτελεσματικά (με μικρότερο κόστος) από ότι προηγουμένως, όταν την εκτελούσαν οι δύο εταιρίες ξεχωριστά (Salter & Weinhold, 1979; Porter, 1985). Ως πηγές οικονομιών κλίμακας μπορούμε να αναφέρουμε: την εξειδίκευση εργασίας, την κοινή εκμετάλλευση τεχνολογικού εξοπλισμού, την τεχνογνωσία εφαρμογής πετυχημένου σχεδίου μάρκετινγκ, την παράλληλη χρήση σε δίκτυα διανομής, κ.ά. Επίσης, θα πρέπει να τονιστεί ιδιαίτερα και η μεταφορά τεχνολογίας-τεχνογνωσίας που προήλθε από έρευνα και ανάπτυξη (R&D) της μίας επιχείρησης στην άλλη (και γενικότερα του συνόλου γνώσεών της (know-how) σε διάφορες διαδικασίες), αφού αυτή ευθύνεται για την πραγματοποίηση οικονομιών κλίμακας (Pike & Neale, 1996). Από την άλλη πλευρά, οι οικονομίες σκοπού-εύρους αναφέρονται στην διευρυμένη ικανότητα της νέας επιχείρησης με το άθροισμα των συνδυασμένων εισροών που έχει και που δεν θα υπήρχε χωρίς την Σ&Ε να αναπτύξει και να προωθήσει προς πώληση στην αγορά νέα προϊόντα ή υπηρεσίες, ως αποτέλεσμα του συγκερασμού των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων των δυο προγενέστερων επιχειρήσεων (Teese, 1982; Porter, 1985; Παζάρσκης, 2008).

### **3.1.3 Διοικητική συνεργία**

Ως διοικητική συνεργία (managerial synergy) νοείται η δημιουργία συνεργίας από την αποτελεσματικότερη διοίκηση μιας επιχείρησης μετά από μια ενέργεια Σ&Ε, που δεν θα μπορούσε να προκύψει σε τέτοιο βαθμό χωρίς την Σ&Ε των δύο συγχωνευόμενων επιχειρήσεων ξεχωριστά. Προσδιορίζεται δε κατά κύριο λόγο από μειωμένη διαφορική αποτελεσματικότητα της διοίκησης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης σε σχέση με την εξαγοράζουσα επιχείρηση (που επιλύεται με τη μετεμφύτευση νέων αξιών και κατευθυντήριων αρχών στην διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης). Επίσης, από εσωτερική πληροφόρηση για μη εκμεταλλευμένη ή υποτιμημένη περιουσία της επιχείρησης λόγω αναποτελεσματικής διοίκησης (που μπορεί να εκμεταλλευθεί με κατάλληλη αξιοποίησή της ή, πολύ απλά, την πώλησή της, συνήθως κατά τεμάχια). Ακόμη, από θεώρηση ότι η από κοινού άσκηση της διοίκησης και λειτουργίας σε μια νέα ενιαία επιχείρηση με σύμπραξη των δύο διοικήσεων των επιχειρήσεων θα μπορούσε να προσδώσει επιπλέον αξία στις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες (Asquith, 1983; Trautwein, 1990; Wall, 2001).

Η μειωμένη διαφορική αποτελεσματικότητα της διοίκησης μιας επιχείρησης που επιδέχεται περιθώρια βελτίωσης και αποτελεσματικότητας αποτελεί ένα σημαντικό, αλλά ιδιαίτερα υποκειμενικό κίνητρο Σ&Ε μεταξύ επιχειρήσεων. Η τεκμηριωμένη παράθεση και υποστήριξη των πλεονεκτημάτων για να αποδείξει η διοίκηση μιας επιχείρησης ότι θα πρέπει να εμπλακεί σε μια Σ&Ε για αυτό το σκοπό είναι αρκετά δύσκολη κατά την υποστήριξή της προς τους μετόχους της επιχείρησης. Αποτέλεσε δε κατά πολλούς ερευνητές σημείο ιδιαίτερης και σοβαρής κριτικής, αφού κατέληξαν ότι κάτι τέτοιο δεν υφίσταται για την πλειοψηφία των περιπτώσεων (Papandreou, 1952; Kitching, 1967; Malatesta, 1983; Chatterjee, 1986; Porter, 1987).

Πρέπει να σημειωθεί ότι η διαφορική διοικητική αποτελεσματικότητα συναντάται κυρίως ως κίνητρο συγχωνεύσεων ή εξαγορών μεταξύ επιχειρήσεων, που ανήκουν είτε στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας (οριζόντιες συγχωνεύσεις), είτε σε συναφείς κλάδους (ομοκεντρικές

συγχωνεύσεις) και αυτό γιατί οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ίδιο ή σε συναφείς κλάδους με αυτόν που ανήκει μια επιχείρηση-στόχος για Σ&Ε, παρουσιάζουν μεγαλύτερες πιθανότητες να είναι και οι υποψήφιοι αγοραστής της, αφού διαθέτουν πείρα για τον εντοπισμό επιχειρήσεων που παρουσιάζουν χαμηλότερες επιδόσεις, αλλά και διοικητική τεχνογνωσία για τη βελτίωση των επιδόσεων αυτών (Cooke, 1999).

Τέλος, εκτός από την αναποτελεσματική διοίκηση για Σ&Ε, ένας άλλος παράγοντας είναι η εσωτερική πληροφόρηση-εκτίμηση που μπορεί να διαθέτουν κάποιοι δυνητικοί αγοραστής ότι υπάρχει κάποιο στοιχείο του ενεργητικού με υποτιμημένη αξία. Συνεπώς, όταν η τρέχουσα αξία του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης, που είναι και εισηγμένη σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, είναι μικρότερη κατά πολύ από τη λογιστική της αξία, τότε η επιχείρηση αυτή είναι άμεσα υποψήφια για πιθανή συγχώνευση (Samuels et al., 1999; Παζάρσκης, 2008).

### 3.2 Μείωση του κινδύνου

Η επίτευξη του μέγιστου κέρδους για μια επιχείρηση είναι εφικτή μέσω της μείωσης του κινδύνου (risk reduction theory) (Σαρρή & Παπαδόπουλος, 2004). Δηλαδή, σε ένα μη πεπερασμένο πλήθος περιπτώσεων που αντιμετωπίζει θεωρητικά μια επιχείρηση, η μείωση του κινδύνου για πράξεις που την οδηγούν σε επιχειρηματική αποτυχία, την οδηγεί μακροπρόθεσμα στην επιχειρηματική επιτυχία. Θεωρώντας μια πράξη Σ&Ε ως μια επενδυτική απόφαση, υπάρχει ο αντίστοιχος κίνδυνος, ο οποίος μπορεί να διακριθεί: (i) στον γενικό ή αγοραίο ή συστηματικό κίνδυνο και (ii) στον ειδικό ή επιχειρησιακό ή μη συστηματικό κίνδυνο (Van Horne & Wachowicz, 1998; Brigham et al., 1999; Σαρρή & Παπαδόπουλος, 2004).

Ο γενικός ή αγοραίος ή συστηματικός κίνδυνος περιλαμβάνει τον κίνδυνο που επηρεάζει όλες τις επιχειρήσεις γενικά κατά τη λειτουργία τους, ενώ συμπεριλαμβάνει κατηγορίες κινδύνου, όπως τον κίνδυνο μιας ενδεχόμενης οικονομικής ύφεσης, τον κίνδυνο μιας νομισματικής επιπλοκής, κ.ά.

Ο ειδικός ή επιχειρησιακός ή μη συστηματικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος που προκύπτει από τον τρόπο λειτουργίας και αντίδρασης μιας επιχείρησης σε σχέση με το εσωτερικό και το εξωτερικό της περιβάλλον (Σαρρή, 2004). Ο μη συστηματικός κίνδυνος μπορεί δε περαιτέρω να διακριθεί σε δύο κατηγορίες: (i) τον επιχειρησιακό κίνδυνο και (ii) τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2002).

Επιχειρησιακός κίνδυνος (business risk) ή λειτουργικός κίνδυνος (operating risk) είναι ο κίνδυνος που συνδέεται με τις δραστηριότητες της λειτουργίας μιας επιχείρησης. Εξαρτάται από διάφορους παράγοντες, όπως η μεταβλητότητα ζήτησης, η μεταβλητότητα τιμής πώλησης προϊόντων ή υπηρεσιών, η μεταβλητότητα κόστους συντελεστών παραγωγής, η ικανότητα προσαρμογής των τιμών προϊόντων στις μεταβολές από τα κόστη των συντελεστών παραγωγής, η ικανότητα ανάπτυξης νέων προϊόντων, κ.ά. Ο επιχειρησιακός ή λειτουργικός κίνδυνος αντικατοπτρίζει την πιθανότητα της ζημίας και τη μεταβλητότητα των αποδόσεων που απορρέουν από τη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων της επιχείρησης στο παραγωγικό και συναλλακτικό κύκλωμά της. Δύναται δε να συγκεκριμενοποιηθεί αριθμητικά με την μεταβλητότητα του μεγέθους των Κερδών πριν από Τόκους και Φόρους (Earnings Before Interest and Taxes - E.B.I.T.), ενώ στα πλαίσια της ελληνικής πραγματικότητας, σύμφωνα με το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο (Ε.Γ.Λ.Σ.), εκφράζεται με το λογαριασμό "Μερικά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως" (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2002).

Χρηματοοικονομικός κίνδυνος (financial risk) είναι ο κίνδυνος που απορρέει μόνο από την χρησιμοποίηση πηγών κεφαλαίων από μια επιχείρηση κατά τη λειτουργία της και που συνεπάγεται σταθερά έξοδα. Τέτοιες πηγές κεφαλαίου είναι ο τραπεζικός δανεισμός, ο δανεισμός μέσω έκδοσης ομολογιών και η έκδοση προνομιούχων μετοχών. Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος είναι η πιθανότητα της ζημίας και της μεταβλητότητας της απόδοσης των μετοχών της επιχείρησης που προκαλείται καθαρά και μόνο από το κόστος άντλησης κεφαλαίων της επιχείρησης. (Ελευθεριάδης, 1999; Αγοραστός & Ελευθεριάδης, 2005).

Τα κύρια ερωτήματα που προκύπτουν σε σχέση με όλα τα παραπάνω είναι τα εξής: Πρώτον, εάν είναι δυνατόν και κατά πόσο να μειωθεί ο μη συστηματικός κίνδυνος. Δεύτερον, εάν μπορεί αυτή η αλλαγή να οδηγήσει σε αύξηση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων που την εφαρμόζουν. Τρίτον, εάν και τα δύο αυτά είναι αληθή και με θετικό αποτέλεσμα για μια επιχείρηση, τότε η εφαρμογή τους από αυτή είναι πανάκεια για τον εκάστοτε επενδυτή που αγοράζει τις μετοχές της ή όχι.

Προσπαθώντας να απαντήσουμε αρχικά στο πρώτο ερώτημα, για το εάν δηλαδή είναι δυνατόν και κατά πόσο να μειωθεί ο μη συστηματικός κίνδυνος μέσω Σ&Ε, οι απόψεις των διαφόρων μελετητών διαχρονικά διίστανται. Αφ' ενός, υπάρχουν αυτοί που υποστηρίζουν ότι είναι δυνατόν να μειωθεί ο μη συστηματικός κίνδυνος και η λύση σε αυτό είναι η διαφοροποίηση της επιχείρησης με δραστηριότητες σε διάφορες αγορές προϊόντων, τόσο με ομοκεντρικές όσο και με διαγώνιες Σ&Ε (Knight, 1965; Lintner, 1971; Williamson, 1975; Kamien & Schwartz, 1982; Hambrick & McMillan, 1985; Gupta & Govindarajan, 1986; Porter, 1987). Αφ' ετέρου, υπάρχουν αυτοί που υποστηρίζουν ότι δεν είναι δυνατόν κάτι τέτοιο και το αποκλείουν είτε κατηγορηματικά είτε γιατί δεν υπάρχουν ξεκάθαρες ενδείξεις προς αυτή την κατεύθυνση (Cosh et al., 1980; Mueller, 1980; Amihud & Lev, 1981; Montgomery & Singh, 1984).

Εάν επιχειρήσουμε να απαντήσουμε στη συνέχεια στο δεύτερο ερώτημα που τέθηκε, βλέπουμε ότι και εδώ υπάρχει μια διάσταση απόψεων για το εάν μπορεί αυτή η αλλαγή μέσω της διαφοροποίησης επενδύσεων με Σ&Ε να οδηγήσει σε αύξηση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων που την εφαρμόζουν. Γιατί εάν και πολλοί πρεσβεύουν ότι είναι εφικτό κάτι τέτοιο, έστω και με κάποιους λογικούς περιορισμούς ως προϋποθέσεις (Lintner, 1971; Boyle, 1972; Scott, 1982; Rhodes, 1983), υπάρχει στον αντίποδα της θέσης αυτής μια εντελώς διαφορετική άποψη και κάθετη σε αυτές τις πεποιθήσεις (Miller, 1969; Meeks, 1977; Mueller, 1980; Amihud & Lev, 1981).

Τέλος, σχετικά με το τρίτο ερώτημα και σε συνδυασμό με τα δύο προηγούμενα, συμπερασματικά μπορούμε να πούμε ότι η διαφοροποίηση του κινδύνου από τις επιχειρήσεις σε διαφορετικές δραστηριότητες ενδεχομένως να οδηγεί σε διασπορά του κινδύνου. Ίσως, επίσης, κάτι τέτοιο να έχει και μια θετική συσχέτιση με την αποδοτικότητα και κερδοφορία σε ορισμένες περιπτώσεις. Ωστόσο, στο ερώτημα εάν η εφαρμογή τους από μια επιχείρηση είναι πανάκεια για τον εκάστοτε επενδυτή για να αγοράζει τις μετοχές της ή όχι, η απάντηση είναι αρνητική. Γιατί το πλεονέκτημα αυτό μπορεί να επιτευχθεί από τους μετόχους διαφοροποιώντας τις επενδύσεις στο χαρτοφυλάκιό τους από μόνοι τους, λειτουργώντας, δηλαδή, ως αντιπρόσωποι των ίδιων των συμφερόντων τους, όπως θα μπορούσε να κάνει κατά παραλληλισμό και ένα διοικητικό στέλεχος για τα ίδια τα συμφέροντά του (DeAngelo et al., 1994). Συνεπώς, αμφισβητείται το γεγονός ότι η διαφοροποίηση του κινδύνου σε μια επιχείρηση διαφοροποιεί σημαντικά και τον κίνδυνο των



μετόχων της με ικανοποιητικό τρόπο και σε σημαντικό βαθμό (Παζάρσκης, 2008).

### **3.3 Αύξηση της αγοραίας δύναμης της επιχείρησης ή δημιουργία μονοπωλιακών συνθηκών αγοράς**

Οι νεοκλασικές θεωρίες (neoclassical theories) πρεσβεύουν ότι ο μοναδικός, κύριος και μακροχρόνιος στόχος κάθε επιχείρησης, που είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους της (profit maximization) και οι ενέργειές της που συμβάλλουν σε αυτό, μπορεί να επιτευχθεί και μέσω της δημιουργίας μονοπωλιακών συνθηκών αγοράς ή της αύξησης της αγοραίας δύναμης της επιχείρησης (monopoly theory or market power theory). Σύμφωνα με τη μονοπωλιακή θεωρία οι Σ&Ε θεωρούνται ως το μέσο για να επιτευχθεί η σχετική κυριαρχία της επιχείρησης στην αγορά προϊόντος που δραστηριοποιείται, δημιουργώντας εικονικά ή πραγματικά μονοπώλιο.

Σε καταστάσεις μονοπωλίου, όπως είναι γνωστό, η τιμή είναι ελεγχόμενη και η επιχείρηση έχει την δυνατότητα να πραγματοποιήσει υπερκέρδη. Από την άλλη, οι Σ&Ε αποτελούν πολλές φορές το γρηγορότερο δρόμο για διεύθυνση και κυριαρχία σε μια αγορά. Έτσι, μια δραστηριότητα Σ&Ε μπορεί να οδηγήσει μια επιχείρηση άμεσα σε έλεγχο αγοράς προϊόντος με κοινή εκμετάλλευση υπάρχοντων δικτύων διανομής ή διαφορετικών εμπορικών σημάτων στην εγχώρια ή διεθνή αγορά (McCarthy, 1963; Lynch, 1971; Salter & Weinhold, 1978, 1979).

Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, η επίτευξη του μέγιστου κέρδους και ο έλεγχος της αγοράς είναι εφικτά, τόσο σε περιπτώσεις οριζόντιων όσο και μη οριζόντιων Σ&Ε. Δηλαδή, έχουμε ταυτόχρονη εξάλειψη του αγοραίου ανταγωνισμού με Σ&Ε σε περισσότερες από μία αγορές προϊόντος (Edwards, 1955). Επιπλέον, μια επιχείρηση μπορεί όχι μόνο να εξαλείψει τους ανταγωνιστές της με Σ&Ε, αλλά ταυτόχρονα να αποθαρρύνει και όσους θέλουν να εισέλθουν στο χώρο όπου αυτή δραστηριοποιείται (Mueller, 1977; Yip, 1982; Trautwein, 1990), ακόμη και να τοποθετήσει φραγμούς εισόδου για τους νεοεισερχόμενους (Boyle, 1972; George & Silberston, 1975; Williamson, 1975).

Ο Porter (1985) αναφέρθηκε στα πλεονεκτήματα των μονοπωλιακών κερδών χαρακτηρίζοντάς τα "αλληλεξαρτήσεις ανταγωνιστών" (competitor interrelationships). Η ίδια έννοια αποδίδεται ως "συνεργία συμπαιγνίας" (collusive synergies) από τον Chatterjee (1986). Ο Chatterjee υποστηρίζει ότι αυτές οι συνεργίες δεν αντιπροσωπεύουν κέρδη που επιτυγχάνει η επιχείρηση με την αποτελεσματικότητά της, αλλά είναι κέρδη που προέρχονται από προνομιακή αποκομιδή κεφαλαίων από τα εισοδήματα των καταναλωτών του προϊόντος της.

Σε αντιπαράθεση με τα παραπάνω, ο Jensen (1984) και οι Ravenscraft & Scherer (1987) υποστηρίζουν ότι η θεωρία για δημιουργία μονοπωλιακών συνθηκών στην αγορά, όπως απέδειξαν με τις έρευνες τους, δεν είναι ιδιαίτερα δόκιμη και σωστή. Τα αποτελέσματα που βρήκαν έδειξαν ότι σε ελάχιστες περιπτώσεις μη οριζόντιων Σ&Ε μπορεί να επιτευχθούν μονοπωλιακά οφέλη. Επίσης, είναι γεγονός ότι στις περισσότερες χώρες υπάρχουν αντιμονοπωλιακοί νόμοι (anti-trust laws) που προσπαθούν να αποτρέψουν την εμφάνιση τέτοιων καταστάσεων (Paleru et al., 2000).

Εντούτοις, σε γενικές γραμμές, μπορούμε να πούμε ότι οι νεοκλασικές θεωρίες προσφέρουν ένα ικανοποιητικό ερμηνευτικό πλαίσιο για τα αίτια-κίνητρα των Σ&Ε. Σε περίπτωση δε που η επιλογή κάποιας επιχειρηματικής δραστηριότητας δεν είναι δυνατόν να ερμηνευτεί με αυτές, καταφεύγουμε τότε σε διαφορετικές ερμηνείες που προκύπτουν από τις διοικητικές θεωρίες, καθώς και αντίστροφα (Παζάρσκης, 2008).

#### 4. Διοικητικές Θεωρίες

Οι διοικητικές θεωρίες (managerial theories) αποτελούν τον τρόπο για να ερμηνευτούν γεγονότα Σ&Ε που δεν συνδέονται άμεσα με τη μεγιστοποίηση του κέρδους μιας επιχείρησης. Οι διοικητικές θεωρίες περιλαμβάνουν ως έννοια την "Hubris or Managerial Hypothesis". Οι υποστηρικτές της θεωρίας αυτής διαχωρίζουν τα συμφέροντα και τις πεποιθήσεις των διοικητικών στελεχών από αυτά των ιδιοκτητών-μετόχων μιας επιχείρησης, θεωρώντας ότι οι πρώτοι μπορεί να έχουν διαφορετικές επιδιώξεις ή θεωρήσεις και για το λόγο αυτό να πραγματοποιήσουν μια πράξη Σ&Ε, ενώ κάτι τέτοιο ενδεχομένως δεν θα εξυπηρετούσε πραγματικά τα συμφέροντα των μετόχων τους (Baumol, 1959, 1962; Penrose, 1959; McGuire et al., 1962; Marris, 1964; Williamson, 1964; Mueller, 1969; Roll, 1983; 1986; Σαρρή & Παπαδόπουλος, 2004).

Η θεωρία αυτή που αναπτύχθηκε και υποστηρίχθηκε αρχικά από τον Baumol (1959) και τους McGuire et al. (1962) και προκάλεσε έντονες επικριτικές αντιδράσεις και αντιπαραθέσεις. Από τους κύριους υποστηρικτές της θεωρίας αυτής υπήρξε ο Mueller (1969), που κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι μισθοί των διοικητικών στελεχών και οι επιβραβεύσεις που λαμβάνουν (υπό τη μορφή των ιδιαίτερων αμοιβών (bonus), των δικαιωμάτων σε μετοχές (stock options), κ.ά.) τείνουν να συνδέονται περισσότερο με το μέγεθος ή τις αλλαγές στο μέγεθος μιας επιχείρησης, παρά με τα κέρδη της επιχείρησης. Ακραία πραγματική εφαρμογή σε αυτό είναι η περίπτωση της αμερικάνικης εταιρείας "A. H. Robins Co." όπου μια επιχείρηση εξαγοράστηκε από αυτή σύμφωνα με την γνώμη και την τεκμηρίωση ενός ανώτερου διοικητικού στελέχους, μόνο και μόνο επειδή το στέλεχος αυτό ήθελε να προσθέσει άλλη μια εικόνα στο γραφείο του που να απεικονίζει το συμβάν και το γεγονός ότι αυτός ήταν υπεύθυνος για την εν λόγω Σ&Ε, ανάμεσα σε άλλες εικόνες με Σ&Ε που είχε διευθετήσει (Zonana, 1975).

Επίσης, ο Mueller (1969) υποστήριξε ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις αποδίδουν υψηλότερα ποσοστά κερδών στους μετόχους τους σε σχέση με τις πιο ώριμες και μεγαλύτερες επιχειρήσεις. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις στην προσπάθεια που κάνουν να αυξήσουν το μέγεθός τους προσανατολίζονται περισσότερο στην αύξηση του μεγέθους τους, παρά στην αύξηση της ευημερίας των μετόχων τους. Η παραπάνω θεώρηση του Mueller (1969) προκάλεσε πολυάριθμες αντιδράσεις μελετητών ως προς την ορθολογικότητα των επιχειρημάτων του, όπως ενδεικτικά των Logue & Naert (1970), Lewellen & Huntsman (1970), Kamerschen (1970), Copeland & Weston (1979), Haley & Schall (1979).

Από την άλλη πλευρά, και από μια καθαρά οργανωσιακή θεώρηση, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η "Hubris" ορίζεται ως η υπερβάλλουσα υπερηφάνεια, αυτοεκτίμηση, αλαζονεία. Επίσης, καθώς ένα διοικητικό στέλεχος συσσωρεύει επαίνους, τότε θεωρείται ότι η ευπάθειά του σε αυτή τείνει να αυξάνεται. Οπότε, όταν ένα στέλεχος έχει καταβληθεί από αυτή είναι πιθανόν να θεωρεί την αύξηση του μεγέθους της γραφειοκρατίας της επιχείρησής του (τακτικές γνωστές υπό τους όρους: "empire building" ή "megalomania") ως ένα μέσο για να αποτυπώνεται η διοικητική του κυριαρχία (Kroll et al., 2000).

Εντούτοις, όμως, πάλι δεν μπορούμε να αμελήσουμε το κοινά αποδεκτό γεγονός ότι οι επιχειρήσεις γενικά συμπεριφέρονται ορθολογικά, όπως "ένα προσαρμοζόμενο ορθολογικό σύστημα" (adaptively rational system) (Cyert & March, 1963). Δηλαδή, μια επιχείρηση είναι αυτονόητο ότι διαχρονικά μαθαίνει από τα λάθη της και την εμπειρία της. Επομένως, σε κάθε περίπτωση που θα υπήρχε μια δεδομένη πιθανότητα ενός μάντζερ από υπερβάλλουσα υπερηφάνεια είτε αλαζονεία να θελήσει να κάνει μια

τέτοια ενέργεια με πράξη Σ&Ε, τότε κάποιο άλλο στέλεχος θα το αντιλαμβάνοταν είτε λόγω παλαιότερης εμπειρίας είτε λόγω προσωπικής λογικής σύνδεσης των γεγονότων και θα το κατήγγειλε άμεσα, με αποτέλεσμα να μην σημειωθεί τελικά η εν λόγω πράξη Σ&Ε.

Καταλήγοντας, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η μικροοικονομική θεωρία "theory of the firm" δέχθηκε αρκετές επικρίσεις διαχρονικά που κυρίως συνοψίζονται σε δύο σημεία: (i) επειδή η εν λόγω θεωρία λαμβάνει ορισμένες παραδοχές ισοδύναμα και σε μια σταθερή κατάσταση, δεν είναι δυνατόν να κάνει ουσιαστική και δυναμική διάκριση ανάμεσα σε βραχυχρόνιο και μακροχρόνιο επιχειρηματικό ορίζοντα και προγραμματισμό και (ii) δεν κάνει διάκριση σε επενδύσεις που αποδίδουν άμεσα κέρδος και σε επενδύσεις που οδηγούν σε μελλοντικά κέρδη (Shubik, 1961; Cyert & March, 1963). Αλλά, όποιες και σε όποιο βαθμό και εάν είναι οι επικρίσεις αυτές, είναι ταυτόχρονα αυτονόητο και ξεκάθαρο ότι δεν επηρεάζουν τη φύση των αιτιών-κινήτρων αυτών καθουτών, όπως αναλύθηκαν και κατηγοριοποιήθηκαν στα πλαίσια της "theory of the firm" παραπάνω, σύμφωνα με τις νεοκλασικές και τις διοικητικές θεωρίες (Παζάρσκης, 2008).

## 5. Συμπεράσματα

Στην παρούσα εργασία εξετάστηκαν και κατηγοριοποιήθηκαν τα κίνητρα-αίτια που οδηγούν τις επιχειρήσεις στην υλοποίηση πράξεων Σ&Ε με βάση την "theory of the firm". Σύμφωνα με αυτή, οι διάφορες ερευνητικές πεποιθήσεις διακρίνονται και κατατάσσονται με βάση δύο κύριες προσεγγίσεις: τις νεοκλασικές θεωρίες (neoclassical theories) και τις διοικητικές θεωρίες (managerial theories).

Οι νεοκλασικές θεωρίες, που πρεσβεύουν ότι ο μοναδικός, κύριος και μακροχρόνιος στόχος κάθε επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους της και οι ενέργειές της που συμβάλλουν σε αυτό, θεωρούν ότι δύναται να υλοποιηθεί αυτό με τρεις τρόπους: (i) μέσω της συνεργίας (synergy), (ii) μέσω της μείωσης του κινδύνου (risk reduction theory) και (iii) μέσω της δημιουργίας μονοπωλιακών συνθηκών αγοράς ή της αύξησης της αγοραίας δύναμης της επιχείρησης (monopoly theory or market power theory), όπως διερευνήθηκαν αναλυτικά ως άνω.

Από την άλλη, οι διοικητικές θεωρίες αποτελούν τον τρόπο για να ερμηνευτούν γεγονότα Σ&Ε που δεν συνδέονται άμεσα με τη μεγιστοποίηση του κέρδους μιας επιχείρησης. Οι διοικητικές θεωρίες περιλαμβάνουν ως έννοια την "Hubris or Managerial Hypothesis". Οι υποστηρικτές της θεωρίας αυτής διαχωρίζουν τα συμφέροντα και τις πεποιθήσεις των διοικητικών στελεχών από αυτά των ιδιοκτητών-μετόχων μιας επιχείρησης, θεωρώντας ότι οι πρώτοι μπορεί να έχουν διαφορετικές επιδιώξεις ή θεωρήσεις και για το λόγο αυτό να πραγματοποιήσουν μια πράξη Σ&Ε, ενώ κάτι τέτοιο ενδεχομένως δεν θα εξυπηρετούσε πραγματικά τα συμφέροντα των μετόχων τους.

Από μία γενική θεώρηση, μπορούμε να πούμε ότι οι νεοκλασικές θεωρίες προσφέρουν ένα ικανοποιητικό ερμηνευτικό πλαίσιο για τα αίτια-κίνητρα των Σ&Ε. Σε περίπτωση δε που η επιλογή κάποιας επιχειρηματικής δραστηριότητας δεν είναι δυνατόν να ερμηνευτεί με αυτές, καταφεύγουμε τότε σε διαφορετικές ερμηνείες που προκύπτουν από τις διοικητικές θεωρίες, καθώς και αντίστροφα. Άλλωστε, όποιες και σε όποιο βαθμό και εάν είναι οι επικρίσεις προς τη θεωρία της επιχείρησης, είναι αυτονόητο ότι δεν επηρεάζουν τη φύση των αιτιών-κινήτρων αυτών καθουτών, όπως αναλύθηκαν και κατηγοριοποιήθηκαν στα πλαίσια της παρούσας, σύμφωνα με τις νεοκλασικές και τις διοικητικές θεωρίες.

Τα τελικά συμπεράσματα που προέκυψαν από την παρούσα εργασία είναι ότι υπάρχει διάσταση απόψεων ως προς την ερμηνεία των κινήτρων-αιτιών πράξεων υλοποίησης Σ&Ε. Συνεπώς, με δεδομένο αυτό το γεγονός, οποιοδήποτε σύνολο μετόχων επιχείρησης προτίθεται να εγκρίνει μια ενδεχόμενη πράξη Σ&Ε, για να μην έχει πιθανές αρνητικές μελλοντικές επιπτώσεις στην επιχειρησιακή της επίδοση της επιχείρησης που κατέχει, πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικό ως προς την ανάθεση εξουσιοδότησης υλοποίησης πράξεων Σ&Ε από την διοίκηση της επιχείρησης και την αξιολόγησή τους ως προς στοχευμένη αποτελεσματικότητα μιας τέτοιας δραστηριότητας.

## Βιβλιογραφία

- Agorastos, K., Zarotiadis, G. and Pazarskis, M. (2006) "International Mergers and Acquisitions of Greek Business in South-Eastern European Countries, an Empirical Study", συμπεριλήφθηκε σε: *"Festschrift in honour of Maria Negroponti-Delivani"*, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, pp. 9-35.
- Agorastos, K., Pazarskis, M. and Karagiorgos, T. (2010) "An Accounting Comparison of the Post-Merger Economic Performance of Greek Acquiring Listed Firms in Domestic vs. International M&As at South-East Europe", *ICIB 2010*, May 22-23, Thessaloniki, Greece.
- Amihud, Y. and Lev, B. (1981) "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *Bell Journal of Economics*, 12, pp. 605-617.
- Ansoff, I. (1988) *"Corporate Strategy"*, Revised Edition, Reprint from 1965 Edition, Penguin Books, London, U.K.
- Asquith, P. (1983) "Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns", *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 51-83.
- Athianos, S., Paschaloudis, D., Katrakilidis, K., Karassavoglou A. and Pantelidis, P. (2003) "The Impact of Mergers and Acquisitions: a Quality Approach", *3<sup>rd</sup> International Conference on New Horizons in Industry and Education*, 28-29 August 2003, Santorini, Greece, Conference Proceedings, pp. 594-600.
- Auerbach, A. and Reishus, D. (1987) "The Effects of Taxation on the Merger Decision", *NBER Working Paper*, No. 2192, National Bureau of Economic Research (NBER), Chicago, U.S.
- Auerbach, A. and Reishus, D. (1988) "Taxes and the Merger Decision", in J. Coffee, L. Lowenstein, and S. Rose-Ackerman, eds., *"Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover"*, Oxford University Press, Oxford, U.K.
- Αγοραστός, Κ. και Ελευθεριάδης, Ι. (2005) *"Ανάλυση Επιχειρηματικών Κινδύνων"*, Πανεπιστημιακές Παραδόσεις, Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη, Ελλάδα.
- Baumol, W. (1959) *"Business Behavior, Value and Growth"*, Macmillan Press, London, U.K.
- Baumol, W. (1962) "On the Theory of the Expansion of the Firm", *American Economic Review*, 52, pp. 1078-1087.
- Boyle, S. (1972) *"Conglomerate Merger Performance: An Empirical Analysis of Nine Corporations"*, Federal Trade Commission Press, Washington, U.S.
- Bradley, M., Desai, A. and Kim, E. (1988) "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of the Target and Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, 21, pp. 3-40.
- Brigham, E., Gapenski, L. and Ehrhardt, M. (1999) *"Financial Management: Theory and Practice"*, 9<sup>th</sup> Edition, Dryden Press, Orlando, Florida, U.S.

- Brush, T. (1996) "Predicted Change in Operational Synergy and Post-Acquisition Performance of Acquired Businesses", *Strategic Management Journal*, 17, pp. 1-24.
- Campbell, B. (1990) "The Corporate Acquisition in Greece: A Historical Review", *Congress on Mergers and Acquisitions*, January, 30-31, 1990, Athens, Greece.
- Chatterjee, S. (1986) "Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms", *Strategic Management Journal*, 7, pp. 119-139.
- Cooke, E. (1988) "International Mergers and Acquisitions", Basil Blackwell Editions Ltd., London, U.K.
- Cooke, E. (1999) "Mergers and Acquisitions", Basil Blackwell Editions Ltd., London, U.K.
- Copeland, T. and Weston, F. (1979) "Financial Theory and Corporate Policy", Addison-Wesley, Menlo Park, U.S.
- Cosh, A., Hughes, A. and Singh, A. (1980) "The Causes and Effects of Takeovers in the U.K.: An Empirical Investigation for the late 1960s at the Microeconomic Level", in D. Mueller, eds., "The Determinants and Effects of Merger: An International Comparison", Gunn & Horn Publications, Cambridge, U.K.
- Cyert, R. and March, J. (1963) "A Behavioural Theory of the Firm", Prentice Hall, New Jersey, U.S.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Skinner, D. (1994) "Accounting Choice in Troubled Companies", *Journal of Accounting and Economics*, 17, pp. 113-143.
- Edwards, C. (1955) "Conglomerate Bigness as a Source of Power", Princeton University Press, Princeton, New Jersey, U.S.
- Ελευθεριάδης, Ι. (1999) "Μελέτη της Σχέσης μεταξύ Επιχειρηματικού και Χρηματοοικονομικού Κινδύνου σε Ελληνικές Επιχειρήσεις", Διδακτορική Διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.
- Firth, M. (1980) "Takeovers, Shareholder Returns, and the Theory of the Firm", *Quarterly Journal of Economics*, 94, pp. 235-260.
- Flannery, M., Houston, J. and Venkataraman, S. (1993) "Financing Multiple Investment Projects", *Financial Management*, 22, pp. 161-172.
- Galai, D. and Masulis, R. (1976) "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 53-82.
- Garette, B. and Dussauge, P. (2000) "Alliances Versus Acquisitions: Choosing the Right Option", *European Management Journal*, 18, pp. 63-69.
- George, K. and Silberston, A. (1975) "The Causes and Effects of Mergers", *Scottish Journal of Political Economy*, 22, pp. 35-69.
- Gilson, R. Scholes, M. and Wolfson, M. (1988) "Taxation and the Dynamics of Corporate Control: The Uncertain Case for Tax Motivated Acquisitions", in J. Coffee, L. Lowenstein, and S. Rose-Ackerman, eds., "Knights, Raiders, and Targets: The Impact of the Hostile Takeover", Oxford University Press, Oxford, U.K.
- Gupta, A. and Govindarajan, V. (1986) "Resource Sharing among SBUs: Strategic Antecedents and Administrative Implications", *Academy of Management Journal*, 29, pp. 695-714.
- Γεωργοπαπαδάκος, Α. (1987) "Το Μεγάλο Λεξικό της Νεοελληνικής Γλώσσας, Μονοτονικό", Εκδόσεις Μαλλιάρης Παιδεία, Αθήνα/Θεσσαλονίκη, Ελλάδα.
- Haley, C. and Schall, L. (1979) "Problems with the Concept of the Cost of Capital", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 13, pp. 847-870.
- Hambrick, D. and McMillan, J. (1985) "Efficiency of Product R&D in Business Units: The Role of Strategic Context", *Academy of Management Journal*, 28, pp. 527-547.

- Higgins, R., and Schall, L. (1975) "Corporate Bankruptcy and Conglomerate Merger", *Journal of Finance*, 30, pp. 93-113.
- Holderness, C. and Sheehan, D. (1985) "Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors", *Journal of Financial Economics*, 14, pp. 555-579.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Jensen, M. (1984) "Takeovers: Folklore and Science", *Harvard Business Review*, 62, pp. 109-201.
- Kamerschen, D. (1970) "A Theory of Conglomerate Mergers: Comment", *Quarterly Journal of Economics*, 87, pp. 668-673.
- Kamien, M. and Schwartz, N. (1982) "Market Structure and Innovation: A Survey", *Journal of Economic Literature*, 13, pp. 1-37.
- Kim, H., and McConnell, J. (1977) "Corporate Mergers and the Co-Insurance of Corporate Debt", *Journal of Finance*, 32, pp. 349-365.
- Kitching, J. (1967) "Why Do Mergers Miscarry?", *Harvard Business Review*, 45, pp. 84-101.
- Knight, F. (1965) "Risk, Uncertainty and Profit", Reprint from 1921 Edition, Harper and Row, New York, U.S.
- Kroll, M., Toombs, L., et al. (2000) "Napoleon's Tragic March Home from Moscow: Lessons in Hubris", *Academy of Management Executive*, 14, pp. 117-128.
- Lee, C. and Finnerty, J. (1990) "Corporate Finance; Theory, Method and Applications", Harcourt Brace Jovanovich Inc., Orlando, Florida, U.S.
- Lehn, K. and Poulsen, A. (1989) "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions", *Journal of Finance*, 44, pp. 771-787.
- Lewellen, W. and Huntsman, E. (1970) "Managerial Pay and Corporate Performance", *American Economic Review*, 60, pp. 710-720.
- Lewellen, W. (1971) "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger", *Journal of Finance*, 26, pp. 521-537.
- Lintner, J. (1971) "Expectations, Mergers and Equilibrium in Purely Competitive Security Markets", *American Economic Review*, 61, pp. 101-111.
- Logue, D. and Naert, P. (1970) "A Theory of Conglomerate Mergers: Comment and Extension", *Quarterly Journal of Economics*, 87, pp. 663-667.
- Lynch, H. (1971) "Financial Performance of Conglomerates", Harvard Business School Press, Boston, U.S.
- Λαζαρίδης, Ι. και Παπαδόπουλος, Δ. (2002) "Χρηματοοικονομική Διοίκηση", Τεύχος Β, Αυτοέκδοση, Θεσσαλονίκη, Ελλάδα.
- Malatesta, P. (1983) "The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms", *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 155-181.
- Mandelker, G. (1974) "Risk and Return: The Case of Merging Firms", *Journal of Financial Economics*, 1, pp. 303-335.
- Manne, H. (1965) "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 73, pp. 110-120.
- Marris, R. (1964) "The Economic Theory of Managerial Capitalism", Macmillan, London, U.K.
- McCarthy, G. (1963) "Acquisitions and Mergers", Ronald Press Company, New York, U.S.
- McGuire, J., Chiu, J. and Elbing, A. (1962) "Executive Incomes, Sales, and Profits", *American Economic Review*, 52, pp. 753-761.
- McManus, M. and Hergert, M. (1988) "Surviving Merger and Acquisition", Foresman Company, Chicago, U.S.
- Meeks, G. (1977) "Disappointing Marriage: A Study of the Gains from Merger", *University of Cambridge: Occasional Paper 51*, Cambridge University Press, Cambridge, U.K.

- Miller, R. (1969) "Market Structure and Industrial Performance: Relation of Profit Rates to Concentration, Advertising, Intensity and Diversity", *Journal of Industrial Economics*, 17, pp. 104-118.
- Montgomery, C. and Singh, H. (1984) "Diversification Strategy and Systematic Risk", *Strategic Management Journal*, 5, pp. 181-191.
- Mueller, D. (1969) "A Theory of Conglomerate Mergers", *Quarterly Journal of Economics*, 83, pp. 643-659.
- Mueller, D. (1977) "The Effects of Conglomerate Mergers - A Survey of the Empirical Evidence", *Journal of Banking and Finance*, 1, pp. 315-347.
- Mueller, D. (1980) "The Determinants and Effects of Merger: An International Comparison", Gunn & Horn Publications, Cambridge, U.K.
- Mueller, D. (1989) "Mergers, Causes, Effects and Policies", *International Journal of Industrial Organization*, 7, pp. 1-10.
- Μαντζάρης, Ι. (2008) "Management Επιχειρήσεων και Οργανισμών", Εκδόσεις Γκλιούρδας, Αθήνα.
- Nevaer, L. and Deck, S. (1990) "Strategic Cooperate Alliance: A Study of the Present, A Model for the Future", Library of Congress Cataloging-in-Publication Data, New York, U.S.
- Pazarskis, M., Karagiorgos, T., Eleftheriadis, I. and Christodoulou, P. (2009) "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: Evidence from a Comprehensive Greek Sample Using Accounting Data", *MIBES 2009*, September 18-20, 2009, Florina, Conference Proceedings, pp. 287-294.
- Papandreou, A. (1952) "Some Basic Issues in the Theory of the Firm", in B. Haley, eds., "A Survey of Contemporary Economics", Irwin, Illinois, U.S.
- Palepu, K., Healy, P. and Bernard, V. (2000) "Business Analysis and Valuation Using Financial Statements", 2<sup>nd</sup> Edition, South-Western College Publishing, Cincinnati, Ohio, U.S.
- Penrose, E. (1959) "The Theory of the Growth of the Firm", Basil Blackwell, Oxford, U.K.
- Pike, R. and Neale, B. (1996) "Corporate Finance and Investment, Decisions and Strategy", 2<sup>nd</sup> Edition, Prentice Hall, New Jersey, U.S.
- Porter, M. (1985) "Competitive Advantage", Free Press, New York, U.S.
- Porter, M. (1987) "From Competitive Advantage to Corporate Strategy", *Harvard Business Review*, 65, pp. 43-59.
- Παζάρσκης, Μ. (2008) "Διερεύνηση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών Επιχειρήσεων στην Ελλάδα με την Εφαρμογή Στατιστικών Μεθόδων", Διδακτορική Διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.
- Pazarskis, M., Karagiorgos, T., Eleftheriadis, I. and Christodoulou, P. (2009) "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: Evidence from a Comprehensive Greek Sample Using Accounting Data", *MIBES 2009*, September 18-20, 2009, Florina, Conference Proceedings, pp. 287-294.
- Ravencraft, D. and Scherer, F. (1987) "Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency", Brookings Institution, Washington, U.S.
- Ravencraft, D. and Scherer, F. (1987) "Lift after Takeover", *Journal of Industrial Economics*, 36, pp. 147-157.
- Ravencraft, D. and Scherer, F. (1988) "Mergers and Managerial Performance", in J. Coffee, L. Lowenstein, and S. Rose-Ackerman, eds., "Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover", Oxford University Press, Oxford, U.K.
- Rhodes, S. (1983) "Power, Empire Building and Mergers", Lexington Books, Lexington, U.S.
- Roll, R. (1983) "Empirical Evidence on Takeover Activity and Shareholder Wealth", in J. Coffee, L. Lowenstein, and S. Rose-Ackerman, eds., "Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover", Oxford University Press, Oxford, U.K.

- Roll, R. (1986) "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *Journal of Business*, 59, pp. 197-216.
- Ross S., Westerfield R. and Jordan R. (1999) "Corporate Finance", 5<sup>th</sup> Edition, Irwin - McGraw-Hill, US.
- Rumelt, R. (1986) "Strategy, Structure, and Economic Performance", Revised Edition, Harvard Business School Press, Boston, U.S.
- Salter, M. and Weinhold, W. (1978) "Diversification via Acquisition Creating Value", *Harvard Business Review*, 56, pp. 166-176.
- Salter, M. and Weinhold, W. (1979) "Diversification Through Acquisition; Strategies for Creating Economic Value", Free Press, New York, U.S.
- Samuels, J., Wilkes, M. and Brayshaw R. (1999) "Financial Management & Decision Making", International Thomson Business Press, London.
- Scherer, F., Beckenstien, M., Kaufer, A., Murphy, A. and Dennis, R. (1975) "The Economics of Multi-Plant Operation", Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, U.S.
- Scott, J. (1982) "Multi-Market Contact and Economic Performance", *Review of Economics and Statistics*, 64, pp. 368-375.
- Seth, A., Kean, P. and Pettit, R. (2000) "Synergy, Managialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U.S. Firm", *Journal of International Business Studies*, 31, pp. 387-405.
- Shubik, M. (1961) "Approaches to the Study of Decision-making Relevant to the Firm", *Journal of Business*, 34, pp. 35-62.
- Stapleton, R. (1982) "Mergers, Debt Capacity, and the Valuation of Corporate Loans," in M. Keenan and L. White, eds., "Mergers and Acquisitions", Lexington Press, Lexington, U.S.
- Steiner, P. (1975) "Mergers: Motives, Effects, Policies", University of Michigan Press, Ann Arbor, Michigan, U.S.
- Σαρρή, Κ. (1996) "Το Φαινόμενο των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών των Ελληνικών Επιχειρήσεων", Διδακτορική Διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.
- Σαρρή, Κ. και Παπαδόπουλος, Δ. (2004) "Ανασκόπηση, Κριτική Ανάλυση και Κατηγοριοποίηση των Θεωριών περί Αιτιών και Κινήτρων των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων ή/και Συνασπισμών των Επιχειρήσεων", Τιμ. Τόμος Ομ. Καθ. Α.Λάζαρη, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, pp. 515-537.
- Teece, D. (1982) "Towards an Economic Theory of the Multi-Product Firm", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 3, pp.36-93.
- Trautwein, F. (1990) "Merger Motives and Mergers Prescriptions", *Strategic Management Journal*, 11, pp. 283-295.
- United Nations Conference on Trade and Development - UNCTAD (2000) "World Investment Report 2000", United Nations, New York and Geneva.
- Van Horne, C. and Wachowicz, J. (1998) "Fundamentals of Financial Management", 10<sup>th</sup> Edition, Prentice Hall International, New Jersey, U.S.
- Van Horne, C. (2002) "Financial Management and Policy", 12<sup>th</sup> Edition, Prentice Hall, New Jersey, U.S.
- Wall, S. (2001) "Making Mergers Work", *Financial Executive*, 17, pp. 34-67.
- Williamson, O. (1964) "The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm", Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, U.S.
- Williamson, O. (1975) "Markets and Hierarchies, Analysis and Anti-trust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization", Free Press, New York, U.S.
- Yip, G. (1982) "Diversification Entry: Internal Development versus Acquisition", *S.M. Journal*, 6, pp. 331-345.
- Zonana, V. (1975) "Planning a Plant: How A. H. Robins Co. Made Decision to Build a Chemical Facility", *Wall Street Journal*, 22 October 1975, p. 1-3.