



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

του

ΚΥΡΙΑΚΟΥ ΧΑΛΚΙΔΗ

Επιβλέπων Καθηγητής: Ταχυνάκης Παναγιώτης

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη
Λογιστική και Χρηματοοικονομική

Οκτώβριος 2018

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές αναφέρονται στην ενοποίηση δύο εταιριών ή περιουσιακών στοιχείων μέσω διαφόρων τύπων χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Ως διαδικασίες, έχουν διαφορές μεταξύ τους και χαρακτηρίζονται και οι δυο από πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Ιστορικά, η ανάπτυξη τους ξεκίνησε το 1985 στις ΗΠΑ, καταλήγοντας σε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με σημαντικές εξελίξεις στις αγορές, με ευκαιρίες επενδύσεων, με σημαντικές τεχνολογικές ανακαλύψεις, με κρατικά κίνητρα ή και με συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στα διευθυντικά στελέχη και στους μετόχους των εταιριών.

Η εμπειρία στον τομέα των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων φανερώνει ότι η ελληνική αγορά βρίσκεται ακόμη στη φάση της εσωτερικής αναδιάταξης των εταιρικών της δυνάμεων, χωρίς να έχει λάβει χώρα το τελικό αποτέλεσμα σε επίπεδο λειτουργικής αποδοτικότητας των εν λόγω κινήσεων. Αναμένεται ωστόσο να γίνουν σημαντικές διαφοροποιήσεις μέσα από τις επιχειρηματικές συμπράξεις στις αγορές της Βαλκανικής αλλά και της Ενωμένης Ευρώπης.

Διερευνώντας τους παράγοντες και τα κριτήρια βάσει των οποίων πρέπει να κινηθεί μια επιχείρηση για να υποστηρίξει στρατηγικά την αποτελεσματικότητα μιας Σ&Ε, γίνεται εμφανές μέσα από τη βιβλιογραφία πως ποικίλοι διοικητικοί και οργανωτικοί παράγοντες συνδέονται εν γένει με την επιτυχία των Ε&Σ, όπως για παράδειγμα, οι συνεργάτες, η συμμετοχή των διευθυντών, η κουλτούρα, αλλά και πλήθος οργανωτικά και διαρθρωτικά θέματα. Αναφορικά με τους παράγοντες που δημιουργούν αποτυχίες, καθώς και αντικίνητρα στις εξαγορές και συγχωνεύσεις, η διεθνής βιβλιογραφία αναφέρει πως αυτοί αφορούν την ανεπαρκή αξιολόγηση – υπερεκτίμηση των προσδοκώμενων συνεργιών, τις δυσκολίες ενοποίησης και τον ρόλο του ανθρώπινου παράγοντα και της εταιρικής κουλτούρας, το υπερβολικό χρέος κ.α. Εντονότερο είναι το ζήτημα διαχείρισης των παραπάνω στις περιπτώσεις διασυννοριακών Σ&Ε, όπου προκύπτει το πρόβλημα της διαφοράς της εθνικής κουλτούρας λόγω της πολυπολιτισμικότητας.

Σύμφωνα με τη διεθνή έρευνα, είναι εμφανής η επίδραση της διαδικασίας Ε&Σ στην οργανωτική κουλτούρα και στον τρόπο διοίκησης, αλλά και στους ίδιους τους

υπαλλήλους λόγω των υποκειμένων αλλαγών της συμφωνίας.

Η διαδικασία των Ε&Σ χαρακτηρίζεται από πολυπλοκότητα, καθώς είναι ποικίλοι οι παράγοντες που συμβάλλουν στην αποτελεσματικότητα και απόδοση αυτών, τόσο μακροπρόθεσμων όσο και βραχυπρόθεσμων. Τα κέρδη φαίνεται να είναι υψηλότερα στην περίπτωση των Σ&Ε, που γίνονται μεταξύ επιχειρήσεων με συσχετισμένες κατά κάποιο τρόπο δραστηριότητες μεταξύ τους αν και υπάρχουν έρευνες που δηλώνουν πως και οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις δημιουργούν επίσης σημαντική αξία. Σημαντικό είναι το εύρημα μελετών ότι η σχέση μεταξύ απόδοσης και διαφοροποίησης είναι μη- γραμμική, καθώς υπάρχει ένας άριστος βαθμός διαφοροποίησης που αυξάνει την απόδοση της συγχώνευσης. Με βάση την ανάλυση των μεθόδων αποτίμησης αξίας μιας Σ&Ε, η βιβλιογραφία αναφέρει τη σημαντικότητα του να κατανοήσει η εταιρία το πώς θα πρέπει να αντιμετωπίσει τους αντιπάλους της μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας εξαγοράς.

Σχετικά με το κατά πόσο οι συγχωνεύσεις δημιουργούν πρόσθετη αξία, για τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών εταιρειών σε επιτυχές εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς οι έρευνες αναφέρουν εμπειρικά πορίσματα τα οποία αντικρούονται. Μερικές μελέτες αναφέρουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές, άλλες αναφέρουν θετικές έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές, και άλλες μελέτες αναφέρουν έκτακτες αποδόσεις στατιστικά μη σημαντικές, κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Αναφορικά με τις έκτακτες αποδόσεις αγοραζόμενων εταιρειών, τα εμπειρικά πορίσματα συγκλίνουν στην άποψη ότι παρουσιάζονται υψηλές θετικές έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές, κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Λέξεις κλειδιά: συγχώνευση, εξαγορά, αποτελεσματικότητα, απόδοση.

ABSTRACT

Mergers and Acquisitions (M&A) report to the consolidating of two companies or assets through various types of financial transactions. As procedures, they have differences among them and they both have advantages and disadvantages. Historically, their growth started in 1985 in U.S.A, resulting in high growth rates, with significant developments on the markets, investment opportunities, technological breakthroughs, government incentives or conflicts of interest between to executives and shareholders of companies.

The experience in the field of M&A shows that the Greek market is still in the phase of redeployment of corporate forces without reaching the final level of operational efficiency of these movements. However, it is expected to make significant improvements through business partnerships in the markets of the Balkan and European Union.

Exploring the factors and criteria under which a company must move to strategically support the effectiveness of a S&E, it becomes evident through the literature that a variety of administrative and organisational factors are linked to the success of the E&S, as for example, the partners, the participation of the directors, the culture, but also a multitude of organizational and structural issues. Regarding the factors that create failures of mergers and acquisitions, international literature states that these factors are often the insufficient assessment of the anticipated synergies overvaluation, the difficulties of integration and the role of the human factor and the corporate culture, the debt overhang and others. Regarding cross-border S&E, the above come more intense due to the issue multiculturalism.

According to international research, E&S process affects organizational culture and administration, as well as employees because of the underlying changes of the agreement. The process of E&S is characterized by complexity, as there is a variety of factors that contribute to the effectiveness of M&A, both in the long-term and short-term. Profits seem to be higher in the case of M&A made between companies with correlated activities between although there is a body of the research that is indicating that uncorrelated mergers also pose significant value. An important finding is that the relationship between performance and diversification is non-linear, as there is an excellent degree of diversity

that increases the performance of the merge. Based on the analysis of the methods of valuation the value of M&A, the literature mentions the importance of understanding how the firm should deal with its rivals after the announcement of the acquisition agreement.

Finally, as about whether mergers create additional value for the extraordinary returns at firms that buy, empirical findings contradict. Some studies report negative extraordinary odds statistically significant, while others indicate positive extraordinary odds statistically significant, and other studies report extraordinary odds statistically non-significant, during the period of announcement of a merger or acquisition. Regarding the extraordinary returns for the companies that are bought, the empirical findings converge on the view that there are high positive extraordinary odds statistically significant during the period of announcement of a merger or acquisition.

Keywords: merger, acquisition, effectiveness, performance.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	2
ABSTRACT	4
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	9
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	13
2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	13
2.2 ΒΑΣΙΚΑ ΠΟΡΙΣΜΑΤΑ	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΕΞΑΓΟΡΕΣ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ	16
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	18
3.2 ΟΡΙΟΘΕΤΗΣΗ	18
3.2.1 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	18
3.2.2 ΕΙΔΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ	20
3.2.2.1 ΕΙΔΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ	20
3.2.2.2 ΕΙΔΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	21
3.2.3 ΔΙΑΦΟΡΑ ΜΕΤΑΞΥ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ – ΕΞΑΓΟΡΑΣ	23
3.2.4 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ Vs ΕΞΑΓΟΡΕΣ	23
3.3 ΟΙ ΠΕΡΙΟΔΟΙ ΕΞΕΛΙΞΗΣ ΤΩΝ Ε&Σ ΚΑΙ Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΙΣΤΟΡΙΑ	25
3.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΣΕ ΕΠΙΠΕΔΟ ΤΡΕΧΟΝΤΟΣ ΕΤΟΥΣ (ΔΗΜΟΣΙΕΥΜΕΝΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ 2008)	31
3.5 ΕΛΛΑΔΑ: ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ Ε&Σ	34

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ.....37

4.1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	37
4.2	ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΚΑΙ ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ ΤΩΝ Ε & Σ.....	37
4.2.1	ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ	37
4.2.2	ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ	40
4.3	ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ Ε&Σ.....	47
4.3.1	ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΑ ΔΙΕΥΘΥΝΤΙΚΑ ΣΤΕΛΕΧΗ.....	47
4.3.2	ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ.....	48
4.4	ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ Ε&Σ.....	49
4.5	ΤΡΟΠΟΙ ΑΠΟΦΥΓΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	52

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ.....54

5.1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	54
5.2	Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ Ε & Σ.....	54
5.3	ΜΕΘΟΔΟΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ (ABNORMAL RETURNS).....	56
5.4	ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΒΑΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ (ACCOUNTING BASED OPERATIONAL PERFORMANCE EVALUATION).....	57
5.5	ΜΕΘΟΔΟΣ ΘΕΜΕΛΙΑΚΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ (FUNDAMENTAL VALUATION TECHNIQUES).....	58
5.6	ΈΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΖΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	59
5.6.1	ΈΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΑΖΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΕ ΕΠΙΤΥΧΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΔΙΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ.	59
5.6.2	ΈΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΑΖΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΕ ΕΠΙΤΥΧΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ.	59
5.6.3	ΈΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΑΖΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΕ ΕΠΙΤΥΧΕΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΔΙΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ.	60
5.7	ΈΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	62
5.7.1	ΈΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΕ ΕΠΙΤΥΧΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΔΙΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ.	62
5.7.2	ΈΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΕ ΕΠΙΤΥΧΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ.....	62
5.7.3	ΈΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΕ ΕΠΙΤΥΧΕΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΔΙΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ	63

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ - ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ	65
6.1 ΓΕΝΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	65
6.2 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ.....	68
6.3 ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ	70
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	71

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1 Οι 10 Μεγαλύτερες Ε&Σ Παγκοσμίως με Βάση την Αξία των Συναλλαγών.	28
Πίνακας 2 Οι κυριότεροι λόγοι πραγματοποίησης και αποτυχίας μιας Ε ή Σ	42
Πίνακας 3 Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών που διερευνούν τις επιπτώσεις στις αγοράζουσες επιχειρήσεις (επιχειρήσεις επενδυτές)	61
Πίνακας 4 Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών που διερευνούν τις επιπτώσεις στις αγοραζόμενες επιχειρήσεις (στόχοι)	64

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1 Ο ευρωπαϊκός όγκος Ε&Σ (1980-2006).....	27
Διάγραμμα 2 Δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών (1984-2005) σε Αυστραλία, Ινδία, Κίνα, Ιαπωνία, Χονγκ Κονγκ, Ν. Κορέα και Ταϊβάν.	30
Διάγραμμα 3 Διαφορά % Αξίας Συναλλαγών 2007-2008	32
Διάγραμμα 4 Ευρύτερη Γεωγραφική Διάρθρωση Αξίας Συναλλαγών.....	33
Διάγραμμα 5 Αξία Συναλλαγών Σ&Ε 2008-10 Πρώτες Χώρες	33

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η βιωσιμότητα των επιχειρήσεων σήμερα, είναι πρωταρχικός στόχος των στελεχών κάθε επιχείρησης. Λόγω της κακής πορείας που είχαν έως τώρα οι αγορές, οι διοικήσεις των επιχειρήσεων προσπαθούν να κρατήσουν ανέπαφο το έδαφος που έχει κερδίσει η επιχείρησή τους μέχρι τώρα ή ακόμη και να το επεκτείνουν. Μια από τις πλέον διαδεδομένες στρατηγικές που ακολουθούν οι επιχειρήσεις προκειμένου είτε την ανάπτυξη τους είτε την επίτευξη οικονομικών κλίμακας είναι η Συγχώνευση και Εξαγορά άλλης εταιρίας ή εταιριών. Με σημαντικό κίνητρο τις πρόσφατες συγχωνεύσεις που έγιναν στον Ελλαδικό χώρο κατά τα τελευταία έτη και ιδίως αυτά της κρίσης, γίνεται μια προσπάθεια στην παρούσα διπλωματική εργασία να εξεταστούν τα αίτια και τα αποτελέσματα που μπορεί η συγκεκριμένη στρατηγική να επιφέρει και στα δύο αμφότερα μέλη της συμφωνίας. Το **αντικείμενο** λοιπόν με το οποίο θα ασχοληθούμε σε αυτή την εργασία είναι οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Σ&Ε) εταιριών.

Οι Σ&Ε είναι ένας τομέας που μπορεί να μελετηθεί λαμβάνοντας υπόψη αρκετούς παράγοντες (εσωτερικούς και εξωτερικούς) που έχουν να κάνουν με τον βαθμό επιτυχίας ή αποτυχίας των στρατηγικών κινήσεων που αφορούν τις επιχειρήσεις που πρόκειται να μπουν σε αυτή τη διαδικασία. **Σκοπός** της έρευνας αυτής είναι να προσδιορίσουμε αρχικά και εν' συνεχεία να αξιολογήσουμε τους παράγοντες και τα κριτήρια βάσει των οποίων πρέπει να κινηθεί μια επιχείρηση για να υποστηρίξει στρατηγικά την αποτελεσματικότητα μιας Σ&Ε. Το παραπάνω πλαίσιο διερεύνησης αναμένεται να δώσει αποτελέσματα τα οποία θα **συνεισφέρουν** τόσο στη διεθνή έρευνα πάνω στις Σ&Ε, όσο και στην πρακτική, δίνοντας κατευθυντήριες οδηγίες στα στελέχη των επιχειρήσεων.

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

περιπτώσεις επενδύονται κολοσσιαία ποσά διεθνώς. Συνεπώς διαφαίνεται η **σημαντικότητα** του εξεταζόμενου θέματος.

Σε ότι αφορά τα **ερευνητικά ερωτήματα**, η εργασία διερευνά βιβλιογραφικά α) ποιοι είναι οι παράγοντες που συμβάλλουν στην αποτελεσματικότητα και απόδοση των Σ&Ε και β) κατά πόσο οι συγχωνεύσεις δημιουργούν πρόσθετη αξία, για τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών εταιρειών και αγοραζόμενων εταιρειών. Η **μεθοδολογία** που ακολουθείται είναι η ανασκόπηση της βιβλιογραφίας, μέσα από πορίσματα ερευνών που αναζητήθηκαν στη βάση δεδομένων Google Scholar.

Τέλος, ως προς τη **δομή**, η εργασία δομείται σε έξι κεφάλαια, όπου το πρώτο είναι η εισαγωγή, το δεύτερο η ανασκόπηση της βιβλιογραφίας και στη συνέχεια τα κεφάλαια τρία έως πέντε αφορούν το εννοιολογικό πλαίσιο για τις Ε&Σ, την αποτελεσματικότητα και αξιολόγηση αυτών, την αποτίμηση της αξίας τους αντίστοιχα. Η εργασία ολοκληρώνεται με το κεφάλαιο έξι, όπου δίνονται τα συμπεράσματα από την εργασία, οι περιορισμοί και οι προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

2.1 Εισαγωγή

Στο παρόν κεφάλαιο περιγράφεται βιβλιογραφικά το ζήτημα των συγχωνεύσεων και εξαγορών μέσα από τις υπάρχουσες έρευνες, με σκοπό να δοθεί το πλαίσιο αναφορικά με το πώς πρέπει να κινηθεί μια επιχείρηση για να υποστηρίξει επιτυχώς στρατηγικά την αποτελεσματικότητα μιας Σ&Ε.

2.2 Βασικά πορίσματα

Πολλές μελέτες έχουν δείξει ότι η εταιρική κουλτούρα έχει μεγάλη σημασία στην απόδοση των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Μελέτη από τον Aon Hewitt (2011) σε 123 επιχειρήσεις σε όλο τον κόσμο από διάφορους κλάδους ανέδειξε ότι οι συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών δεν ανταποκρίθηκαν στις προσδοκίες τους. Όταν ρωτήθηκαν για παράγοντες που οδηγούν στην αντιμετώπιση της ανεπάρκειας, 33% των ερωτηθέντων ανέφεραν θέματα ολοκλήρωσης κουλτούρας, με την πολιτισμική ένταξη να αποτελεί έναν έμμεσο παράγοντα που επηρεάζει διάφορες άλλες άμεσες αιτίες της αποτυχίας συμφωνιών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η καθυστερημένη ενσωμάτωση στη συμφωνία και την εφαρμογή αυτής, θεωρείται ο πιο άμεσος παράγοντας που αναφέρεται για την αποτυχία συμφωνίας συγχωνεύσεων και εξαγορών. Συνάμα, βασική αιτία για την ανεπιτυχή πορεία της συμφωνίας είναι η έλλειψη συμφωνίας μεταξύ των υψηλών διοικητικών στελεχών για την επιθυμητή κουλτούρα και η έλλειψη υποστήριξης από τα υψηλά στρώματα διοίκησης προς τους εργαζομένους.

Όπως διατυπώνει και ο Van den Steen (2010), μετά τη συγχώνευση, ο βαθμός στον οποίο οι εργαζόμενοι μοιράζονται τις πεποιθήσεις είναι χαμηλότερος από ότι πριν γίνει η συγχώνευση ή εξαγορά μεταξύ των επιχειρήσεων. Έτσι, μετά τη συγχώνευση ή εξαγορά,

τα προβλήματα αντιπροσώπευσης είναι υψηλότερα και τα οφέλη των κοινών πεποιθήσεων μειώνονται. Η ανάλυση του Van den Steen επισημαίνει πως οι διαφορές στην κουλτούρα μπορεί να διαλύσουν άλλα οφέλη των συγχωνεύσεων, όπως οι συνέργειες σε προϊοντική βάση.

Έρευνα των Bargeron, Smith, και Lehn (2012) αναφέρει τη σημαντικότητα της εταιρικής κουλτούρας και του βαθμού επιτυχίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η συχνότητα απόκτησης, το μέγεθος της απόκτησης, η ομοιότητα μεταξύ αγοραστή και στόχου (από την άποψη της βιομηχανίας, βασικών χρηματοοικονομικών δεικτών και θέσης), η ανακοίνωση αποδόσεων του πλειοδότη, και των αλλαγών στην κουλτούρα φαίνεται πως επιδρούν, σύμφωνα με τους ερευνητές, την πορεία των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Οι Fiordelisi και Martelli (2011) εξετάζουν το πώς επηρεάζεται η επιτυχία των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον τομέα της τραπεζικής. Οι εν λόγω ερευνητές ανέλυσαν μεγάλες προσφορές συγχωνεύσεων και εξαγορών (αξίας πάνω από 100 εκατομμύρια) από τις εισηγμένες τράπεζες τόσο στις ΗΠΑ (125 προσφορές) και την Ευρωπαϊκή Ένωση (63 προσφορές) και κατέληξαν στο συμπέρασμα πως η επιτυχία των συγχωνεύσεων και εξαγορών μετριέται με βάση τις ανακοινωμένες αποδόσεις. Ένα βασικό εύρημα είναι ότι η πολιτιστική ομοιογένεια (ο αποκτών και στόχος έχουν παρόμοιες κουλτούρες) δεν σχετίζεται σημαντικά με την επιτυχία των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αντίθετα, συγκεκριμένα είδη ετερότητας στην κουλτούρα μεταξύ του αγοραστή και του στόχου μπορούν να βοηθήσουν να προβλεφθεί το αν θα υπάρξει επιτυχία στη συγχώνευση ή εξαγορά. Για παράδειγμα, η πιθανότητα επιτυχίας συγχώνευσης/ εξαγοράς είναι μεγαλύτερη όταν η κουλτούρα του αγοραστή είναι περισσότερο επικεντρωμένη στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας και της ποιότητας από το στόχο, και όταν η κουλτούρα του στόχου είναι περισσότερο επικεντρωμένη στην ύπαρξη ανταγωνιστικότητας από ό, τι τον αγοραστή. Τα ευρήματα αυτά υποδηλώνουν ότι ενώ η ευθυγράμμιση κουλτούρας μειώνει τις συγκρούσεις μετά τη συγχώνευση, δεν συνεπάγεται συνέργειες. Αντίθετα, ορισμένες διαφορές στην κουλτούρα υποδηλώνουν την ύπαρξη τέτοιων πιθανών συνεργιών.

Αναφορικά με τις διασυννοριακές περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών, ένα μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας μελετά εξαγορές και συγχωνεύσεις, ως επί το πλείστον στις ανεπτυγμένες χώρες. Σύμφωνα με τους Feng & Wu (2001), οι οποίοι χρησιμοποίησαν τη λογιστική ανάλυση δεδομένων και την παραγοντική ανάλυση, δεν διαπιστώνεται σημαντική αλλαγή στη σταθερότητα της απόδοσης κατά το έτος της ανακοίνωσης της E&S, αλλά η απόδοση φαίνεται πως βελτιώνεται κατά το επόμενο έτος και ιδίως στο τρίτο έτος. Σε έρευνα τους οι Zhu και Wang (2002) εξέτασαν τη βελτίωση της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE) και την απόδοση ενεργητικού (ROA) τόσο της εταιρίας αποδέκτη όσο και της εταιρίας στόχου, μελετώντας 67 περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών σε κινέζικες εισηγμένες εταιρίες και ανέδειξαν πως δημιουργείται προστιθέμενη αξία στην εταιρεία στόχο, αλλά υπάρχει μια αρνητική επίδραση στις οικονομικές επιδόσεις της εταιρίας που απορροφάται. Σύμφωνα με μελέτη του Jia (2003) φαίνεται πως υπάρχει σχέση μεταξύ των επιδόσεων της αποκτούμενης εταιρίας και της προηγούμενης εμπειρίας της σχετικά με E&S.

Σημαντικά ευρήματα προκύπτουν και από την έρευνα των Changqi και Ningling (2010) όπου διερευνήθηκαν οι πιθανοί παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των διασυννοριακών E&S. Όπως οι ερευνητές αυτοί ανέδειξαν, χρησιμοποιώντας ένα σύνολο δεδομένων κινέζικων εισηγμένων εταιριών, ανάμεσα στους παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των διασυννοριακών E&S είναι η διευθυντική ικανότητα του αγοραστή, οι ελεύθερες ταμειακές ροές, το ποσοστό μετοχών των κρατικών εισηγμένων εταιριών και η ικανότητα οργανωτικής μάθησης.

Ένα σημαντικό ζήτημα που διερευνά η διεθνής έρευνα στο πλαίσιο των παραγόντων και των κριτηρίων επιτυχίας/ αποτυχίας μιας E&S είναι η αντίσταση στην αλλαγή λόγω των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η απόφαση για τη συγχώνευση είναι τις περισσότερες φορές στα χέρια της διοίκησης. Οι εργαζόμενοι συχνά πρέπει να την αποδεχθούν και έχουν μικρή συμμετοχή. Αν μια συγχώνευση ή εξαγορά λαμβάνει χώρα, αυτό σημαίνει ότι δύο διαφορετικοί οργανισμοί πρέπει να συνεργαστούν. Αυτό σημαίνει ότι θα πρέπει να μάθουν να συνεργάζονται και αν είναι αναγκαίο να προσαρμοστούν ο ένας στον άλλο. Μια συγχώνευση ή εξαγορά συνοδεύεται από σημαντικές αλλαγές και αντιμετωπίζονται με μεγάλη αβεβαιότητα. Οι εργαζόμενοι μπορεί να πρέπει να εργαστούν

σε άλλο περιβάλλον εργασίας. Μπορεί επίσης να σημαίνει ότι θα πρέπει να συνεργαστούν με νέους συναδέλφους και οι εργασίες που εκτελούν μπορεί να αλλάξουν σε εργασίες που δεν έχουν συνηθίσει. Όλες αυτές οι αλλαγές μπορούν να οδηγήσουν σε αντίσταση από τους εργαζόμενους. Οι συνέπειες αυτών των αλλαγών για τους εργαζομένους συχνά υποτιμώνται και μπορεί να είναι ένας λόγος για την αποτυχία της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Συχνά πάρα πολύ μεγάλη προσοχή δίνεται στην εφαρμογή της αλλαγής και όχι στη διαδικασία της αλλαγής. Σύμφωνα με τους Schuler & Jackson (2001) οι άνθρωποι χρειάζονται υποστήριξη, ώστε να μπορούν να δεχτούν την αλλαγή συνεπώς τίθεται σημαντικό από τη μεριά της διοίκησης να υιοθετεί τις κατάλληλες πρακτικές διαχείρισης ανθρωπίνων πόρων ώστε να κατευθύνει κατάλληλα τους ανθρώπους της, χωρίς να δημιουργηθούν αρνητικές συνέπειες από την Ε&Σ.

Ολοκληρώνοντας, η διεθνής βιβλιογραφία τονίζει το ρόλο της διαχείρισης ανθρωπίνων πόρων στις διαπραγματεύσεις Ε&Σ, κάνοντας αναφορά στη σημασία της ειδικής εμπειρογνωμοσύνης μέσα στις ομάδες ανθρώπινου δυναμικού, έτσι ώστε, όταν έρχεται η στιγμή της ανακοίνωσης της συμφωνίας, να γίνει αποτελεσματικά η ένταξη των ομάδων στο νέο επιχειρηματικό περιβάλλον. Με δεδομένη την ταχύτητα με την οποία απαιτείται συχνά να γίνουν οι διαδικασίες την περίοδο πριν την ανακοίνωση της συμφωνίας, είναι σημαντικό να συγκεντρωθούν όλες οι σχετικές πληροφορίες σχετικά με το ανθρώπινο δυναμικό του οργανισμού, τα συστήματα και τις ροές πληροφόρησης ώστε οι εργαζόμενοι να έχουν ζωτικό ρόλο στη διαδικασία και να μπορέσουν να διαχειριστούν τυχόν προβλήματα ή προκλήσεις που σχετίζονται με τη διαδικασία συγχώνευσης ή εξαγοράς. Όπως διατυπώνουν και οι ερευνητές, επιβεβαιώνεται η ανάγκη για τις επιχειρήσεις να αντιμετωπίουν συστηματικά μια ποικιλία από θέματα διαχείρισης ανθρώπινου δυναμικού κατά τις διαδικασίες συγχώνευσης και εξαγοράς (Schuler, Jackson, 2001). Η ηγεσία και των δυο εταιριών παίζει σημαντικό ρόλο στην όλη διαδικασία Ε&Σ και πρέπει να είναι ικανή να αναπτύξει άμεσα μια στρατηγική που θα βοηθήσει τις επιχειρήσεις στην ολοκλήρωση της συνέργειας. Πριν την συγχώνευση ή εξαγορά οι HR managers των δύο επιχειρήσεων θα πρέπει να οριοθετήσουν τη στρατηγική σε όρους οργανωτικής δομής, πιθανών απολύσεων (αν υπάρχουν) και εταιρικής κουλτούρας. Η συμμετοχή των επαγγελματιών HR είναι απαραίτητη για μια επιτυχημένη Ε&Σ. Έτσι, κατά

τη διάρκεια της ανακοίνωσης της προσφοράς η συλλογική και εποικοδομητική επικοινωνία είναι αναγκαία. Σε μια παγκοσμιοποιημένη και ολοένα και πιο ανταγωνιστική οικονομική αγορά, οι επιχειρήσεις πρέπει συνεχώς να αναζητούν την προσαρμογή και την αναδιάρθρωση για να επιβιώσουν και να αναπτυχθούν. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές συνεπάγονται ανθρώπινο κόστος και επηρεάζουν όχι μόνο τους εργοδότες και τους εργαζόμενους των εν λόγω επιχειρήσεων, αλλά και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη. Συνεπώς, η εστίαση στην ανθρώπινη διάσταση είναι αναγκαία, καθώς οποιαδήποτε έλλειψη αυτής ενδέχεται να εμποδίσει την επιτυχία και να οδηγήσει ακόμη και σε πλήρη αποτυχία μια Ε&Σ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΕΞΑΓΟΡΕΣ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

3.1 Εισαγωγή

Στο παρόν κεφάλαιο δίνεται αρχικά η οριοθέτηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, ενώ στη συνέχεια εξετάζεται ιστορικά η έννοια τους, αναφέροντας τα κύρια στάδια ανάπτυξης και εξέλιξης τους στις ΗΠΑ από το 1895 έως σήμερα. Στη συνέχεια, δίνεται η βασική εικόνα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στη διεθνή σημερινή πραγματικότητα μέσα από τα στατιστικά δεδομένα και πιο ειδικά στη χώρα μας.

3.2 Οριοθέτηση

3.2.1 Χαρακτηριστικά Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές είναι ένας γενικός όρος που αναφέρεται στην ενοποίηση των εταιριών ή περιουσιακών στοιχείων μέσω διαφόρων τύπων χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Οι Σ&Ε μπορεί να αναφέρονται σε διάφορες συναλλαγές όπως οι συγχωνεύσεις, οι εξαγορές, οι ενοποιήσεις, οι προσφορές, οι εξαγορές περιουσιακών στοιχείων καθώς και οι εξαγορές διαχείρισης. Σε κάθε μία από τις προαναφερθείσες περιπτώσεις οι συμβαλλόμενοι είναι δύο εταιρίες. Στα επόμενα κεφάλαια θα εξεταστούν ορισμένοι από τους διάφορους τύπους συναλλαγών που μπορούν να γίνουν και αφορούν Συγχώνευση και Εξαγορά. Σαφώς, πριν ξεκινήσουμε να μελετάμε τα είδη των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών που πλέον θα αναφέρονται στην παρούσα εργασία ως Σ&Ε πρέπει να δώσουμε έναν ορισμό για τον κάθε όρο (euretirio, 2018):

Συγχώνευση, είναι η ένωση δύο ή περισσότερων εταιριών επί ίσοις όροις, με σκοπό την επίτευξη οικονομικών κλίμακας και τη βελτίωση της παραγωγικότητας και της αποτελεσματικότητας τους. Οι δύο εταιρίες μέσω μιας αμοιβαίας συμφωνίας

μετατρέπονται ουσιαστικά σε μία ενιαία νομική οντότητα που συνδυάζει τα περιουσιακά στοιχεία, τις διαδικασίες και τους πόρους των δύο εταιρειών. Αυτή η διαδικασία γίνεται με τους μετόχους να παραχωρούν τις μετοχές των εταιριών προ της συγχώνευσης, σε αντάλλαγμα μετοχών της νεοϊδρυθείσας εταιρίας. Σκοπός της συγχώνευσης μπορεί να είναι επίσης η εισαγωγή σε μια νέα αγορά, η προσέγγιση νέων πελατών, η εξαφάνιση ενός ανταγωνιστή, η απόσπαση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς, η απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, ανθρώπινου κεφαλαίου, διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας, τεχνογνωσίας κτλ. Επίσης μέσω της συγχώνευσης μια εταιρία μπορεί να αυξήσει το εύρος των προσφερόμενων προϊόντων της στους καταναλωτές, να δημιουργήσει μεγαλύτερες υποδομές και να αποκτήσει περισσότερα κανάλια διανομής.

Εξαγορά, είναι μια εταιρική πράξη όπου μια εταιρία αγοράζει τα περιουσιακά στοιχεία / μετοχές μιας εταιρίας-στόχου προκειμένου να αναλάβει τον έλεγχο της. Οι εξαγορές αποτελούν συχνά μέρος της στρατηγικής ανάπτυξης μιας εταιρείας όταν θεωρείται πιο συμφέρον να αναλάβει τη λειτουργία μιας υπάρχουσας επιχείρησης αντί να ιδρύσει μία από την αρχή. Συνήθως η εταιρία-αγοραστής προσφέρει ένα premium επί της τιμής της αγοραίας αξίας(τιμή μετοχής) της εταιρίας-στόχου, προκειμένου να δελεάσει τους μετόχους να πωλήσουν τις μετοχές τους. Οι εξαγορές γίνονται είτε με μετρητά, είτε με ανταλλαγή μετοχών της αγοράστριας εταιρίας είτε είναι ένας συνδυασμός και των δύο. Τα χρήματα που λαμβάνει η εταιρία-στόχος από την εξαγορά, επιστρέφονται στους μετόχους της ως μέρισμα ή μέσω της εκκαθάρισης (liquidation). Για την εξαγορά μιας επιχείρησης αρκεί η κατοχή τουλάχιστον του 50% των μετοχών με δικαίωμα ψήφου, συν μία. Η εξαγορά είναι ένας τρόπος επέκτασης μιας εταιρίας για να αυξήσει το μερίδιο αγοράς της, να αποκτήσει πρόσβαση σε συγκεκριμένους προμηθευτές που ενδέχεται να έχουν φυσικό μονοπώλιο, να αποκτήσει πρόσβαση σε νέες τεχνολογίες και αγορές, για την επίτευξη συνεργιών ή να αξιοποιήσει καλύτερα ανεπτυγμένα δίκτυα διανομής. Επιπλέον μπορεί να επιθυμεί με αυτό τον τρόπο να μειώσει τον ανταγωνισμό, να αποκτήσει τον έλεγχο υποτιμημένων στοιχείων Ενεργητικού άλλων εταιριών, να αυξήσει τις πωλήσεις και τα κέρδη της, να ενδυναμώσει το εύρος προϊόντων που προσφέρει, να αποκτήσει συγκεκριμένο brand ή να ενισχύσει το δικό της χαρτοφυλάκιο, να

εκμεταλλευτεί οικονομίες κλίμακας, να αποκτήσει κυριαρχία ή μονοπώλιο σε μια αγορά κτλ.

3.2.2 Είδη Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

3.2.2.1 Είδη Συγχωνεύσεων

- Οριζόντια ολοκλήρωση (horizontal integration) είναι η συγχώνευση εταιριών οι οποίες ήταν ανταγωνιστές στην ίδια ή σε παρόμοια αγορά / βιομηχανία. Επειδή βρίσκονται στο ίδιο επίπεδο της παραγωγικής διαδικασίας, οι εταιρίες με αυτό τον τρόπο έχουν τη δυνατότητα να αναπτύξουν οικονομίες κλίμακας που θα έχει ως συνέπεια τη μείωση του οριακού κόστους, την αύξηση του μεριδίου αγοράς και την συνεκμετάλλευση των οικονομικών, τεχνολογικών, παραγωγικών και ανθρωπίνων πόρων τους. Στην περίπτωση που μέσω οριζόντιας ολοκλήρωσης μείνουν λίγες εταιρίες στον κλάδο, θεωρείται ολιγοπώλιο, ενώ αν μία εταιρία κατάφερνε να τις απορροφήσει όλες θα δημιουργούσε μονοπώλιο στην αγορά.

- Κάθετη ολοκλήρωση (vertical integration) είναι η συγχώνευση εταιριών οι οποίες έχουν σχέση προμηθευτή-πελάτη ή προμηθευτή-διανομέα και βρίσκονται σε διαφορετικό επίπεδο σε μια κοινή εφοδιαστική αλυσίδα (supply chain). Η κάθετη ολοκλήρωση μπορεί να συμβάλλει στη μείωση του κόστους παραγωγής και στην αύξηση της αποτελεσματικότητας της εταιρίας. Η εταιρία μπορεί είτε να προχωρήσει στην ολοκλήρωση προς τα εμπρός (forward integration), όπου επεκτείνεται σε επόμενα επίπεδα της εφοδιαστικής αλυσίδας, είτε ολοκλήρωση προς τα πίσω (backward integration), όπου επεκτείνεται σε προηγούμενα επίπεδα.

- Κυκλική συγχώνευση (circular merger) είναι μια συγχώνευση εταιριών που έχουν διαφορετικό εύρος προϊόντων αλλά λειτουργούν στην ίδια αγορά και έχουν παρόμοια κανάλια διανομής. Σκοπός της κυκλικής συγχώνευσης είναι η αύξηση του

εύρους των προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών στους καταναλωτές και η αύξηση του μεριδίου αγοράς.

- Συγχώνευση ετεροειδών δραστηριοτήτων (conglomerate merger) είναι η συγχώνευση δύο εταιριών με μικρές ή καθόλου ομοιότητες στην παραγωγή, στις επιχειρηματικές δραστηριότητες, στα προϊόντα ή στις γεωγραφικές περιοχές που δραστηριοποιούνται, αλλά συγχωνεύονται για να εκμεταλλευτούν τις οικονομίες κλίμακας που θα δημιουργηθούν, τις συνέργειες, τις σταυροειδείς πωλήσεις (cross-selling) που θα επιτύχουν και τις μεγαλύτερες δυνατότητες κέρδους (profit potential). Στις συγχωνεύσεις ετεροειδών δραστηριοτήτων περιλαμβάνονται οι **συγχωνεύσεις επέκτασης αγοράς** (market extension merger), στις οποίες οι εταιρίες πωλούν παρόμοια προϊόντα σε διαφορετικές αγορές, και οι **συγχωνεύσεις επέκτασης προϊόντων** (product extension merger), στις οποίες πωλούνται διαφορετικά αλλά ομοειδή προϊόντα στην ίδια αγορά (euretirio, 2018).

3.2.2.2 Είδη Εξαγορών

- **Φιλική Εξαγορά (friendly takeover):** Φιλική εξαγορά είναι μια εξαγορά που έχει εγκριθεί από τη διοίκηση της εταιρίας-στόχου.

- **Επιθετική Εξαγορά (hostile takeover):** Η επιθετική εξαγορά επιτρέπει σε μια εταιρία να αποκτήσει μια εταιρεία της οποίας η διοίκηση δεν το επιθυμεί. Η εξαγορά θεωρείται επιθετική αν το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας-στόχου απορρίψει την προσφορά, αλλά ο αγοραστής (bidder) εξακολουθεί να την επιδιώκει κάνοντας προσφορά απευθείας στους μετόχους προκειμένου να τους πείσει να πουλήσουν τις μετοχές τους. Εναλλακτικά μπορεί να αγοράζει κρυφά μετοχές της εταιρίας-στόχου στο Χρηματιστήριο για να αποκτήσει έλεγχο στο διοικητικό συμβούλιο ώστε να εγκρίνει την εξαγορά. Αποτέλεσμα της εχθρικής εξαγοράς μπορεί να είναι η αποχώρηση βασικών στελεχών που θα έχουν ως αποτέλεσμα την έστω και προσωρινή πτώση της αγοραίας αξίας (τιμή μετοχής) της εταιρίας-στόχου. Επίσης, λόγω του ότι στην επιθετική εξαγορά η

εταιρία-αγοραστής δεν έχει πρόσβαση στα χρηματοοικονομικά στοιχεία και στις λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας στόχου, μπορεί να προκύψουν έξοδα ή να υπάρχουν κρυφά κόστη τα οποία τελικά να καταστήσουν την εξαγορά ζημιογόνα ή μη συμφέρουσα.

- **Αντίστροφη Εξαγορά (reverse takeover):** Η αντίστροφη εξαγορά είναι ένα είδος εξαγοράς, όπου μια ιδιωτική εταιρεία αγοράζει μια εταιρία που διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο (public company), με σκοπό να εισέλθει σε αυτό αποφεύγοντας τα κόστη, τα έξοδα και τις χρονοβόρες διαδικασίες που θα έπαιρνε μια διαδικασία συμβατικής δημόσιας προσφοράς (IPO). Η διαδικασία γίνεται με την ιδιωτική εταιρία να αγοράζει αρκετές μετοχές της δημόσιας ώστε να αποκτήσει τον έλεγχο της. Οι μέτοχοι της ιδιωτικής εταιρίας τότε ανταλλάσσουν τις μετοχές τους με μετοχές της δημόσιας εταιρίας κι έτσι μετατρέπουν την εταιρία τους σε δημόσια. Ένα ακόμα πλεονέκτημα της αντίστροφης εξαγοράς είναι ότι η είσοδος στο Χρηματιστήριο στη περίπτωση της συμβατικής δημόσιας προσφοράς (IPO) εξαρτάται σημαντικά από τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά κι άλλους εξωγενείς παράγοντες στους οποίους η διοίκηση της εταιρίας έχει ελάχιστη ή και καθόλου επιρροή. Αντίθετα στην περίπτωση του reverse takeover η συμφωνία γίνεται μεταξύ των δύο εταιριών κι άρα είναι λιγότερο ευαίσθητη στις επιδράσεις της χρηματαγοράς.

- **Εξαγορά Split and Sell:** Στην εξαγορά “Split and sell” συνήθως εξαγοράζεται μια εταιρία με στόχο περιορισμένα περιουσιακά στοιχεία της, είτε αυτό είναι το πελατολόγιο της, είτε πατέντες, κανάλια διανομής κτλ. Σε αυτή την περίπτωση, τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία της μεταπωλούνται απευθείας ώστε να επανακτηθεί μέρος του κόστους εξαγοράς της εταιρίας.

- **Εξαγορά Backflip:** Η εξαγορά “backflip” είναι ένας είδος εξαγοράς στην οποία η εταιρία-αγοραστής μετατρέπεται σε θυγατρική της εταιρείας-στόχου που εξαγοράστηκε. Αυτό το είδος εξαγοράς μπορεί να συμβεί όταν μια μεγαλύτερη αλλά λιγότερο γνωστή εταιρεία αγοράζει μια εταιρεία που διαθέτει ένα πολύ γνωστό εμπορικό σήμα.

- **Μοχλευμένη Εξαγορά:** Οι εξαγορές που χρηματοδοτούνται μέσω δανείου είναι γνωστές ως **μοχλευμένες εξαγορές** (leveraged buyouts), και το χρέος μεταφέρεται στον Ισολογισμό της εξαγορασθείσας εταιρείας. Η εταιρεία έχει στη συνέχεια την υποχρέωση να εξοφλήσει αυτό το δάνειο. Αυτή είναι μια τεχνική που χρησιμοποιείται συχνά από τις εταιρείες ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων (private equity companies). Σε ορισμένες περιπτώσεις το ποσοστό δανειοδότησης φτάνει στο 80% του απαιτούμενο κεφαλαίου, κάτι που σημαίνει ότι η εταιρία-αγοραστής οφείλει να καταβάλλει μόλις το 20% της τιμής αγοράς (euretirio, 2018).

3.2.3 Διαφορά μεταξύ Συγχώνευσης – Εξαγοράς

Οι διαφορές μεταξύ συγχώνευσης και εξαγοράς είναι ότι στην εξαγορά τα στοιχεία του Ενεργητικού και του Παθητικού (Καθαρή Θέση + Υποχρεώσεις) της επιχείρησης που πωλείται απορροφούνται από την εταιρία-αγοραστή. Η εταιρία-αγοραστή είτε διαπραγματεύεται με τη διοίκηση της εταιρίας-στόχου είτε μπορεί να κάνει μια δημόσια προσφορά απευθείας στους μετόχους της εταιρείας που θέλει να αγοράσει. Το ποσό που καταβάλλεται πάνω από τη λογιστική αξία της αποκτηθείσας επιχείρησης, καταγράφεται στις λογιστικές καταστάσεις ως υπεραξία. Αντιθέτως στη περίπτωση της συγχώνευσης δύο ή περισσότερες εταιρίες ενώνονται για να σχηματίσουν μια νέα εταιρία (νομική οντότητα). Σε αυτή την περίπτωση οι μετοχές των δύο εταιριών ανταλλάσσονται με μετοχές της νέας εταιρίας. Εκτός της φιλικής αμοιβαίας συμφωνίας υπάρχει και η περίπτωση της «επιθετικής εξαγοράς» (hostile takeover), στην οποία μία επιχείρηση παίρνει την ιδιοκτησία χωρίς τη συνεργασία της άλλης (euretirio, 2018).

3.2.4 Συγχωνεύσεις Vs Εξαγορές

Σε μια εξαγορά δεν εμφανίζεται μια νέα εταιρεία. Αντ' αυτού, η μικρότερη εταιρεία απορροφάται και παύει να υπάρχει, με τα περιουσιακά της στοιχεία να γίνονται μέρος της μεγαλύτερης εταιρείας. Οι Εξαγορές συχνά εκφέρουν μια πιο αρνητική χροιά από τις

συγχωνεύσεις. Για το λόγο αυτό, πολλές εταιρείες αναφέρουν τις εξαγορές ως απόκτηση μέσω συγχώνευσης ακόμα και όταν αυτό δεν ισχύει.

Από νομική άποψη, μια συγχώνευση συνεπάγεται ότι δύο εταιρείες εγκαθιδρύονται σε μια νέα οντότητα με νέα ιδιοκτησιακή και διοικητική δομή (φαινομενικά με μέλη κάθε επιχείρησης). Μια εξαγορά πραγματοποιείται όταν μια εταιρεία αναλαμβάνει όλες τις αποφάσεις επιχειρησιακής διαχείρισης ενός άλλου. Η πιο κοινή διάκριση στη διαφοροποίηση μιας συμφωνίας είναι αν η αγορά είναι φιλική (συγχώνευση) ή εχθρική (απόκτηση)¹.

Στην πράξη, οι φιλικές συγχωνεύσεις δεν είναι και το σύνηθες φαινόμενο. Σπάνια δύο εταιρείες θα επωφελούνταν από το συνδυασμό των δυνάμεων τους με δύο διαφορετικούς διευθύνοντες συμβούλους να συμφωνούν να εγκαταλείψουν την διοικητική εξουσία συνειδητοποιώντας τα οφέλη της συγχώνευσης. Όταν όμως γίνει η συγχώνευση, τα αποθέματα και των δύο εταιρειών παραδίδονται και εκδίδονται νέα αποθέματα με την επωνυμία της νέας επιχειρησιακής ταυτότητας.

Και οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έχουν πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Οι συγχωνεύσεις δεν απαιτούν τη χρήση χρηματικών μέσων για να ολοκληρωθούν, αλλά αραιώνουν την ατομική δύναμη κάθε εταιρείας. Αντιθέτως, οι εξαγορές απαιτούν μεγάλα χρηματικά ποσά, και η ισχύς του αγοραστή είναι απόλυτη.

Δεδομένου ότι οι συγχωνεύσεις είναι τόσο ασυνήθιστες και οι εξαγορές αντιμετωπίζονται αρνητικά, οι δύο όροι έχουν γίνει ολοένα και περισσότερο συνδυαστικοί και χρησιμοποιούμενοι σε συνδυασμό μεταξύ τους. Οι σύγχρονες εταιρικές αναδιαρθρώσεις αναφέρονται συνήθως ως συγχωνεύσεις και εξαγορές (Σ&Ε) και όχι απλώς ως συγχώνευση ή εξαγορά. Οι πρακτικές διαφορές μεταξύ των δύο όρων αργά διαβρώνονται από τον νέο ορισμό των συμφωνιών συγχωνεύσεων και εξαγορών (investopedia, 2018).

¹ Βλ. υποενότητα «Είδη Εξαγορών»

3.3 Οι περίοδοι εξέλιξης των Ε&Σ και η ανάπτυξή τους στην παγκόσμια οικονομική ιστορία.

Οι Ε&Σ δεν είναι κάτι το πρωτόγνωρο στην ιστορία των οικονομικών και επιχειρησιακών εξελίξεων, στο εσωτερικό μιας χώρας ή και μεταξύ διαφόρων χωρών (διασυνοριακές Ε&Σ). Η οικονομική ιστορία αναφέρει τουλάχιστον 5 σημαντικά χρονικά πλαίσια εξέλιξης των Ε&Σ στις ΗΠΑ: την περίοδο 1895- 1904, την περίοδο 1922-1929, την περίοδο 1940-47, τη δημιουργία ομίλων ετερογενών επιχειρήσεων (conglomerates) της δεκαετίας του 1960 και την τελευταία περίοδο εξαγορών, που ξεκίνησε το 1976 και συνεχίζεται μέχρι σήμερα.

Τα παραπάνω χρονικά πλαίσια εξέλιξης των Ε&Σ στις ΗΠΑ φαίνεται να συνδέονται με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με σημαντικές εξελίξεις στις αγορές, με ευκαιρίες επενδύσεων μετά από λήξη πολέμων ή διεθνείς ανακατατάξεις, με σημαντικές τεχνολογικές ανακαλύψεις, με κρατικά κίνητρα ή και με συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στα διευθυντικά στελέχη και στους μετόχους των εταιρειών.

Ειδικά για την Ευρώπη, ιδιαίτερο ρόλο έπαιξε και παίζει η δημιουργία της Ενιαίας αγοράς, η όξυνση του διεθνούς ανταγωνισμού, η απορρύθμιση (deregulation), οι ανάγκες εκσυγχρονισμού και ανασύνταξης του Πιστωτικού Συστήματος, οι αποκρατικοποιήσεις και οι ευκαιρίες που αναδείχθηκαν με την προοπτική ενσωμάτωσης στην αγορά αυτή των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης.

Σύμφωνα με εκτιμήσεις αναλυτών των Financial Times (Ναυτεμπορική, 2000), η τελευταία περίοδος εξαγορών και συγχωνεύσεων παγκοσμίως και ιδιαίτερα στις ΗΠΑ αγγίζει το απόγειό της. Οι προσφορές εξαγοράς που υποβλήθηκαν σε αμερικανικές επιχειρήσεις έφθασαν τα 1.756 δις δολάρια, αυξημένες κατά 8% σε σχέση με το αμέσως προηγούμενο έτος - 1999-, ενώ οι προσφορές εξαγοράς σε ευρωπαϊκές επιχειρήσεις αυξήθηκαν κατά 105%, φθάνοντας την αξία των 1.222 δις δολαρίων.

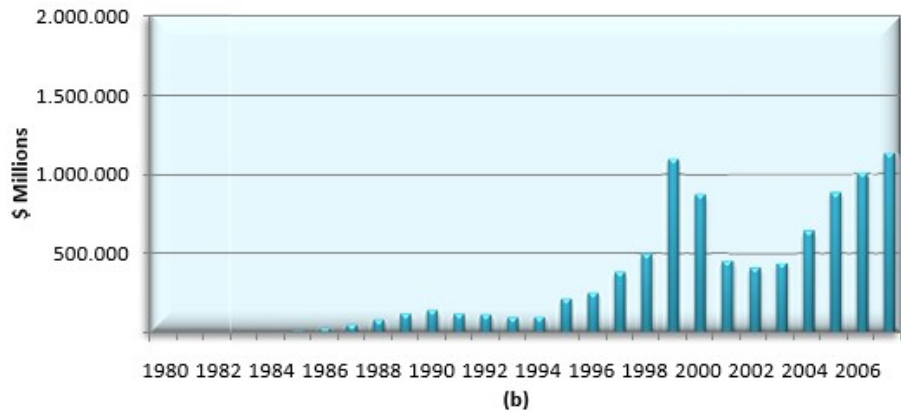
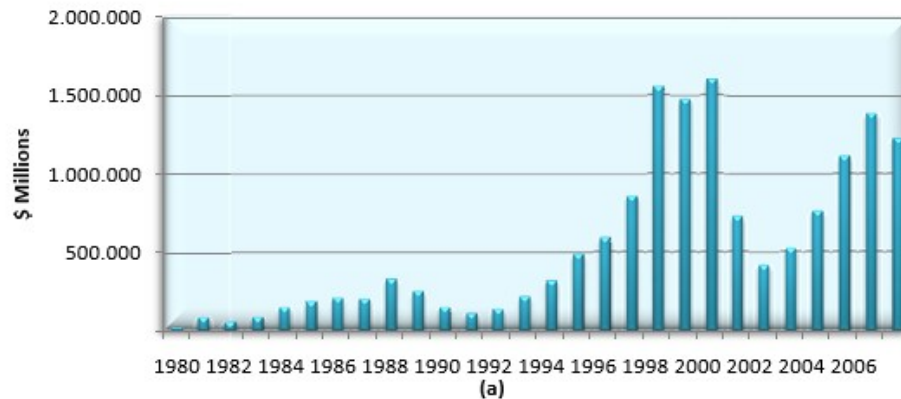
Ο τομέας των συγχωνεύσεων και των εξαγορών συνεχίζει να παρουσιάζει θεαματική ανάπτυξη. Αριθμός-ρεκόρ των μεγάλης κλίμακας συγχωνεύσεων (megamergers), έχει γίνει κοινός σε όλη την υδρόγειο, και ενώ οι μεγάλης κλίμακας συγχωνεύσεις αποτελούσαν κυρίως ένα αμερικανικό φαινόμενο, το πέμπτο «κύμα» συγχωνεύσεων που ολοκληρώθηκε πρόσφατα,

μετατράπηκε στην συνέχεια σε μια πραγματικά διεθνή περίοδο συγχωνεύσεων. Ξεκινώντας τη δεκαετία του 1990 και συνεχίζοντας στην επόμενη δεκαετία, ορισμένες από τις μεγαλύτερες Σ&Ε έλαβαν χώρα στην Ευρώπη, και αυτό τονίστηκε από το γεγονός ότι η μεγαλύτερη συμφωνία όλων των εποχών ήταν μια εχθρική εξαγορά μιας γερμανικής εταιρείας από μια βρετανική.

Ενώ ο όγκος μειώθηκε κατά την αντιμετώπιση του πέμπτου «κύματος» που έληξε, ο ρυθμός των Ε&Σ αυξήθηκε και πάλι λίγο αργότερα. Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 2000 η φύση των Ε&Σ των επιχειρήσεων άλλαξε ακόμη περισσότερο. Έγινε ακόμη πιο παγκόσμια, με την εμφάνιση της αναδυόμενης αγοράς. Επιπλέον, η απορρύθμιση σε συνδυασμό με την οικονομική ανάπτυξη είχαν ως αποτέλεσμα την σημαντική αύξηση του αριθμού των συμφωνιών και στην Ασία, όπως επίσης σημαντική ήταν και η αύξηση στη Λατινική και τη Νότια Αμερική.

Το τελευταίο τέταρτο του αιώνα έχει παρατηρηθεί ότι οι εντάσεις συγχώνευσης έχουν γίνει πλέον συχνότερες και πιο επιμήκης, ενώ τα χρονικά διαστήματα μεταξύ των «κυμάτων» των Ε&Σ έχουν συρρικνωθεί. Όταν αυτές οι τάσεις συνδυασθούν με το γεγονός ότι οι Ε&Σ έχουν εξαπλωθεί γρήγορα σε όλο τον σύγχρονο κόσμο, διαπιστώνεται ότι το πεδίο αυτό μετατρέπεται σ' ένα όλο και πιο σημαντικό κομμάτι του κόσμου της εταιρικής χρηματοδότησης και της εταιρικής στρατηγικής.

Ξεκινώντας στις αρχές της δεκαετίας του 1980 και την αρχή του τέταρτου «κύματος» συγχωνεύσεων, βλέπουμε ότι το εύρος των Ε&Σ είχε ως κέντρο αναφοράς την περιοχή των ΗΠΑ, με την πλειονότητα των συναλλαγών να πραγματοποιούνται εντός των ηπειρωτικών Ηνωμένων Πολιτειών. Σε διεθνές επίπεδο, η μεγαλύτερη αύξηση του όγκου των Ε&Σ κατά το πέμπτο «κύμα» συγχωνεύσεων πραγματοποιήθηκε στην Ευρώπη. Μετά από μια σύντομη πτώση στο τέλος του τέταρτου «κύματος», ο ευρωπαϊκός όγκος Ε&Σ αυξήθηκε δραματικά από το 1995, όταν και διπλασιάστηκε (διάγραμμα 1).



Διάγραμμα 1 Ο ευρωπαϊκός όγκος E&Σ (1980-2006)

Πηγή: Thompson Financial, 4/9/2008

Η αξία των ευρωπαϊκών συναλλαγών κορυφώθηκε το 1999, όταν και ισοδυναμούσε με το 38% περίπου της συνολικής αξίας των συμφωνημένων E&Σ. Υπάρχουν αρκετοί λόγοι για τους οποίους η Ευρώπη έγινε το σκηνικό για μια τέτοια αύξηση του όγκου των συναλλαγών. Πρώτον, οι ίδιοι παράγοντες που προκάλεσαν τον όγκο των E&Σ στις Ηνωμένες Πολιτείες να ανέλθει, όπως η αύξηση της παγκόσμιας οικονομικής ζήτησης, έπαιξαν επίσης σημαντικό ρόλο στην Ευρώπη. Ωστόσο, παρόμοιες οικονομικές συνθήκες επικράτησαν και στη δεκαετία του 1980, αλλά η Ευρώπη απέτυχε να καταλήξει σε αύξηση των συγχωνεύσεων, ανάλογη της δεκαετίας του 1990. Οι λόγοι για τους οποίους η ευρωπαϊκή απάντηση ήταν πολύ διαφορετική αυτή τη φορά ήταν ότι η ευρωπαϊκή οικονομία είχε ριζικά αλλάξει, με την Ευρωπαϊκή Ένωση να έχει καθοριστεί και τα τεχνητά ρυθμιστικά εμπόδια να έχουν αποσυναρμολογηθεί. Στο

παρελθόν, υπήρχαν πολλές ευρωπαϊκές εταιρείες που ελέγχονται από μεγάλες blockholders όπως αυτές που ανήκαν σε μεμονωμένες οικογένειες. Ωστόσο, από το πέμπτο «κύμα» συγχωνεύσεων, οι συμμετοχές είχαν γίνει κάπως λιγότερο σημαντικές και περισσότερες μετοχές βρισκόνταν στα χέρια άλλων ενδιαφερόμενων, πιο δεκτικών σε Ε&Σ.

Το διάγραμμα 1 καταδεικνύει το γεγονός ότι το πέμπτο «κύμα» συγχωνεύσεων κορυφώθηκε το 1999 και η αξία των Ε&Σ μειώθηκε αισθητά το 2001, και ακόμη περισσότερο το 2002. Παρόμοιες τάσεις είναι εμφανείς τόσο στην Ευρώπη όσο και στις Ηνωμένες Πολιτείες. Το μέγεθος και η σημαντικότητα των συμφωνιών του πέμπτου «κύματος» είναι εμφανής στον πίνακα παρακάτω όπου φαίνεται πως όλες οι μεγάλες συμφωνίες εξαγορών πήραν μέρος την περίοδο 1998-2001.

Πίνακας 1 Οι 10 Μεγαλύτερες Ε&Σ Παγκοσμίως με Βάση την Αξία των Συναλλαγών.

Πηγή: Thompson Financial, 4/9/2008

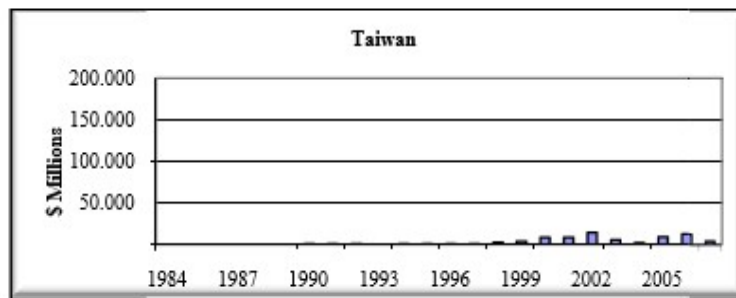
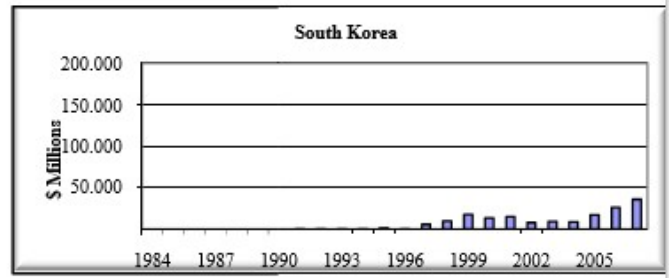
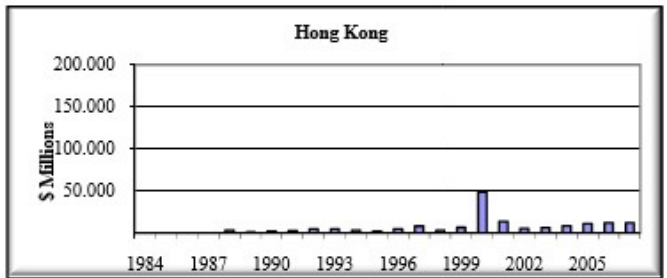
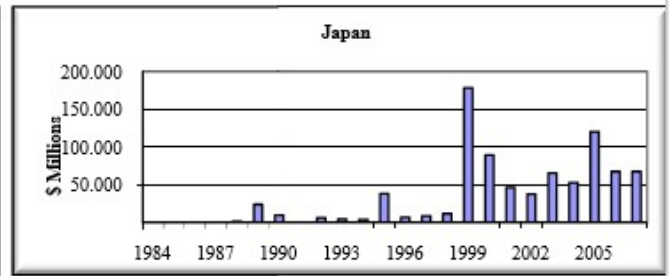
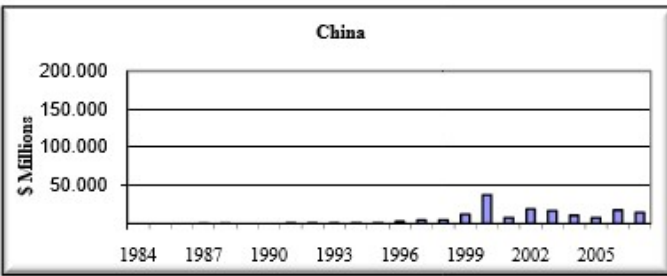
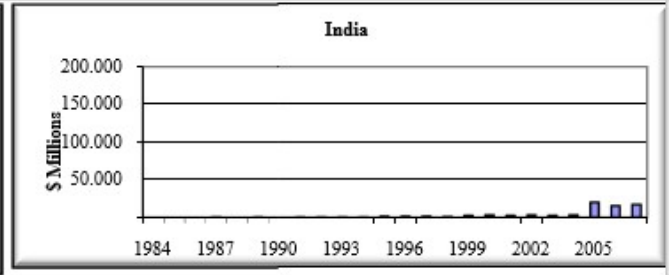
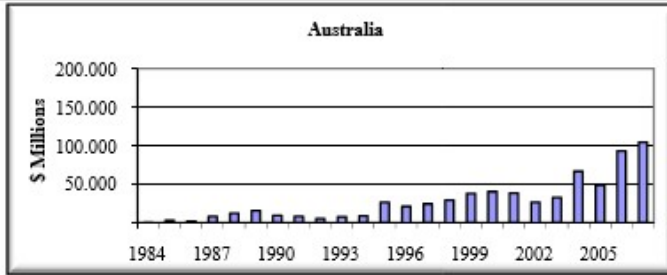
Top 10 Worldwide M&As by Value of Transaction						
Date Announced	Date Effective	Value of Transaction (\$mil)	Target Name	Target Nation	Acquirer Name	Acquirer Nation
14/11/1999	19/6/2000	202.785,13	Mannesmann AG	Germany	Vodafone AirTouch PLC	United King.
10/1/2000	12/1/2001	164.746,86	Time Warner	United States	America Online Inc	United States
29/8/2007	28/3/2008	107.649,95	Philip Morris Intl Inc	Switzerland	Shareholders	Switzerland
25/4/2007	2/11/2007	98.189,19	ABN-AMRO Holding NV	Netherlands	RFS Holdings BV	Netherlands
4/11/1999	19/6/2000	89.167,72	Warner-Lambert Co	United States	Pfizer Inc	United States
1/12/1998	30/11/1999	78.945,79	Mobil Corp	United States	Exxon Corp	United States
17/1/2000	27/12/2000	75.960,85	SmithKline Beecham PLC	United Kingdom	Glaxo Wellcome PLC	United King.
28/10/2004	9/8/2005	74.558,58	Shell Transport & Trading Co	United Kingdom	Royal Dutch Petroleum Co	Netherlands
5/3/2006	29/12/2006	72.671,00	BellSouth Corp	United States	AT&T Inc	United States
6/4/1998	8/10/1998	72.558,18	Citicorp	United States	Travelers Group Inc	United States

Ο πίνακας αυτός αποκαλύπτει μια ακόμη εξίσου σημαντική τάση της περιόδου: ένας δυσανάλογος αριθμός συμφωνιών προήλθε από συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας.

Συγκεκριμένα οι τομείς τηλεπικοινωνιών, των μέσων και των τραπεζικών και χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων παρουσιάζουν ένα δυσανάλογο ποσό του συνολικού όγκου συναλλαγών.

Στην ασιατική αγορά βλέπουμε ότι με εξαίρεση την Αυστραλία, η οποία έχει συμμετάσχει τόσο στο τέταρτο και το πέμπτο «κύμα» συγχωνεύσεων, οι ασιατικές χώρες, συμπεριλαμβανομένης της Ιαπωνίας, σε γενικές γραμμές δεν είχαν σημειώσει μεγάλη δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών εντός των συνόρων τους (διάγραμμα 2). Στην Ιαπωνία, η οποία είναι η δεύτερη μεγαλύτερη οικονομία του κόσμου, αυτό άλλαξε δραματικά το 1999, όταν ο όγκος συναλλαγών της χώρας εκτινάχθηκε στα ύψη. Ο αριθμός των συναλλαγών επιβραδύνθηκε στα λίγα χρόνια που ακολούθησαν, αλλά άρχισε να ανακάμπτει το 2003. Μια παρόμοια τάση είναι εμφανής στη Νότια Κορέα. Και τα δύο έθνη είχαν πολύ περιοριστικές και αυστηρά καθορισμένες εταιρικές δομές, οι οποίες άρχισαν να κάμπτονται προς το τέλος της δεκαετίας του 1990, εν μέρει ως απάντηση στις πιέσεις της οικονομικής επιβράδυνσης. Επειδή και οι δύο οικονομίες άρχισαν να αναδιαρθρώνονται από τα τέλη της δεκαετίας του 1990, οι πωλήσεις και οι εξαγορές έγιναν πιο συχνές.

Στο διάγραμμα 2 φαίνεται ο συνδυασμός του όγκου των συναλλαγών για την Κίνα και το Χονγκ Κονγκ, αν και μεμονωμένα ήταν εξίσου σημαντικές. Καθώς η κινεζική οικονομία συνεχίζει να αυξάνεται εντυπωσιακά, έχει αρχίσει να ψάχνει όλο και περισσότερο εκτός των συνόρων της για υποψήφιους αγοραστές. Ωστόσο, εξαγορές των κινεζικών επιχειρήσεων από μη κινεζικές επιχειρήσεις θεωρούνται δύσκολες και επικίνδυνες, καθώς η χώρα βρίσκεται ακόμη στα πρώτα στάδια της όλο και λιγότερο συγκεντρωτικής και όλο και περισσότερο ελεύθερης οικονομίας της αγοράς. Ο όγκος των συναλλαγών στην Ταϊβάν είναι σχετικά μικρός, αλλά αυτό οφείλεται κυρίως στο συγκριτικά μικρότερο μέγεθος της οικονομίας. Η Ινδία παραμένει ένας σχετικά μικρός παίκτης στον παγκόσμιο χάρτη των Ε&Σ της αγοράς, αν και αυτό μπορεί να αλλάξει τα επόμενα χρόνια.



Διάγραμμα 2 Δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών (1984-2005) σε Αυστραλία, Ινδία, Κίνα, Ιαπωνία, Χονγκ Κονγκ, Ν. Κορέα και Ταϊβάν.

Πηγή: Thompson Financial, 4/9/2008

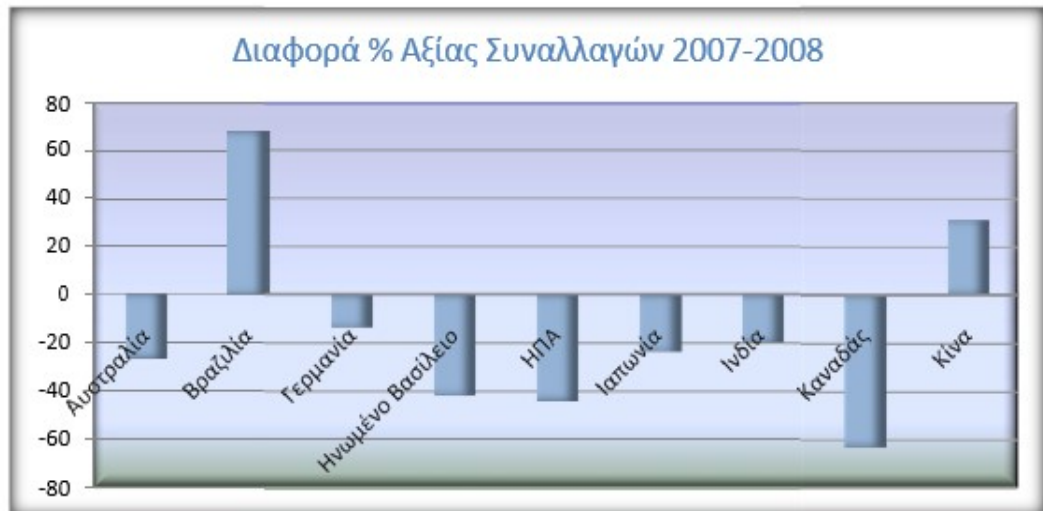
3.4 Ανάλυση των εξελίξεων σε επίπεδο τρέχοντος έτους (δημοσιευμένα δεδομένα 2008)

Όσον αφορά τις *πιο πρόσφατες εξελίξεις στην παγκόσμια αγορά των E&S*, το 2008 αποτέλεσε έτος σημαντικής μείωσης της δραστηριότητας τους, τερματίζοντας μια πολυετή ανοδική πορεία, η οποία διεκόπη απότομα από την έλλειψη κεφαλαίων, την καταβράθρωση των χρηματιστηριακών αγορών, την απροθυμία ανάληψης κινδύνου, και την πρωτοφανούς εύρους γενικευμένη παγκόσμια οικονομική κρίση.

Σύμφωνα με στοιχεία του Bloomberg (2008), η συνολική αξία των ανακοινωμένων E&S παγκοσμίως διαμορφώθηκε σε \$2,50 τρις, 38% χαμηλότερα από το 2007, που η αξία συναλλαγών είχε φθάσει στα επίπεδα ρεκόρ των \$4,06 τρις. Ο αριθμός των ανακοινωμένων E&S μειώθηκε κατά 17% σε σχέση με το 2007, φθάνοντας τις 27.400. Το μέσο premium των συναλλαγών διαμορφώθηκε σε 37%, αυξημένο κατά 68% σε σχέση με το 2007, όπου είχε ανέλθει στο 22%.

Ο εκρηκτικός συνδυασμός έντονης χρηματιστηριακής μεταβλητότητας και «παγώματος» των πιστωτικών αγορών, αύξησε απότομα τον αριθμό των ματαιωμένων E&S, ιδιαίτερα από το Σεπτέμβριο και έπειτα. Ο αριθμός των συμφωνιών οι οποίες ακυρώθηκαν έφτασε τις 755, ενώ το ύψος αυτών άγγιξε τα \$637 δις. Είναι βέβαιο πως η μεγάλη πτώση των τιμών μετοχών παγκοσμίως θα αναγκάσει και άλλους έως πριν λίγους μήνες υποψήφιους αγοραστές να αναθεωρήσουν τις τιμές αγοράς τις οποίες έχουν προσφέρει, και οι οποίες θεωρούνταν εύλογες τη στιγμή της προσφοράς, ή ακόμη και να ακυρώσουν προσυμφωνημένες εξαγορές πληρώνοντας το απαραίτητο πρόστιμο (break-up fee).

Σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, δύο μόνο χώρες αξιόλογου μεγέθους παρουσίασαν θετικό πρόσημο, η Κίνα και η Βραζιλία. Η Κίνα, η οποία απέσπασε και το μεγαλύτερο κομμάτι των E&S της ευρύτερης περιοχής «Ασία/Ειρηνικός» είχε συναλλαγές αυξημένες κατά 31% σε σχέση με το 2007. Στη Βραζιλία η άνοδος ήταν ιδιαίτερα σημαντική και άγγιξε το 68%. Τις μεγαλύτερες απώλειες κατέγραψε η Γαλλία με μείωση των E&S ύψους 67%, ενώ στον Καναδά οι συναλλαγές συρρικνώθηκαν 63%. Η χρονιά αποδείχτηκε ιδιαίτερα αρνητική και για τις ΗΠΑ, με μείωση η οποία έφτασε το 44%, ενώ ειδικότερα το 4^ο τρίμηνο η πτώση άγγιξε το 55%. (διάγραμμα 3).



Διάγραμμα 3 Διαφορά % Αξίας Συναλλαγών 2007-2008

Πηγή: Bloomberg (2008)

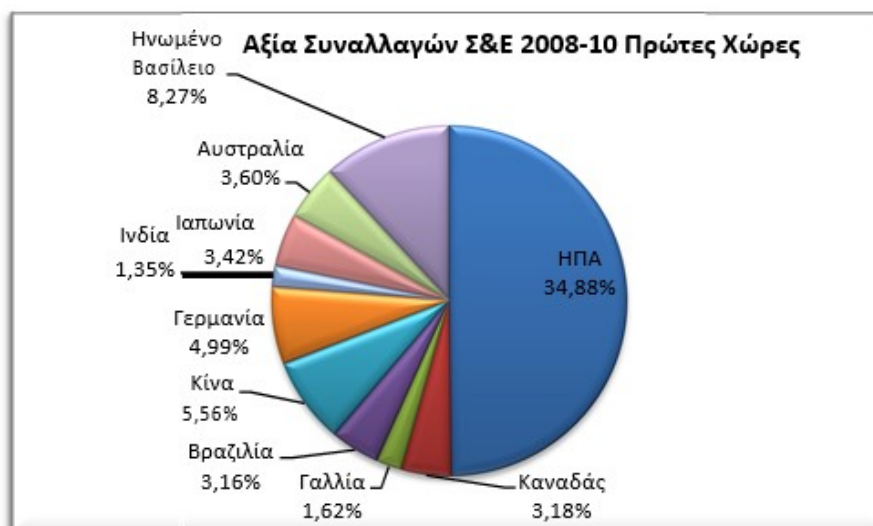
Όσον αφορά το σύνολο των Ε&Σ παγκοσμίως, η Αμερική απέσπασε το μεγαλύτερο κομμάτι και αυτή τη χρονιά, με το 43% των Ε&Σ να διαδραματίζονται στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού – ωστόσο, σύμφωνα με κοινή ανακοίνωση της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Εμπορίου και του αμερικανικού υπουργείου Δικαιοσύνης, ο αριθμός των προτεινόμενων συμφωνιών για εξαγορές και συγχωνεύσεις που γνωστοποιήθηκαν στις αμερικανικές αρχές υποχώρησε κατά 22% σε σχέση με το 2007. Σύμφωνα με την έκθεση, κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους, που ολοκληρώθηκε στις 30 Σεπτεμβρίου, καταγράφηκαν 1.726 συναλλαγές που αποτελεί και τον χαμηλότερο αριθμό από το 2005 (Capital, 2008) -, ενώ ακολουθεί η ευρύτερη περιοχή EMEA (Europe, Middle East, Africa), με 37%, η περιοχή Ασία/Ειρηνικός με 17% και η Ιαπωνία με 3% (διάγραμμα 4).



Διάγραμμα 4 Ευρύτερη Γεωγραφική Διάρθρωση Αξίας Συναλλαγών

Πηγή: Bloomberg (2008)

Οι δέκα πρώτες σε συναλλαγές χώρες συγκεντρώνουν το 70% της αξίας, με τις ΗΠΑ να κατέχουν το 34,9% των παγκόσμιων συναλλαγών Ε&Σ, ακολουθεί το Ηνωμένο Βασίλειο με 8,3%, η Κίνα με 5,6% και η Γερμανία με 5% (διάγραμμα 5).



Διάγραμμα 5 Αξία Συναλλαγών Σ&Ε 2008-10 Πρώτες Χώρες

Πηγή: Bloomberg (2008)

3.5 Ελλάδα: Παραδοσιακή προσέγγιση της αξίας των Ε&Σ

Ο στρατηγικός δυναμισμός που έχουν επιδείξει οι επιχειρήσεις, αλλά και τα οικονομικά αποτελέσματα τα οποία ενίοτε επιτυγχάνονται μέσω των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων (Ε & Σ), δεν θα μπορούσαν να αφήσουν ασυγκίνητους τους Έλληνες επιχειρηματίες. Οι τελευταίοι, με αρκετή καθυστέρηση στην αναγκαία μεταμόρφωση της εταιρικής τους κουλτούρας και παράλληλα με εμφανείς δυσκολίες στο στάδιο της λειτουργικής ενοποίησης, προσπαθούν να προλάβουν το “τρένο” της σύγκλισης και της ανάπτυξης μεγάλων επιχειρηματικών σχημάτων σε σχέση με τους Ευρωπαίους κατά κύριο λόγο, αλλά και τους διεθνείς ανταγωνιστές τους.

Το πρώτο “κύμα” Εξαγορών & Συγχωνεύσεων που λαμβάνει χώρα κατά την περίοδο 1998-99 στην Ελλάδα, αποτελεί την έμπρακτη προσπάθεια των εγχώριων επιχειρήσεων να απαντήσουν και να προσαρμοστούν αποτελεσματικότερα στην παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος, κεφαλαίου, αγαθών και υπηρεσιών. Οι Εξαγορές & Συγχωνεύσεις έχουν ως κύριο στόχο να ενισχύσουν τόσο την τάξη των εταιρικών μεγεθών, όσο και να βελτιώσουν την παραγωγικότητα των επιχειρήσεων, αξιοποιώντας με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τις κεφαλαιακές εισροές του οικονομικού κυκλώματος. Στην παγκόσμια οικονομία, το πεδίο των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων επιδεικνύει ένα μακρινό παρελθόν, που για την ελληνική πραγματικότητα θα πρέπει να αποτελέσει ένα υπόδειγμα λειτουργίας για επιτυχείς Εξαγορές & Συγχωνεύσεις, αλλά και ταυτόχρονα ένα μοντέλο στο οποίο θα μπορούσαν να βασιστούν οι εγχώριες επιχειρήσεις, για τη μεγιστοποίηση των θεσμικών, οικονομικών και άλλων ωφελειών τους από παρόμοιες κινήσεις.

Σε κάθε περίπτωση, στην Ελλάδα, το φαινόμενο των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων δημιουργεί ένα νέο και σε μεγάλο βαθμό άγνωστο σκηνικό στο εγχώριο οικονομικό γίγνεσθαι, αφού τα μακροπρόθεσμα αποτελέσματα των επιχειρηματικών συμπράξεων που έχουν λάβει χώρα έως σήμερα, δεν μπορούν εύκολα να εκτιμηθούν. Επίσης, η δυναμική της ελληνικής αγοράς αναμφίβολα δεν έχει εξαντλήσει όλα τα περιθώρια ανάπτυξης και προόδου που μπορεί να εμφανίσει στον τομέα των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων.

Η εξαγορά μονάδων που βρίσκονται υπό τον έλεγχο του ευρύτερου δημόσιου τομέα, στα πλαίσια της πολιτικής των ιδιωτικοποιήσεων, αλλά και η απαρχή των συνεργασιών με τη συγχώνευση μεταξύ της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος και της θυγατρικής της, Κτηματικής Τράπεζας, αποτέλεσαν χαρακτηριστικά παραδείγματα της πρώτης και ουσιαστικά πρώιμης

φάσης των ελληνικών Εξαγορών & Συγχωνεύσεων. Ιδιαίτερο γνώρισμα εκείνης της περιόδου (α' 6μηνο 1998) ήταν ο άμεσος έλεγχος από την πλευρά του κράτους των διαδικασιών που λάμβαναν χώρα, καθώς ο ιδιωτικός τομέας έδειχνε διστακτικός στην υλοποίηση μεγάλου βεληνεκούς Εξαγορών & Συγχωνεύσεων. Από την άλλη πλευρά, οι όποιες κινήσεις έρχονταν αντιμετώπιες με την ανυπαρξία ενός δοκιμασμένου στην ελληνική πραγματικότητα θεσμικού πλαισίου ρύθμισης των σχετικών αυτών διαδικασιών, κυρίως στις περιπτώσεις των επιθετικών εξαγορών και συγχωνεύσεων, με αποτέλεσμα την εν γένει αβεβαιότητα γύρω από την ομαλή λειτουργία του τότε υπάρχοντος πλαισίου. Το αναγκαίο αυτό θεσμικό πλαίσιο, τελικά με αρκετή καθυστέρηση, έλαβε “σάρκα και οστά” προς το β' 6μηνο του 1999 με τη μορφή προεδρικού διατάγματος. Ο νέος δυναμισμός που θα παρατηρηθεί στην Ελληνική Οικονομία εν μέσω των αναβαθμισμένων κανόνων παιχνιδιού θα έχει ως αποτέλεσμα, πολλές επιχειρήσεις που θα εισέλθουν στην ελληνική κεφαλαιαγορά να κινηθούν με άκρως επιθετικό προσανατολισμό (για παράδειγμα, με εξαγορές μικρότερων μη εισηγμένων επιχειρήσεων, κ.λ.π.) ώστε να ανταπεξέλθουν ως πρωταγωνιστές στον επερχόμενο εντεινόμενο ανταγωνισμό.

Ειδικότερα, ο ρόλος του κράτους στις Εξαγορές & Συγχωνεύσεις είναι βαρυσήμαντος όχι μόνο στη ρύθμιση του κανονιστικού πλαισίου, αλλά και στην παροχή κινήτρων ή αντικινήτρων αντίστοιχα στις επιχειρήσεις. Η ύπαρξη των κινήτρων προς αυτήν την κατεύθυνση συνδέεται με την έννοια της εγχώριας αγοράς η οποία υποχωρεί σταδιακά, αναδεικνύοντας σε κυρίαρχο οικονομικό και πολιτισμικό πρωταγωνιστή μια ενωμένη και “εν’ δυνάμει ενιαία” ευρωπαϊκή ή παγκόσμια αγορά. Κατά συνέπεια, η μεγάλη αυτή αγορά που δημιουργείται ορίζει τους κανόνες του νέου γενικευμένου πλαισίου ανταγωνισμού και εταιρικής επιβίωσης στο βωμό του οποίου αλλάζουν επιχειρηματικές φιλοσοφίες, “γκρεμίζονται” ταμπό και αναπροσαρμόζονται στρατηγικές προτεραιότητες.

Η εμπειρία στον τομέα των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων φανερώνει ότι η ελληνική αγορά βρίσκεται ακόμη στη φάση της εσωτερικής αναδιάταξης των εταιρικών της δυνάμεων, χωρίς να έχει λάβει χώρα το τελικό αποτέλεσμα σε επίπεδο λειτουργικής αποδοτικότητας των εν λόγω κινήσεων. Παράλληλα, θα πρέπει να θεωρείται βέβαιο ότι θα ακολουθήσει μία δεύτερη περίοδος, στην οποία οι διασυννοριακές συνεργασίες θα είναι εντονότερες και ασφαλώς με μεγαλύτερη συχνότητα εμφάνισης, οπότε οι ελληνικοί όμιλοι έχοντας προηγουμένως “τακτοποιήσει” τις εγχώριες ισορροπίες τους θα προβάλλουν ως αγοραστές ή και ως

ελκυστικοί στόχοι εξαγοράς. Στη δεύτερη φάση λοιπόν, θα πρέπει να αναμένονται σημαντικές διαφοροποιήσεις, καθώς μέσα από τις επιχειρηματικές συμπράξεις θα προκύψουν ελληνικής προέλευσης όμιλοι, οι οποίοι όμως θα υπερβαίνουν τα εθνικά ή γεωγραφικά όρια, διεισδύοντας καταρχήν στις αγορές της Βαλκανικής αλλά και της Ενωμένης Ευρώπης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

4.1 Εισαγωγή

Το παρόν κεφάλαιο έχει ως σκοπό να παρουσιάσει τους παράγοντες και τα κριτήρια βάσει των οποίων πρέπει να κινηθεί μια επιχείρηση για να υποστηρίξει στρατηγικά την αποτελεσματικότητα μιας Σ&Ε. Αυτό σημαίνει να εντοπίσει τους κατάλληλους παράγοντες επιτυχίας της υλοποίησης της και να εφαρμόσει τα κατάλληλα κριτήρια επιλογής της. Συνάμα, παρουσιάζονται και οι κύριες επιπτώσεις σε στελέχη και εργαζομένους. Τέλος, παρουσιάζονται οι παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των Ε&Σ και διατυπώνονται τρόποι αποφυγής των εξαγορών.

4.2 Κριτήρια και Λόγοι Αποτυχίας των Ε & Σ

4.2.1 Κριτήρια Αξιολόγησης των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Οι εξαγορές αφορούν στη μεταβίβαση του συνόλου ή πλειοψηφικού μέρους της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης (εξαγοραζόμενη) σε μια άλλη (εξαγοράζουσα), που καταβάλλει το αντίστοιχο αντίτιμο. Η μεταβίβαση γίνεται συνήθως με καταβολή μετρητών ή με ανταλλαγή μετοχών, μέσω του Χρηματιστηρίου. Σε πολλές περιπτώσεις, ακόμα και η απόκτηση μειοψηφικού πακέτου μετοχών ή ανάλογου ποσοστού επί της συνολικής ιδιοκτησίας, μπορεί να εξασφαλίζει στην εξαγοράζουσα επιχείρηση ουσιαστικό έλεγχο, συνεπώς μπορεί να επηρεάσει κρίσιμες επιλογές της διοίκησης και της στρατηγικής της εξαγοραζόμενης.

Για τη μελέτη των οικονομικών και κοινωνικών επιπτώσεών τους, οι εξαγορές ομαδοποιούνται και αξιολογούνται σύμφωνα με τους Papadakis & Thanos (2010) με βάση τρία εναλλακτικά κριτήρια: τις λογιστικές επιστροφές (accounting returns), τα μέτρα που βασίζονται στη χρηματιστηριακή αγορά (stock-market-based measures) και τις προσωπικές εκτιμήσεις των διευθυντών όσον αφορά την υλοποίηση των στόχων πριν από την εξαγορά. Σε ανάλυση της η Γεωργοπούλου (2000) αναφέρει τα ακόλουθα κριτήρια:

1) Είδος εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Εάν η εξαγοραζόμενη επιχείρηση ανήκει στο δημόσιο τομέα και αγοράζεται από ιδιωτική επιχείρηση, έχουμε, παράλληλα με την εξαγορά, τη λεγόμενη ιδιωτικοποίηση.

2) Προέλευση εξαγοράζουσας επιχείρησης. Η εξαγοράζουσα μπορεί να είναι ξένη, πολυεθνική ή εδρεύουσα σε άλλη χώρα, ή εγχώρια επιχείρηση.

3) Οικονομικοί και επιχειρηματικοί στόχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Τέτοιοι στόχοι μπορεί να είναι:

- αμυντική ή επιθετική προσπάθεια προσαρμογής στον ανταγωνισμό,
- αύξηση μεγέθους για πιο αποδοτική λειτουργία,
- απορρόφηση ανταγωνιστών,
- ενίσχυση της θέσης της στην αγορά,
- αξιοποίηση συμπληρωματικότητας δραστηριοτήτων,
- προοπτική συγχώνευσης και ολοκληρωμένης ανάπτυξης,
- συντονισμένη ανάπτυξη δραστηριοτήτων με τη μορφή ομίλου εταιρειών,
- ανάπτυξη και επικερδής μεταπώληση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης,
- είσοδος σε νέα αγορά/χώρα, περιοχή,
- διαφοροποίηση προϊόντων-υπηρεσιών κ.ά.

Συγχώνευση είναι η συνένωση δύο ή περισσότερων εταιρειών σε μία, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, και συμβαίνει όταν μια επιχείρηση αγοράζει μια άλλη και την απορροφά σε μια ενιαία επιχειρησιακή δομή, συνήθως διατηρώντας την αρχική εταιρική ταυτότητα της εξαγοράζουσας επιχείρησης.

Μια εξαγορά δεν οδηγεί πάντοτε σε συγχώνευση της εξαγοράζουσας με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Η επιχειρηματική πρακτική δείχνει ότι εάν η εξαγορά μιας επιχείρησης, η ένταξη και ο συντονισμός της στο πλαίσιο ενός ευρύτερου ομίλου, είναι ήδη ένα σύνθετο εγχείρημα, η συγχώνευση με την εξαγοράζουσα εταιρεία ή και με άλλες θυγατρικές της είναι ακόμα δυσκολότερο και σπάνια αποφέρει τα αναμενόμενα οφέλη, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Η υλοποίηση της συγχώνευσης μπορεί να πάρει διαφορετικές μορφές στην πράξη. Μπορεί να είναι (Γεωργοπούλου, 2000):

- ✓ άμεση ή σταδιακή,
- ✓ ολική ή επιλεκτική, οδηγώντας αντίστοιχα σε ολική ή μερική συνένωση μονάδων, καταστημάτων, υπηρεσιών, με μεταπώληση ή κλείσιμο άλλων κ.λπ.

Η διαδικασία της λειτουργικής συγχώνευσης, ολικής ή μερικής, δεν συμπίπτει απαραίτητα με την τυπική-νομική διαδικασία ολοκλήρωσής της. Έτσι, οι διάφορες συνέπειές της, ιδίως αυτές που αφορούν στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις, μπορεί να εμφανίζονται πριν, κατά τη διάρκεια ή και πολύ μετά την τυπική ολοκλήρωση μιας συγχώνευσης, κάτι που έχει ιδιαίτερη σημασία για τη ρύθμιση και την προστασία των αντίστοιχων εργασιακών δικαιωμάτων.

Συνήθως ο συνδυασμός εξαγοράς με συγχώνευση εξαρτάται (Γεωργοπούλου, 2000):

- από τη στρατηγική και τους στόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης,
- από το αντικείμενο και ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά της εξαγοραζόμενης επιχείρησης (συναφής δραστηριότητα, συμπληρωματικότητα λειτουργιών, συμβατότητα πολιτισμικών, διοικητικών και εργασιακών δεδομένων, αλλά και της προϋπάρχουσας επιχειρησιακής κουλτούρας)
- από τη γενικότερη κοινωνική-οικονομική συγκυρία στη χώρα ή και διεθνώς.

Σε κάθε περίπτωση, η υπάρχουσα εμπειρία για τις συγχωνεύσεις αναδεικνύει τη δυσκολία τους και επισημαίνει, ανάμεσα στις σπουδαιότερες προϋποθέσεις επιτυχίας τους,

- τον προσεκτικό και λεπτομερή σχεδιασμό των εξαγορών και συγχωνεύσεων,
- τη σημασία του παράγοντα «Ανθρώπινο Δυναμικό» και ειδικότερα της επιτυχούς ένταξής του στο νέο, ενιαίο επιχειρησιακό και διοικητικό πλαίσιο.

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω, ο όρος εξαγορές και συγχωνεύσεις καλύπτει

μεγάλη ποικιλία πραγματικών καταστάσεων και επιλογών. Γι' αυτό το λόγο, οι συνέπειές τους στην οργάνωση και την πορεία των επιχειρήσεων, της απασχόλησης και των εργασιακών σχέσεων είναι στις περισσότερες περιπτώσεις ανάλογα διαφοροποιημένες.

4.2.2 Λόγοι Αποτυχίας Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Παρά τους πολλούς λόγους που ωθούν τις επιχειρήσεις σε εξαγορές και συγχωνεύσεις, είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι ορισμένες στρατηγικές ανάπτυξης δεν είναι πάντα ομαλές.

Έρευνες Εταιρειών Συμβούλων για λογαριασμό της E.E., αναφερόμενες ειδικά στις εμπειρίες του τραπεζικού τομέα, ανέδειξαν ως κρίσιμους παράγοντες που μειώνουν την κοινωνική αποτελεσματικότητα - επιτυχία των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων (www.ine.otoe.gr):

- το φόβο των εργαζομένων για την απώλεια της θέσης εργασίας και των εργασιακών τους δικαιωμάτων,
- τις (συχνά βίαιες ή αποσπασματικές) αλλαγές στη Διοίκηση του Ανθρώπινου Δυναμικού και στην υπάρχουσα εργασιακή πρακτική,
- την ασάφεια και ανασφάλεια του προσωπικού και των στελεχών σχετικά με τις προοπτικές του νέου επιχειρησιακού σχήματος, τη θέση τους στην ιεραρχία και την εξέλιξη των αρμοδιοτήτων τους.

Σημειώνοντας ότι η απασχόληση δεν είναι κατά κανόνα ο κύριος λόγος που προκαλεί τις συγχωνεύσεις, αλλά συνιστά μεταβλητή που επηρεάζεται σημαντικά από αυτές, οι ίδιες έρευνες εντοπίζουν σημαντικές ποσοτικές και κυρίως ποιοτικές επιπτώσεις των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στην απασχόληση, μεταξύ των οποίων (www.ine.otoe.gr):

- μείωση της απασχόλησης στις κατηγορίες με χαμηλότερη εξειδίκευση,
- σημαντικές μεταβολές στο ρόλο και στα καθήκοντα των στελεχών, προς την κατεύθυνση της μεγαλύτερης πολυπλοκότητας και ευελιξίας
- σχετική αύξηση της απασχόλησης εξειδικευμένων και νεότερων στελεχών

- «απαλλαγή» της επιχείρησης από πλεονάζον δυναμικό χαμηλότερης εξειδίκευσης ή και από ηλικιωμένα στελέχη, με διάφορα προγράμματα πρόωρης συνταξιοδότησης ή εθελουσίας εξόδου,
- σοβαρά προβλήματα ενσωμάτωσης και εναρμόνισης διαφορετικών συστημάτων Διοίκησης, εργασιακών σχέσεων και οργάνωσης εργασίας, που απαιτούν σοβαρή προπαρασκευή και μπορεί να αποβούν κρίσιμα για την επιτυχία της συγχώνευσης, εάν ξεκινούν από διαφορετικά συστήματα διαπραγμάτευσης, συλλογικής ρύθμισης και διαμόρφωσης των όρων αμοιβής και εργασίας.

Σύμφωνα με έρευνα των Calipha et al (2010), οι παράγοντες επιτυχίας των Ε&Σ αποτελούν σημείο αναφοράς για ένα μεγάλο σώμα της διεθνούς έρευνας, τονίζοντας πως ποικίλοι διοικητικοί και οργανωτικοί παράγοντες συνδέονται εν γένει με την επιτυχία των Ε&Σ, όπως για παράδειγμα, οι συνεργάτες, η συμμετοχή των διευθυντών, η κουλτούρα, αλλά και πλήθος οργανωτικά και διαρθρωτικά θέματα.

Στον παρακάτω πίνακα παρατίθενται συγκεντρωμένοι οι κυριότεροι λόγοι που ωθούν στην πραγματοποίηση Εξαγορών ή Συγχωνεύσεων, καθώς και οι κυριότεροι λόγοι αποτυχίας στρατηγικής ανάπτυξης μέσω της πραγματοποίησής τους αυτής.

Πίνακας 2 Οι κυριότεροι λόγοι πραγματοποίησης και αποτυχίας μιας Ε ή Σ

Λόγοι πραγματοποίησης Ε ή Σ		Λόγοι αποτυχίας Ε ή Σ
Οικονομίες κλίμακας και φάσματος	Ε ή Σ	Δυσκολίες ενοποίησης
Συνδυασμός πόρων Εκμετάλλευση υπερβάλλουσας ρευστότητας		Ανεπαρκής αξιολόγηση της εταιρείας στόχου
Αύξηση δυναμικής στην αγορά		Υπερβολική προσήλωση σε εξαγορές
Κόστος και χρόνος ανάπτυξης νέων προϊόντων		Αδυναμία υλοποίησης συνεργειών
Υπέρβαση εμποδίων εισόδου		Ρόλος στελεχών Διοικητική αλαζονεία
Αύξηση διαφοροποίησης Εξάλειψη χαμηλής αποδοτικότητας εταιρίας στόχου		Δημιουργία πολύ μεγάλης επιχείρησης
Αποφυγή υπερβάλλοντος ανταγωνισμού		Υπερβολικό χρέος

Πηγή: Παπαδάκης (2002)

Επίσης, σημαντικοί λόγοι που δημιουργούν αποτυχίες, καθώς και αντικίνητρα στις εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι (Παπαδάκης, 2002; Marks & Mirvis, 2011):

- Ανεπαρκής αξιολόγηση – υπερεκτίμηση προσδοκώμενων συνεργιών. Όταν μια επιχείρηση εξετάζει ένα στόχο προς εξαγορά, συνήθως εισέρχεται σε μια διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης-στόχου κατά την οποία αποτιμά τα οφέλη που θα της αποφέρει και τα κόστη που ενδεχομένως θα δημιουργηθούν.

Ωστόσο, οι όποιες εκτιμήσεις για επίτευξη συνεργιών μπορεί να αποδειχθούν λανθασμένες. Και αυτό γιατί η εκτίμηση της προβλεπόμενης π.χ. αύξησης των εσόδων συχνά παρουσιάζει τρομακτική δυσκολία στον υπολογισμό, διότι εξαρτάται από εξωτερικές παραμέτρους, οι οποίες συχνά είναι πέραν του ελέγχου της διοίκησης.

Από την άλλη πλευρά υπάρχει ο κίνδυνος η Εξαγορά και Συγχώνευση δύο εταιριών να γίνεται αποκλειστικά με το κριτήριο της μεγέθυνσης και με έλλειψη στρατηγικού οράματος.

Πολλές επιχειρήσεις, κυρίως στον τραπεζικό τομέα, έχουν την τάση να εξαγοράζουν άλλες επειδή αυτή είναι και η τάση της αγοράς ή από φόβο μήπως το μικρό μέγεθός τους τις καταστήσει ευάλωτες σε εξαγορές. Στις περιπτώσεις αυτές η αναίτια εξαγορά και η ανεπαρκής αξιολόγηση των εξαγοραζόμενων εταιριών όχι μόνο δεν αποφέρει συνέργειες, αλλά πολύ συχνά οδηγεί στο αντίθετο αποτέλεσμα, βάζοντας σε κίνδυνο τις προοπτικές του όλου εγχειρήματος. Καθίσταται επομένως φανερό ότι υπάρχουν πολλές δυσκολίες στην ακριβή εκτίμηση ύπαρξης συνέργειας και του οφέλους που ενδεχομένως θα αποφέρει.

- Δυσκολίες ενοποίησης – ο ανθρώπινος παράγοντας. Η προσπάθεια ένωσης δύο εταιριών αφορά στην ένωση δύο διαφορετικών ειδών εταιρικής κουλτούρας, χρηματοοικονομικών συστημάτων και συστημάτων ελέγχου. Αφορά επίσης στην προσπάθεια δημιουργίας αποτελεσματικής συνεργασίας μεταξύ των διοικητικών στελεχών των δύο επιχειρήσεων. Πρόκειται για μια διαδικασία μάλλον χρονοβόρα και με αμφίβολα αποτελέσματα.

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

Αν οι μετοχές της επιχείρησης-στόχου διακινούνται στο χρηματιστήριο, κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων αυξάνεται η τιμή τους. Προκειμένου να εξασφαλίσει την επιχείρηση-στόχο, η επιχείρηση-αγοραστής είναι πρόθυμη να διαθέσει υψηλή υπεραξία (premium) στους μετόχους της, το οποίο συνεπάγεται μεγάλα έξοδα. Αν για τα ρευστά που

απαιτούνται, στρέφεται σε άλλο είδος χρηματοδότηση, συνήθως δανεισμό από τράπεζες και μέσω junk bonds (ομόλογα με υψηλό επιτόκιο, διότι πρόκειται για αβέβαιη επένδυση, αφού εξαρτάται από την πορεία της εξαγοράς). Επίσης ενδέχεται να ακολουθήσει και ανορθόδοξους τρόπους χρηματοδότησης για την αγορά των μετοχών, να χρησιμοποιήσει, για παράδειγμα, ίδιους χρηματικούς πόρους, οι οποίοι όμως αρχικά προορίζονταν για άλλες δραστηριότητες.

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

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

- Προσωπικοί λόγοι των διευθυντικών στελεχών για την εξαγορά και πιθανόν λόγοι προβολής και ιδίων συμφερόντων.
- Έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού και ορθής επενδυτικής λογικής, η οποία να βασίζεται σε ρεαλιστικά στοιχεία.
- Μη ρεαλιστικές προσδοκίες. Έχουν αναπτυχθεί θεωρίες σχετικά με τον τρόπο που θα πρέπει να υπολογίζονται οι πιθανές συνέργειες. Σε αρκετές περιπτώσεις, οι υπερβολικές προσδοκίες δημιουργούν λανθασμένη εικόνα στην αγορά σχετικά με τις ικανότητες του νέου σχήματος και τελικά οδηγούν στην αποτυχία ανάπτυξης των αρχικών του δεσμεύσεων.
- Σε μεσοπρόθεσμο διάστημα παρατηρούνται συγκρουόμενες επιχειρηματικές κουλτούρες, οι οποίες δεν επιτρέπουν στην ενοποιημένη επιχείρηση, πλέον, να αναπτύξει εκείνα τα πλεονεκτήματα που θεωρητικά διαθέτει.
- Συγκρουόμενα συμφέροντα και εσωτερικός ανταγωνισμός.

- Το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, όπως είναι το θεσμικό πλαίσιο που ρυθμίζεται από τις κυβερνητικές παρεμβάσεις, όπως και οι παράγοντες που αφορούν μεταβλητές τις οποίες η επιχείρηση δεν μπορεί να ελέγξει.
- Η Οικονομική συγκυρία που επικρατεί. Μία εξαγορά και συγχώνευση μπορεί να μην γίνει ποτέ, ή και αν γίνει μπορεί να μην επιτύχει τους στόχους της, ως αποτέλεσμα αποκλειστικά εξωεπιχειρησιακής κατάστασης και των μακρο-οικονομικών συνθηκών (Μανουσαρίδου, 2010).
- Αδυναμία γρήγορης και επιτυχούς ενοποίησης των δύο επιχειρήσεων. Η προσπάθεια ένωσης των δύο εταιριών αφορά την ένωση δυο διαφορετικών ειδών εταιρικής κουλτούρας, χρηματοοικονομικών συστημάτων και συστημάτων ελέγχου. Αφορά επίσης την προσπάθεια δημιουργίας αποτελεσματικής συνεργασίας μεταξύ των διοικητικών στελεχών και των δυο επιχειρήσεων. Πρόκειται όμως για μια διαδικασία μάλλον χρονοβόρα και με αμφίβολα αποτελέσματα.

Εκτός από την περίπτωση που οι δύο επιχειρήσεις αποδεικνύονται μη συμβατές, ως προς την στρατηγική που ακολουθούν, έμφαση δίνεται στην περίπτωση που ο ανθρώπινος παράγοντας είναι εκείνος που ευθύνεται για την αποτυχία. Όταν μιλάμε για ανθρώπινο παράγοντα αναφερόμαστε στο ανθρώπινο δυναμικό των επιχειρήσεων και την εταιρική κουλτούρα που το διακρίνει. Με τον όρο εταιρική κουλτούρα εννοούμε το σύνολο των συμβόλων, αξιών, ιδεολογιών και υποθέσεων που λειτουργούν συχνά συνειδητά ώστε να καθοδηγούν και να διαμορφώνουν την ατομική και την εταιρική συμπεριφορά (Φραγκάκης, 2010). Παρόλο που η συμβατότητα της εταιρικής κουλτούρας είναι καθοριστικός παράγοντας επιτυχίας μιας Σ&Ε, είναι και ο παράγων που συχνά αγνοείται. Οι δυσάρεστες συνέπειες απαντώνται κατά τη μεταβατική περίοδο μετά την οριστικοποίηση της συμφωνίας και είναι δυνατό να οδηγήσουν μια, κατά τα' άλλα, πολλά υποσχόμενη Σ&Ε, σε αποτυχία.

Μεταξύ των εργαζομένων της εξαγοραζόμενης εταιρείας επικρατεί, αφού δε γνωρίζουν αν θα διατηρήσουν τη θέση τους ή θα απολυθούν. Π.χ το 1998, η εξαγορά της αμερικάνικης Bankers Trust από τη γερμανική Deutsche Bank, δημιούργησε ένα τραπεζικό κολοσσό από τον οποίο όμως θα χάνονταν περίπου 5.500 θέσεις εργασίας. Η αβεβαιότητα αυτή, οδηγεί σε πτώση ηθικού, άγχος, αύξηση απουσιών από την εργασία και μείωση

παραγωγικότητας. Αυτό συμβαίνει κυρίως όταν οι εταιρείες που συγχωνεύονται ήταν σκληροί ανταγωνιστές, με αποτέλεσμα οι εργαζόμενοι της εξαγορασθείσας εταιρείας να νιώθουν ηττημένοι, φοβισμένοι και συχνά προδομένοι, καθώς επίσης στο γεγονός ότι δεν γνωρίζουν ποιος θα είναι ο ρόλος τους στη νέα εταιρεία, σε ποιον θα αναφέρονται καθώς επίσης και πως θα ταιριάζουν οι προσωπικοί κι επαγγελματικοί τους στόχοι στην κουλτούρα του νέου οργανισμού.

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

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

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

Τέλος, στις διασυνοριακές Σ&Ε, προκύπτει το πρόβλημα της διαφοράς της εθνικής κουλτούρας. Διαφορές εντοπίζονται στον τρόπο διεξαγωγής της εργασίας, στη διοίκηση, στη θέση των απλών υπαλλήλων, στους κανόνες εργασίας, στη δύναμη των πελατών και των προμηθευτών. Συνεπώς, η ασυμβατότητα της εθνικής κουλτούρας μπορεί να είναι

ακόμα ένας λόγος αποτυχίας μιας Σ&Ε. Για παράδειγμα, η πώληση της Τράπεζας Αθηνών στον κορεάτικο όμιλο Hanwa, κατά τη διάρκεια των αποκρατικοποιήσεων, την περίοδο 1991-1993, όχι μόνο δεν οδήγησε στην ανάπτυξη της τράπεζας, αλλά αντίθετα επιδείνωσε τις εγγενείς αδυναμίες της. Συγκεκριμένα, η διοίκηση και γενικότερα η επιχειρηματική φιλοσοφία, που ακολούθησε ο κορεάτικος Όμιλος, μπορεί να έχουν αποδειχθεί για τις αγορές της Ασίας αποτελεσματικές, αλλά δεν πέτυχαν στην ελληνική πραγματικότητα.

4.3 Επιπτώσεις των Ε&Σ

4.3.1 Επιπτώσεις στα Διευθυντικά Στελέχη

Σύμφωνα με τους Cartwright & Cooper (2014), είναι εμφανής η επίδραση της διαδικασίας Ε&Σ στην οργανωτική κουλτούρα και στον τρόπο διοίκησης. Η επίπτωση που έχουν οι Σ&Ε στους managers εξαρτάται από το κίνητρο που διέπει αυτές. Εάν, το κίνητρο είναι πειθαρχικό (disciplinary form), που σημαίνει εχθρική διάθεση τότε ο βαθμός αλλαγής των managers μετά την εξαγορά θα είναι μεγάλος, ενώ εάν το κίνητρο είναι η δημιουργία συνεργειών τότε η εξαγορά θα είναι φιλική και ο βαθμός αλλαγής των managers μικρός.

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

Από την πλευρά των managers των επιχειρήσεων που εξαγοράζουν διαπιστώνεται ότι υπάρχει μία τάση για αύξηση των αποδοχών τους (Firth, 1991) μετά τη συγχώνευση έστω και με την παρουσία αρνητικών αποδόσεων για τους μετόχους τους, γεγονός το οποίο ενισχύει τη θεωρία της αυτονόμησης των managers από τα συμφέροντα των λοιπών μετόχων (self- managerial interests & agency problem).

4.3.2 Επιπτώσεις στους Εργαζομένους

Η διεθνής βιβλιογραφία κάνει σαφή λόγο για την επίδραση της διαδικασίας Ε&Σ στους υπαλλήλους (Cartwright & Cooper, 2014), με την επίπτωση των Σ&Ε στους εργαζόμενους να μην είναι γενικά ευνοϊκή, διότι αυτό σημαίνει απολύσεις, αναδιατάξεις προσωπικού, αλλαγές κλπ. Το μέγεθος των αλλαγών αυτών πάλι εξαρτάται από το κίνητρο της εξαγοράς και από την ύπαρξη του agency problem, κατά την περίοδο προ της εξαγοράς. Εάν η προσφορά είναι εχθρική ενδέχεται και οι επιπτώσεις για τους εργαζόμενους να είναι πιο δυσμενείς, ενώ εάν είναι φιλική μπορεί να υπάρχουν είτε ευνοϊκές ρυθμίσεις (π.χ. αποζημιώσεις για πρόωρη συνταξιοδότηση, κλπ.) είτε ακόμη και διασφάλιση των περισσότερων θέσεων εργασίας.

Η εμπειρική μελέτη (π.χ Healy, Palepu & Ruback, 1992) για Η.Π.Α. και Conyon, Girma, Thompson and Wright (2002) για το Ηνωμένο Βασίλειο) έχει επιβεβαιώσει την ισχύ των ανωτέρω, διακρίνονται όμως μαζί με τις δυσμενείς επιπτώσεις όσον αφορά στην απασχόληση, και στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας και στην αύξηση της παραγωγικότητας. Φαίνεται επίσης ότι το προσωπικό που είναι σε βοηθητικές και επιτελικές υπηρεσίες κινδυνεύει πιο πολύ από απολύσεις από το προσωπικό που είναι στην παραγωγή (Bhagat, Shleifer and Vishny, 1990).

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

4.4 Παράγοντες που επηρεάζουν την Απόδοση των Ε&Σ

Σύμφωνα με τους Gomes et al (2013), η διαδικασία των Ε&Σ χαρακτηρίζεται από πολυπλοκότητα, καθώς είναι ποικίλοι οι παράγοντες που συμβάλλουν στην αποτελεσματικότητα και απόδοση αυτών. Με βάση την επισκόπηση των αποτελεσμάτων των εμπειρικών μελετών, και των δύο μεθόδων, μπορούμε να αναγνωρίσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των Σ&Ε, διακρίνοντας τους σε μακροπρόθεσμους (long-run) και βραχυπρόθεσμους (short-run).

Οι μακροπρόθεσμοι παράγοντες έχουν σχέση με την επιλογή της συγχώνευσης ως τμήματα μίας ολοκληρωμένης εταιρικής στρατηγικής που επιδιώκει τη διατήρηση του παλαιού ή την απόκτηση νέου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Τέτοιοι παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των συγχωνεύσεων μπορεί να είναι:

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

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

Όμως υπάρχει και μια άλλη μερίδα της βιβλιογραφίας που ισχυρίζεται ότι οι ασυσχετίστες συγχωνεύσεις (conglomerate mergers) δημιουργούν επίσης σημαντική αξία [Grant, Jammine & Thomas, 1988; Seth, 1990; Ashlinger & Copeland, 1996], είτε λόγω της δημιουργίας διοικητικών συνεργειών (managerial synergies) από την καλύτερη αξιοποίηση των πόρων και ικανοτήτων της εξαγορασθείσης επιχείρησης, είτε λόγω χρηματοοικονομικών συνεργειών (financial synergies) που προκύπτουν από το χαμηλότερο κίνδυνο που δημιουργεί η χαμηλή συσχέτιση των διαφορετικών ταμειακών ροών των

επιχειρήσεων (Lewellen, 1971- co-insurance effect). Σημαντικό είναι το επιχείρημα των Grant e.al. ότι η σχέση μεταξύ απόδοσης και διαφοροποίησης είναι μη- γραμμική, καθώς υπάρχει ένας άριστος βαθμός διαφοροποίησης που αυξάνει την απόδοση της συγχώνευσης. Οι Ashlinger & Copeland ερμηνεύοντας τα ευρήματα τους (το 80% των 829 εξαγορών που μελέτησαν, παρήγαγαν αποδόσεις υψηλότερες του κόστους κεφαλαίου τους για μία περίοδο 10 ετών), διετύπωσαν την άποψη ότι πολλές από τις συγχωνεύσεις που φαίνονταν από πολλές πλευρές να είναι ασυσχέτιστες, στην ουσία δεν ήταν, καθώς γύρω από ένα θέμα υπήρχε μία μεγάλη εμπειρία τεχνογνωσίας, διοικητικών ικανοτήτων, marketing, κ.λπ. Άλλωστε, πολύ μεγάλες επιχειρήσεις όπως η General Electric, Hyundai, κ.λπ. χρωστούν την επιτυχία τους στο γεγονός ότι συνδυάζουν επιτυχώς ασυσχέτιστες και συσχετισμένες δραστηριότητες μεταξύ τους, βασισμένες σε ένα κοινό θέμα (common theme), που μπορεί να είναι π.χ. η κατασκευή μηχανών.

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

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

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

των εχθρικών εξαγορών (disciplinary mechanism of hostile takeovers), που περιορίζει το agency problem.

- Ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η προσφορά (ειδικά για τις Η.Π.Α.) tender offer (απευθείας στους μετόχους) ή merger (μεταξύ των διοικήσεων των εταιριών). Οι μελέτες στις Η.Π.Α (πίνακες 3 & 4) δείχνουν την υπεροχή των tender offers έναντι των mergers. Εάν δε μάλιστα συνδυασθεί το γεγονός ότι τα tender offers συνδέονται στη συντριπτική τους πλειοψηφία με hostile bids και τα mergers με friendly mergers, επιβεβαιώνεται έμμεσα και το προηγούμενο επιχείρημα περί ύπαρξης πειθαρχικού μηχανισμού ελέγχου της αγοράς.

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

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

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

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

- Η διαφορά του δείκτη αποτίμησης (valuation ratio), ήτοι ο δείκτης Market to Book (MB) του bidder σε σχέση με τον αντίστοιχο δείκτη του target. Η εμπειρική έρευνα

(Lang, Stultz & Walkling, 1989; Servaes, 1991; Holl & Kyriazis, 1997) δείχνει ότι αποδόσεις των μετόχων των targets είναι υψηλότερες όταν το valuation ratio του bidder υπερβαίνει αυτόν του target, που σημαίνει ότι η αγορά εκτιμά θετικά το γεγονός ότι εταιρίες με υψηλή αποτίμηση αγοράζουν άλλες εταιρίες που έχουν δεχθεί χαμηλή αποτίμηση.

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

4.5 Τρόποι Αποφυγής Εξαγοράς

Όπως προαναφέραμε οι διοικήσεις συχνά δεν επιθυμούν να γίνει συγχώνευση της εταιρίας τους. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, η ανοχή στον κίνδυνο (ο συνδυασμός της αποστροφής του κινδύνου και της αντίληψης του κινδύνου), είναι ένα συχνό γνώρισμα που οδηγεί στην αποφυγή μιας Ε&Σ. (Frijns, et al., 2013). Η διοίκηση μιας εταιρίας που δεν επιθυμεί την συγχώνευση μπορεί να χρησιμοποιήσει διάφορες στρατηγικές για να την αποφύγει όπως:

- ❖ **Λευκός ιππότης (White Knight)**: η εταιρεία-στόχος έρχεται σε συμφωνία για συγχώνευση με κάποια φιλικά προσκείμενη εταιρεία.

- ❖ **Άμυνα Pac-Man**: η εταιρεία-στόχος καταθέτει αντιπρόταση για εξαγορά της εταιρείας-αγοραστή.

- ❖ **Χρυσό Αλεξίπτωτο (Golden Parachute)**: η εταιρεία-θύμα θέτει όρους πολύ υψηλών αποζημιώσεων στα συμβόλαια των διευθυντικών της στελεχών σε περίπτωση αποχώρησής τους μετά την εξαγορά, αποθαρρύνοντας με αυτόν τον τρόπο την εταιρεία-αγοραστή.

❖ **Κόνηο (Poison Pill):** η εταιρεία-θύμα προχωρεί σε μετοχική αύξηση και επιτρέπει στους υπάρχοντες μετόχους (εκτός από τον αγοραστή) να αγοράσουν μετοχές με μεγάλη έκπτωση. Με αυτό τον τρόπο οι μέτοχοι αυξάνουν τα κέρδη τους, ενώ η πιθανή εξαγορά γίνεται λιγότερο ελκυστική.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

5.1 Εισαγωγή

Το παρόν κεφάλαιο έχει ως σκοπό να παρουσιάσει τις μεθόδους αποτίμησης αξίας μιας Σ&Ε. Στη συνέχεια, διερευνάται, μέσα από τις υπάρχουσες μελέτες, κατά πόσο οι συγχωνεύσεις δημιουργούν πρόσθετη αξία. Για να απαντήσουν στο παραπάνω ερώτημα οι ερευνητές μελετούν τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών και αγοραζόμενων εταιρειών κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης.

5.2 Η Αποδοτικότητα των Ε & Σ

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

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

Η βασική υπόθεση πίσω από μία προτεινόμενη συγχώνευση είναι ότι δύο ή περισσότερες εταιρίες ενωμένες σε μία ενιαία εταιρία είναι καλύτερα από ότι μόνες τους. Την απάντηση στο ερώτημα του εάν επαληθεύονται οι υποθέσεις αυτές στην πράξη,

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

Μία άλλη μέθοδος, που έγινε δημοφιλής μετά την αποδοχή της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Market Hypothesis, Fama 1970, 1976) – μια θεωρία που έχει τη δυνατότητα για τη δημιουργία οικονομικών μοντέλων βάσει των τιμών των μετοχών ακόμη και από την έναρξη τους (Marwala, Hurwitz, 2017) - και της εφαρμογής της στην πρωτοπόρα μελέτη των Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969) για την επίπτωση της δημόσιας ανακοίνωσης των stock splits στις τιμές των μετοχών, είναι η λεγόμενη event study analysis ή abnormal returns methodology. Η μέθοδος αυτή προσπαθεί να εκτιμήσει την επίπτωση του γεγονότος της συγχώνευσης πάνω στον πλούτο των μετόχων τόσο του υποψήφιου αγοραστή (Bidder) όσο και της εταιρίας στόχου εξαγοράς (Target).

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

Μία άλλη μέθοδος είναι η θεμελιώδης αποτίμησης (Fundamental valuation techniques) εκτελείται στα ιστορικά και παρόντα στοιχεία, αλλά με σκοπό να φτιάχνει οικονομικές προβλέψεις. Υπάρχουν διάφοροι πιθανοί αντικειμενικοί στόχοι: για να διευθύνει μια επιχείρηση την αξιολόγηση των αποθεμάτων (stock valuation) και να προβλέψει την πιθανή εξέλιξη των τιμών, για να κάνει προβολή στην απόδοση της επιχείρησης, για να αξιολογήσει τη διαχείρισή και να παίρνει αποφάσεις για το εσωτερικό της επιχείρησης και για να υπολογίζει τον πιστωτικό κίνδυνο. Απώτερος σκοπός είναι να κατανοήσει η εταιρία το πώς θα πρέπει να αντιμετωπίσει τους αντιπάλους της μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας εξαγοράς (Haleblian et al., 2009).

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

5.3 Μέθοδος μη Κανονικών Αποδόσεων (Abnormal Returns)

Η μέθοδος αυτή συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις (actual returns) των μετοχών των bidders και targets κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης του bid (event) μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσής του, με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις (predicted or expected returns) στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, που έχουν υπολογισθεί βάσει των ιστορικών στοιχείων μίας περιόδου (συνήθως 3-5 έτη προ του event) η οποία είναι «καθαρή» από το συγκεκριμένο γεγονός. Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων λέγεται abnormal returns AR και οφείλεται στο συγκεκριμένο γεγονός. (Η μεθοδολογία αυτή εφαρμόστηκε για πρώτη φορά από τους Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969) και τυποποιήθηκε περαιτέρω, συμπεριλαμβανομένων και των στατιστικών ελέγχων, από τους Brown & Warner (1980, 1985).

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

Η μη κανονική απόδοση (Abnormal Return) δίδεται από τον τύπο: $AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt})$, όπου:

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

$t=1,2,3,\dots,T$ (μήνες ή ημέρες)

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

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

Υπάρχουν έτσι, δύο χρονικές περίοδοι. Αυτές είναι, η περίοδος υπολογισμού

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

Ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων γίνεται με βάση τις τιμές των μετοχών και τα μερίσματα (με την υπόθεση ότι αυτά επανεπενδύονται), ενώ ο υπολογισμός των προβλεπόμενων αποδόσεων, τα οποία λέγονται και benchmark returns, είναι κάπως πιο πολύπλοκος και γίνεται με την ανάλυση παλινδρομήσεων (regression analysis) με τη βοήθεια διαφόρων υποδειγμάτων, όπως το market model (απλούστευση του CAPM), το mean adjusted return model και το market adjusted return model.

5.4 Μέθοδος Αξιολόγησης Λειτουργικής Απόδοσης Βάση Λογιστικών Στοιχείων (Accounting based Operational Performance Evaluation)

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

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

- Αποφεύγονται τα προβλήματα των στοιχείων της μεθόδου των μετοχικών αποδόσεων.

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

5.5 Μέθοδος Θεμελιακής Αποτίμησης (Fundamental Valuation Techniques)

Η θεμελιώδης αποτίμηση των προνομιούχων μετοχών στηρίζεται στην οικονομική ανάλυση των ιστορικών οικονομικών στοιχείων και μια αξιολόγηση των επιχειρησιακών προοπτικών ενός εκδότη ομολογιακών δανείων. Τα ιστορικά στοιχεία αποδεικνύουν την πορεία της επιχείρησης και των τρόπου διοίκησης της. Η αξιολόγηση των επιχειρησιακών προοπτικών ενός εκδότη ομολογιακών δανείων περιλαμβάνει την μελέτη των συνθηκών του περιβάλλοντος μέσα στο οποίο μια επιχείρηση λειτουργεί.

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

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

5.6 Έκτακτες αποδόσεις αγοραζουσών εταιρειών

5.6.1 Έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών εταιρειών σε επιτυχές συγχωνεύσεις και εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς.

Ο Travlos (1984) σε μία μελέτη του, στην οποία μελετάει συγχωνεύσεις και εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς, αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1,0) αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με -0,52% στατιστικά σημαντικές.

Ο Firth (1980) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με -6,3% στατιστικά σημαντικές.

Οι Franks and Harris (1989) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 1,00% στατιστικά σημαντικές.

Οι Franks, Harris and Titman (1989) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-5,+5) αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με -1,02% στατιστικά μη σημαντικές.

5.6.2 Έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών εταιρειών σε επιτυχές συγχωνεύσεις.

Ο Dodd (1980) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1,0) αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με -1,09% στατιστικά σημαντικές.

Ο Asquith (1983) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1,0) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 0,20% μη στατιστικά σημαντικές.

Ο Eckbo (1983) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1,+1) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες

με 0,07% μη στατιστικά σημαντικές.

Οι Franks and Harris (1989) μελέτησαν τις έκτακτες αποδόσεις ύστερα από συγχωνεύσεις σε δύο διαφορετικές αγορές, του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) και των Η.Π.Α. (U.S.A.). Συγκεκριμένα αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με $-3,60\%$ στατιστικά σημαντικές ενώ οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών στην αγορά των Η.Π.Α. (U.S.A.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με $0,10\%$ στατιστικά μη σημαντικές.

Οι Jensen and Ruback (1983) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών δεν πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) έκτακτες αποδόσεις (δηλαδή οι έκτακτες αποδόσεις είναι ίσες με $0,00\%$ στατιστικά σημαντικές).

5.6.3 Έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών εταιρειών σε επιτυχές εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς.

Οι Dodd and Ruback (1977) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με $2,83\%$ στατιστικά σημαντικές.

Οι Kummer and Hoffmeister (1978) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με $5,22\%$ στατιστικά σημαντικές.

Ο Bradley (1980) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-20,+20) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με $4,36\%$ στατιστικά σημαντικές.

Οι Eckbo and Langhor (1989) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) αρνητικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με $-3,21\%$ στατιστικά μη σημαντικές.

Οι Franks and Harris (1989) μελέτησαν τις έκτακτες αποδόσεις ύστερα από συγχωνεύσεις σε δύο διαφορετικές αγορές, του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) και των Η.Π.Α. (U.S.A.). Συγκεκριμένα αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών

στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 1,20% στατιστικά σημαντικές ενώ οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών στην αγορά των Η.Π.Α. (U.S.A.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 1,0% στατιστικά μη σημαντικές.

Οι Jensen and Ruback (1983) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) έκτακτες ίσες με 4,00% στατιστικά σημαντικές.

Από τις παραπάνω μελέτες συμπεραίνουμε σε ότι αφορά τις αγοράζουσες επιχειρήσεις ότι τα εμπειρικά πορίσματα αντικρούονται. Μερικές μελέτες αναφέρουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές, άλλες αναφέρουν θετικές έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές, και άλλες μελέτες αναφέρουν έκτακτες αποδόσεις στατιστικά μη σημαντικές, κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Ο Πίνακας 3 παρουσιάζει περιληπτικά τα πορίσματα των παραπάνω μελετών που διερευνούν συγχωνεύσεις και εξαγορές στις Η.Π.Α., Μεγάλη Βρετανία και Γαλλία.

Πίνακας 3 Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών που διερευνούν τις επιπτώσεις στις αγοράζουσες επιχειρήσεις (επιχειρήσεις επενδυτές)

ΜΕΛΕΤΗ	ΤΡΟΠΟΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ	ΕΚΤΑΚΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
Dodd (1980)	Συγχωνεύσεις	(-1, 0)	-1,09%*
Asquith (1983)	>>	(-1, 0)	0,20%
Eckbo(1983)	>>	(-1, +1)	0,07%
Jensen και Ruback (1983)	>>	(0μήνα)	0,00%*
Franksκαι Harris(1989)	>>	(0 μήνα) (Αγγλία) (0 μήνα) (Η.Π.Α.)	-3,60%* 0,10%*
Dodd καιRuback(1977)	Εξαγορές με δημόσια προσφορά	(0μήνα)	2,83%*
Kummer καιHoffmeister (1978)	>>	(0μήνα) (-	5,22%*
Bradley(1980)	>>	20,+20)	4,36%*
Jensen και Ruback (1983)	>>	(0μήνα)	4%*
Eckboκαι Langhor(1989)	>>	(0μήνα)	-3,21%*
FranksκαιHarris(1989)	>>	(0 μήνα) (Αγγλία) (0 μήνα) (Η.Π.Α.)	1,20%* 1%*
Firth (1980)	Συγχωνεύσεις και εξαγορές Με δημόσια προσφορά	(0μήνα)	-6,3%*
Travlos (1984)	>>	(-1,0)	-0,52%*
Franksκαι Harris(1989)	>>	(0μήνα)	1%*
Franks, Harrisκαι Titman (1989)	>>	(-5, +5)	1,02%*

Πηγή:Τραυλός(1991)

*Στατιστικά σημαντικό.

5.7 Έκτακτες αποδόσεις αγοραζόμενων εταιρειών

5.7.1 Έκτακτες αποδόσεις των αγοραζόμενων εταιρειών σε επιτυχές συγχωνεύσεις και εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς.

Ο Travlos (1984) σε μία μελέτη του, στην οποία μελετάει συγχωνεύσεις και εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς, αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1,0) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 15,07% στατιστικά σημαντικές.

Ο Firth (1980) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 28,10% στατιστικά σημαντικές.

Οι Franks and Harris (1989) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 23,30% στατιστικά σημαντικές.

Οι Franks, Harris and Titman (1989) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-5,+5) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 28,04% στατιστικά σημαντικές.

5.7.2 Έκτακτες αποδόσεις των αγοραζόμενων εταιρειών σε επιτυχές συγχωνεύσεις

Ο Dodd (1980) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1,0) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 13,41% στατιστικά σημαντικές.

Ο Asquith (1983) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1,0) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 6,20% στατιστικά σημαντικές.

Ο Eckbo (1983) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-1,+1) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 6,24% στατιστικά σημαντικές.

Οι Franks and Harris (1989) μελέτησαν τις έκτακτες αποδόσεις ύστερα από συγχωνεύσεις σε δύο διαφορετικές αγορές, του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) και των Η.Π.Α. (U.S.A.). Συγκεκριμένα αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 14,80% στατιστικά σημαντικές ενώ οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών στην αγορά των Η.Π.Α. (U.S.A.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 14,70% στατιστικά σημαντικές .

Οι Jensen and Ruback (1983) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) έκτακτες ίσες με 20,00% στατιστικά σημαντικές.

5.7.3 Έκτακτες αποδόσεις των αγοραζόμενων εταιρειών σε επιτυχές εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς

Οι Dodd and Ruback (1977) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 20,58% στατιστικά σημαντικές.

Οι Kummer and Hoffmeister (1978) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 16,85% στατιστικά σημαντικές.

Ο Bradley (1980) αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (-20,+20) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 32,18% στατιστικά σημαντικές.

Οι Eckbo and Langhor (1989) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 13,54% στατιστικά σημαντικές.

Οι Franks and Harris (1989) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου (U.K.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 24,00% στατιστικά σημαντικές ενώ οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών στην αγορά των Η.Π.Α. (U.S.A.) πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) θετικές έκτακτες αποδόσεις ίσες με 23,30% στατιστικά σημαντικές.

Οι Jensen and Ruback (1983) αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζόμενων εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0 μήνα) έκτακτες ίσες με 30,00% στατιστικά σημαντικές.

Από τις παραπάνω μελέτες συμπεραίνουμε σε ότι αφορά τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις ότι τα εμπειρικά πορίσματα συγκλίνουν στην άποψη ότι παρουσιάζονται υψηλές θετικές έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές, κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Ο Πίνακας 4 παρουσιάζει περιληπτικά τα πορίσματα των παραπάνω μελετών που διερευνούν συγχωνεύσεις και εξαγορές στις Η.Π.Α., Μεγάλη Βρετανία και Γαλλία.

Πίνακας 4 Αποτελέσματα εμπειρικών μελετών που διερευνούν τις επιπτώσεις στις αγοραζόμενες επιχειρήσεις (στόχοι)

ΜΕΛΕΤΗ	ΤΡΟΠΟΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ	ΕΚΤΑΚΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
Dodd (1980)	Συγχωνεύσεις	(-1, 0)	13,41%*
Asquith (1983)	>>	(-1, 0)	6,20%*
Eckbo(1983)	>>	(-1, +1)	6,24%*
Jensen και Ruback (1983)	>>	(0μήνα)	20,00%*
Franksκαι Harris(1989)	>>	(0 μήνα) (Αγγλία)	14,80%*
		(0 μήνα) (Η.Π.Α.)	14,70%*
Dodd καιRuback(1977)	Εξαγορές με δημόσια προσφορά	(0μήνα)	20,58%*
Kummer καιHoffmeister (1978)	>>	(0μήνα) (-	16,85%*
Bradley(1980)	>>	20,+20)	32,18%*
Jensen και Ruback (1983)	>>	(0μήνα)	30,00%*
Eckboκαι Langhor(1989)	>>	(0μήνα)	13,54%*
FranksκαιHarris(1989)	>>	(0 μήνα) (Αγγλία)	24,00%*
		(0 μήνα) (Η.Π.Α.)	23,30%*
Firth (1980)	Συγχωνεύσεις και εξαγορές Με δημόσια προσφορά	(0μήνα)	28,10%*
Travlos (1984)	>>	(-1,0)	15,07%*
Franksκαι Harris(1989)	>>	(0μήνα)	23,30%*
Franks, Harrisκαι Titman (1989)	>>	(-5, +5)	28,04%*

† Πηγή: Τραυλός(1991)

* Στατιστικά σημαντικό.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ - ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ

6.1 Γενικά συμπεράσματα

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές αναφέρονται στην ενοποίηση δύο εταιριών ή περιουσιακών στοιχείων μέσω διαφόρων τύπων χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Ως διαδικασίες, έχουν διαφορές μεταξύ τους και χαρακτηρίζονται και οι δυο από πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα.

Ιστορικά, η ανάπτυξη τους διαχωρίζεται σε πέντε περιόδους, με αφετηρία το 1895 και με κέντρο ανάπτυξης τις ΗΠΑ, όπου η εξέλιξη των Ε&Σ φαίνεται να συνδέεται με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με σημαντικές εξελίξεις στις αγορές, με ευκαιρίες επενδύσεων, με σημαντικές τεχνολογικές ανακαλύψεις, με κρατικά κίνητρα ή και με συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στα διευθυντικά στελέχη και στους μετόχους των εταιριών. Στην Ευρώπη, ιδιαίτερο ρόλο έπαιξε και παίζει η δημιουργία της Ενιαίας αγοράς, η όξυνση του διεθνούς ανταγωνισμού, η απορρύθμιση (deregulation), οι ανάγκες εκσυγχρονισμού και ανασύνταξης του Πιστωτικού Συστήματος, οι αποκρατικοποιήσεις και οι ευκαιρίες που αναδείχθηκαν με την προοπτική ενσωμάτωσης στην αγορά αυτή των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης. Αν και το 2008 αποτέλεσε έτος σημαντικής μείωσης της δραστηριότητας τους, τερματίζοντας μια πολυετή ανοδική πορεία, η οποία διεκόπη απότομα από την έλλειψη κεφαλαίων, την καταβράθρωση των χρηματιστηριακών αγορών, την απροθυμία ανάληψης κινδύνου, και την πρωτοφανούς εύρους γενικευμένη παγκόσμια οικονομική κρίση, σήμερα φαίνεται πως ο τομέας των συγχωνεύσεων και των εξαγορών παρουσιάζει θεαματική ανάπτυξη, με τις ΗΠΑ να κατέχουν το 34,9% των παγκόσμιων συναλλαγών Ε&Σ.

Στην Ελλάδα, το φαινόμενο των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων δημιουργεί ένα νέο και σε μεγάλο βαθμό άγνωστο σκηνικό στο εγχώριο οικονομικό γίγνεσθαι, αφού τα μακροπρόθεσμα αποτελέσματα των επιχειρηματικών συμπράξεων που έχουν λάβει χώρα

έως σήμερα, δεν μπορούν εύκολα να εκτιμηθούν. Επίσης, η δυναμική της ελληνικής αγοράς αναμφίβολα δεν έχει εξαντλήσει όλα τα περιθώρια ανάπτυξης και προόδου που μπορεί να εμφανίσει στον τομέα των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων. Η εμπειρία στον τομέα των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων φανερώνει ότι η ελληνική αγορά βρίσκεται ακόμη στη φάση της εσωτερικής αναδιάταξης των εταιρικών της δυνάμεων, χωρίς να έχει λάβει χώρα το τελικό αποτέλεσμα σε επίπεδο λειτουργικής αποδοτικότητας των εν λόγω κινήσεων. Αναμένεται να γίνουν σημαντικές διαφοροποιήσεις, καθώς μέσα από τις επιχειρηματικές συμπράξεις θα προκύψουν ελληνικής προέλευσης όμιλοι, οι οποίοι όμως θα υπερβαίνουν τα εθνικά ή γεωγραφικά όρια, διεισδύοντας καταρχήν στις αγορές της Βαλκανικής αλλά και της Ενωμένης Ευρώπης.

Διερευνώντας τους παράγοντες και τα κριτήρια βάσει των οποίων πρέπει να κινηθεί μια επιχείρηση για να υποστηρίξει στρατηγικά την αποτελεσματικότητα μιας Σ&Ε, γίνεται εμφανές μέσα από τη βιβλιογραφία πως οι παράγοντες επιτυχίας των Ε&Σ αποτελούν σημείο αναφοράς για ένα μεγάλο σώμα της διεθνούς έρευνας, τονίζοντας πως ποικίλοι διοικητικοί και οργανωτικοί παράγοντες συνδέονται εν γένει με την επιτυχία των Ε&Σ, όπως για παράδειγμα, οι συνεργάτες, η συμμετοχή των διευθυντών, η κουλτούρα, αλλά και πλήθος οργανωτικά και διαρθρωτικά θέματα. Αναφορικά με τους παράγοντες που δημιουργούν αποτυχίες, καθώς και αντικίνητρα στις εξαγορές και συγχωνεύσεις, η διεθνής βιβλιογραφία αναφέρει πως αυτοί αφορούν την ανεπαρκή αξιολόγηση – υπερεκτίμηση των προσδοκώμενων συνεργιών, τις δυσκολίες ενοποίησης και τον ρόλο του ανθρώπινου παράγοντα και της εταιρικής κουλτούρας, το υπερβολικό χρέος κ.α. Εντονότερο είναι το ζήτημα διαχείρισης των παραπάνω στις περιπτώσεις διασυνοριακών Σ&Ε, όπου προκύπτει το πρόβλημα της διαφοράς της εθνικής κουλτούρας λόγω της πολυπολιτισμικότητας.

Σύμφωνα με τη διεθνή έρευνα, είναι εμφανής η επίδραση της διαδικασίας Ε&Σ στην οργανωτική κουλτούρα και στον τρόπο διοίκησης, αλλά και στους ίδιους τους υπαλλήλους λόγω των υποκείμενων αλλαγών της συμφωνίας.

Η διαδικασία των Ε&Σ χαρακτηρίζεται από πολυπλοκότητα, καθώς είναι ποικίλοι οι παράγοντες που συμβάλλουν στην αποτελεσματικότητα και απόδοση αυτών. Με βάση την επισκόπηση των αποτελεσμάτων των εμπειρικών μελετών, οι παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των Σ&Ε διακρίνονται σε μακροπρόθεσμους (long-run) και βραχυπρόθεσμους (short-run). Η μεγαλύτερη μερίδα της βιβλιογραφίας υποστηρίζει, ότι τα

κέρδη είναι υψηλότερα στην περίπτωση των Σ&Ε, που γίνονται μεταξύ επιχειρήσεων με συσχετισμένες κατά κάποιο τρόπο δραστηριότητες μεταξύ τους (οριζόντιες, κάθετες ή συσχετισμένη διαφοροποίηση), από ότι μεταξύ επιχειρήσεων με ασυσχέτιστες δραστηριότητες, κυρίως λόγω των λειτουργικών συνεργειών και της αύξησης της λειτουργικής αποτελεσματικότητας. Όμως υπάρχει και μια άλλη μερίδα της βιβλιογραφίας που ισχυρίζεται ότι οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις (conglomerate mergers) δημιουργούν επίσης σημαντική αξία. Σημαντικό είναι το εύρημα μελετών ότι η σχέση μεταξύ απόδοσης και διαφοροποίησης είναι μη- γραμμική, καθώς υπάρχει ένας άριστος βαθμός διαφοροποίησης που αυξάνει την απόδοση της συγχώνευσης. Ένα ακόμη αξιόλογο εύρημα που προκύπτει από την πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών είναι το ότι οι εχθρικές εξαγορές συνδέονται με πολύ μεγαλύτερες αποδόσεις για τους μετόχους των εταιριών targets, αλλά σε κάποιες περιπτώσεις και με μεγαλύτερες αποδόσεις των bidders. Αυτό επιβεβαιώνει την ύπαρξη ενός τύπου πειθαρχίας της αγοράς σε μη αποτελεσματικούς managers, μέσω του μηχανισμού των εχθρικών εξαγορών (disciplinary mechanism of hostile takeovers), που περιορίζει το agency problem.

Αξίζει να αναφερθεί πως οι διοικήσεις συχνά δεν επιθυμούν να γίνει συγχώνευση της εταιρίας τους. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, η ανοχή στον κίνδυνο (ο συνδυασμός της αποστροφής του κινδύνου και της αντίληψης του κινδύνου), είναι ένα συχνό γνώρισμα που οδηγεί στην αποφυγή μιας Ε&Σ.

Σχετικά με τη μελέτη των μεθόδων αποτίμησης αξίας μιας Σ&Ε, η βιβλιογραφία αναφέρει ιστορικά τη χρήση λογιστικών μεγεθών (Κέρδη, ταμειακές ροές, βασικοί δείκτες, κ.λ.π.) για την εξέταση των επιπτώσεων της συγχώνευσης πάνω στην ενιαία εταιρία, συγκρίνοντας την πορεία των μεγεθών αυτών πριν και μετά τη συγχώνευση. Η σύγκριση με την προ της συγχωνεύσεως απόδοση των εν λόγω συγχωνευομένων εταιριών γίνεται με την απόδοση ενός συγκρίσιμου δείγματος μη συγχωνευομένων επιχειρήσεων (control group) του ίδιου κλάδου. Μία άλλη μέθοδος, που έγινε δημοφιλής μετά την αποδοχή της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών είναι η λεγόμενη event study analysis ή abnormal returns methodology. Η μέθοδος αυτή προσπαθεί να εκτιμήσει την επίπτωση του γεγονότος της συγχώνευσης πάνω στον πλούτο των μετόχων τόσο του υποψήφιου αγοραστή (Bidder) όσο και της εταιρίας στόχου εξαγοράς (Target). Μία άλλη μέθοδος είναι η θεμελιώδης αποτίμησης η οποία εκτελείται στα ιστορικά και παρόντα στοιχεία, με σκοπό

να δημιουργήσει οικονομικές προβλέψεις. Απώτερος σκοπός είναι να κατανοήσει η εταιρία το πώς θα πρέπει να αντιμετωπίσει τους αντιπάλους της μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας εξαγοράς.

Σχετικά με το κατά πόσο οι συγχωνεύσεις δημιουργούν πρόσθετη αξία, για τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών εταιρειών σε επιτυχές εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς οι έρευνες αναφέρουν εμπειρικά πορίσματα τα οποία αντικρούονται. Μερικές μελέτες αναφέρουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές, άλλες αναφέρουν θετικές έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές, και άλλες μελέτες αναφέρουν έκτακτες αποδόσεις στατιστικά μη σημαντικές, κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Αναφορικά με τις έκτακτες αποδόσεις αγοραζόμενων εταιρειών, τα εμπειρικά πορίσματα συγκλίνουν στην άποψη ότι παρουσιάζονται υψηλές θετικές έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές, κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς.

6.2 Προτάσεις

Η παγκοσμιοποίηση της οικονομίας και ο διεθνής ανταγωνισμός έχουν οδηγήσει τα τελευταία χρόνια σε σημαντική αύξηση των εξαγορών και των συγχωνεύσεων επιχειρήσεων. Βασικές αιτίες του φαινομένου, του λόγου δηλαδή για τον οποίο μια επιχείρηση αποφασίζει να εξαγοράσει ή να συγχωνευθεί με μια άλλη, είναι η εδραίωση της θέσης της στην παγκόσμια ή εγχώρια αγορά, η διαφοροποίηση των επιχειρήσεων σε νέα προϊόντα και αγορές με αποτέλεσμα την δημιουργία μεγάλων οικονομικών συγκροτημάτων.

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

ανταγωνισμού και συνεργασίας με τους ανταγωνιστές της μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών για την επίτευξη των κοινών τους στόχων.

Οι σύγχρονες τάσεις όπως η παγκοσμιοποίηση των αγορών, η ελευθερία δράσης του παγκόσμιου κεφαλαίου, η συρρίκνωση των επιχειρήσεων και η ιδιωτικοποίηση όλων των κρατικών και μη κρατικών επιχειρήσεων σε συνδυασμό με τη χρήση υψηλής τεχνολογίας καθιστούν τις συγχωνεύσεις συχνό φαινόμενο. Τα υψηλά ποσοστά εμφάνισης τους τις τελευταίες δεκαετίες και η αυξητική τους τάση υπαγορεύουν την αναγκαιότητα τους τόσο για τη βιωσιμότητά τους όσο και για την επιτυχημένη τους πορεία. **Συνεπώς, μια εταιρία που υιοθετεί μια συμφωνία Ε&Σ θα πρέπει να σχεδιάζει βιώσιμα πλάνα ανάπτυξης ώστε η πορεία της μετά τη διαδικασία να είναι επιτυχής στην αγορά.**

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

Παρόλο το ότι κάθε Σ&Ε (μετά τις σχετικές λογιστικές και χρηματοοικονομικές εκτιμήσεις της αξίας της επιχείρησης) προσφέρει πολλαπλά πλεονεκτήματα για τα εμπλεκόμενα μέρη όπως είσοδο σε νέες αγορές, δημιουργία οικονομιών κλίμακας, χρησιμοποίηση νέων τεχνολογιών κλπ., εντούτοις συχνά παρουσιάζουν αδυναμίες που συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με τη διαχείριση του ανθρώπινου δυναμικού τους. Συχνά η επικέντρωση μόνο σε ποσοτικά μεγέθη αποβαίνει λανθασμένη, ενώ η θέσπιση ποιοτικών και περισσότερο διαχρονικών κριτηρίων εξασφαλίζει μακροπρόθεσμη ευημερία τόσο της επιχείρησης όσο και των εργασιακών σχέσεων. Κοινός παρονομαστής όλων των εταιριών με εξαιρετικό εργασιακό περιβάλλον είναι η έμφαση στον παράγοντα άνθρωπο και μια

ολιστική προσέγγιση του θέματος της επιχειρηματικής επιτυχίας. Υπάρχει στενή σχέση μεταξύ οικονομικών αποτελεσμάτων και ευχαριστημένων εργαζομένων. Ο ρόλος της Διοίκησης Ανθρώπινων Πόρων είναι καταλυτικός στο σχεδιασμό και ανάλυση της εργασίας, στη στελέχωση, εκπαίδευση, αξιολόγηση και αμοιβή του προσωπικού με απώτερο σκοπό την ποιότητα, την κερδοφορία και τη βιωσιμότητα των επιχειρήσεων. **Συνεπώς, η εστίαση στη διαχείριση των ανθρώπινων πόρων είναι εξέχουσα σημασίας.**

6.3 Περιορισμοί

Η παρούσα εργασία αποτέλεσε μια βιβλιογραφική ανασκόπηση πάνω στο ζήτημα των Ε&Σ. Περιορισμό αποτέλεσε το γεγονός πως υπήρξε δυνατότητα για διεξαγωγή ποσοτικής ή ποιοτικής έρευνας, οπότε προτείνεται για το μέλλον η εξέταση του ζητήματος των Ε&Σ μέσα από εμπειρική έρευνα, όπως για παράδειγμα εξετάζοντας την επίδραση της συγχώνευσης στην κουλτούρα των εργαζομένων μιας και αναφέρθηκε νωρίτερα η σημασία της Διοίκησης Ανθρώπινων Πόρων στο πλαίσιο μιας Ε&Σ. Προτείνεται να γίνει λοιπόν έρευνα μέσα από ποσοτικό σχεδιασμό κι ιδιαίτερα χρησιμοποιώντας ως εργαλείο έρευνας το δομημένο ερωτηματολόγιο, σε δείγμα εργαζομένων που θα διατυπώσει τις αιτίες της συγχώνευσης, τις αντιλήψεις των εργαζομένων για τη συγχώνευση, την εταιρική κουλτούρα και την αντίσταση στην αλλαγή, τους παράγοντες επιρροής στο αποτέλεσμα της συμφωνίας και την πρόβλεψη στην απόδοση της.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξένη

Aon Hewitt (2011). *Culture integration in M&A: Survey findings*, Consulting Report.

Bargeron, L, Smith, J. and Lehn, K. (2012) *Corporate culture and M&A activity*, working paper.

Calipha, R., Tarba, S., Brock, D. (2010), Mergers and acquisitions: A review of phases, motives, and success factors, in Cary L. Cooper, Sydney Finkelstein (ed.) *Advances in Mergers and Acquisitions (Advances in Mergers and Acquisitions, Volume 9)* Emerald Group Publishing Limited, pp.1 – 24.

Cartwright, S., Cooper, C. (2014). *Mergers and Acquisitions: The Human Factor*. Butterworth-Heinemann.

Changqi και Ningling (2010) Determinants of Cross-Border Merger & Acquisition Performance of Chinese Enterprises. *Procedia Social and Behavioral Sciences* 2, 6896–6905

Feng, Genfu and Linjiang Wu, (2001). Empirical Study of Performance of Mergers and Acquisitions of Chinese Public Companies. *Economic Research*, 1.

Fiordelisi, F, and Martelli, D. (2011) *Corporate culture and merger success in banking*, Working paper

Frijns, B., Gilbert, A., Lehnert, T., Tourani-Rad, A. (2013). Uncertainty avoidance, risk tolerance and corporate takeover decisions, *Journal of Banking & Finance*, Volume 37, Issue 7, Pages 2457-2471.

Gomes, E., Angwin, D., Weber, Y., Tarba, S.Y. (2013), Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre- and Post-M&A Connections for Improved Performance, *Thunderbird*, Volume55, Issue1, Pages 13-35

Haleblian J, Devers CE, McNamara G, Carpenter MA, Davison RB. (2009). Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: a review and research agenda. *Journal of Management*: 35(3): 469–502.

Jia Changjie, (2003). Influence of Previous Mergers and Acquisitions upon Performance of Mergers and Acquisitions. *Quantitative and Technical Economics Research*. 12.

Marks, M.L., Mirvis, P. (2011). Merge Ahead: A Research Agenda to Increase Merger and Acquisition Success, *J Bus Psychol* 26:161–168.

Marwala T., Hurwitz E. (2017) Efficient Market Hypothesis. In: *Artificial Intelligence and Economic Theory: Skynet in the Market*. Advanced Information and Knowledge Processing. Springer, Cham.

Papadakis, V., Thanos, I. (2010), Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria, *British Journal of Management*, Vol. 21, 859–873.

Pasiouras F. και Zopounidis C. (2008), “Consolidation in the Greek banking industry: which banks are acquired?”, *Managerial Finance*, Volume 34, No 3, www.emerald.com.

Pasiouras F., Tanna S., Gaganis C., “What Drives Acquisitions in the EU Banking Industry? The Role of Bank Regulation and Supervision Framework, Bank Specific and Market Specific Factors”, Coventry University.

Pasiouras F., Tanna S., Zopounidis C. (2007), “The identification of acquisition targets in the EU banking industry: An application of multicriteria approaches”, *International Review of Financial Analysis*, Volume 16, Issue 3, Pages 262-281.

Schuler, R, and Jackson, S. (2001). HR issues and activities in mergers and acquisitions. *European Management Journal* 19:3, pp. 239-253

Van den Steen, E. (2010), On the origin of shared belief (and corporate culture), *Rand Journal of Economics* Vol. 41, pp. 617-648.

Zhu, Baoxian and Yikai Wang, (2002). Effect Analysis of Chinese Publish Improvement of Mergers and Acquisitions Practice 1998. *Economic Research*, 11.

Ελληνική

Γεωργακοπούλου Β., (2000), «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις», τεύχος 20, Επιθεώρηση Εργασιακών Σχέσεων

Γιακάς Κ., (2011), «Οι επιπτώσεις των εξαγορών στις επιχειρήσεις στόχους στην ελληνική οικονομία», Πάτρα, Διπλωματική εργασία.

Euretirio.gr , (2018), προσβάστηκε στις 10/09/2018

Θεοδώρου Ε., (2009), «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», Κρήτη, εκδόσεις ΤΕΙ Κρήτης.

INE ΓΣΕΕ- ΑΔΕΔΥ, (2008), «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Επιχειρήσεων. Επιπτώσεις στην Απασχόληση και στις Εργασιακές Σχέσεις. Θεωρητική και Εμπειρική Ανάλυση», Αθήνα.

Investment Research & Analysis Journal (2005), «Οι Κυριότερες Μέθοδοι Αποτίμησης & η Διαδικασία Εξαγωγής της Σχέσης Συγχώνευσης», διαθέσιμο στο http://iraj.gr/IRAJ/IRAJ_VIEW_on_Merger_Exchange_Ratio.pdf , ανάκτηση 13-10-2018

Investopedia (2018), προσβάστηκε στις 01/10/2018

Μανουσαρίδου Αικ., (2010), «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις. Μελέτη Περίπτωσης: Ο Τραπεζικός Κλάδος στην Ελλάδα», Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.

Παπαδάκης Β., (2002), «Στρατηγική των Επιχειρήσεων. Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», Αθήνα, εκδόσεις Ε. Μπένου.

Σακέλλης Ε., (2001), «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και εκτίμηση αξίας επιχειρήσεως», Αθήνα, εκδόσεις ΒΡΥΚΟΥΣ.

Τσιμούρτου Ό., (2007), Ιδιωτικοποιήσεις και η επίδρασή τους στις τράπεζες», Ηράκλειο.

Financial Times - Εφημερίδα Ναυτεμπορική (2000), «Στα όριά της η αγορά εξαγορών και συγχωνεύσεων», 6/1/2000, διαθέσιμο στο www.naytemporiki.gr, ανάκτηση 13-10-2018

Φραγκάκης Εμ., (2010), «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές κατά την τελευταία δεκαετία στην Ελλάδα», Άγιος Νικόλαος.