



Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στις Διεθνείς Επιχειρηματικές
Δραστηριότητες,
του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Οι συγχωνεύσεις & εξαγορές ως στρατηγικό εργαλείο διεθνοποίησης των επιχειρήσεων

της

Πατλάκα Μαρίας, του Θεοδώρου

Φεβρουάριος, 2017

Στη μνήμη του λατρεμένου
πατέρα μου,

Ευχαριστίες

Η παρούσα εργασία εκπονήθηκε στο πλαίσιο του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στις Διεθνείς Επιχειρηματικές Δραστηριότητες του Πανεπιστημίου Μακεδονίας. Στο σημείο αυτό θα ήθελα να απευθύνω τις θερμότερες ευχαριστίες στον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Ιωάννη Ταμπακούδη, Επίκουρο Καθηγητή του τμήματος Οργάνωσης & Διοίκησης, για την αμέριστη βοήθεια, καθοδήγηση και υποστήριξή του, καθώς και για το ανήσυχο του πνεύμα, που πάντα με επιμονή και υπομονή προσπαθεί για το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα.

Επίσης, να ευχαριστήσω και τους αρμόδιους εξεταστές της εργασίας, που η συμβολή τους, τόσο κατά τις προπτυχιακές, όσο και κατά τις μεταπτυχιακές σπουδές μου ήταν αμέριστη. Αρχικά, τον κ. Ιορδάνη Ελευθεριάδη, Αναπληρωτή Καθηγητή του Τμήματος Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων, για τη συνεισφορά του στις χρηματοοικονομικές γνώσεις μου, καθώς και στην ηθική υποστήριξη και καθοδήγησή του. Ιδιαίτερες ευχαριστίες θα ήθελα να απευθύνω στον κ. Δημήτριο Σουμπενιώτη, Καθηγητή του τμήματος Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων, για την αμέριστη υποστήριξη, καθοδήγηση και βοήθεια του σε κάθε δυσκολία, δίλημμα, απορία και ανησυχία μου, καθώς και για τις ιδιαίτερα ενδιαφέρουσες γνώσεις και απόψεις, που μοιράστηκε απλόχερα όλα αυτά τα χρόνια.

Ακόμα, θερμές ευχαριστίες σ' όλους τους καθηγητές του Μεταπτυχιακού Προγράμματος, που με τις γνώσεις και τη προσπάθειά τους ενίσχυσαν το πνεύμα και τη περιέργεια μου για το σχετικό γνωσιακό αντικείμενο, και το επιχειρηματικό περιβάλλον, γενικότερα. Εγκάρδιες ευχαριστίες στον κ. Ιωάννη Χατζηδημητρίου, Διευθυντή του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών Καθηγητή και Πρόεδρο του Τμήματος Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων, για τις γνώσεις, τη βοήθεια και υποστήριξή του, όλα αυτά τα χρόνια.

Κλείνοντας, να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για την υπομονή τους, την ενίσχυσή τους με κάθε μέσο, την κατανόηση τους και τις αντοχές τους, που τόσο δοκιμάστηκαν, ελπίζοντας και σε μελλοντικές ευκαιρίες να τους ευχαριστώ, τόσο ηθικά με τις πράξεις μου, όσο και με τα λόγια μου.

Περίληψη (Abstract)

Η παρούσα διπλωματική εργασία πραγματεύεται το φαινόμενο των συγχωνεύσεων & εξαγορών ως στρατηγικό εργαλείο διεθνοποίησης των επιχειρήσεων.

Γενικότερα, εξετάζονται οι έννοιες της παγκοσμιοποίησης και των άμεσων ξένων επενδύσεων, στις οποίες εντάσσονται ως μέθοδος οι συγχωνεύσεις & εξαγορές. Ειδικότερα, γίνεται λεπτομερής ανάλυση των κατηγοριών των συγχωνεύσεων & εξαγορών, δίνοντας έμφαση στις διασυνοριακές. Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι λόγοι για τους οποίους οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις & εξαγορές αποτέλεσαν κύρια μέθοδο των άμεσων ξένων επενδύσεων κατά τα τελευταία χρόνια, παρουσιάζοντας ιστορικά στοιχεία και αναλυτικότερα τα κύματα συγχωνεύσεων & εξαγορών, τα οποία κατηγοριοποιούνται χρονικά.

Παράλληλα παρουσιάζονται στοιχεία, και σημεία, όπως ποσοτικοί δείκτες, τους οποίους καλούνται τα στελέχη να μελετήσουν εκτενώς πριν τη λήψη αποφάσεων, σχετικά με τη μέθοδο εισόδου μέσω συγχωνεύσεων & εξαγορών, και τη σύναψη συμφωνίας με μία αλλοδαπή επιχείρηση. Στη συνέχεια, ακολουθεί μία παρουσίαση των μεθόδων και τεχνικών αξιολόγησης της μεθόδου εισόδου, και των λόγων που συνηγορούν για επιτυχία ή αποτυχία της διασυνοριακής συνένωσης.

Στο Κεφάλαιο 13, παρουσιάζεται, βάση στοιχείων του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και του Οργανισμού Ηνωμένων Εθνών, η πορεία των άμεσων ξένων επενδύσεων και των διασυνοριακών συγχωνεύσεων & εξαγορών, κατά τη περίοδο της οικονομικής κρίσης των τελευταίων ετών.

Ολοκληρώνοντας την ανάλυση, βάση της σχετικής βιβλιογραφίας, και των ερευνητικών στοιχείων, παραθέτονται βασικά συμπεράσματα σχετικά με τις περιπτώσεις που θα πρέπει να επιλέγονται οι συγχωνεύσεις & εξαγορές ως στρατηγική διεθνοποίησης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

Περιεχόμενα

1.	Εισαγωγή	1
2.	Παγκοσμιοποίηση	3
3.	Μορφές εισόδου	5
4.	Οι επιδράσεις των άμεσων ξένων επενδύσεων	7
4.1.	Οφέλη και κόστη των ΑΞΕ για τις μητρικές χώρες	7
4.2.	Η επίδραση των ΑΞΕ στη χώρα- στόχο	8
4.2.1.	Επιδράσεις που σχετίζονται με τη μεταφορά τεχνολογικών και κεφαλαιουχικών πόρων	9
4.2.2.	Επιδράσεις στον βαθμό απασχόλησης	11
4.2.3.	Επιδράσεις που αφορούν την αποδοτικότητα και ανάπτυξη	12
4.2.4.	Επιδράσεις στο ισοζύγιο πληρωμών	12
4.3.	Ο αντίκτυπος των άμεσων ξένων επενδύσεων στις πολυεθνικές	13
5.	Ιστορικά στοιχεία και Κύματα συγχωνεύσεων & εξαγορών	15
5.1.	1 ^ο Κύμα: Μονοπώλια (merging for monopolies)	16
5.2.	2 ^ο Κύμα: Ολιγοπώλια (merging for oligopolies)	17
5.3.	3 ^ο Κύμα: Μη συσχετισμένες συνενώσεις (conglomerates)	17
5.4.	4 ^ο Κύμα: Επιθετικές εξαγορές	18
5.5.	5 ^ο Κύμα: Παγκοσμιοποίηση (globalization) και άρση νομοθετικών περιορισμών (deregulation)	19
6.	Είδη κατηγοριοποίησης των συγχωνεύσεων-εξαγορών	21
7.	Οι διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές	25
7.1.	Παράμετροι στρατηγικής επιλογής	27
7.1.1.	Επιλογή χώρας, μεθόδου εισόδου και συνεργάτη	27
7.1.2.	Κρατικοί περιορισμοί	27
7.1.3.	Κρατικοί κανόνες	28
7.1.4.	Εγχώρια και επιχειρηματική κουλτούρα	28
7.1.5.	Η δυσκολία εξόδου από την αγορά- προορισμού	28
7.1.6.	Παράμετροι επίτευξης συμφωνίας	29
7.1.7.	Αξιολόγηση	29
7.1.8.	Διαπραγματεύσεις	29
7.1.9.	Δομή της συμφωνίας	30
7.1.10.	Η επιμέλεια των παρεχόμενων πληροφοριών (Due Diligence)	30
7.1.11.	Εσωτερική έγκριση	30
7.1.12.	Εξωτερική έγκριση	31

7.2.	Πραγματοποίηση της διασυνοριακής συγχώνευσης & εξαγοράς.....	31
7.2.1.	Ενσωμάτωση/ ενοποίηση	31
7.2.2.	Τι να ενοποιηθεί.....	32
7.2.3.	Δυσκολίες μετά την ενοποίηση.....	32
8.	Κίνητρα ώθησης συγχωνεύσεων- εξαγορών	34
8.1.	Στρατηγικά κίνητρα	34
8.2.	Οικονομικά κίνητρα	36
8.3.	Διοικητικά ή προσωπικά κίνητρα.....	39
8.4.	Κίνητρα και δυνάμεις του διεθνούς περιβάλλοντος	42
9.	Ποσοτικοί δείκτες για τη λήψη απόφασης συνένωσης.....	46
10.	Αξιολόγηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών	49
10.1.	Μελέτη γεγονότος.....	51
10.2.	Μελέτη περίπτωσης μίας συναλλαγής	52
10.3.	Κατάρτιση ερευνών από τα διευθυντικά στελέχη	52
10.4.	Αξιολόγηση λογιστικής μελέτης.....	53
11.	Λόγοι επιτυχίας μίας διασυνοριακής συνένωσης	55
12.	Λόγοι αποτυχίας μίας διασυνοριακής συνένωσης.....	62
13.	Οι συγχωνεύσεις & εξαγορές στην εποχή της κρίσης.....	67
13.1.	Μελέτες των τάσεων και συγκέντρωσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών	68
13.2.	Οι επιδράσεις της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης	70
13.3.	Οι επιπτώσεις στις άμεσες ξένες επενδύσεις	71
13.4.	Η αναγέννηση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	73
14.	Συμπεράσματα	76
15.	Βιβλιογραφία:	79
15.1.	Ελληνική βιβλιογραφία:	79
15.2.	Ξενόγλωσση βιβλιογραφία:	79
15.3.	Άρθρα:	81
15.4.	Εκθέσεις- Μελέτες:.....	83
15.5.	Ηλεκτρονικές πηγές:.....	84

Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1 (Figure 1): Αξία διασυνοριακών συγχωνεύσεων & εξαγορών ανά εξάμηνο (2005-2015).....	72
Διάγραμμα 2 (Figure 2): Αξία διασυνοριακών συγχωνεύσεων & εξαγορών ανά γεωγραφική περιοχή (2013-2015).....	73

1. Εισαγωγή

Ήδη από την μεταπολεμική περίοδο του Β' Παγκόσμιου Πολέμου, ιδιαίτερη άνθηση γνώρισε η παρατήρηση, μελέτη και αξιολόγηση χρηματοοικονομικών και σχετικών άλλων μεγεθών. Ως εξέχον φαινόμενο αναλύθηκαν οι άμεσες ξένες επενδύσεις- ΑΞΕ (foreign direct investments- FDI), καθώς και η υποκατηγορία τους, αυτή των συγχωνεύσεων-εξαγορών (mergers and acquisitions- M&A), λόγω της παγκόσμιας εμβέλειάς τους ως φαινόμενα. Η σημασία προκύπτει από το γεγονός ότι επηρεάζουν όχι μόνο τις δύο εταιρίες, που συμμετέχουν στη συνένωση με στόχο την επιτυχία των στρατηγικών τους στόχων, τα ενδιαφερόμενα μέρη τους (μέτοχοι, στελέχη, εργαζόμενοι, ανταγωνιστές, προμηθευτές, καταναλωτές, κυβέρνηση), αλλά και το σύνολο της κοινωνίας και της οικονομίας (Κυριαζής, 2007). Εάν ειδικά αναφερθούμε στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις & εξαγορές, που καλούνται να επιτύχουν σε τρία διαφορετικά περιβάλλοντα, δηλαδή το εγχώριο, της αλλοδαπής και το διεθνές, τότε αντιλαμβανόμαστε τη τεράστια σημασία της επένδυσης και κατανόησης της σημαντικότητάς τους, ως εργαλείο διεθνούς επέκτασης των επιχειρήσεων.

Ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, παρατηρείται μια αλματώδης αύξηση των άμεσων ξένων επενδύσεων και συγκεκριμένα των συγχωνεύσεων και εξαγορών -οι οποίες αγγίζουν το μισό του συνόλου των ΑΞΕ-, που επηρεάζουν τις ροές εργασίας, κεφαλαίου και τεχνολογίας, που αποτελούν πυλώνες της οικονομικής ανάπτυξης της επιχείρησης, και γενικότερα μίας οποιαδήποτε οικονομίας. Αν λάβουμε υπόψη ότι αυτές οι ροές ξεπερνούν τα σύνορα ενός κράτους, και εκτείνονται σ' όλη την υφήλιο, τότε καταλαβαίνουμε την εξαιρετική σημασία τους. Φυσικά, δεν θα πρέπει να μη γίνει αναφορά και στην παγκόσμια οικονομική κρίση των τελευταίων ετών, που έχει ανακόψει ή αναβάλλει τις αποφάσεις των επιφυλακτικών επενδυτών.

Το παγκόσμιο εμπόριο αναπτύσσεται ταχύτερα απ' ότι η παγκόσμια παραγωγή σε όρους ΑΕΠ- τα τελευταία χρόνια, ενώ η αύξηση των άμεσων ξένων επενδύσεων ξεπερνά τους ρυθμούς ανάπτυξης, τόσο της παραγωγής, όσο και του εμπορίου παγκοσμίως. Πιο απλουστευμένα, οι ΑΞΕ έχουν γίνει η κινητήριος οικονομική δύναμη, συντελώντας στην παγκόσμια ανάπτυξη, μετακινώντας το εμπόριο στη

δεύτερη θέση. Επίσης, η δημιουργία και ανάπτυξη ενός παγκόσμιου νομικού πλαισίου γύρω από τις ΑΞΕ, αντιμετώπισε πολλά προβλήματα και γκρίζες ζώνες, δημιουργώντας επιτυχημένες συμφωνίες με υψηλή μετοχική αξία.

Για την επιτυχία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών και της αυξανόμενης διεθνούς παραγωγής απαιτείται υψηλή δέσμευση των διοικητικών στελεχών, στέρεα επιχειρησιακή στρατηγική, οργανωσιακή κουλτούρα και συμβατοί ηγετικοί ρόλοι μεταξύ των στελεχών- στο εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης. Όσον αφορά το εξωτερικό περιβάλλον, οι πολιτικές, οικονομικές, κοινωνικές, νομικές δυνάμεις και αποφάσεις, που επηρεάζουν την εγχώρια και διεθνή οικονομική ανάπτυξη και ανταγωνιστικότητα, τόσο του κράτους, όσο και των επιχειρήσεων- που δραστηριοποιούνται σε αυτές, θα πρέπει να λαμβάνονται εξ' αρχής υπόψη, ιδιαίτερα όσον αφορά επενδύσεις με δέσμευση κεφαλαίου.

Επικεντρώνοντας, στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις-εξαγορές, και στην αυξανόμενη διεθνή παραγωγή, παρατηρείται η σταδιακή αφοσίωση των διεθνών πολιτικών στελεχών στο ελεύθερο εμπόριο, στην εξάλειψη των εμποδίων-δασμών και ποσοτώσεων, και στη παροχή επιδοτήσεων σε διεθνοποιημένες επιχειρήσεις. Δημιουργώντας δράσεις υποστήριξης τους, που σχετίζονται με την ανάπτυξη προϊόντων και υπηρεσιών, την έρευνα και ανάπτυξη, το ανθρώπινο δυναμικό, τη χρησιμοποιούμενη τεχνολογία, στοχεύουν στην άντληση πόρων μέσω των άμεσων ξένων επενδύσεων, αυξάνοντας το εγχώριο ΑΕΠ.

Πέρα από τους παραπάνω παράγοντες στους οποίους βασίζεται μία επιτυχημένη στρατηγική διεθνοποίησης, υπάρχουν πολλοί περισσότεροι, οι οποίοι συνολικά μελετώνται και αξιολογούνται κατά τα στάδια μιας διασυνοριακής συγχώνευσης-εξαγοράς. Στη συνέχεια της εργασίας, θα αναφερθούν οι ορισμοί, οι τύποι, τα είδη, τα κίνητρα, καθώς και οι παράγοντες που συμβάλλουν στην επιτυχή διεθνή πορεία των επιχειρήσεων, ή σε πιθανές περιπτώσεις αποφυγής της σε μία αγορά, που εμπίπτουν μελέτης πριν την επιλογή εισόδου σε μία αλλοδαπή αγορά με τη μέθοδο των συγχωνεύσεων- εξαγορών.

2. Παγκοσμιοποίηση

Η έννοια της **παγκοσμιοποίησης (globalization)** αποτελεί μία από τις πιο κοινές και χρησιμοποιούμενες έννοιες διεθνώς, απ αριθμώντας πλήθος μελετών, άρθρων, συζητήσεων και διαφωνιών. Οι διχογνωμίες σχετικά με τον ορισμό της έννοιας, έχουν ως κύρια χαρακτηριστικά τους το εύρος των δραστηριοτήτων τις οποίες επιθυμεί ο μελετητής να ορίσει, το είδος αυτών των δραστηριοτήτων, καθώς και τη σημασία που θέλει να προσδώσει στο φαινόμενο της παγκοσμιοποίησης (Parker, 2005). Για παράδειγμα, πολλοί θεωρούν την παγκοσμιοποίηση ως την έλλειψη εμποδίων και συνόρων για την άσκηση εμπορικών δραστηριοτήτων, όπως αναφέρει ο Ohmae (1995). Σύμφωνα με τον Dicken (1992), η παγκοσμιοποίηση ορίζεται ως η στροφή στα διεθνή πρότυπα, που αφορούν την παγκόσμια παραγωγή, το εμπόριο και τις επενδύσεις. Ακόμα μία άποψη σχετικά με τη παγκοσμιοποίηση είναι ότι αποτελεί μία διεθνή στρατηγική, σύμφωνα με την οποία γίνονται όλα το ίδιο και οπουδήποτε (Kanter & Dretler, 1998). Άλλοι χαρακτηρίζουν ως παγκοσμιοποίηση τις διασυνδέσεις ανάμεσα σε κοινά συμφέροντα των επιχειρήσεων και της κοινωνίας (Brown, 1992; Renesch, 1992). Λόγω των διαφόρων ορισμών, απόψεων και περιγραφών που υπάρχουν στη βιβλιογραφία, επιλέχθηκε ο γενικότερος όλων, ορισμός, σύμφωνα με τον Held et al. (1999), που αποτυπώνει μία ευρύτερη θεώρηση σχετικά με την έννοια της παγκοσμιοποίησης.

Η παγκοσμιοποίηση ορίζεται ως μία διαδικασία, όπου οι **παγκόσμιες διασυνδέσεις**, σε κάθε τομέα δραστηριότητας, **συνεχώς αυξάνονται**. Ενώνοντας αυτές τις παγκόσμιες διασυνδέσεις, καθώς και τις σχέσεις που εσωκλείουν, παριστάνεται μία άνευ προηγούμενου **συνεχή διαδικασία**, η οποία αναμορφώνει τάχιστα το περιεχόμενο πολλών δραστηριοτήτων. Το αποτέλεσμα είναι **ασαφή όρια και σύνορα**, μέσα, καθώς και ανάμεσα σε οργανισμούς, έθνη και παγκόσμια συμφέροντα.

Οι παγκόσμιες διασυνδέσεις λαμβάνουν χώρα σε επιμέρους περιβάλλοντα, στη περίπτωση μας, οικονομικό, με στόχο να δημιουργήσουν ισχυρούς δεσμούς στα πλαίσια της διεθνούς οικονομίας. Αυτοί οι δεσμοί αφορούν τη συσχέτιση ανάμεσα στις άμεσα ξένες επενδύσεις (ΑΞΕ), ροές κεφαλαίων και την απασχόληση συντελεστών παραγωγής (Parker, 2005). Η παγκοσμιοποίηση αποτελεί ένα

πολυποίκιλο φαινόμενο, χωρίς να παρουσιάζει πάντα άμεσες και ευδιάκριτες διασυνδέσεις. Πολλαπλοί δεσμοί διασυνδέονται με διαφορετικά περιβάλλοντα, όταν οι παγκόσμιες δραστηριότητες αλληλεπιδρούν με περισσότερα του ενός. Για παράδειγμα, ένα παγκόσμιο πολιτικό περιβάλλον ευνοεί τη διεξαγωγή εμπορικών δραστηριοτήτων, ενώ το αντίστοιχο οικονομικό και φυσικό περιβάλλον τις υποστηρίζει.

Σύμφωνα με τη Parker (2005), η παγκοσμιοποίηση εμφανίζει τέσσερα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά. Το πρώτο εξ' αυτών είναι οι ολοένα **αυξανόμενες παγκόσμιες διασυνδέσεις**, που αποτελούν απόρροια μελετών ή αυστηρού σχεδιασμού, όπως η ανακάλυψη και εξάπλωση του διαδικτύου, ή τυχαία γεγονότα, που προέκυψαν από το φυσικό περιβάλλον. Ο ρυθμός επομένως, που αυξάνονται οι παγκόσμιες διασυνδέσεις ενός έθνους και κατ' επέκταση οι άνθρωποί του, ορίζει το κατά πόσο είναι συνδεδεμένο με τη παγκόσμια κοινότητα. Δεύτερο χαρακτηριστικό, είναι η **ραγδαία εξάπλωση** της παγκοσμιοποίησης, χωρίς να έχει πάντα ένα σταθερό ρυθμό. Με άλλα λόγια η τάση της παγκοσμιοποίησης είναι σταθερά ανοδική, αλλά η γραμμή παλινδρόμησης της δεν καταγράφεται ως ομαλή, λόγω τις ασυνέχειας του ρυθμού αύξησής της, αναγκάζοντας τους οργανισμούς και τα άτομα να κρατούν επιφυλακτική στάση, απέναντι στην ερμηνεία γεγονότων και την κατάρτιση μελλοντικών σχεδίων. Το χαρακτηριστικό αυτό, συνοψίζεται από τον Veseth (1998), με τους χαρακτηρισμούς της παγκοσμιοποίησης, ως ανοργάνωτης και ασυνάρτητης διαδικασίας. Τρίτο χαρακτηριστικό είναι ο **αυξανόμενος αριθμός και η ποικιλομορφία των συμμετεχόντων** στις παγκόσμιες δραστηριότητες. Η κατάργηση πολλών εμποδίων, που περιόριζαν τις επιχειρηματικές δραστηριότητες, αύξησαν τα χαρακτηριστικά αυτά, αυξάνοντας την πολυπλοκότητα και τη διαφορετικότητα των συμμετεχόντων, ή ανταγωνιστών. Έτσι οδηγούμαστε στο τέταρτο χαρακτηριστικό, που θα μας απασχολήσει και σε επόμενο κεφάλαιο, και αφορά **την αυξανόμενη πολυπλοκότητα/ ποικιλομορφία** του παγκοσμιοποιημένου περιβάλλοντος. Η πολυπλοκότητα στη διαχείριση και διοίκηση ενός τέτοιου περιβάλλοντος και των ανθρώπων του, λόγω της στάσης τους απέναντι στο φαινόμενο, σε συνδυασμό με την αντίληψη και ανοχή τους στη διαφορετικότητα, διαδραματίζει σημαντικότερο ρόλο στην επιτυχία μίας διεθνούς επιχειρηματικής προσπάθειας.

3. Μορφές εισόδου

Η πολυπλοκότητα των επιχειρηματικών περιβαλλόντων, που έχει να αντιμετωπίσει η επιχείρηση, κατά τη διεθνοποίηση της κινείται σε τρία επίπεδα, το **εγχώριο**, το **ξένο** και το **διεθνές**. Η αλληλεπίδραση αυτών με την επιχείρηση, καθώς και οι δυνάμεις τους- κοινωνικές, πολιτιστικές, οικονομικές, πολιτικές, νομικές, περιβαλλοντικές-, επηρεάζουν την επιλογή μορφής εισόδου, που θα επιλεγεί ως η πλέον κατάλληλη (Ball et al., 2010).

Επίσης, οι μορφές εισόδου που θα πρέπει να μελετήσει η επιχείρηση για τη διεθνοποίησή της μπορούν να χωριστούν σε δύο μεγάλες κατηγορίες, βάση της ιδιοκτησίας μετοχικού κεφαλαίου. Όσον αφορά τις μορφές εισόδου **χωρίς τη συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο**, όπως αναφέρονται στους Ball et al (2010), είναι οι εξής:

- έμμεσες και άμεσες εξαγωγές,
- συμφωνίες παραγωγής- Contract manufacturing
- συμφωνίες παραχώρησης δικαιωμάτων εκμετάλλευσης- Licensing
- συμφωνίες διεθνούς δικαιοχρησίας- International franchising
- διοικητικά συμβόλαια- Management contracts
- συμφωνίες κατασκευής έργων «με το κλειδί στο χέρι»- Turn-key ventures

Η δεύτερη μεγάλη κατηγορία αφορά τις **ξένες επενδύσεις με μετοχική συμμετοχή**. Και σ' αυτή την περίπτωση συναντάμε δύο κατηγορίες. Η πρώτη αφορά τις **επενδύσεις χαρτοφυλακίου**, που ο επενδυτής προβαίνει στην αγορά μετοχών ή ομολόγων, και η συμμετοχή του είναι μικρότερη του 10% των μετοχών μίας επιχείρησης, και ο οποίος δρά με αποκλειστικό σκοπό την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων του. Στη δεύτερη κατηγορία εντάσσονται οι μορφές εισόδου που βασίζονται στη **συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο** με ποσοστό μεγαλύτερο του 10% των μετοχών μίας επιχείρησης, οι οποίες αναφέρονται στη βιβλιογραφία και ως **άμεσες ξένες επενδύσεις-ΑΞΕ** (foreign direct investments-FDI). Η μεταφορά συντελεστών παραγωγής σε μία αλλοδαπή χώρα είναι ο κύριος λόγος, που η ΑΞΕ θεωρείται ως η διεθνής στρατηγική ανάπτυξης, που φέρει τους υψηλότερους επιχειρηματικούς κινδύνους (Χατζηδημητρίου, 2003). Οι επενδυτές

που προβαίνουν σε μία τέτοια αγορά μετοχικού πακέτου, αποβλέπουν στη συμμετοχή τους και στη διοίκηση της επιχείρησης, πέρα από την απόδοση που τους αποφέρει η επένδυση. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία (Ball et al, 2010; Χατζηδημητρίου, 2003), οι άμεσες ξένες επενδύσεις, είναι οι παρακάτω κατηγορίες:

- Ίδρυση διεθνούς κοινοπρακτικής επιχείρησης- International Joint Venture, που μπορεί να αφορά είτε μία νέα επιχείρηση, είτε την εξαγορά μίας τοπικής υπάρχουσας ή τη συγχώνευση με αυτή
- Ίδρυση θυγατρικής αποκλειστικής ιδιοκτησίας- wholly owned subsidiary WOS,
- Ολική ή μερική εξαγορά τοπικής επιχείρησης

Επίσης, μία ιδιάζουσα μορφή εισόδου σε νέες αγορές είναι οι **στρατηγικές συμμαχίες** μεταξύ δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, που μπορεί να είναι επίσημες ή ανεπίσημες συμφωνίες συνεργασίας, ακόμα και μεταξύ ανταγωνιστικών επιχειρήσεων, για την επίτευξη των στόχων τους στις διεθνείς αγορές.

Στη συνέχεια της διπλωματικής θα επικεντρωθούμε στη **συμβολή των συγχωνεύσεων και εξαγορών στη διεθνοποίηση των επιχειρήσεων**, έχοντας πρώτα αναλύσει και ορίσει τα επιμέρους τους χαρακτηριστικά.

4. Οι επιδράσεις των άμεσων ξένων επενδύσεων

Το παγκοσμιοποιημένο επιχειρηματικό περιβάλλον φανερώνεται μέσα από την ταχύτατη αύξηση των διεθνών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και συγκεκριμένα την κατηγορία των άμεσων ξένων επενδύσεων. Η σημαντικότητα των άμεσων ξένων επενδύσεων αποτυπώνεται με την σύνδεση του οικείου περιβάλλοντος της μητρικής χώρας τους και το διαφοροποιημένο περιβάλλον που καλούνται να δραστηριοποιηθούν οι πολυεθνικές επιχειρήσεις. Η διαφοροποίηση αυτή μπορεί να δημιουργεί ένα φιλικό ή εχθρικό περιβάλλον δραστηριοποίησης των διεθνών επιχειρήσεων, του οποίου οι παράγοντες και δυνάμεις αποτελούν ευρύ πεδίο επιστημονικού ενδιαφέροντος (Bitzenis & Vlachos, 2012).

Ο ευρύς όγκος της βιβλιογραφίας επιχειρεί να εντοπίσει τα χαρακτηριστικά εκείνα του περιβάλλοντος, όπου ευνοούν θετικά τις ΑΞΕ. Παρόλο τον όγκο της βιβλιογραφίας, οι εμπειρικές μελέτες καταδεικνύουν ότι δεν μπορεί να υπάρξει καθολική σύγκλιση, λόγω των διαφορετικών χαρακτηριστικών και παραγόντων του περιβάλλοντος, τόσο του μητρικού όσο και της αγοράς στόχου. Διαφορετικά, όπως τονίζουν οι Bitzenis & Vlachos (2012), ο βαθμός διάχυσης της παραγωγικότητας ποικίλει, ανάλογα των ιδιαίτερων δυνάμεων αλληλεπίδρασης της βιομηχανίας και του κράτους/ περιβάλλοντος υποδοχής. Επομένως, μία άμεση ξένη επένδυση, καλείται να αντιμετωπίσει επιτυχώς και να δραστηριοποιηθεί σε τρία περιβάλλοντα, αυτό της **μητρικής χώρας**, της **χώρας- στόχου** και το **διεθνές**. Στη συνέχεια, επιχειρείται ανάλυση των επιδράσεων των ΑΞΕ και της υποκατηγορίας τους των συγχωνεύσεων & εξαγορών στα τρία αυτά περιβάλλοντα.

4.1.Οφέλη και κόστη των ΑΞΕ για τις μητρικές χώρες

Διπλής σημασίας αποτελούν οι ΑΞΕ ως προς τα αποτελέσματά τους για τις μητρικές χώρες. Αρχικά, τα οφέλη των ροών ΑΞΕ για τη μητρική χώρα, αποτυπώνονται στον κρατικό προϋπολογισμό της, με τις **εισερχόμενες ροές κεφαλαίων** προς την μητρική χώρα, από τον επαναπατρισμό των κερδών της άμεσης ξένης επένδυσης, που αποτελούν μέρος του **ισοζυγίου πληρωμών**. Επίσης, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της μητρικής πιστώνεται και στη περίπτωση όπου εξάγονται από τη μητρική προς τη πολυεθνική, κεφαλαιουχικός εξοπλισμός, πρώτες ύλες, ενδιάμεσα αγαθά, και οτιδήποτε άλλο απαιτείται για την εύρυθμη λειτουργία της- και

παρέχεται από τη μητρική. Δεύτερον, η απασχόληση και το Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν αυξάνεται, όταν η πολυεθνική εισάγει αγαθά, που έχουν παραχθεί στη μητρική. Τρίτον, οι σημαντικές γνώσεις και δεξιότητες που αποκτά η μητρική χώρα από την διεθνή δραστηριότητα των επιχειρήσεων της, αυξάνει το γνωσιακό της κεφάλαιο, το οποίο μεταφέρεται πίσω σ' αυτήν, όπως ανώτερου επιπέδου διοικητικές ικανότητες, βελτιστοποίηση αγαθών και των μεθόδων παραγωγής τους, τεχνολογία, τεχνογνωσία και επιχειρηματική καινοτομία (Krugman et al. 2015).

Αντίθετα, οι ΑΞΕ μπορούν να επηρεάσουν αρνητικά το ισοζύγιο συναλλαγών της μητρικής χώρας. Πρωταρχικά, η εκροή κεφαλαίων για τη σύσταση της ΑΞΕ και τη χρηματοδότησή της επηρεάζουν άμεσα το ισοζύγιο συναλλαγών. Δεύτερον, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της μητρικής πλήττεται, εάν ο σκοπός της ΑΞΕ είναι η παραγωγή και εισαγωγή αγαθών από χώρα χαμηλότερου κόστους παραγωγής ή και διανομής αυτών. Τρίτον, συνέχεια των παραπάνω, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρουσιάζει αρνητικό πρόσημο στη περίπτωση όπου η επένδυση έχει χαρακτήρα υποκατάστατης τοποθεσίας άμεσων εξαγωγών. Τέλος, πλήττεται και η απασχόληση, όταν προκύπτουν αρνητικές εξωτερικότητες από την αντικατάσταση των συναλλαγών μέσω της ΑΞΕ, γεγονός που τελικά θα πλήξει τον δείκτη απασχόλησης της μητρικής χώρας.

4.2. Η επίδραση των ΑΞΕ στη χώρα - στόχο

Σημαντική απήχηση έχουν οι άμεσες ξένες επενδύσεις στη χώρα υποδοχής, πόσο μάλλον σε δυνητική **διαδικασία μετάβασης των δραστηριοτήτων**, από τη μητρική χώρα στη χώρα εγκατάστασης της πολυεθνικής. Γενικότερα, οι ξένες επενδύσεις επηρεάζουν την παραγωγικότητα και ανάπτυξη των εγχώριων επιχειρήσεων, προκαλώντας αλλαγές στη φύση, εξέλιξη και το σχεδιασμό τους. Τέτοιες αλλαγές, όπως αναλύει ο Sergi (2003), μπορούν να αφορούν τα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά, το μάρκετινγκ, τη χρησιμοποιούμενη τεχνολογία, καθώς και πρακτικές διοίκησης των εγχώριων επιχειρήσεων.

Η χώρα υποδοχής επηρεάζεται από τις ΑΞΕ με πολλούς τρόπους, τόσο άμεσα όσο και έμμεσα, ενώ οι επιδράσεις αυτές μπορεί να είναι τόσο θετικές, όσο και αρνητικές. Επίσης, αξιολογώντας τις ΑΞΕ βάση του χρόνου, οι επιδράσεις τους

μπορούν να ποικίλουν βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα, λόγω και των **συνθηκών ωρίμανσης** τους. Όπως συμπεραίνουν οι Blomström & Kokko (1995), οι πολυεθνικές διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην αύξηση της παραγωγικότητας και των εξαγωγών στις χώρες υποδοχής, όμως η ακριβής φύση των επιδράσεων των ΑΞΕ ποικίλει ανάμεσα στους κλάδους και τις χώρες, και βασίζεται στα χαρακτηριστικά της χώρας και των παραγόντων του περιβάλλοντός της.

Τα συμπεράσματα των επιδράσεων των ΑΞΕ στη χώρα υποδοχής, βάση θεωρητικών και εμπειρικών μελετών, κατηγοριοποιεί ο Bitzenis (2009), σε τέσσερις κατηγορίες, που παρουσιάζονται και αναλύονται παρακάτω.

4.2.1. Επιδράσεις που σχετίζονται με τη μεταφορά τεχνολογικών και κεφαλαιουχικών πόρων

Σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη μίας χώρας, διαδραματίζουν η μεταφορά και εφαρμογή νέων τεχνολογιών από τις δραστηριοποιούμενες σ' αυτή, πολυεθνικές. Η τεχνολογία προωθεί την οικονομική ανάπτυξη και βιομηχανοποίηση, ενώ εφαρμόζεται στην παραγωγική διαδικασία, στο προϊόν ή υπηρεσία, στην έρευνα και ανάπτυξη- R&D, στην ανάπτυξη των δεξιοτήτων του ανθρώπινου δυναμικού, τόσο στη παραγωγή, όσο και στη διοίκηση και στην ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας. Η μεταφορά τεχνολογίας και τεχνογνωσίας οδηγεί και σε αύξηση της αποδοτικότητας και των εγχώριων επιχειρήσεων, που ανταγωνίζονται τις πολυεθνικές, το οποίο συχνά συναντάται στη βιβλιογραφία ως διάχυση **της αποδοτικότητας** (efficiency spillovers). Πολλές είναι οι περιπτώσεις που οι εγχώριες επιχειρήσεις αδυνατούν να απορροφήσουν την εισαγόμενη τεχνολογία, χωρίς να βασίζονται στη συνεργασία των πολυεθνικών. Στη περίπτωση αυτή μπορούν μόνο βραχυπρόθεσμα να αντληθούν οφέλη για την χώρα υποδοχής. Μόνο όταν ο **ρυθμός μεταφοράς τεχνολογίας** αυξηθεί, οι εγχώριες επιχειρήσεις ενδιαφέρονται να ακολουθήσουν τις νέες τεχνολογίες.

Η μεταφορά τεχνολογίας μπορεί επίσης να σχετίζεται με την **εκπαίδευση του ανθρώπινου δυναμικού**, βελτιώνοντας τις γνώσεις και δεξιότητες τους, οι οποίες μπορούν με τη σειρά τους και διαμέσου αυτών να διαχυθούν στον υπόλοιπο κλάδο. Η σημαντικότητα της μεταφοράς αυτής αυξάνεται όταν η διαφορά ανάμεσα στη

τεχνολογία της χώρας υποδοχής υστερεί, ιδιαίτερα, απ' αυτή της μητρικής, καθώς και υπό την έννοια αναβάθμισης του ανθρώπινου δυναμικού της πολυεθνικής, το οποίο δυνητικά μπορεί να μετακινηθεί σε άλλες δομές της οικονομίας-επιχειρήσεις. Έτσι φανερώνεται η δυνατότητα απόκτησης τεχνολογίας και τεχνογνωσίας από τις εγχώριες επιχειρήσεις, μέσω της **εκπαίδευσης και της εξωτερικής ανάθεσης** (outsourcing), βελτιώνοντας την οργανωτική τους δομή.

Όσον αφορά τη **μεταφορά κεφαλαίων**, από την είσοδο πολυεθνικών επιχειρήσεων σε μία οικονομία, αυτή επηρεάζει την τοπική οικονομία, ιδιαίτερα άμα προσθέσουμε και το φαινόμενο της διάχυσης, σε συνδεδεμένους κλάδους, όπου για παράδειγμα οι τοπικές επιχειρήσεις κατανοούν την ευκαιρία συνεργασίας με τις εισαγόμενες, με σκοπό τους το κέρδος. Η τάση αυτή είναι εμφανής ειδικά στον κλάδο των υπηρεσιών, όπου οι **διακλαδικές εξωτερικότητες** (cross-industry externalities), επωφελοούνται από την ύπαρξη πολυεθνικών, ειδικότερα αν οι τοπικές επιχειρήσεις είναι τράπεζες, ασφαλιστικές, διαμεσολάβησης, ή συμβουλευτικού χαρακτήρα. Αυτές οι διασυνδέσεις παρέχουν κίνητρα για όσες τοπικές επιχειρήσεις ή κλάδους επιζητούν την βελτίωσή και ανάπτυξή τους, μέσα από τη συνεργασία.

Το φαινόμενο της **διάχυσης**, έχει διαφορετικά επακόλουθα ανάλογα τη χώρα προορισμού, τον κλάδο δραστηριοποίησης της πολυεθνικής, τους συνδεδεμένους κλάδους και επιχειρήσεις αυτής. Γενικά η είσοδος σε μία οικονομία επιδρά θετικά στην απασχόληση, και γενικότερα στον ρυθμό ανάπτυξης του εξωτερικού της περιβάλλοντος, ενώ οι εγχώριες μεγάλες επιχειρήσεις επηρεάζονται επίσης θετικά, όταν λειτουργούν σε τεχνολογικά μη εξελιγμένους κλάδους, αυξάνοντας τον ρυθμό ανάπτυξής τους και τη συνολική παραγωγικότητα τους (multifactor productivity). Αντίθετα, οι μικρές επιχειρήσεις της χώρας προορισμού, δεν μπορούν να ανταγωνιστούν την είσοδο νέων δομών στον κλάδο, και οδηγούνται στη συρρίκνωσή τους ή και κλείσιμό τους. Συμπερασματικά σύμφωνα με τον Kokko (1994), η διάχυση της τεχνολογίας έχει θετική επίδραση, μόνο όταν οι τοπικές επιχειρήσεις είναι αρκετά ισχυρές να την απορροφήσουν, και όταν η διαφορά παραγωγικότητας τους σε σύγκριση με της πολυεθνικής δεν είναι μεγάλη.

Σχετικά με τη μεταφορά κεφαλαίων στη χώρα-στόχο, η τοπική οικονομία αποκομίζει έσοδα όχι μόνο από την αρχική επένδυση ή αυτές που θα ακολουθήσουν, αλλά και από τα έσοδα που θα προκύψουν από την φορολογία των κερδών, εισφορών, ειδικά άμα αναφερόμαστε σε οικονομίες που αποκαλούνται φορολογικοί-παράδεισοι, και επιλέγονται από τις πολυεθνικές. Από τα έσοδα αυτά αντλούνται και χρηματοδοτούνται κρατικοί πόροι του προϋπολογισμού, πιθανά ελλείμματα της χώρας, κυβερνητικά χρέη, ενώ γενικά βελτιώνουν την εικόνα του ισοζυγίου πληρωμών.

4.2.2. Επιδράσεις στον βαθμό απασχόλησης

Ισχυρή επίδραση έχουν οι άμεσες ξένες επενδύσεις όπως προαναφέρθηκε, και στον βαθμό απασχόλησης στη χώρα προορισμού. Παρόλο που προσφέρουν νέες θέσεις εργασίας, μπορεί να έχουν και αρνητική επίδραση όταν η παραγωγή τους είναι εντάσεως κεφαλαίου ή αφορούν ιδιωτικοποιήσεις. Γενικά οι ΑΞΕ επιδρούν στην **αναδιάρθρωση** και μείωση της απασχόλησης, με σκοπό τους την **αύξηση της αποδοτικότητας**. Ακόμα μία αρνητική επίδραση από την είσοδο πολυεθνικών για την απασχόληση, είναι η ξαφνική **αύξηση του ανταγωνισμού** έναντι των μικρών επιχειρήσεων, οι οποίες σε πολλές περιπτώσεις οδηγούνται στην έξοδο, αυξάνοντας την ανεργία.

Αντίθετα, θετικά επιδρά στην αύξηση της απασχόλησης μία άμεση ξένη επένδυση, όταν η παραγωγή είναι **εντάσεως εργασίας**, και σκοπός της επένδυσης είναι η εκμετάλλευση του χαμηλού κόστους ανθρώπινου δυναμικού, όπως παρατηρείται στη βιομηχανία ένδυσης και υπόδησης. Επίσης, η **αύξηση των αποδοχών** του ανθρώπινου δυναμικού από την πολυεθνική, ειδικά σε χώρες μετάβασης αγαθών, αναπτυσσόμενες ή υποανάπτυκτες, χαρακτηρίζεται ως ιδιαίτερα θετική. Τέλος, η δημιουργία ενός κλάδου με ισχυρά χαρακτηριστικά, μετά την είσοδο της πολυεθνικής, δημιουργεί ένα **θετικό επιχειρηματικό περιβάλλον** για είσοδο νέων επιχειρήσεων, διογκώνοντας τις θετικές επιδράσεις.

4.2.3. Επιδράσεις που αφορούν την αποδοτικότητα και ανάπτυξη

Μια ΑΞΕ επιδρά θετικά στην **αύξηση του τοπικού ΑΕΠ**, είτε μέσω της αύξησης των εισροών, όπως παρουσιάστηκαν στις παραπάνω ενότητες, είτε μέσω της αύξησης της παραγωγικότητας, ή από συνδυασμό αυτών. Ο **ανταγωνισμός** αυξάνεται, ενώ η συγκέντρωση του κλάδου φθίνει, οδηγώντας σε ολιγοπωλιακές αγορές, θέτοντας ως πρωταρχική ανάγκη των επιχειρήσεων την αύξηση της απόδοσής τους. Αυτή η κατάσταση έχει ως αποτέλεσμα και τη **πτώση τιμών**, οδηγώντας και τις εγχώριες επιχειρήσεις να αναζητήσουν νέες μεθόδους με στόχο τη **μείωση κόστους**, και τη μείωση των τιμών τους, με σκοπό την επιβίωση. Επίσης, πέρα από τις ανταγωνιστικές, οι συνεργαζόμενες τοπικές επιχειρήσεις αναζητούν την **βελτίωση της ποιότητας** των προϊόντων και υπηρεσιών τους, που επιτυγχάνεται μέσα από τη βελτίωση των λειτουργιών τους, όπως η μείωση των χρόνων παράδοσης, αυστηρός έλεγχος των αποθεμάτων και ενδυνάμωση του δικτύου προμηθευτών τους. Όλη αυτή η κατάσταση ευνοεί τους καταναλωτές, της τοπικής οικονομίας, οι οποίοι μπορούν να επιλέξουν για την κάλυψη των αναγκών τους, αγαθά ποιοτικότερα, σε μεγάλη ποικιλία, όπως επίσης εκσυγχρονισμένες υποδομές, αύξηση μισθών και παραγωγής, καθώς και αυξημένο ακαθάριστο εθνικό προϊόν ανά κάτοικο, απολαμβάνοντας **καλύτερες συνθήκες διαβίωσης**. Όπως συνοψίζουν οι Blomström, et al. (1994), οι τοπικές οικονομίες ευνοούνται από τη δημιουργία εξωτερικών οικονομιών.

Στον αντίποδα, αρνητικές επιδράσεις δημιουργούνται όταν οι πολυεθνικές αποκτούν ισχυρή οικονομική δύναμη, δημιουργώντας **μονοπώλια** καθώς και όταν **απειλούν την εθνική κυριαρχία** ή όταν οι τοπικές κυβερνήσεις διαβρώνονται από την ισχυρή παρουσία τους (Bitzenis & Vlachos, 2012). Φυσικά, αρνητικό επακόλουθο στην κοινωνική συνοχή, διαδραματίζει ο **ισχυρός ανταγωνισμός** που ασκείται στις μικρότερες επιχειρήσεις, που πολλές φορές οδηγούνται στην έξοδο από την αγορά.

4.2.4. Επιδράσεις στο ισοζύγιο πληρωμών

Ισχυρές επιδράσεις έχει μία ΑΞΕ στο **ισοζύγιο πληρωμών** της χώρα προορισμού, αφού οι ροές κεφαλαίου της χρησιμοποιούνται για τη κάλυψη ελλειμμάτων του

ισοζυγίου ή εξυπηρέτησης του χρέους της. Επίσης, η τάση εξαγωγών των παραγόμενων αγαθών, παρά την προσφορά τους στην εγχώρια αγορά, **αυξάνει τις εξαγωγές**, ενώ αντίθετα παρατηρείται **αύξηση των εισαγωγών πρώτων** και άλλων υλών με σκοπό την μεταποίηση, δυσχεραίνοντας τη μελέτη της επίδρασης στο ισοζύγιο. Θετικό πάντως θα μπορεί να είναι το πρόσημο στο ισοζύγιο πληρωμών στις περιπτώσεις, όπου η μητρική εταιρεία πάψει να χρησιμοποιεί την θυγατρική ως εμπορική και μετακινηθεί ως έδρα σ' αυτή. Ακόμα, η χρησιμοποίηση της θυγατρικής ως **εξαγωγική βάση**, προς τη μητρική χώρα ή προς άλλη τρίτη χώρα, αυξάνει θετικά το ισοζύγιο.

Θα πρέπει να τονιστεί όμως, ότι η εισροή κεφαλαίων για τη δημιουργία της ΑΞΕ-πραγματοποιείται μία φορά, ενώ ο **επαναπατρισμός των κερδών** στη μητρική ή σε άλλη χώρα δραστηριοποίησης, με εκροή κεφαλαίων, έχει αρνητικό αντίκτυπο στο ισοζύγιο, κάθε οικονομική περίοδο χρήσης.

4.3.0 αντίκτυπος των άμεσων ξένων επενδύσεων στις πολυεθνικές

Όταν μία επιχείρηση επιλέγει τη διεθνή της εξάπλωση, μέσω μίας άμεσης ξένης επένδυσης, είτε αφορά συγχώνευση, είτε εξαγορά, αποβλέπει στην εταιρική της κερδοφορία, λαμβάνοντας πάντα υπόψη της, τη ποικιλομορφία του νέου περιβάλλοντος δραστηριοποίησής της. Για να πετύχει τον στόχο της, θα πρέπει να αναπτύξει εταιρικές σχέσεις με την αγορά προορισμού και την αντίστοιχη κυβέρνηση, μελετώντας διάφορες παραμέτρους. Οι παράμετροι αυτοί αφορούν τις περισσότερες φορές τις υποδομές και κατά πόσο ευνοούν την άσκηση επιχειρηματικότητας και του κλάδου ειδικότερα, και το αντίστοιχο νομικό πλαίσιο μέσα στο οποίο πρέπει να ασκηθεί, και πόσο σταθερό είναι. Επίσης, οι δυσκολίες εύρεσης χρηματοδότησης της λειτουργίας της νέας επιχείρησης από τράπεζες και μέσω άλλων εργαλείων χρηματοδότησης, μπορεί να δημιουργήσουν λειτουργικά προβλήματα, καθώς και η πορεία άλλων χρηματοοικονομικών δεικτών που επηρεάζουν τη λειτουργία των επιχειρήσεων, όπως για παράδειγμα το ισοζύγιο πληρωμών που αναφέρθηκε παραπάνω. Τέλος, η δημιουργία εταιρικής κουλτούρας συμβατή με την τοπική κοινωνία, και συνήθειες, αποτελεί αναπόσπαστο μέρος μίας

επιτυχημένης **διεθνούς στρατηγικής διοίκησης των ανθρώπινων πόρων** της εταιρείας.

Επιπρόσθετα, η ενίσχυση του ομίλου και η υποστήριξη της συνένωσης, αποτελεί προϊόν προσπάθειας επίλυσης διαφόρων θεμάτων, που είναι αναγκαία για την **εύρυθμη λειτουργία** της. Υπόψη της η πολυεθνική θα πρέπει να λάβει το κοινωνικό περιβάλλον, μελετώντας εις βάθος τη γραφειοκρατία, διαφθορά, και το μορφωτικό επίπεδο του εργατικού δυναμικού, όπως επίσης και τη καταναλωτική συμπεριφορά, ενός διαφορετικού επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Τα σημεία αυτά διαφοροποιούνται βάση της ιστορικής πορείας της χώρας, όπως χαρακτηριστικά συμβαίνει σε μέχρι πρότινος κομμουνιστικά καθεστώτα, και δυσχεραίνουν την επιχειρηματικότητα σε μεταβατικές οικονομίες (Bitzenis & Vlachos, 2012). Γενικότερα, τα πιο δύσκολα σημεία στον σχεδιασμό μίας διεθνούς επέκτασης, είναι οι **διαφορές στη κουλτούρα**, αντίληψη και γλώσσα, που καλούνται να αντιμετωπίσουν τα διεθνή στελέχη διοίκησης.

5. Ιστορικά στοιχεία και Κύματα συγχωνεύσεων & εξαγορών

Ως διαχρονικός τρόπος στρατηγικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων χαρακτηρίζονται οι δραστηριότητες συνενώσεων. Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων & εξαγορών γνώρισε ιδιαίτερη άνθηση κατά τις τελευταίες δεκαετίες, και ειδικά τα τελευταία χρόνια, όπου η παγκοσμιοποίηση και η διεθνοποίηση των επιχειρήσεων, ώθησαν τις τελευταίες να συνενωθούν και να συνεργαστούν σαν ολότητα, με στόχο τη βιωσιμότητα και την ανάπτυξή τους σε νέες αγορές, και σε ποικίλους επιχειρηματικούς κλάδους. Το αξιολογο παρελθόν του φαινομένου σε συνδυασμό με τις επιχειρηματικές τάσεις της συνέργειας, συνεργασίας και μείωσης κόστους παραγωγής, απασχολεί και θα συνεχίσει να απασχολεί στο μέλλον, κάθε επιχείρηση που δραστηριοποιείται εγχώρια και διεθνώς, καθώς και το σύνολο των ενδιαφερομένων μερών της, με στόχο την υγιή ανάπτυξή της.

Πολυάριθμοι παράγοντες μικροοικονομικής και μακροοικονομικής φύσης, που θα αναφέρονται καθ' όλη τη διατριβή, επηρεάζουν διαχρονικά τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αυτοί οι παράγοντες εντοπίζονται, μελετώνται και αξιολογούνται, με τη βοήθεια της PEST Analysis (Political, Economical, Social and Technological Environment) και της Ανάλυσης των 5 Δυνάμεων/Διαμάντι του Porter. Επικεντρώνοντας, στη μακροοικονομία, ενώ ο Gort (1969), ανέπτυξε τη «Θεωρία της Διατάραξης των Αγορών» (Disturbance Theory of Merger Waves), για να εξηγήσει ότι τα κύματά συγχωνεύσεων εμφανίζονται όταν παρατηρείται μία αύξηση στη γενική οικονομική δραστηριότητα, η οποία προκαλεί ανισορροπία (disequilibrium) στις αγορές. Η κατάσταση αυτή ωθεί τους επενδυτές να αποκτήσουν μία θετική προσδοκία σχετικά με τη μελλοντική ζήτηση, αποτιμώντας υψηλότερα κάποιες επιχειρήσεις, κάνοντας τους στόχους εξαγοράς. Αυτές οι κινήσεις πυροδοτούν και ανάλογες αντιδράσεις από ανταγωνιστές, στα πλαίσια του ανταγωνισμού, δημιουργώντας μία δυναμική για αύξηση της δραστηριότητας των συγχωνεύσεων & εξαγορών. Η θεωρία του Gort επαληθεύεται από τη συσχέτιση των κυμάτων και της ανόδου του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης και των κεφαλαιαγορών στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Την ιστορική αφετηρία του φαινομένου τη συναντάμε στα τέλη του 19ου αιώνα και συγκεκριμένα το 1890, δεδομένου ότι τότε αρχίζουν να καταγράφονται έγκυρα

στατιστικά στοιχεία που αφορούν συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων (Salter & Weinhold, 1979). Από τότε έως και τις μέρες μας, με ιδιαίτερη βάση στις επιχειρηματικές ανακατανομές και τα ιστορικά γεγονότα του 20ου αιώνα, οι εταιρικές συνενώσεις παρουσίασαν μία ιστορική συνέχεια στη πορεία τους, εμφανίζοντας όμως και ανομοιόμορφες τάσεις, όπου χαρακτηρίστηκαν ως κύματα συγχωνεύσεων & εξαγορών, χαρακτηριζόμενα από την χρονική διάρκεια τους και άλλα ιδιαίτερα γνωρίσματα. Βασικός τόπος ανάπτυξής τους ήταν οι ΗΠΑ, όπου συναντάται διαχρονικά ο μεγαλύτερος όγκος εταιρικών συνενώσεων- λόγω και της ισχυρής της παρουσίας στο παγκόσμιο επιχειρηματικό στερέωμα, και εν συνεχεία η Ευρώπη και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Πιο συγκεκριμένα, ως κύματα συνενώσεων χαρακτηρίστηκαν οι χρονικές περίοδοι, όπου πολυάριθμες επιχειρήσεις προέβαιναν σε τέτοιες στρατηγικές, με την αξία τους να κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα επένδυσης. Οι λόγοι συνένωσης οφείλονται πέρα από τις αποφάσεις των στελεχών και σε δυνάμεις του εξωτερικού περιβάλλοντος, όπου ανάγκασαν σε πολλές περιπτώσεις στην αναδόμηση επιχειρηματικών κλάδων, και οφείλονται σε τεχνολογικές μεταβολές, στον διεθνή ανταγωνισμό, σε μεταβολές προμήθειας υλών, μεταβολή νομοθετικού περιβάλλοντος και περιορισμών εμπορίου. Βεβαίως, ανάμεσα στα κύματα συνενώσεων, υπάρχουν περίοδοι ύφεσης, όπου παρατηρείται μία σταθεροποίηση και ανασχεδιασμός του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και γενικότερα των οικονομιών, δίνοντας βάση στην επιχειρησιακή έρευνα και ανάπτυξη, με στόχο τη μελλοντική βιωσιμότητα.

Επικεντρώνοντας, στα κύματα συνενώσεων παρατηρούνται διαφορετικές απόψεις στη βιβλιογραφία όσον αφορά τα όρια των χρονικών διαστημάτων τους, παρόλα αυτά διακρίνονται ευκρινώς τέσσερα κύματα, και επιπλέον ένα όπου βρίσκεται ακόμα σε εξέλιξη, αφού δεν προσδιορίζεται το τέλος του (Κυριαζής, 2007).

5.1. 1^ο Κύμα: Μονοπώλια (merging for monopolies)

Βάση των ιστορικών στοιχείων της εποχής, το πρώτο κύμα τοποθετείται αποκλειστικά στις ΗΠΑ, κατά τη χρονική περίοδο από το 1883 έως το 1904 με τις επιχειρήσεις να γνωρίζουν ραγδαία ανάπτυξη, έπειτα από δύο δεκαετίες

οικονομικής ύφεσης. Ο όγκος των συγχωνεύσεων & εξαγορών εστιάζεται στον δευτερογενή τομέα, και έχει ως συνέπεια τη δημιουργία μονοπωλιακών οικονομικών δομών, λόγω των οριζόντιων συνενώσεων που λάμβαναν χώρα. Βάση αξίας, το μέγεθος της δραστηριότητας το 1900 των συνενώσεων άγγιξε το 20% του ΑΕΠ των ΗΠΑ, οδηγώντας σε μεγάλες μονοπωλιακές δομές, λόγω και της έλλειψης νομοθετικών και θεσμικών περιορισμών στη δημιουργία τους. Τέλος, η αντιστροφή του νομοθετικού περιβάλλοντος, με τη θεσμοθέτηση της Sherman Act και της Clayton Act (αντιμονοπωλιακοί νόμοι), έβαλε τέλος σε πρόσθετες οριζόντιες συγχωνεύσεις, και στη δημιουργία πρόσθετων μονοπωλιακών δομών.

5.2. 2^ο Κύμα: Ολιγοπώλια (merging for oligopolies)

Οι συνενώσεις συμπληρωματικών και συσχετιζόμενων επιχειρηματικών μονάδων, κατά τη περίοδο 1920-1929, δημιούργησαν το δεύτερο κύμα συγχωνεύσεων & εξαγορών, το οποίο συνέβαλε στη δημιουργία ολιγοπωλίων. Οι πολυάριθμες εταιρίες που επέλεξαν την κάθετη ανάπτυξη τους, δημιούργησαν ενοποιημένες επιχειρηματικές δομές, οδηγώντας σε βιομηχανικά- κυρίως, ολιγοπώλια.

Ταυτόχρονα με το δεύτερο κύμα στις ΗΠΑ, στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, στο Ηνωμένο Βασίλειο παρουσιάζεται το πρώτο κύμα συγχωνεύσεων & εξαγορών, κυρίως όσον αφορά την εκμετάλλευση εθνικών πόρων, την επένδυση στη βιομηχανική έρευνα και ανάπτυξη, καθώς και στη μαζική παραγωγή, χάρη και της τεχνολογικής ανάπτυξης. Αυτές οι συνενώσεις προσέδωσαν τη μορφή και τη δομή των βρετανικών επιχειρήσεων και της οικονομίας, δημιουργώντας επιχειρήσεις κολοσσούς, που σήμερα αποτελούν τις μεγαλύτερες πολυεθνικές.

5.3.3^ο Κύμα: Μη συσχετισμένες συνενώσεις (conglomerates)

Από τα μέσα τις δεκαετίας του 1950 έως το 1969, βρίσκεται σε πλήρη εξέλιξη το 3^ο κύμα συγχωνεύσεων & εξαγορών, ταυτόχρονα για πρώτη φορά τόσο στις ΗΠΑ όσο και στο Ηνωμένο Βασίλειο, το οποίο χαρακτηρίστηκε από τη σύνδεση μη συσχετιζόμενων επιχειρήσεων (conglomerate). Οι συνενώσεις αυτές οδήγησαν σε πολλές περιπτώσεις στη δημιουργία εταιρειών κολοσσών, φαινόμενο που εμφανίστηκε ήδη από το προηγούμενο κύμα, ενώ και οι παράγοντες που ώθησαν τη

συνεργασία αρχίζουν να αποκτούν τη μορφή των κινήτρων, που θα παρουσιαστούν σε επόμενο κεφάλαιο.

Χρήσιμη όμως είναι μία σύντομη αναφορά τους και στο σημείο αυτό, λαμβάνοντας υπόψη τα χαρακτηριστικά της βιομηχανικής παραγωγής της εποχής, αφού και η παροχή υπηρεσιών λάμβανε πολύ μικρό ποσοστό δραστηριότητας. Κύριος παράγοντας είναι η διαφοροποίηση, δηλαδή η διασπορά του επιχειρηματικού κινδύνου που αντιμετωπίζει η επιχείρηση ασκώντας μία μόνο δραστηριότητα-δραστηριοποιούμενη σε έναν επιχειρηματικό κύκλο, που την εποχή του 1960 έτυχε καθολικής αποδοχής. Οι επιχειρήσεις ακολουθούν την επιθετική επέκταση και διαφοροποίηση σε νέα προϊόντα και αγορές, με αποτέλεσμα τη δημιουργία μεγάλων οικονομικών συγκροτημάτων. Στο Ηνωμένο Βασίλειο ως παράγοντας των συνενώσεων κρίνεται η επίτευξη οικονομιών κλίμακας, με στόχο την ελαχιστοποίηση του σταθερού κόστους παραγωγής, με σκοπό την αύξηση της ανταγωνιστικότητας ως προς το μέγεθος και τις πηγές ανεφοδιασμού, έναντι των ξένων επιχειρήσεων.

5.4. 4^ο Κύμα: Επιθετικές εξαγορές

Την ύφεση της δεκαετίας του 1970, διαδέχεται το 4ο κύμα συνενώσεων, που συγκεκριμένα στις ΗΠΑ άγγιξε τις 1.400, με τζίρο περί τα 1,34 δις \$, κατά τη δεκαετία του 1980. Στην περίπτωση αυτή, η ευρεία παγκοσμιοποίηση των διεθνών αγορών επαληθεύεται και μέσα από τα στατιστικά των συγχωνεύσεων & εξαγορών. Ενδεικτικά, ενώ το 1985 πραγματοποιήθηκαν περί τις 340 συνενώσεις διεθνώς, ενώ μία πενταετία αργότερα το 1990 ο αριθμός τους τριπλασιάστηκε, με καταγεγραμμένες περί τις 1.165 περιπτώσεις.

Διαφοροποιούμενο από το προηγούμενο κύμα, το τέταρτο έχει ως χαρακτηριστικά του τις επιθετικές εξαγορές, καθώς και την εξασθένιση των συνενώσεων που αφορούν μη συσχετισμένες επιχειρήσεις (deconglomeration). Τα στατιστικά αναφέρουν ότι περίπου μισές από τις πιο γνωστές και μεγάλες εταιρείες των ΗΠΑ υπήρξαν αντικείμενο επιθετικής εξαγοράς, γεγονός που εξηγείται από την τάση για αποκόμιση μεγάλων κερδών σε σύντομο χρονικό διάστημα, καθώς και την άντληση πρόσθετων ωφελειών από τη φήμη και το μέγεθος των εξαγοραζόμενων

επιχειρήσεων. Πολλές είναι οι φορές, που το τέταρτο κύμα χαρακτηρίζεται ως «μανία συγχωνεύσεων» (merger mania) στη βιβλιογραφία, διότι πέρα από το μέγεθος των επιχειρήσεων και των αριθμό των συνενώσεων, ο όγκος της συνολικής αξίας τους είναι αρκετά δισεκατομμύρια δολάρια. Επίσης, μεγάλα χρηματικά ποσά δαπανούνται για πρώτη φορά, για διαφημιστικές καμπάνιες με στόχο την προώθηση και τη δημιουργία θετικού κλίματος, κατά τα στάδια τόσο της διαπραγματεύσεως, όσο και μετά το πέρας της συγχώνευσης ή εξαγοράς.

5.5. 5^ο Κύμα: Παγκοσμιοποίηση (globalization) και άρση νομοθετικών περιορισμών (deregulation)

Ως πιο πρόσφατο, το πέμπτο κύμα συγχωνεύσεων & εξαγορών ξεκίνησε το 1992, ενώ δεν έχει προσδιοριστεί ακόμα η λήξη του. Κύρια χαρακτηριστικά του αποτελούν η ευρεία παγκοσμιοποίηση, σχεδόν σε όλους τους τομείς, καθώς και η χαλάρωση ή η άρση των νομοθετικών και άλλων εμποδίων, στα πλαίσια της ελεύθερης διακίνησης κεφαλαίων στις διεθνείς αγορές. Η κατάργηση των εθνικών ορίων και η ενοποίηση των διεθνών αγορών, οδήγησε τις επιχειρήσεις στην ανάγκη για μεγέθυνσή τους, ώστε να ανταποκριθούν στις νέες απαιτήσεις. Στην εξυπηρέτηση αυτής της επιχειρηματικής ανάγκης, ενίσχυσε θετικά και η χαλάρωση νομοθετικών περιορισμών, καταργώντας εθνικά μονοπώλια, συντελώντας στη δημιουργία νέων επιχειρήσεων καθώς και στη διεθνοποίηση των επιχειρήσεων, μέσω των διασυννοριακών συγχωνεύσεων & εξαγορών. Η άρση των περιορισμών όμως, που παρατηρείται τη δεκαετία του 1990 όξυνε έντονους προβληματισμούς καθώς και τη θεσμική ανάγκη, νέων κανόνων διεθνούς εμπορίου και ανταγωνισμού, με σκοπό την προστασία των καταναλωτών, των εργαζομένων και την αποφυγή μονοπωλιακών τάσεων σε διεθνές επίπεδο. Η κατακόρυφη διεύρυνση της δραστηριότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε παγκόσμια κλίματα, κατά την περίοδο αυτή, επιτρέπει τον χαρακτηρισμό του 5ου κύματος και ως το πρώτο «διεθνές κύμα», σύμφωνα με τους Leto et. al. (2000).

Επίσης, ως χαρακτηριστικό του κύματος αυτού, αποτελεί η εμφάνιση στρατηγικών-εξαγορών και η εξασθένιση των επιθετικών. Χαρακτηρίζονται ως στρατηγικές, λόγω της αυξανόμενης χρήσης μετοχών ως μέθοδο αποπληρωμής των μετόχων της εξαγοραζόμενης εταιρείας, αντί για νέα δάνεια ή ομόλογα. Στατιστικά,

καταγράφεται η χρήση μετοχών ή ο συνδυασμός τους με άλλους τρόπους πληρωμής, να αγγίζει τη τάξη του 70% των σχετικών συναλλαγών, που αφορούν συνενώσεις.

Κλείνοντας το κεφάλαιο αυτό, δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι την ίδια εποχή (1995) ιδρύθηκε και ο Παγκόσμιος Οργανισμός Εμπορίου- ΠΟΕ (World Trade Organization- WTO), όπου μέσα από τις Συμφωνίες του, που αποτελούν αποτέλεσμα διαπραγματεύσεων μεταξύ των κρατών- μελών του, και έχουν επικυρωθεί από τα επί μέρους εθνικά κοινοβούλια, οριοθετεί τους διεθνείς κανόνες, διευκολύνοντας τις επιχειρηματικές δραστηριότητες.

Τέλος, σύμφωνα με εκθέσεις της Παγκόσμιας Τράπεζας (2004), αξίζει να σχολιαστεί ότι κατά τη περίοδο του τελευταίου κύματος, οι ΑΞΕ αναπτύχθηκαν τόσο σε όγκο συναλλαγών όσο και στη σύστασή τους. Στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, το μερίδιο των διασυνοριακών συγχωνεύσεων & εξαγορών άγγιζαν το 10% των ΑΞΕ (μέσα του 1980), ενώ στις αρχές του 2000, ξεπέρασαν το ένα τρίτο αυτών. Η ραγδαία αύξηση του φαινομένου αυτού οφείλεται στη μαζική ιδιωτικοποίηση κρατικών επιχειρήσεων κατά τη δεκαετία του 1990, στις αναπτυσσόμενες χώρες, ενώ αξιοσημείωτη ήταν και η αύξησή τους στις βιομηχανοποιημένες χώρες. Επίσης, σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2001), το επίπεδο τομέα δραστηριότητας του συνόλου των συγχωνεύσεων, μετατέθηκε από τον τομέα της μεταποίησης, στον τομέα των υπηρεσιών, έχοντας καταγράψει πλήρη αντιστροφή από τα δεδομένα της προηγούμενης δεκαετίας.

6. Είδη κατηγοριοποίησης των συγχωνεύσεων-εξαγορών

Υπάρχουν διάφορα είδη, που εμπíπτουν οι επιχειρηματικές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Μία αρχική διάκριση γίνεται βάση του είδους της νομικής υπόστασης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μετά τη συγχώνευση, καθώς και του αντίστοιχού λογιστικού χειρισμού της (Κυριαζής, 2007). Πολλά εθνικά δίκαια, όπως και το ελληνικό (Ν.2190/20), διαχωρίζει τις εξαγορές από τις συγχωνεύσεις. Ως **εξαγορά** χαρακτηρίζεται η απόκτηση τμήματος (πλειοψηφικού μέρους) ή ολότητας επιχείρησης έναντι μετρητών ή με αγορά ή με ανταλλαγή μετοχών- μέσω του Χρηματιστηρίου, και μεταφορά του ελέγχου της στην εξαγοράστρια. Ακόμα και στη περίπτωση απόκτησης μειοψηφικού πακέτου των μετοχών της ιδιοκτησίας, η εξαγοράζουσα επιχείρηση μπορεί να αναλάβει τον ουσιαστικό έλεγχο, λαμβάνοντας κρίσιμες αποφάσεις της διοίκησης ή της στρατηγικής της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, στη περίπτωση που τα υπόλοιπα μερίδια είναι κατακερματισμένα σε διάφορους άλλους μετόχους.

Οι **συγχωνεύσεις** αφορούν την ενοποίηση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, με μεταβίβαση του ισολογισμού της απορροφώμενης εταιρείας- έπειτα από τη λύση της, και τη διαδοχή όλων των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων της, στην απορροφώσα (Κυριαζής, 2007). Οι συγχωνεύσεις που πραγματοποιούνται, δημιουργούν μία **νέα ενιαία επιχειρησιακή δομή**, και συνήθως διατηρούν την αρχική εταιρική ταυτότητα τους, μέσα σε ένα ενοποιημένο πλαίσιο. Η μεταβίβαση πραγματοποιείται βάσει καθορισμένης σχέσης ανταλλαγής, έναντι μετοχών. Σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (Δ.Π.Χ.Π 3), σχεδόν όλες οι ενοποιήσεις με τη μορφή ανταλλάγματος (μετρητά, μετοχές, αξιόγραφα) χαρακτηρίζονται ως εξαγορές, εκτός των περιπτώσεων αδυναμίας αναγνώρισης της εξαγοράστριας και εξαγοραζόμενης επιχείρησης, τότε αναγνωρίζεται μόνο η μέθοδος απόκτησης/εξαγοράς (purchase/ acquisition method).

Ως κύριο είδος μπορεί να χαρακτηριστεί η **κατηγοριοποίηση βάση του βαθμού συσχέτισης** του κλάδου δραστηριοποίησης ή βαθμό ολοκλήρωσης (Κυριαζής, 2007) που επιτελεί η καθεμία εμπλεκόμενη επιχείρηση. Βάση αυτών των δραστηριοτήτων εντοπίζουμε τις εξής:

Στη πρώτη κατηγορία τις **οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές** μεταξύ των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων (horizontal mergers and acquisitions), που περιλαμβάνουν την συνένωση εταιρειών που δραστηριοποιούνται στο ίδιο είδος επιχειρηματικότητας, είτε αυτό αφορά παραγωγή, μεταποίηση ή προσφορά προϊόντων ή υπηρεσιών, και ανταγωνίζονται στην ίδια αγορά. Ως εκ τούτου έχουμε την δημιουργία μία νέας επιχείρησης, από δύο ανταγωνιστικές, η οποία θα κατέχει ένα διευρυμένο μερίδιο αγοράς, πελατολογίου και υψηλό βαθμό συγκέντρωσης της προκείμενης αγοράς. Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές, πολλές φορές δημιουργούν **μονοπωλιακές τάσεις** ολοκλήρωσης της αγοράς, και γι' αυτό εξετάζονται ενδελεχώς από θεσμικούς και ελεγκτικούς φορείς, εντούτοις πολλές είναι οι περιπτώσεις νεοφιλελεύθερων κυβερνήσεων που καταρτίζουν ελαστικότερα νομοθετικά πλαίσια, που επιτρέπουν την ευκολότερη οριζόντια συνένωση επιχειρήσεων.

Μία περαιτέρω κατηγοριοποίηση των οριζόντιων συγχωνεύσεων και εξαγορών, που στη βιβλιογραφία μπορεί να προσδιοριστεί και ως **διαγώνια**- που θα εξεταστεί στη συνέχεια, έχει σχέση με τον βαθμό ομοιογένειας του προϊόντος ή υπηρεσίας. Στην πρώτη υποκατηγορία, εντάσσονται οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μίας επιχείρησης που παράγει τα ίδια προϊόντα, από μία άλλη που βρίσκεται σε διαφορετική γεωγραφική περιοχή, ενώ στη δεύτερη εντάσσεται η συνένωση επιχειρήσεων που παράγουν παρόμοια αλλά όχι ίδια προϊόντα.

Στη δεύτερη κατηγορία εντάσσονται οι **κάθετες συγχωνεύσεις-εξαγορές** (vertical mergers and acquisitions), που αφορούν επιχειρήσεις που μέχρι πρότινος διατηρούσαν σχέσεις προμηθευτή- αγοραστή. Στη περίπτωση αυτή, μία επιχείρηση επεκτείνεται κάθετα, είτε προς τα πίσω απορροφώντας μία επιχείρηση προμηθευτή της, είτε προς τα εμπρός ενσωματώνοντας μία επιχείρηση πελάτη της. Η περίπτωση των κάθετων ολοκληρώσεων αποτελεί μία επιχειρηματική στρατηγική ανάπτυξης, δημιουργώντας μία νέα επιχείρηση χωρίς σχέσεις εξάρτησης από προμηθευτές και μεσάζοντες, διασφαλίζοντας εύρυθμη παροχή προϊόντων και υπηρεσιών, τόσο σε ποσότητα και ποιότητα, αλλά και στον επιθυμητό χρόνο. Όπως τονίζουν οι Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης (2015) πρόκειται για μία κίνηση αύξησης του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων ή της

επιχείρησης που εξαγοράζει, μειώνοντας τον ανταγωνισμό, ισχυροποιώντας την θέση της στην αγορά, και θέτοντας εμπόδια στην είσοδο νέων ανταγωνιστικών επιχειρήσεων.

Επίσης, μέσω της ενοποίησης των λειτουργιών πραγματοποιείται αποτελεσματικότερος προγραμματισμός και έλεγχος στα τμήματα όπως της παραγωγής, χρηματοοικονομικής, και μάρκετινγκ, μέσω της εύρυθμης ροής πόρων, κεφαλαίου, δυναμικού και γνώσης, χαρακτηριστικά που ενισχύουν το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα των επιχειρήσεων, παρέχοντας ευελιξία στις μεταβολές της ζήτησης και του περιβάλλοντος γενικότερα.

Στη τρίτη κατηγορία συναντάμε τις **διαγώνιες- ασυσχέτιστες συνενώσεις**, που συγκροτούν ομίλους ασυσχέτιστων επιχειρήσεων, γνωστούς με τον αγγλικό όρο conglomerate, και αφορούν συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων ανεξάρτητων πεδίων δραστηριότητας. Στη βιβλιογραφία αναφέρονται συχνά ως **μέσο διαφοροποίησης του επιχειρηματικού κινδύνου**, όπου η μητρική ή βασική εταιρεία επεκτείνεται με τη συγχώνευση ή εξαγορά μίας ασυσχέτιστης επιχείρησης-όσον αφορά το είδος των δραστηριοτήτων της, εντάσσοντας την στο δίκτυο συνδεδεμένων επιχειρήσεων της (θυγατρικές). Στη περίπτωση αυτή, αυτονόητο είναι ότι όλες οι αποφάσεις που αφορούν τη διοίκηση, τη λειτουργία και την ανάπτυξη λαμβάνονται από τη βασική-μητρική επιχείρηση. Με τον τρόπο αυτό, επιμερίζεται ο επιχειρηματικός κίνδυνος, λόγω της δραστηριοποίησης σε παραπάνω της μίας αγοράς, καθώς και μειώνονται διάφορα κόστη, μέσω της κοινής χρήσης πόρων και δραστηριοτήτων εκ μέρους των συνδεδεμένων. Ακόμα, ως πλεονεκτήματα χαρακτηρίζεται η αύξηση της παραγωγικότητας, και η δημιουργία οικονομιών κλίμακας, λόγω του επιμερισμού τους σταθερού κόστους παραγωγής και λειτουργίας, σε μεγαλύτερο όγκο παραγωγής προϊόντων και υπηρεσιών (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2015).

Σ' αυτό το σημείο, αξίζει να γίνει αναφορά στα δύο είδη διάκρισης των επιχειρηματικών conglomerate. Το πρώτο αφορά τα **χρηματοοικονομικά**, παρέχοντας ροή κεφαλαίων στα διάφορα τμήματα, ασκώντας έλεγχο, ενώ είναι αυτά που αναλαμβάνουν και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Το δεύτερο είναι τα

διευθυντικά conglomerate, που είναι επιφορτισμένα με την παροχή διοικητικών και οργανωτικών κατευθύνσεων, που στόχο έχουν τη βελτίωση της απόδοσης και την ανάπτυξη του οργανισμού.

Σαν τέταρτη κατηγοριοποίηση συναντάμε τον *concentric*, και αφορά συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων **βάση της τεχνολογίας** που χρησιμοποιούν, είτε είναι ίδια ή βάση του βαθμού τεχνολογικής τους εξάρτησης.

Ένας άλλος τύπος κατηγοριοποίησης των συγχωνεύσεων και εξαγορών σχετίζεται με τη διαδικασία πραγματοποίησης της συναλλαγής ή με τη στάση/ διάθεση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρίας (Κυριαζής, 2007). Οι κατηγορίες αυτές χαρακτηρίζονται ως **φιλικές**, στις μεν συγχωνεύσεις αφορούν συνένωση ισοδύναμων σε μέγεθος επιχειρήσεων με τη κοινή συμφωνία των όρων συγχώνευσης, ενώ στις δε φιλικές εξαγορές, γίνεται η εξαγορά μίας μικρότερου μεγέθους επιχείρησης με τη συγκατάθεση του διοικητικού της συμβουλίου. Επίσης δύναται να χαρακτηρισθούν ως **επιθετικές ή εχθρικές** οι εξαγορές, όταν πραγματοποιείται εξαγορά των μετοχών της εταιρείας- στόχου, κυρίως μέσω χρηματιστηρίου, αφού δεν είχε καταφέρει να αποσπάσει σε ενωρίτερο χρόνο τη συγκατάθεση για εξαγορά από την διοίκηση της επιχείρησης.

Σαν τύπος κατηγοριοποίησης συναντάμε και τον διαχωρισμό βάση της εθνικότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών, οι οποίες αναφέρονται σε **εγχώριες ή εθνικές** και αφορούν επιχειρήσεις που εδρεύουν στην ίδια χώρα, και τις **διασυνοριακές** δηλαδή οι επιχειρήσεις που συνενώνονται εδρεύουν σε διαφορετικές χώρες. Το είδος των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι που θα μας απασχολήσει καθ' όλη τη διπλωματική διατριβή.

Τέλος, στο σύγγραμμα του Κυριαζή (2007), εντοπίζεται και ένα άλλο είδος κατηγοριοποίησης, βάση του τρόπου προσφοράς της εξαγοράς. Οι τρόποι προσφοράς που αναφέρονται αφορούν τη δημόσια προσφορά στους μετόχους (Public Tender Offer), τη συγχώνευση και τα Proxy Fights(* αφορούν τη προσπάθεια μερίδας μετόχων ή της διοίκησης να αποκτήσουν τον έλεγχο της εταιρείας και του ΔΣ, προτρέποντας τους μετόχους τους να ψηφίσουν μέσω αντιπροσώπων).

7. Οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές

Μεταφράζοντας τις παγκόσμιες συγχωνεύσεις και εξαγορές σε αξία τρισεκατομμυρίων δολαρίων, οι διασυνοριακές συνενώσεις καταλαμβάνουν μόλις το ένα τρίτο στην αμερικάνικη αγορά, ενώ το ποσοστό τους αυξάνεται σε οικονομίες λιγότερο αναπτυγμένες. Πιο ενδιαφέρουσα είναι η τάση που παρατηρείται, και αφορά τις ΗΠΑ και τον Καναδά, και ενώ οι περισσότερες διασυνοριακές συμφωνίες γίνονται πέρα της Βόρειας Αμερικής, σχεδόν το 40% αφορά τμηματικές εξαγορές εταιρειών εκτός αυτής. Παρά τις ομοιότητες με τις εγχώριες συγχωνεύσεις & εξαγορές ως προς την έκβαση, οι διασυνοριακές εσωκλείουν **πολυάριθμες διαφοροποιήσεις** και θέματα προς επίλυση, πριν τη συμφωνία, που τις κάνουν ιδιαίτερα μοναδικές και ενδιαφέροντα προκλητικές- για τα στελέχη επιχειρήσεων. Επίσης, οι ανταμοιβές και τα οφέλη που παρέχουν στον όμιλο είναι ανάλογες.

Μεγάλο χαρακτηρίζεται το πλήθος των αποφάσεων, που είναι επιφορτισμένα τα στελέχη να λάβουν, πριν την συμφωνία της διασυνοριακής συγχώνευσης ή εξαγοράς (cross-border merger & acquisition- CBMA). Συνήθως, σύμφωνα με τους Boeh & Beamish (2007), παρατηρούνται δύο στρατηγικές απόφασης διασυνοριακής συνένωσης. Η πρώτη αφορά τη στρατηγική απόφαση, βάση χαρακτηριστικών της αγοράς- στόχου και η δεύτερη, αφορά τη τοποθεσία της αγοράς- στόχου, εκμεταλλεόμενη κάθε φορά τα πλεονεκτήματα της αγοράς που ενδιαφέρουν την επιχείρηση. Πολλές φορές, οι στρατηγικές οδηγούν σε συμφωνίες διασυνοριακής συνένωσης, εκμεταλλεόμενοι και τις δύο παραπάνω προσεγγίσεις.

Κρίσιμης σημασίας κατά τον σχεδιασμό της επέκτασης της επιχείρησης, αποτελούν οι **αποφάσεις της χώρας- εισόδου** και της **μεθόδου- εισόδου**, σ' αυτή. Πολλές είναι οι μέθοδοι εισόδου, με τις συνεργατικές στρατηγικές να κερδίζουν έδαφος τα τελευταία χρόνια, λόγω της μεταβολής του νομικού και πολιτικού περιβάλλοντος προς όφελος τους, όπως επίσης οι επενδύσεις δημιουργίας θυγατρικής αποκλειστικής ιδιοκτησίας. Στη περίπτωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, η συνεργασία με μια υπάρχουσα επιχείρηση της αγοράς- στόχου, συμπεριλαμβάνει πολλά πλεονεκτήματα αθροιστικά των δύο παραπάνω δημοφιλών μεθόδων- εισόδου (Boeh & Beamish, 2007).

Χρησιμοποιώντας το πλάνο των τριών-φάσεων της συμφωνίας συνένωσης, που βασίζεται στις αρχές της διοίκησης των επιχειρήσεων, δηλαδή τη **χάραξη στρατηγικής**, της **επίτευξης συμφωνίας** και **πραγματοποίηση** της, διακρίνουμε χαρακτηριστικές όψεις των διασυνοριακών συνενώσεων. Το πλαίσιο αυτό όμως περιλαμβάνει πολλές διαφοροποιήσεις, που προκύπτουν από το νέο περιβάλλον. Οι **διαφορές κουλτούρας** ανάμεσα στις επιχειρήσεις και τις χώρες, αυτών, δημιουργούν τόσο ευκαιρίες- εάν εντοπιστούν και προβλεφτούν στο πλάνο λειτουργίας, όσο και φράγματα στην επικοινωνία και τη λειτουργία της νέας επιχείρησης. Λόγω αυτής της πολυπλοκότητας που διέπει τις διασυνοριακές συνενώσεις, απαιτείται καλύτερος και πιο στοχευμένος προγραμματισμός από πλευράς των στελεχών, καθώς και των συμβούλων, που θα πρέπει να λάβουν υπόψη τους επίσης, το διαφορετικό φορολογικό, νομικό και θεσμικό νέο πλαίσιο.

Ένα ακόμα σημείο των διαπραγματεύσεων και των διεργασιών που λαμβάνουν χώρα, είναι η **εμπιστευτικότητα**, η οποία ανάλογα την κουλτούρα ερμηνεύεται διαφορετικά. Πέρα από τη διαφορετικότητα στην αντίληψή της, μπορούμε να προσθέσουμε και τη μεταβλητή των πολλών εμπλεκόμενων ατόμων και μερών, που συμμετέχουν σε μία συνένωση, λαμβάνοντας μια ευμετάβλητη συνάρτηση, ως προς την εμπιστευτικότητα του επιχειρηματικού εγχειρήματος.

Όλες οι παραπάνω πρόσθετες διαφοροποιήσεις, που εισάγει το διεθνοποιημένο επιχειρηματικό περιβάλλον, μπορούν να αντιμετωπιστούν κατά τις διαπραγματεύσεις, όμως υπάρχουν κι άλλες αποφάσεις, που ανάλογα το στάδιο επέκτασης, αποκτούν μεγάλη βαρύτητα. Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη παράγραφο, οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις & εξαγορές, αφορούν την απόφαση συνεργασίας με έναν ξένο εταίρο καθώς και την επιλογή της σωστής μεθόδου εισόδου/ συνεργασίας με αυτόν. Οι επιχειρήσεις θα πρέπει πρώτα να έχουν κατανοήσει τις στρατηγικές ανάγκες τους που τους οδηγούν στη διεθνοποίηση, καθώς και τις ευκαιρίες και περιορισμούς που εμπεριέχει κάθε μέθοδος εισόδου σε μία χώρα. Στη συνέχεια, και σύμφωνα με τους Boeh & Beamish (2007), παρουσιάζονται διάφοροι παράμετροι που εγείρουν προβληματισμούς κατά τις τρεις- φάσεις, και η απόφασή τους είναι κρίσιμης σημασίας για την επιτυχία του διεθνούς εγχειρήματος.

7.1. Παράμετροι στρατηγικής επιλογής

7.1.1. Επιλογή χώρας, μεθόδου εισόδου και συνεργάτη

Χωρίς να υπάρχει συγκεκριμένη σειρά στην επιλογή της **χώρας- στόχου, μεθόδου και συνεργάτη**, η επιλογή θα πρέπει να κρίνεται ως ορθή, τόσο ανεξάρτητα, όσο και σε συνδυασμό και των τριών αυτών μεταβλητών. Η εταιρεία θα πρέπει να επιλέξει από ένα πλήθος χωρών, όπου επιθυμεί να δραστηριοποιηθεί, βάση των στρατηγικών της αποφάσεων, όπως για παράδειγμα μείωση του κόστους παραγωγής ή τους ρυθμούς ανάπτυξης της ξένης αγοράς. Επίσης, η μέθοδος εισόδου, είναι άλλη μια στρατηγική απόφαση, που λαμβάνεται συνδυάζοντας τόσο τους εσωτερικούς πόρους και την εμπειρία της επιχείρησης, όσο και τα χαρακτηριστικά της χώρας- στόχου, που αφορούν περιορισμούς ξένης ιδιοκτησίας και κανόνων, που θα περιληφθούν στη μετέπειτα συμφωνία, και τον τύπο που την ορίζει. Ακόμα, στο γενικό πλαίσιο επιλογής χώρας, θα πρέπει να βρεθούν και να αξιολογηθούν δυνητικοί συνεργάτες, ώστε να επιλεγεί ο καταλληλότερος. Όπως προαναφέρθηκε δεν υπάρχει θεμελιωμένη σειρά των παραπάνω τριών επιλογών, παρόλα αυτά η ορθότερη επιλογή και η αναγκαιότητα της, είναι υποχρεωτική.

7.1.2. Κρατικοί περιορισμοί

Κατά την επιλογή χώρας και μεθόδου- εισόδου, τα στελέχη θα πρέπει να λάβουν υπόψη τους και άλλα στοιχεία, πριν καταλήξουν στο μίγμα απόφασής τους. Πολλές είναι οι χώρες, που δημιουργούν **περιορισμούς στην κατοχή ιδιοκτησίας** εγχώριας εταιρείας από ξένη, στοιχείων του ενεργητικού της, όπως για παράδειγμα διάφορα πάγια, και ακίνητης περιουσίας. Επίσης, η μετακίνηση στη χώρα αυτή μπορεί να δυσχεραίνεται από περιορισμούς στη λήψη και κατοχή ταξιδιωτικής βίζας, για το προσωπικό της ξένης επιχείρησης. Στις χώρες αυτές, πιο δύσκολη είναι η έκδοση επαγγελματικής βίζας για μεγάλο χρονικό διάστημα, η οποία είναι αναγκαία για τα **εκπατρισμένα στελέχη** (expatriates). Ενδελεχούς μελέτης χρίζει το **νομικό πλαίσιο**, που αφορά τη προστασία της ξένης ιδιοκτησίας, που αυξάνει τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αναλαμβάνει η επιχείρηση στη ξένη χώρα. Το ασταθές νομικό πλαίσιο μπορεί να οδηγήσει σε δικαστικές ή κυβερνητικές αποφάσεις κατάχρησης της επενδυμένης ακίνητης περιουσίας της ξένης εταιρείας, οδηγώντας ακόμα και στην απώλεια της κατοχής της. Τέλος, **εμπόδια στην ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων**

μπορούν να δημιουργήσουν λειτουργικά προβλήματα, τα οποία συναντώνται σε χώρες με περιορισμούς στο ελεύθερο εμπόριο και κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες, που επίσης περιορίζουν και τον επαναπατρισμό των κερδών.

7.1.3. Κρατικοί κανόνες

Η επιλογή της χώρας προορισμού θα πρέπει να περιλαμβάνει και τους **επιχειρηματικούς** και **φορολογικούς κανονισμούς**. Οι φορολογικοί κανόνες και η φορολόγηση των ξένων επενδύσεων διαφέρουν τρομακτικά από χώρα σε χώρα. Η φορολόγηση μπορεί να είναι συνυφασμένη με τα κρατικά έσοδα, ειδική φορολόγηση ξένων υποκαταστημάτων, τη φορολόγηση ως προς τον χρόνο, των λειτουργικών ζημιών (φορολόγησή τους συμψηφιστικά σε επόμενη χρήση), καθώς και πιθανές διαφορές λογιστικής αποτίμησης του αποθέματος, συμπεριλαμβανομένων και άλλων διαφοροποιήσεων. Οι λογιστικοί και φορολογικοί κανονισμοί, μπορούν να εισάγουν εμπόδια για την επίτευξη συμφωνίας, λόγω του ότι επηρεάζουν τα οικονομικά αποτελέσματα της επένδυσης, ή και ακόμα μπορούν να επηρεάσουν τη μέθοδο εισόδου στην αγορά, με στόχο τη μείωση του κινδύνου/ απωλειών και τη μεγιστοποίηση των φορολογικών ωφελειών.

7.1.4. Εγχώρια και επιχειρηματική κουλτούρα

Οι **διαφορετικές κουλτούρες** των δύο χωρών που εμπλέκονται οι επιχειρήσεις, όσο και οι κουλτούρες των εσωτερικών περιβαλλόντων τους, πρέπει να ληφθούν υπόψη από τα στελέχη, που είναι επιφορτισμένα με τη κατάρτιση των όρων και του πλαισίου, που θα επιτευχθεί η συνένωση. Πιο δύσκολο να επιτευχθεί θεωρείται η σύγκλιση της επιχειρηματικής κουλτούρας, σε περιπτώσεις μεγάλων διαφοροποιήσεων, η οποία μπορεί και να αφορά την **ηγεσία** και τους **κανονισμούς λειτουργίας** και διακυβέρνησης του οργανισμού, από πλευράς της διοίκησης. Τα στοιχεία κουλτούρας μπορούν επομένως, να επηρεάσουν κάθε στοιχείο επίτευξης της συνένωσης, του τρόπου λειτουργίας και ανάπτυξης της συνένωσης.

7.1.5. Η δυσκολία εξόδου από την αγορά- προορισμού

Κατά την απόφαση εισόδου μέσω διασυνωριακής συγχώνευσης ή εξαγοράς, θα πρέπει να σχεδιαστεί και ένα πλαίσιο επιλογών **τρόπου εξόδου**, από τη χώρα-στόχο. Μία πιθανή έξοδος μπορεί να είναι αποτέλεσμα εκπλήρωσης του σκοπού της

συνένωσης- σε περίπτωση που η συνένωση πραγματοποιείται με συμφωνημένο χρονικό ή ορίζοντα εκπλήρωσης έργου, αποτυχίας της συνένωσης ή λόγω χαμηλών λειτουργικών αποτελεσμάτων. Δυσκολίες εξόδου προκύπτουν στις περιπτώσεις, που η αποτυχία της συνενωμένης εταιρείας επισκιάζει τη φήμη της, βρίσκοντας μικρή ανταπόκριση στους κύκλους των δυνητικών αγοραστών. Επίσης, πολλές είναι και οι κυβερνήσεις που αναμειγνύονται σε τέτοιες διαδικασίες, εγείροντας περιορισμούς ή δυσκολίες στον επαναπατρισμό του τιμήματος πώλησης, πίσω στη μητρική χώρα. Συμπερασματικά, οι επιχειρήσεις που δημιουργούν τη συνένωση θα πρέπει να συμπεριλάβουν στον σχεδιασμό τους, ότι μία πιθανή έξοδος μπορεί να είναι δύσκολη, χρονοβόρα και κοστοβόρα.

7.1.6. Παράμετροι επίτευξης συμφωνίας

Η επίτευξη συμφωνίας της διασυννοριακής συγχώνευσης ή εξαγοράς ακολουθεί την ίδια διαδικασία όπως και συμβαίνει και σε μία εγχώρια, αλλά συμπεριλαμβάνει περισσότερες και ποικίλες **διαφοροποιήσεις** και βήματα, στη μελέτη και συμφωνία της κάθε υποδιαδικασίας της. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται σύμφωνα με τους Boeh & Beamish (2007), κάποιες παγίδες που είναι κοινές κατά τη διαπραγμάτευση της συνένωσης.

7.1.7. Αξιολόγηση

Κατά την αξιολόγηση μίας ξένης επιχείρησης, ο αναλυτής θα πρέπει να λάβει υπόψη **διάφορα στοιχεία** και παραμέτρους, που επηρεάζουν την έκβασή της. Το κόστος της επένδυσης μπορεί να διαφέρει τόσο σαν αποτέλεσμα του τρόπου χρηματοδότησης της επένδυσης, της ανάπτυξής της και του ρίσκου της, αλλά και βάση των επενδύσεων σε πάγια στοιχεία στη τοποθεσία- προορισμού. Στην αξιολόγηση θα πρέπει να συμπεριληφθεί η **αβεβαιότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών**, που επηρεάζει τις χρηματικές ροές. Όλα τα παραπάνω θα πρέπει να έχουν προβλεφτεί και να έχει καταρτιστεί σχέδιο αντιμετώπισης τους, ήδη κατά την αξιολόγηση της επένδυσης.

7.1.8. Διαπραγματεύσεις

Οι διασυννοριακές συγχωνεύσεις & εξαγορές, λόγω της πολυπλοκότητας των στοιχείων της διαπραγμάτευσής τους, θα πρέπει να διενεργούνται από **καταρτισμένα στελέχη**, με εξειδικευμένο τρόπο και εις βάθος. Για παράδειγμα,

ιδιαίτερη προσοχή θα πρέπει να δοθεί από τα στελέχη στις συναλλαγματικές διακυμάνσεις της ισοτιμίας, τους τρόπους πληρωμής και το νόμισμά τους, καθώς και ποια πλευρά θα αναλαμβάνει τα κόστη που προκύπτουν από το κόστος συναλλάγματος. Οι περισσότερες εταιρείες επιλέγουν το νομικό πλαίσιο διακυβέρνησής τους, η απόφαση θα πρέπει να ληφθεί εντός των ορίων των επιτρεπόμενων αρμοδιοτήτων τους, και σε πολλές περιπτώσεις μπορούν να επιλέξουν διαφορετικούς νομικούς περιορισμούς (δίκαια) για διαφορετικά σημεία της συμφωνίας.

7.1.9. Δομή της συμφωνίας

Οι επιτρεπόμενες **φορολογικές, λογιστικές και νομικές δομές** που επιτρέπουν τη συμφωνία για μία διασυνοριακή συνένωση, μπορεί να διαφέρουν από χώρα σε χώρα, καθώς και τα πλεονεκτήματα και κινδύνους που εσωκλείουν. Λόγω αυτών, οι επιλογές θα πρέπει να εντάσσονται σε περιορισμούς, ή τα εμπλεκόμενα μέρη να λάβουν αποφάσεις βασισμένες στους νόμους και κατά πόσο αποτυπώνουν τις βέλτιστες επιχειρηματικές επιλογές τους.

7.1.10. Η επιμέλεια των παρεχόμενων πληροφοριών (Due Diligence)

Η διαδικασία **σωστής επιμέλειας των πληροφοριών** δυσχεραίνεται λόγω της διαφορετικής κουλτούρας, και της αδιαφάνειας τόσο σε ατομικό όσο και εταιρικό επίπεδο, των εμπλεκόμενων μερών. Αυτό καταστά δύσκολη την εύρεση των σωστών πληροφοριών, ώστε μέσα από λεπτομερή ανάλυσή τους να προκύψουν συμπεράσματα για την άλλη εταιρεία. Επίσης, λόγω των διαφορετικών χωρών υπάρχουν και διαφορετικές πρακτικές και επίπεδα αναλύσεων και αρχείων, δυσχεραίνοντας την αξιολόγηση της εταιρείας. Επιπρόσθετα, σε ατομικό επίπεδο διαπραγμάτευσης τα επίπεδα ειλικρίνειας και δίκαιας διαπραγμάτευσης και συμβιβασμών, βοηθούν ή δυσκολεύουν και άλλο, την αξιολόγηση των στοιχείων.

7.1.11. Εσωτερική έγκριση

Κάθε χώρα έχει τους δικούς της νόμους που αφορούν την κατοχή μετοχών και απαιτήσεις σε ψήφους διοικητικών συμβουλίων, για την **έγκριση διαφορετικών τύπων συμφωνιών** και συγκεκριμένα για διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, τις οποίες εξετάζουμε στη περίπτωση μας. Βάση αυτών, εάν μία έγκριση δεν είναι συγκεκριμένη, και η ικανότητα να καταστεί η συνένωση εχθρική, τότε οι

εναλλακτικές επιλογές αντιμετώπισής της κατάστασης, δεν θα είναι ευχάριστες ούτε εύκολες.

7.1.12. Εξωτερική έγκριση

Πολλοί είναι οι λόγοι- που έχουν φιλοσοφικές ή πολιτικές διαστάσεις, κατά τους οποίους διάφορες χώρες δεν επιτρέπουν την **είσοδο ξένων επενδυτών**, καθώς και κάθε είδους συνεργασία με εγχώριες επιχειρήσεις τους. Επίσης, τέτοιες δικλίδες έχουν να αντιμετωπίσουν οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις & εξαγορές που σε πολλές χώρες απαιτείται να εγκριθούν από πρόσθετους θεσμικούς φορείς, εγείροντας και θέματα δικαιοδοσίας πολλές φορές, από τη στιγμή που η συνένωση είναι διασυνοριακή. Φυσικά, οι απαιτήσεις καταχώρησης και δημοσιοποίησης, καθώς και ο χρονικός ορίζοντας μπορεί να διαφέρουν ανάλογα τη χώρα, επιβαρύνοντας τη διαδικασία.

7.2. Πραγματοποίηση της διασυνοριακής συγχώνευσης & εξαγοράς

Όπως συμβαίνει και στις εγχώριες συνενώσεις, τα στελέχη που συμμετέχουν στη διασυνοριακή συνένωση ή εξαγορά θα πρέπει να προχωρήσουν σε **συμβατές αποφάσεις** και με τα ανάλογα βήματα, στη πραγματοποίηση της συμφωνίας, θέτοντάς τη σε λειτουργία. Σύμφωνα και με τα δύο προηγούμενα βήματα, οι πρόσθετες μεταβλητές του διεθνούς περιβάλλοντος, γίνονται πιο έντονες κατά τη φάση της πραγματοποίησης και λειτουργίας της συνένωσης, αυξάνοντας κι άλλο τις δυσκολίες που καλούνται να αντιμετωπίσουν τα στελέχη. Στο βήμα αυτό, οι Boeh & Beamish (2007) επικεντρώνονται στον βαθμό ενσωμάτωσης της μίας επιχείρησης από την άλλη, καθώς και αυτών στο περιβάλλον της αγοράς και στην αντίληψη του καταναλωτή, τα οποία παρουσιάζονται αναλυτικά παρακάτω.

7.2.1. Ενσωμάτωση/ ενοποίηση

Η απόφαση που καλούνται να λάβουν ήδη κατά τη διαπραγμάτευση είναι εάν η μια επιχείρηση ενσωματωθεί/ απορροφηθεί από την άλλη, λόγω των διαφορών στην κουλτούρα και πιθανά νομικά εμπόδια. Επίσης, η λειτουργία των δύο εταιρειών σε διαφορετικές χώρες, πολύ μακριά η μία από την άλλη, με διαφορετικές ζώνες ώρας, κάνουν μία ενσωμάτωση να φαντάζει πιθανή με παύση εργασιών σε κάποια

τοποθεσία, και την ενοποίηση των λειτουργιών τους. Πιο πιθανή, είναι μία ενοποίηση κάποιων λειτουργιών, όπως για παράδειγμα η εφοδιαστική αλυσίδα, και μετακινήσεις προσωπικού από τη μία τοποθεσία στην άλλη με σκοπό την εκπαίδευσή τους, την επικοινωνία και την ανταλλαγή εργασιακής κουλτούρας. Η **διάχυση** αυτή των **καλών πρακτικών**, και **εργασιακής συμπεριφοράς** οδηγεί στη μίξη των χαρακτηριστικών, διαμορφώνοντας καλές πρακτικές, που στόχο έχουν την ανάπτυξη τόσο των εργαζομένων όσο και του οργανισμού.

7.2.2. Τι να ενοποιηθεί

Επειδή οι μετακινήσεις προσωπικού μπορεί να πτοούν την εργασιακή απόδοσή τους και καθημερινότητα, κάποιες λειτουργίες και διεργασίες των συνενωμένων εταιρειών μπορεί να μην είναι απαγορευτικές, όσο αναφορά το κόστος τους και τη πολυπλοκότητά τους. Πιο συγκεκριμένα, επειδή οι εταιρείες αυτές εξυπηρετούν διαφορετικές αγορές, και η καθεμία τους είναι γνώστης της αγοράς της, οι λειτουργίες του μάρκετινγκ και των πωλήσεων δε χρίζουν ενοποίησης. Παρόλα αυτά, υπάρχουν κάποιες διεργασίες, που θα πρέπει μέχρι κάποιο επίπεδο να ενσωματωθούν, αξιοποιώντας τα πλεονεκτήματα των συνεργιών μεταξύ των δύο επιχειρήσεων. Η δυσκολία έγκειται στην εύρεση του τι θα πρέπει να ενοποιηθεί, και πως θα προσθέσει αξία στη συνένωση, πέρα από τα πρόσθετα κόστη που υπόκειται η ενσωμάτωση των λειτουργιών.

7.2.3. Δυσκολίες μετά την ενοποίηση

Συμπερασματικά, η διαδικασία ενοποίησης των επιχειρήσεων μπορεί να είναι πιο δύσκολη και απαιτητική στη περίοδο μετά τη συνένωση και κατά τη λειτουργία της. Η **σωστή επικοινωνία** και ανταλλαγή μηνυμάτων μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών των επιχειρήσεων διαδραματίζει σημαντικό ρόλο. Επίσης, η αφοσίωση των εργαζομένων θα παρουσιάσει διακυμάνσεις, λόγω της αντίστασης στην αλλαγή- που παρατηρείται, και λόγω του **ασαφούς περιβάλλοντος** κατά τα στάδια της συνένωσης. Ακόμα, **διάφοροι εργασιακοί νόμοι**, που διαφέρουν κατά περιοχή, αυξάνουν τον βαθμό πολυπλοκότητας μη επιτρέποντας πιθανές απολύσεις, που προσβλέπει η επιχείρηση για την επίτευξη των στόχων της ενοποίησης μετά τη συγχώνευση (postmerger integration- PMI). Φυσικά, η ενοποίηση είναι αναγκαστική όσον αφορά τα οικονομικά και φορολογικά στοιχεία και διαδικασίες, που θα πρέπει

να συμμορφωθούν στις απαιτήσεις της χώρας αναφοράς. Τα εσωτερικά συστήματα θα πρέπει να υποστηρίζουν κατάλληλους μηχανισμούς τιμολόγησης, σε συμφωνία με το ισχύον φορολογικό και εμπορικό πλαίσιο. Συνήθης δυσκολία ενοποίησης συστημάτων είναι η διαφορετική γλώσσά που χρησιμοποιούν, διαφορετικά λειτουργικά συστήματα, τόσο σε λογισμικό όσο και σε υλικό εξοπλισμό. Τέλος, η διοίκηση της συνένωσης, από τη στιγμή που δεν έχουν συνεγκατασταθεί, δυσχεραίνει τον προγραμματισμό, την οργάνωση, διεύθυνση και έλεγχο των λειτουργιών. Η κατάσταση αυτή μπορεί να αντιμετωπιστεί με τη θέσπιση αναφορών προόδου και αυστηρού ορισμού των καθηκόντων των εργαζομένων, από στελέχη επιφορτισμένα με τη παρακολούθησή τους, έχοντας φυσική παρουσία.

8. Κίνητρα ώθησης συγχωνεύσεων- εξαγορών

Πλούσιο μπορεί να χαρακτηρισθεί το περιεχόμενο των μελετών γύρω από τους λόγους επιλογής της μεθόδου των συγχωνεύσεων- εξαγορών, ως μέσω στρατηγικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Οι διάφορες θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί εμπεριέχουν πολλά κίνητρα - ανάλογα την περίπτωση που μελετάται, γενικότερα όμως μπορούν να κατανεμηθούν, σε τρεις μεγάλες κατηγορίες που αφορούν τα εξής: **στρατηγικά κίνητρα** (strategic motives), **οικονομικά κίνητρα** (economic motives), και **διοικητικά ή προσωπικά κίνητρα** (managerial – personal motives). Σύμφωνα με τον Κυριαζή (2007), υπάρχουν και άλλα κίνητρα, που σύμφωνα με τη κατάταξη των θεωριών τους εμπίπτουν σε χρηματοοικονομικές θεωρίες (financial theories and motives) και συμπεριφοράς οργανισμών (organizational theories). Επιπρόσθετα, η ποικιλία των κινήτρων των συγχωνεύσεων & εξαγορών, ειδικά των διασυννοριακών, δημιουργεί πολλές φορές **συγκρουόμενα συμφέροντα** (conflicting interests) ανάμεσα στα διάφορα ενδιαφερόμενα μέρη (stakeholders).

Στη συνέχεια αναπτύσσεται μία εις βάθος ανάλυση για την ελκυστικότητα των κινήτρων και των επιμέρους χαρακτηριστικών τους, βάση των κατηγοριών τους (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2015).

8.1.Στρατηγικά κίνητρα

Στη πρώτη κατηγορία των στρατηγικών κινήτρων, εμπεριέχονται βασικοί σκοποί μίας σύγχρονης επιχείρησης, όπως η **αιεφόρος ανάπτυξη** της, που αποτελεί βασικό συστατικό της βιωσιμότητας της. Πιο ειδικά, η εξασφάλιση νέων ή υπαρχόντων πόρων, πηγών ανεφοδιασμού και τεχνολογίας, η ανάπτυξη δικτύου διανομής (logistics), η αύξηση μεριδίου αγοράς και η εξάλειψη ανταγωνιστών, αποτελούν βασικές στρατηγικές αποφάσεις- μεταξύ άλλων, για την αύξηση της δύναμής της, στην αγορά. Τα χαρακτηριστικά αυτά σε συνδυασμό με το παγκοσμιοποιημένο επιχειρηματικό περιβάλλον, δημιουργούν σε πολλές περιπτώσεις επιτακτική την εξωτερική ανάπτυξη της επιχείρησης, ώστε να ανταποκριθεί άμεσα και αποτελεσματικά στους σύντομους χρόνους απόκρισης του διεθνούς περιβάλλοντος, αποβλέποντας σε βελτίωση της αποδοτικότητας, της κερδοφορίας και της αποτελεσματικότητάς της μέσω συνεργειών.

Σύμφωνα με το στρατηγικό management, και του κύριου εκπροσώπου του (Porter, 1985), η απόφαση εξωτερικής ανάπτυξης μέσω εξαγορών, πηγάζει από την επιλογή της κατάλληλης στρατηγικής επιλογής, σε αντιστοιχία με την επιλογή των επιμέρους γενικών στρατηγικών (generic strategies), ηγεσίας κόστους, προϊοντικής διαφοροποίησης, εστίασης των επιμέρους επιχειρηματικών δομών του ομίλου (strategic business units- SBU), με στόχο τη δημιουργία στρατηγικού πλεονεκτήματος.

Σύμφωνα με τους Prahalad & Hamel (1990), εστιάζοντας στους μοναδικούς πόρους και τις θεμελιώδεις ικανότητες των επιχειρήσεων- ως πηγή **διατηρήσιμου ανταγωνιστού πλεονεκτήματος**, προκύπτει το στρατηγικό κίνητρο για τη γρήγορη απόκτηση αυτών, μέσω εξαγορών. Η κεντρική άποψη αυτής της θεώρησης προκύπτει από την υποτιθέμενη συμπληρωματικότητα των πόρων και ικανοτήτων των επιχειρήσεων, καθώς και από την ανάλυση των αλυσίδων αξίας τους.

Η στρατηγική απόφαση για εξωτερική ανάπτυξη μέσω μίας οριζόντιας ολοκλήρωσης της επιχείρησης, αποβλέπει στην παγίωση μονοπωλιακών πλεονεκτημάτων, ενισχύοντας την ανταγωνιστικότητα της, τόσο στην εσωτερική όσο και στη διεθνή αγορά, μειώνοντας ή εξαλείφοντας την ανταγωνιστική ισχύ των άλλων επιχειρήσεων. Επίσης, μία τέτοια απόφαση μπορεί να αφορά μία κάθετη ολοκλήρωση της επιχείρησης, που επίσης αφορά την αύξηση της ανταγωνιστικότητας της, μέσω όμως της οικονομικότερης προμήθειας πόρων και πρώτων υλών, που πέρα από το κόστος μπορεί να σχετίζεται με την ποιότητα και την ανταποκρισιμότητα, στους χρόνους και τρόπους αναπλήρωσης της εφοδιαστικής αλυσίδας της επιχείρησης. Επομένως, μία κάθετη ολοκλήρωση αποβλέπει στην εύρυθμη λειτουργία της παραγωγής, εξασφαλίζοντας τον απρόσκοπτο ανεφοδιασμό και μειώνοντας την εξωτερική αβεβαιότητα. Πολλές είναι οι περιπτώσεις που επιλέγεται η μέθοδος των κάθετων διασυννοριακών συγχωνεύσεων- εξαγορών, όταν εφαρμόζεται ένα σύστημα Just-In-Time στη διοίκηση της παραγωγής.

Βασικό κίνητρο των στρατηγικών αποφάσεων ανάπτυξης αποτελεί η αύξηση του μεριδίου αγοράς, που μπορεί ανάλογα με το μέγεθός της να οδηγήσει την

επιχείρηση στη δραστηριοποίησή της σε μία μονοπωλιακή αγορά, αποφέροντας της υψηλότερη κερδοφορία, θέτοντας φραγμούς σε υπάρχον και δυνητικό ανταγωνισμό, αύξηση της ανταγωνιστικότητας των προϊόντων ή υπηρεσιών που παρέχει έναντι των υποκατάστατων. Επίσης, η νέα της τοποθέτηση στον κλάδο, της παρέχει υψηλή διαπραγματευτική δύναμη έναντι των προμηθευτών, πελατών και άλλων ανταγωνιστών- κυρίως ξένων.

Πολλές είναι οι περιπτώσεις των συγχωνεύσεων & εξαγορών που αφορούν την αναβάθμιση ή απόκτηση τεχνολογίας, που κρίνεται ως πιο συμφέρουσα έναντι της έρευνας και ανάπτυξης νέας, από τη πλευρά της επιχείρησης. Μία εταιρική συνένωση με την ολοκλήρωσή της προσφέρει στη νέα, πέρα από τεχνολογικό-μηχανολογικό εξοπλισμό, και τυχόν διπλώματα ευρεσιτεχνίας, πνευματικά δικαιώματα και φυσικά, τεχνογνωσία. Μ' αυτόν τον τρόπο μειώνεται το κόστος και ο χρόνος, που αφορούν την παραγωγή υπαρχόντων ή την ανάπτυξη νέων προϊόντων, ικανοποιώντας την ανάγκη καινοτομίας και διαφοροποίησης των δραστηριοτήτων, με μικρότερο επιχειρηματικό κίνδυνο- που σε αντίθετη περίπτωση εμπεριέχει η ανάπτυξη ενός νέου προϊόντος ή υπηρεσίας.

Όπως ήδη αναφέρθηκε, πολλές είναι οι περιπτώσεις των εταιρειών που ακολουθούν τη μέθοδο των συγχωνεύσεων & εξαγορών, αποβλέποντας στην απόκτηση ενός ή περισσότερων ανταγωνιστών, αποφεύγοντας παράλληλα και μία πιθανή μελλοντική τους απορρόφηση ή εξαγορά. Η τάση αυτή παρατηρείται έντονα σε περιόδους οικονομικής ύφεσης, στον κλάδο της βιομηχανίας, όπου οι επιχειρήσεις αξιοποιώντας τα χρηματικά διαθέσιμα τους προχωρούν σε οριζόντιες συγχωνεύσεις & εξαγορές, με στόχο να μειωθούν οι πηγές εφοδιασμού, οδηγώντας στην έξοδο ανταγωνιστές και συρρικνώνοντας την αγορά προς όφελος τους.

8.2.Οικονομικά κίνητρα

Ως κυρίαρχο οικονομικό κίνητρο των συγχωνεύσεων & εξαγορών αποτελεί η **συνέργια**, η οποία αφορά τα πλεονεκτήματα που εμφανίζονται έπειτα από τον συνδυασμό των εταιριών, και τον κοινό σκοπό τους να παράγουν ως ολότητα μεγαλύτερο αποτέλεσμα από το επιμερισμένο. Η συνένωση δηλαδή επιτρέπει τη δημιουργία πιο κερδοφόρων επιχειρηματικών συνδυασμών, αποκομίζοντας πολλά

περισσότερα οφέλη απ' ότι αθροιστικά. Τη συνθήκη αυτή αποτυπώνει το αξίωμα $2+2=5$, που συναντάται συχνά στη βιβλιογραφία, αφού οι αλληλοσυμπληρώσεις και ομοιότητες ωφελούν τη νέα επιχείρηση (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2015). Τα συνεργατικά οφέλη διαφοροποιούνται βάση του βαθμού συσχέτισης των δραστηριοτήτων.

Τα οικονομικά κίνητρα των συγχωνεύσεων & εξαγορών εμπεριέχονται και σε πολλές οικονομικές θεωρίες. Η πρώτη θεωρία αφορά τη μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης και του πλούτου των μετοχών (maximization of profits and shareholders' value), σαν αποτέλεσμα των στόχων της επιχείρησης για επιβίωση σε ένα έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον (Alchian, 1950; Becker, 1962). Η υπόθεση αυτή, παρουσιάζει τις εξαγορές ως ορθή επιλογή επένδυσης, υπό την προϋπόθεση ότι η καθαρά παρούσα αξία τους είναι θετική και μεγιστοποιεί τον πλούτο των μετοχών, σύμφωνα με τον Halpern (1983). Η μεγιστοποίηση των κερδών προέρχεται είτε από την αύξηση της αποτελεσματικότητας- με μείωση του κόστους των προϊόντων, είτε από την αύξηση της δύναμης της επιχείρησης στην αγορά. Στη πρώτη περίπτωση, εκμεταλλεώμενη λειτουργικές συνέργειες προκύπτουν οφέλη από οικονομίες κλίμακας- κυρίως σε οριζόντιες συγχωνεύσεις, οικονομίες φάσματος ή εύρους προϊόντων, καθώς και οικονομίες μάθησης και εμπειρίας- κυρίως στις περιπτώσεις συσχετιζόμενων ή ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων. Στην κατεύθυνση αυτή, δρουν θετικά και οι διοικητικές συνέργειες, μέσω μοιράσματος των ικανοτήτων των διοικητικών στελεχών, καθώς και οι χρηματοοικονομικές συνέργειες. Στη περίπτωση των τελευταίων, οι συνέργειες δημιουργούνται από την αύξηση της δανειακής ικανότητας, λόγω της διαφοράς του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης της συνένωσης ή της μειωμένης συσχέτισης των ταμειακών ροών στη περίπτωση των conglomerate.

Άλλα σημαντικά οφέλη είναι τα φορολογικά, που σε πολλές περιπτώσεις αποτελούν ισχυρό κίνητρο για την επιχειρηματική δραστηριοποίηση σε ένα διαφορετικό οικονομικό περιβάλλον. Αποτελούν κύριας σημασίας ζήτημα κατά τη φάση διαπραγμάτευσης μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς, ακόμη και για τις δύο πλευρές. Αυτό σχετίζεται και με τη πιθανή ύπαρξη νομοθεσίας, που προβλέπει χαμηλότερη ή και μηδενική φορολόγηση νεοϊδρυόμενων επιχειρήσεων, δημιουργώντας

φορολογικές εξοικονομήσεις από την συνένωση και για τις δύο πλευρές. Επίσης, η υπεραξία που μεταφέρεται στον ενοποιημένο ισολογισμό και καταβάλλεται από την εξαγοράζουσα επιχείρηση υπόκειται σε **πολυετή απόσβεση**, μειώνοντας την ετήσια φορολογική της επιβάρυνση. Τέλος, η συνένωση δύο επιχειρήσεων που μέχρι πρότινος εμφάνιζαν, η μεν ζημία και η άλλη κέρδη στη κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης τους, πλέον εμφανίζουν μικρότερα ενοποιημένα κέρδη, και η νέα επιχείρηση επιβαρύνεται με μικρότερο φόρο (Auerbauch & Reishus, 1987; Hayn, 1989).

Η δεύτερη οικονομική θεωρία, αποτυπώνει την αύξηση της δύναμης στην αγορά κυρίως μέσω οριζόντιων συγχωνεύσεων, δημιουργώντας μονοπώλια και μονοπωλιακά κέρδη, λόγω της εξάλειψης του ανταγωνισμού. Βέβαια το ίδιο μπορεί να επιτευχθεί και μέσω κάθετων συγχωνεύσεων, με την εξαγορά για παράδειγμα του κύριου προμηθευτή, αυξάνοντας και τα εμπόδια εισόδου στην αγορά. Σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες, ο κίνδυνος δημιουργίας μονοπωλίων είναι υπαρκτός, αλλά μετριάζεται χάρη σε κανονισμούς αντι-μονοπωλιακής νομοθεσίας (Mueller, 1980; Cowling et.al., 1980).

Όπως θα αναφερθεί και παρακάτω στα διοικητικά κίνητρα, η ασυμμετρία της πληροφόρησης που υπάρχει στην αγορά σχετικά με την επιχείρηση στόχο, εμπεριέχει και οικονομικά στοιχεία, πέρα από τις προσωπικές βλέψεις του επενδυτή. Βάση και εμπειρικών μελετών, όπως αυτή του Bradley et. al. (1983), επιβεβαιώνεται η σχέση μεταξύ της ασυμμετρίας της πληροφόρησης και της δραστηριότητας εξαγορών, γεγονός που εξηγείται από την **διοχέτευση προνομιακών πληροφοριών** στην αγορά, που έχουν σαν συνέπεια την ανατίμηση του τιμήματος απόκτησής της.

Άλλες θεωρίες που εσωκλείουν οικονομικά κίνητρα, είναι η θεωρία της Οικονομικής Διαταράξεως (Economic Disturbance Theory) και η Υπεραντίδραση της Αγοράς (Market Overreaction Hypothesis). Η πρώτη θεωρία επεξηγεί την εμφάνιση των κυμάτων συγχωνεύσεων και εξαγορών, ενώ η δεύτερη που βασίστηκε σ' αυτήν από τους DeBondt & Thaler (1985), εμπλουτίστηκε από τα ευρήματα του Shiller (1989) σχετικά με τη μη-ορθολογική ψυχολογία των επενδυτών της αγοράς. Επομένως, οι

αγορές τείνουν να αντιδρούν υπερβολικά στις ανακοινώσεις καλών ή κακών πληροφοριών, είτε σε μικρο, είτε σε μακρο- επίπεδο, όπως συμβαίνει και στη περίπτωση των συγχωνεύσεων & εξαγορών, που συμβάλουν στην υπεραντίδραση των αγορών (DeBondt & Thompson, 1992).

Τέλος, η Θεωρία Παιγνίων (Games Theory), αποτελεί βάση για οικονομικές προβλέψεις και κίνητρα, σχετικά με τις συγχωνεύσεις & εξαγορές. Η θεωρία αναλύει τη λήψη άριστων αποφάσεων, όταν όλοι όσοι λαμβάνουν αποφάσεις δρουν ορθολογικά, και καθένας τους προσπαθεί να προβλέψει τις κινήσεις και αντιδράσεις των υπόλοιπων (Besanko et al., 2000). Βάση της θεωρίας εξηγείται το φαινόμενο των συγχωνεύσεων στους διάφορους κλάδους δραστηριότητας των επιχειρήσεων. Τέτοιοι κλάδοι, που παρατηρήθηκαν συγχωνεύσεις είναι: το Ελληνικό Τραπεζικό σύστημα 1998-2000, πετρελαϊκές εταιρείες (BP- Amoco, Exxon Mobil, Chevron- Texaco, BP- Conoco) κατά τη περίοδο 1998-2001 (Κυριαζής, 2007).

8.3.Διοικητικά ή προσωπικά κίνητρα

Στη τρίτη κατηγορία συναντάμε τα κίνητρα που έχουν σχέση με αποφάσεις των διοικητικών στελεχών, που σε πολλές περιπτώσεις αποτυπώνουν τις προσωπικές τους φιλοδοξίες. Η λεπτή γραμμή που χωρίζει αυτές τις αποφάσεις, και σχετίζεται με τον βαθμό ιδιοτέλειας που εσωκλείει ένα τέτοιο κίνητρο, επιδέχεται έντονη αμφισβήτηση στο κατά πόσο στοχεύει στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους και τον οργανισμό. Ιδιαίτερα, στις περιπτώσεις που η ιδιοκτησία και η διοίκηση της επιχείρησης έχουν διαχωριστεί, και δεν αφορούν τα ίδια πρόσωπα, τα κίνητρα εμφανίζονται να εμπεριέχουν μεγαλύτερη ιδιοτέλεια και να εξυπηρετούν τις προσωπικές βλέψεις των στελεχών. Ειδικά σε καταστάσεις, όπου στην αγορά δεν επικρατεί τέλειος ανταγωνισμός, οι διοικήσεις επιδιώκουν στόχους αύξησης μεγέθους αντί για αύξηση κερδών (Galbraith, 1967). Η περίπτωση των συνενώσεων δύο και πλέον επιχειρήσεων- κατά περίπτωση, εμπεριέχει μεγάλο προσωπικό ρίσκο για τα ίδια τα στελέχη, γεγονός που αυξάνει το βαθμό ανάμιξής τους στην επικείμενη κατάληξη της συμφωνίας, και των σχετικών όρων. Μ' αυτό τον τρόπο τα στελέχη εξασφαλίζουν τη μεγιστοποίηση των προσωπικών τους επιτευγμάτων, μέσα από αποζημιώσεις, επιδόματα, γόητρο, δύναμη, και πιθανώς την εξασφάλιση μίας θέσης στο διοικητικό συμβούλιο της νέας εταιρείας, χωρίς να δίνουν μεγάλη

βαρύτητα στη μεγιστοποίηση της αξίας μετόχων (Mueller, 1980). Επίσης, οι Fama & Jensen (1983), υποστήριξαν ότι στους σύγχρονους οργανισμούς, που υπάρχει διάκριση μεταξύ ιδιοκτητών- μετόχων, διοικητικών στελεχών- ιδιοκτητών, παρατηρούνται πολλές περιπτώσεις ασυνέπειας στελεχών ως προς την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετοχών, γεγονός που δεν μπορεί να διασταυρωθεί από τους μετόχους, χωρίς την επιβολή σημαντικών κοστών ελέγχου (monitoring costs), των συμφωνηθέντων της διαπραγμάτευσης.

Επομένως, γίνεται φανερό ότι η πορεία και η κατάληξη μίας συνένωσης, εξαρτάται ή και ταυτίζεται σε αρκετές περιπτώσεις, με τις προσωπικές επιδιώξεις των διοικητικών στελεχών, που αποβλέπουν έμμεσα ή άμεσα στην ατομική τους προβολή. Επιδιώκοντας την ατομική τους προβολή, και ανάδειξη έχουν εμφανιστεί και περιπτώσεις αύξησης του τιμήματος εξαγοράς, λόγω λαθών στην αποτίμηση, με υπερεκτίμηση της αγοραίας αξίας της συνένωσης. Οι αρνητικές αυτές αποδόσεις βοήθησαν να αναπτυχθεί η υπόθεση της Αλαζονείας των Διοικητικών Στελεχών (Hubris Hypothesis) από τον Roll το 1986. Σε περιπτώσεις όπως των συγχωνεύσεων & εξαγορών, το ανταγωνιστικό και έντονο περιβάλλον των διαπραγματεύσεων και των τεχνοκρατικών διεργασιών που λαμβάνουν χώρα, ασκούν έντονες ψυχολογικές πιέσεις στα εμπλεκόμενα στελέχη. Την κατάσταση αυτή, καταδεικνύουν και πολλές επιστημονικές μελέτες, που έχουν σχέση με την επιστήμη της ψυχολογίας, οι οποίες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα άτομα δεν λαμβάνουν πάντα ορθολογικές αποφάσεις, βάση τεχνοκρατικών κριτηρίων όπως για παράδειγμα οικονομικά στοιχεία, αλλά η πίεση τους ωθεί σε αποφάσεις γοήτρου. Πιο ειδικά, η εκτίμηση της αξίας της εταιρείας-στόχου πρέπει να είναι μεγαλύτερη από την χρηματιστηριακή-αγοραία, ώστε να εξελιχθούν οι διαπραγματεύσεις. Εάν, στις οικονομικές εκτιμήσεις συνυπολογίσουμε και την ψυχολογία των στελεχών, που πολλές φορές κρίνεται ως αλαζονική, τότε φανερώνεται η υπεραξία που πολλές επιχειρήσεις έχουν καταβάλει ως τίμημα, και προκύπτουν από τυχαία λάθη εκτίμησης της αξίας των εξαγοραζόμενων εταιρειών. Σε πολλές εμπειρικές μελέτες που έχουν ασχοληθεί με το βαθμό ανάμιξης ψυχολογικών και οικονομικών κινήτρων, φανερώνεται και η αναλογική συσχέτιση μεταξύ τους, δηλαδή πως όσο υψηλότερη η αυτοπεποίθηση και το αίσθημα ανωτερότητας των διευθυντικών στελεχών, τόσο μεγαλώνει και η

αξία κτίσης/ τίμημα εξαγοράς. Η εμπειρική έρευνα των Morck et al. (1988), δεν θεωρεί ότι η υπερεκτίμηση του τιμήματος από τα στελέχη, είναι μόνο απόρροια της αλαζονείας τους, αλλά και ότι μία σειρά άλλων παραγόντων οδηγούν σ' αυτόν τον υπολογισμό, όπως για παράδειγμα το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης.

Μία ακόμη κατάσταση, που επιδέχεται έντονες επικρίσεις είναι η εξαγορά ή απορρόφηση εταιρειών που εμφανίζουν χαμηλή χρηματοοικονομική απόδοση. Ο ανταγωνισμός των στελεχών μεταξύ των υποψήφιας επιχειρήσεων, που αποβλέπουν στην εξαγορά μίας υποτιμημένης εταιρείας, χαρακτηρίζεται επιεικώς ως έντονος. Η στάση αυτή συνεχίζεται και μετά το πέρας της συνένωσης, όπου συνήθως τα στελέχη αυτά αντικαθιστούν την ανεπαρκή διοίκηση της εξαγοραστέας εταιρείας, και εργάζονται με υψηλό ζήλο για τη μεγιστοποίηση της αξίας της.

Επιπρόσθετα, ως ψυχολογικό κίνητρο μπορεί να θεωρηθούν και οι κερδοσκοπικές βλέψεις των διευθυντικών στελεχών από μία συνένωση. Οι συνενώσεις αυτές χαρακτηρίζονται από βραχυπρόθεσμο έως μεσοπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, και ως στοιχεία τους έχουν την απορρόφηση μιας εταιρείας με πολύ χαμηλό τίμημα, την περιορισμένη χρονική της διοίκηση με τέτοιο τρόπο, ώστε στο μέλλον να μεταπωληθεί με σημαντική υπεραξία, αποφέροντας υψηλότερο τίμημα στους αρχικούς εξαγοραστές της. Την τάση αυτή έρχεται να υποστηρίξει και η **θεωρία της προνομιακής ή καλύτερης πληροφόρησης**, κατά την οποία η εξαγοράστρια εταιρεία κατέχει πληροφορίες που είναι ευρέως άγνωστες και δεν ενσωματώνονται στην παρούσα τιμή της μετοχικής αξίας της εταιρείας-στόχου, δίνοντας της ισχυρή διαπραγματευτική δύναμη.

Ως αντίθετη κίνηση από την παραπάνω, μπορούν να αναφερθούν τα αμυντικά κίνητρα των συνενώσεων. Πολλά απ' αυτά βασίζονται στο φαινόμενο, όπου πολλές εταιρείες προβαίνουν σε συγχωνεύσεις ή εξαγορές, ώστε να αποφύγουν μία πιθανή εξαγορά τους στο μέλλον. Μ' αυτό τον τρόπο αντισταθμίζεται ο σχετικός κίνδυνος μίας επικείμενης ζημίας, αφού η εξαγοράζουσα επιχείρηση αλλάζει χαρακτήρα, κυρίως με τη διόγκωση του μεγέθους της, και την ενδυνάμωση της φήμης και πελατείας της.

Τέλος, οι συγχωνεύσεις & εξαγορές που περιγράφονται ως συμπεριφορές ολιγοπωλιακής αντίδρασης, δεν εμπίπτουν σε ευδιάκριτο διαχωρισμό, ως διοικητικό ή στρατηγικό κίνητρο. Στη περίπτωση μας, επιλέχθηκε να μελετηθεί ως ψυχολογικό κίνητρο, λόγω του ότι δεν βασίζονται σε εταιρικό πλάνο, αλλά αποτελούν κινήσεις αντίδρασης ή αντιγραφής άλλων επιχειρήσεων του κλάδου. Παρόμοιες κινήσεις παρατηρούνται κατά τις περιόδους, που εμφανίζονται τα διάφορα κύματα συγχωνύσεων & εξαγορών, τα οποία βασίζονται- ως επί το πλείστον, σε συμπεριφορές ολιγοπωλιακής αντίδρασης.

8.4.Κίνητρα και δυνάμεις του διεθνούς περιβάλλοντος

Οι συνεχόμενες εναλλαγές του παγκοσμιοποιημένου περιβάλλοντος καταστούν αναγκαία την επιχειρηματική ανάπτυξη εκτός των εθνικών συνόρων, ώστε οι επιχειρήσεις να μεγεθυνθούν, να επιβιώσουν και να είναι ανταγωνιστικές (Ball et al., 2010). Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, να δημιουργούνται διασυνοριακές συνενώσεις, όπου οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιούνται, προέρχονται από την ένωση επιχειρήσεων που εδρεύουν σε δύο διαφορετικές χώρες. Στην περίπτωση των διασυνοριακών συνενώσεων είναι σαφές ότι τα κίνητρα είναι πολλαπλάσια και με διαφορετική βαρύτητα, απ' αυτά που αναφέρθηκαν στην παραπάνω ενότητα, και κυρίως βασίζονται στις διαφοροποιήσεις του διεθνούς περιβάλλοντος, όπου η νέα εταιρεία καλείται να δραστηριοποιηθεί, να επιβιώσει και να αναπτυχθεί.

Όπως γίνεται φανερό οι διεθνείς συγχωνεύσεις & εξαγορές δίνουν μια νέα ώθηση στην επιχειρηματική δραστηριοποίηση, σε διαφορετικές ή και νέες αγορές, διευρύνοντας το δυναμικό πελατολόγιο, γι' αυτό και επιλέγονται κυρίως αγορές με ταχείς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Οι εταιρείες επιλέγουν νέες αγορές ώστε να ανταγωνιστούν τόσο τις εγχώριες όσο και τις ξένες επιχειρήσεις που έχουν εισέλθει στην εγχώρια αγορά του κλάδου τους, προσβλέποντας στην αύξηση της ανταγωνιστικότητας τους, μέσω συγχωνύσεων & εξαγορών με επιχειρήσεις άλλων χωρών. Αυτή η γεωγραφική διαφοροποίηση επιτρέπει και τη μείωση του επιχειρηματικού κινδύνου, που ελλοχεύεται από την δραστηριοποίηση των συναλλασσόμενων επιχειρήσεων σε μία ή περισσότερες, υψηλά συσχετιζόμενες μεταξύ τους αγορές, καθώς και των θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών τους.

Πιο συγκεκριμένα, τα οικονομικά μεγέθη που σχετίζονται με την ώθηση των διεθνών συνενώσεων επιχειρήσεων περιλαμβάνουν δείκτες σχετικούς με τον ρυθμό ανάπτυξης της εγχώριας οικονομίας και του κλάδου, τον κορεσμό της, την ανεργία, το μέγεθος καθώς και τη διαχρονική πορεία αυτών, σε αντιπαραβολή με τους ίδιους δείκτες της αγοράς- στόχου. Φυσικά, κατά περίπτωση τα οικονομικά μεγέθη που μελετώνται από τα στελέχη, διαφέρουν στη βαρύτητα και στο είδος τους, λόγω των ιδιαίτερων συνθηκών που σχετίζονται με τις αγορές ενδιαφέροντος, τις απαιτήσεις για ανάπτυξη των επιχειρήσεων, καθώς και από το ύψος της σχετικής επένδυσης.

Στο σημείο αυτό, θα πρέπει να γίνει μία ιδιαίτερη αναφορά στο κύριο- κατά πολλούς οικονομικό μέγεθος που επηρεάζει κάθε διεθνή δραστηριοποίηση, πόσο μάλλον μία άμεση ξένη επένδυση, και αφορά τις **συναλλαγματικές ισοτιμίες**. Πιο συγκεκριμένα, στις διεθνείς συγχωνεύσεις & εξαγορές κύριο σημείο διαπραγμάτευσης και μελέτης είναι ο προσδιορισμός του συνολικού τιμήματος, που θα πρέπει να καταβληθεί από τις σχετιζόμενες επιχειρήσεις, ώστε να πραγματοποιηθεί επιτυχώς η συνένωση, και αφενός επηρεάζεται από τη συναλλαγματική ισοτιμία, τη μεταβλητότητα του μεγέθους της και τις πιθανές εκτιμήσεις των στελεχών. Επίσης, το κατά πόσο ισχυρό ή αδύναμο χαρακτηρίζεται ένα εγχώριο νόμισμα έχει αντίκτυπο στον καθορισμό του ύψους τιμήματος της συνένωσης ή εξαγοράς, και πολλές φορές διαφέρει από την αξία της υποψήφιας επιχείρησης- στόχου (Krugman et al., 2015). Έτσι, υπάρχουν περιπτώσεις όπου η τιμή της συνένωσης κρίνεται ως μικρότερη από την αξία της επιχείρησης εάν το εγχώριο νόμισμα είναι φθηνότερο (υποτιμημένο) έναντι του ισχυρού νομίσματος της εξαγοράστριας επιχείρησης, ενώ ισχύει και το αντιστρόφως ανάλογο. Παράλληλα η συναλλαγματική ισοτιμία και οι μεταβολές της, επηρεάζει και τον προσδιορισμό και επαναπατρισμό της αξίας των μελλοντικών κερδών, τα οποία μετατρέπονται μετά από κάθε οικονομική χρήση σε χρηματικές μονάδες της χώρας που εδρεύει η εξαγοράστρια επιχείρηση. Σημαντική επίσης οικονομική προϋπόθεση για την ώθηση των συγχωνεύσεων & εξαγορών, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2004), κρίνεται η ύπαρξη οικονομίας της αγοράς, οι χρηματοοικονομικοί θεσμοί, και η λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, οι οποίες προσφέρουν σε μία επιχείρηση δυνατότητες χρηματοδότησης μέσω του

χρηματιστηρίου, συσσώρευση εταιρικού πλούτου και ευέλικτο τρόπο απόκτησης ελέγχου ή εξαγοράς του μετοχικού κεφαλαίου μίας επιχείρησης.

Ένα ακόμη κίνητρο των διεθνών συνενώσεων αποτελούν οι **τεχνολογικές διαφορές** μεταξύ δύο επιχειρήσεων διαφορετικής εθνικότητας. Η ραγδαία εξέλιξη της τεχνολογίας στους τομείς των επικοινωνιών και των μεταφορών ευνόησαν την ανάπτυξη της εταιρικής οργάνωσης, πέρα από εθνικά όρια, επιτρέποντάς τη να επεκταθεί σε σχεδόν οποιοδήποτε γεωγραφικό σημείο. Η υψηλή τεχνολογία και τεχνογνωσία μίας επιχείρησης δύναται να ενωθεί και να εξελιχθεί μέσω μίας διεθνούς συνένωσης, προσδίδοντας τεχνολογική υπεροχή στη νέα, σε ένα διαφορετικό περιβάλλον, εκμεταλλεύομενη το χαμηλό τεχνολογικό υπόβαθρο της άλλης εταιρείας, γεγονός που επηρεάζει και την αξία κτήσης της. Αυτό έχει ως συνέπεια, τη παροχή εξειδικευμένης τεχνολογίας και τεχνογνωσίας στην εξαγοραζόμενη εταιρία, ενώ η εξαγοράστρια βελτιώνει την ανταγωνιστικότητα της πρώτης στην εγχώρια αγορά, αποκομίζοντας και τα κέρδη που προκύπτουν. Έτσι προκύπτει μία σχέση αμοιβαίου συμφέροντος (win-win) μεταξύ των συνενωμένων επιχειρήσεων, αυξάνοντας την ανταγωνιστικότητά τους, τόσο εγχώρια όσο και διεθνώς.

Επίσης, κατά το στρατηγικό σχεδιασμό μίας διεθνούς συγχώνευσης ή εξαγοράς λαμβάνονται υπόψη δεδομένα που σχετίζονται με το πολιτικό περιβάλλον, και τη νομοθεσία, που επηρεάζουν τις επιχειρήσεις, καθώς και το σχετικό φορολογικό καθεστώς ή πιθανά κίνητρα, που απολαμβάνουν οι ξένες επιχειρήσεις, στην αγορά-στόχο. Αυτά σχετίζονται σε πολλές περιπτώσεις με τον προστατευτισμό της εγχώριας αγοράς από τον εισαγόμενο ανταγωνισμό, και τον βαθμό φιλελευθερισμού που διακατέχει τις σχετιζόμενες με τις άμεσες επενδύσεις, εγχώρια πολιτική. Άλλα χαρακτηριστικά, που μελετώνται έχουν σχέση με εθνικούς και περιβαλλοντικούς περιορισμούς, που σχετίζονται με τα κόστη και τα χρονοδιαγράμματα της επένδυσης εγκατάστασης, που μέσω εξαγοράς ή συγχώνευσης με μία τοπική επιχείρηση, αντιμετωπίζονται.

Τέλος, οι διεθνείς συνενώσεις σχετίζονται και με τις κοινωνικές δυνάμεις. Μία άμεση ξένη επένδυση σε μία κλειστή αγορά, για παράδειγμα μέχρι πρότινος

κουμμουνιστική, ή προερχόμενη από χώρα που χαρακτηρίζεται ως εχθρική, δεν απολαμβάνει της εύνοιας της αγοράς στόχου, γεγονός που επηρεάζει την ανταποδοτικότητα της επένδυσης, που πολλές φορές την οδηγεί ακόμα και στην έξοδο της. Αυτή την κατάσταση μπορεί να αντισταθμίσει η συνένωση/ συγχώνευση με μία εγχώρια επιχείρηση, ενώ όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, ακόμη και μία εξαγορά καλό θα είναι να χαρακτηριστεί ως συγχώνευση, ώστε να μην αντιμετωπιστεί εχθρικά. Πολλές είναι και οι περιπτώσεις συνενώσεων, που λόγω της επένδυσής τους σε μία ξένη αγορά, οδήγησαν σε αύξηση της σχετικής με την επιχείρηση κατανάλωσης, δημιουργώντας μία θετικότερη εικόνα τους στο μυαλό των τοπικών καταναλωτών. Η θετική αυτή αλλαγή σχετίζεται πολλές φορές με την επιλογή τοπικού ανθρώπινου δυναμικού για την στελέχωση της επένδυσης καθώς και ενέργειες ανάπτυξης της τοπικής κοινωνίας μέσα από προγράμματα βιωσιμότητας των επιχειρήσεων (Ball et al., 2010).

9. Ποσοτικοί δείκτες για τη λήψη απόφασης συνένωσης

Κατά τη φάση της έρευνας και στη συνέχεια των διαπραγματεύσεων, μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς συνεκτιμούνται συγκεκριμένοι ποσοτικοί δείκτες, οι οποίοι καθορίζουν και τους σχετικούς **όρους ολοκλήρωσης της συμφωνίας** συνένωσης (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2015). Οι κυριότεροι δείκτες, και οι σχετικές με αυτούς, ιδιότητες που μελετούν ενδελεχώς τα στελέχη, τα οποία είναι επιφορτισμένα με την διαπραγμάτευση, περιγράφονται στη συνέχεια του κεφαλαίου, ενώ ανάλογα με τη περίπτωση μπορεί να προστίθενται και άλλοι παράγοντες ή να διαφέρει η βαρύτητα τους.

Ως πρώτο δείκτη, αξίζει να αναφερθούμε στην **πορεία της εταιρικής κερδοφορίας**, που σ' όλες πάντα τις επιχειρηματικές δραστηριότητες είναι ο στόχος, που θα πρέπει να επιτευχθεί, διατηρηθεί και να αναπτυχθεί. Η διαχρονική πορεία των εταιρικών κερδών σε συνδυασμό με τις προβλέψεις και τη μετοχική αξία της επιχείρησης αποτελούν κύρια δεδομένα για την ορθή λήψη απόφασης, σχετικά με το ύψος του κόστους συγχώνευσης ή εξαγοράς και την επιτυχία αυτής. Η μελέτη της κερδοφορίας μίας επιχείρησης, θα πρέπει να είναι διαχρονική, δηλαδή να βασίζεται σε ιστορικά δεδομένα, την ενσύγχρονη πληροφόρηση σχετικά με αυτά, καθώς και τις μελλοντικές τάσεις που προβλέπουν τα στελέχη. Πέρα απ' αυτά τα εσωτερικά στοιχεία κερδοφορίας της επιχείρησης, θα πρέπει να μελετηθούν και τα αντίστοιχα των κυριότερων ανταγωνιστών, του κλάδου καθώς και της αγοράς, της εγχώριας ή αγοράς-στόχου. Στις πληροφορίες αυτές βασίζεται ο **δείκτης τιμής προς μετοχή (P/E)**, ο οποίος λειτουργεί ως πολλαπλασιαστής κερδών της νέας εταιρείας έπειτα από μία επιτυχή συνένωση.

Σημαντικό δείκτη αποτελεί η **αξία ανά μετοχή**, η οποία αφορά τη λογιστική αξία της μετοχής, που προσδιορίζεται από το άθροισμα των ιδίων κεφαλαίων και των προβλέψεων, διά τον αριθμό μετοχών. Επίσης, για να είναι ορθότερη η μελέτη του ενεργητικού μίας επιχείρησης, μελετάται και η **πραγματική ή εσωτερική αξία της μετοχής** της. Στη πραγματική αξία ενσωματώνονται πέρα από τη λογιστική αξία, ιστορικές τιμές κτήσης, και άυλα στοιχεία, όπως για παράδειγμα ευρεσιτεχνίες, διπλώματα και πατέντες. Άλλα στοιχεία του ενεργητικού που ενσωματώνει η πραγματική αξία έχουν σχέση με τα αποθέματα, κτίρια, οικόπεδα, απαιτήσεις

έναντι πελατών, συμμετοχές όπως μετοχές και ομολογίες, και άλλα στοιχεία υλικά και άυλα που αφορούν τη συνδεδεμένη επιχείρηση. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι εμπειρικές έρευνες καταδεικνύουν περισσότερη βαρύτητα στην **αγοραία αξία της επιχείρησης**, που προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό της πραγματικής αξίας της μετοχής επί των αριθμών τους.

Σημαντική είναι και η μελέτη της **καθαρής παρούσας αξίας**, της οποίας η ανάλυση αποτυπώνει τις ταμειακές ροές, πριν και μετά τη συνένωση, εμφανίζοντας τη μέγιστη υπεραξία, που θα πρέπει να καταβληθεί για την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Μ' αυτόν τον τρόπο προκύπτει η τελική οικονομική προσφορά, αφού έχουν συνεκτιμηθεί όλες οι παρούσες αξίες των μελλοντικών χρηματοροών, γεγονός ιδιαίτερα πολύπλοκο. Η μελέτη αυτή αφορά επενδύσεις και τα αναμενόμενα αποτελέσματά τους, βάση και του ύψους προεξόφλησής τους, με συνυπολογιζόμενο τον ανάλογο κίνδυνο ή επιτόκιο, και το ποσοστό απόδοσης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

Επίσης, η **αγοραία τιμή την εταιρικής μετοχής** που αποτυπώνει τη χρηματιστηριακή της αξία, που φανερώνει τις προσδοκίες των ενδιαφερόμενων μερών για τη κερδοφορία και τα μερίσματα που θα αποδώσει, ασκεί ιδιαίτερη επίδραση στους όρους της συμφωνίας. Πιο συγκεκριμένα, η χρηματιστηριακή αξία εμπεριέχει το κέρδος που απολαμβάνουν οι μέτοχοι από την επένδυσή τους στην εταιρεία, γεγονός που φανερώνεται και από το ότι η τιμή συνένωσης είναι σχεδόν πάντα- βάση των περιπτώσεων, υψηλότερη από την αγοραία τιμή, με σκοπό να συμφωνήσουν οι μέτοχοι για τη μεταβίβαση των μετοχών τους. Παρόλα αυτά, δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις, που παρατηρείται υπερτίμηση της αγοραίας τιμής της εξαγοραζόμενης εταιρείας, κυρίως λόγω διοικητικών κινήτρων- όπως παρουσιάστηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο, είτε υποεκτίμησή της, ιδιαίτερα σε περιόδους οικονομικής ύφεσης ή άλλων δυνάμεων του εσωτερικού ή εξωτερικού περιβάλλοντος.

Εν συνεχεία, η μερισματική πολιτική που ακολουθούσαν μέχρι πρότινος οι συνενωμένες επιχειρήσεις, και αφορά το ύψος των μερισμάτων που διανεμόταν στους μετόχους. Και σ' αυτή την περίπτωση δίνεται βαρύτητα, γιατί θα πρέπει να

μείνουν ευχαριστημένοι εξίσου οι μέτοχοι, ώστε να συμφωνήσουν για τη νέα επιχείρηση, καθώς δρουν με γνώμονα τη προστασία των συμφερόντων τους. Αν και τα μερίσματα δεν σχετίζονται άμεσα με την αγοραία αξία, όσον αφορά εταιρείες σε αναπτυσσόμενους κλάδους, ωστόσο σε περιόδους και κλάδους με μειωμένη αποδοτικότητα και ρυθμό ανάπτυξης, τυχόν υψηλά μερίσματα επιδρούν ισχυρά στη διαμόρφωση της αγοραίας τιμής των μετοχών.

Τέλος συνοψίζοντας τα προηγούμενα, εξετάζεται ενδελεχώς κατά τη διαπραγμάτευσή της συνένωσης, ο **δείκτης ανταλλαγής μετοχών**, ο οποίος ορίζει πολλούς από τους όρους συμφωνίας, ορίζοντας και τη διαπραγματευτική δύναμη των μερών. Ο δείκτης ανταλλαγής μετοχών είναι ίσος με το πηλίκο της τιμής μετοχής της εταιρίας στόχου, προς την τρέχουσα τιμή της εταιρίας αγοραστή, καθορίζοντας και τον αριθμό μετοχών που θα λάβουν ως αντάλλαγμα οι μέτοχοι της, από την εξαγοράζουσα επιχείρηση. Φυσικά ο δείκτης ανταλλαγής μετοχών επανακαθορίζεται κατά τα στάδια της διαπραγμάτευσης, συνεκτιμώντας και άλλα στοιχεία, όπως η τρέχουσα οικονομική κατάσταση, τα κίνητρα καθώς και η διαπραγματευτική στρατηγική των μερών.

10. Αξιολόγηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών

Ιδιαίτερα προσφιλές φαινόμενο για τους ερευνητές αποτελούν οι συγχωνεύσεις & εξαγορές, ως εργαλείο εταιρικής αναδιάρθρωσης, στο οποίο έχουν βασιστεί πλήθος ερευνών και μελετών. Λόγω όμως των ποικίλων κριτηρίων, που διαφοροποιούνται, ανάλογα την περίπτωση και τη κρίση των συμμετεχόντων σε μία συνένωση, και λόγω των υποκειμενικών τους κριτηρίων, δεν έχουν θεμελιωθεί γενικά αποδεκτά συμπεράσματα, που να ορίζουν την επιτυχία ή αποτυχία μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Η επιλογή των κριτηρίων και η βαρύτητα τους αποτελεί πηγή διχογνωμίας και διαφωνίας, μεταξύ των ομάδων ενδιαφέροντος της συνένωσης, καθώς και των ερευνητών. Η αδυναμία εύρεσης μίας γενικά αποδεκτής θεωρίας, που να οδηγεί στην επιτυχία της συνένωσης, αντίκειται στη διαφωνία και τις ποικίλες απόψεις ακαδημαϊκών, επενδυτών, στελεχών και άλλων ενδιαφερόμενων μερών (stakeholders), για την έκβαση των εταιρικών συγχωνεύσεων & εξαγορών.

Παρόλη τη διχογνωμία, τα χρηματοοικονομικά δεδομένα που μελετώνται και παρουσιάζονται από τους Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης (2015), στη βάση των οικονομικών κριτηρίων της συνένωσης, απολαμβάνουν τη γενικότερη αποδοχή και προσοχή των εμπλεκόμενων μερών. Αυτό αποτυπώνεται και στις περισσότερες έρευνες, όπου το κέντρο βάρους τους επιμερίζεται στο χρηματοοικονομικό πλαίσιο, γύρω από μία συνένωση, που παρουσιάζει στοιχεία σχετικά με το κριτήριο δημιουργίας ή μη, πρόσθετου οικονομικού οφέλους για τους μετόχους. Το όφελος προέρχεται από τη μεταβολή της χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών, που μεταβιβάζονται ανάμεσα στις δύο συναλλασσόμενες επιχειρήσεις και τους μετόχους τους, οι οποίοι είναι υποθετικά και ιδιοκτήτες της επιχείρησης, και γνώμονάς τους είναι η επίτευξη κερδοφορίας των επενδυμένων κεφαλαίων τους. Η παραδοχή αυτή βασίζεται στο αξίωμα, κατά το οποίο κάθε επιχείρηση έχει ως στόχο την αυξανόμενη και συνεχή κερδοφορία της, στο οποίο θα πρέπει να βασίζονται και όλες οι πολιτικές και αποφάσεις που λαμβάνονται, και να ευθυγραμμίζονται με τα οικονομικά συμφέροντα των μετόχων.

Πέρα από την αξιολόγηση των οικονομικών κριτηρίων- που προκύπτουν από τη μεταβολή της μετοχικής αξίας της συναλλασσόμενης επιχείρησης, και επηρεάζουν κυρίως τους μετόχους, θα πρέπει να γίνει και **αξιολόγηση των ωφελειών**, που

προκύπτουν για τα υπόλοιπα ενδιαφερόμενα μέρη (stakeholders). Αν και το στενό πλαίσιο των διαπραγματεύσεων, εστιάζεται σε οικονομικά στοιχεία, ιδιαίτερη σημασία θα πρέπει να δοθεί και στις ωφέλειες που προκύπτουν για τα υπόλοιπα μέρη, λόγω ότι οι παράγοντες επηρεασμού έχουν πλέον και **κοινωνικές προεκτάσεις**, πέρα από οικονομικές. Πιο συγκεκριμένα μπορούν να αναφερθούν οι προεκτάσεις που έχει μία συνένωση ως προς τον κλάδο που δραστηριοποιείται, τη δημιουργία ολιγοπωλίων ή μονοπωλίων ή πιθανές τάσεις αυτών, την ένταση του ανταγωνισμού, την τεχνολογία και γενικότερα τον αντίκτυπο που έχει η συνένωση στην παραγωγικότητα και την απασχόληση.

Ιδιαίτερη χρήσιμη σύμφωνα με τους Ball et al. (2010) είναι η χρήση του **Αδαμαντοειδούς Υποδείγματος του Porter**, το οποίο αναγνωρίζει και αξιολογεί το οικονομικό περιβάλλον της χώρας- προορισμού, της διασυνοριακής συγχώνευσης ή εξαγοράς. Στο υπόδειγμα αξιολογείται η **ανταγωνιστική θέση της χώρας** και των επιχειρήσεων της, βάση τεσσάρων κατηγοριών, που αντιστοιχούν σε χαρακτηριστικά του περιβάλλοντός της. Οι τέσσερις κατηγορίες είναι: **η αφθονία των συντελεστών παραγωγής** και οι σχετικές συνθήκες (φυσικό περιβάλλον), **οι σχετικοί και υποστηρικτικοί οικονομικοί κλάδοι** (προμηθευτές, διανομείς κ.α.), **τις συνθήκες ζήτησης** (καταναλωτικές συνήθειες, κατά κεφαλή εισόδημα κ.α.), και τέλος τη **στρατηγική** που πρέπει να εφαρμόσει η επιχείρηση για τη διάρθρωσή της και τον ανταγωνισμό.

Οι παραπάνω λόγοι φανερώνουν την πολυπλοκότητα της αξιολόγησης μίας συνένωσης, γεγονός που καθιστά αναγκαία την ύπαρξη αξιόπιστων μεθόδων για την εξαγωγή ορθών και καθολικά αποδεκτών συμπερασμάτων. Ιδιαίτερα καθοριστική είναι η αξιολόγηση της **πρόσθετης μετοχικής αξίας** που προκύπτει από τη συνένωση, η οποία επηρεάζει και την επιλογή της μεθόδου αξιολόγησης της επένδυσης. Όσον αφορά τη βιβλιογραφία, εντοπίζονται τέσσερις μέθοδοι αξιολόγησης, για τη μέτρηση των αποτελεσμάτων που αφορούν συγχωνεύσεις & εξαγορές, οι οποίες αναλύονται στη συνέχεια.

10.1. Μελέτη γεγονότος

Η μελέτη γεγονότος (event study) είναι μία εμπειρική τεχνική χρηματοοικονομικής έρευνας, η οποία παρέχει μετρήσεις και πληροφορίες, σχετικά με τον αντίκτυπο μίας κατάστασης στη μετοχική τιμή μίας εταιρείας, στη συγκεκριμένη περίπτωση η κατάσταση αφορά μία συνένωση ή εξαγορά. Η έρευνα αυτή έχει ως υπόβαθρό της, τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών (efficient market hypothesis), κατά την οποία οι τιμές των μετοχών μίας εταιρείας μεταβάλλονται άμεσα στην ανακοίνωση οποιασδήποτε σχετικής πληροφορίας. Με άλλα λόγια μία παρόμοια ανακοίνωση εμπεριέχει πληροφορίες για τους επενδυτές, και δημιουργεί προσδοκίες και επιδιώξεις σχετικά με τη μελλοντική πορεία της συμφωνίας ή γεγονότος, που προεξοφλούνται κατά το χρόνο ανακοίνωσης. Εστιάζοντας, στις ποσοστιαίες μεταβολές των μετοχικών αξιών των συναλλασσόμενων επιχειρήσεων, κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της συνένωσης- που αποτελεί τυχαίο γεγονός, και μελετώντας τις πρόσθετες ή μη ομαλές αποδόσεις που προκύπτουν κατά το χρονικό παράθυρο γύρω από το χρόνο ανακοίνωσης, προκύπτουν αθροιστικά οι σωρευτικές μη ομαλές αποδόσεις.

Κύριο σημείο της αξιολόγησης της συνένωσης, μέσα από μία μελέτη γεγονότος, αποτελεί ο **χρόνος**, ο οποίος δεν προσδιορίζεται από τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών, και ως εκ τούτου δυσχεραίνει την εξέταση των δεδομένων, και των συνεπειών μίας. Επομένως, ο καθορισμός της χρονικής διάρκειας των αποτελεσμάτων, σχετίζεται με τη φύση των συνεπαγόμενων πληροφοριών, και οι εμπειρικές έρευνες την προσδιορίζουν από μερικές ημέρες έως ένα δίμηνο. Αυτό το βραχυπρόθεσμο πλαίσιο εμπίπτει στον προσδιορισμό των άμεσων συνεπειών που αφορούν τη συγχώνευση ή εξαγορά. Δεδομένου ότι όσο μεγαλύτερο είναι το χρονικό παράθυρο, τόσο πιο δύσκολη είναι η αξιολόγηση, αφού οι εναλλαγές του περιβάλλοντος και οι νέες πληροφορίες επηρεάζουν τις μετοχικές τιμές άμεσα, και πιθανόν να μην σχετίζονται με τη συνένωση.

Ένα δεύτερο σημείο, αφορά την εκτίμηση **μη ομαλών αποδόσεων**, μερικές ημέρες πριν την ανακοίνωση της συνένωσης, εξετάζει την πιθανότητα ύπαρξης **εσωτερικής πληροφόρησης** (inside information) ή διαρροής τους (leakage of information). Στην αντίθετη κατεύθυνση στον χρονικό άξονα, ο προσδιορισμός του χρονικού

διαστήματος έπειτα από την ανακοίνωση, προσβλέπει στη πλήρη ενσωμάτωση των συνεπειών της συνένωσης, ενώ η διάρκεια του διαστήματος είναι συνήθως λίγες μέρες, με στόχο την αξιοπιστία των στοιχείων, αντιπροσωπεύοντας τις αρχές της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών- και των άμεσα χρονικά συνεπειών. Η μεθοδολογία αυτή, πλεονεκτεί αφού θεωρεί ότι οι τρέχουσες τιμές των μετοχών αποτυπώνουν τη παρούσα αξία μελλοντικών χρηματοροών, και τη μελλοντική πορεία της συνένωσης.

10.2. Μελέτη περίπτωσης μίας συναλλαγής

Βάση της μελέτης περίπτωσης μίας συναλλαγής ή μικρού δείγματος, η αξιολόγηση της συγχώνευσης ή εξαγοράς πραγματοποιείται μεμονωμένα, μέσα από τη διεξαγωγή εκτενών συνεντεύξεων με αναλυτές και διευθυντικά στελέχη. Βάση της μεθοδολογίας, που βασίζεται σε επαγωγική προσέγγιση, και η οποία μελετά μεμονωμένα και λεπτομερώς τη κάθε συνένωση, αντλούνται νέα και αξιολογικά συμπεράσματα. Παρόλα αυτά, δεν είναι δυνατή η γενίκευση στο σύνολο των περιπτώσεων συγχωνεύσεων και εξαγορών, διότι τα συμπεράσματα εξετάζονται και εμπίπτουν στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε περίπτωσης, και δεν αποτελούν κοινή μέθοδο αξιολόγησης.

10.3. Κατάρτιση ερευνών από τα διευθυντικά στελέχη

Η συγκεκριμένη μέθοδος αξιολόγησης της συγχώνευσης- εξαγοράς βασίζεται στην κατάρτιση ενός ερωτηματολογίου, στο οποίο τα διευθυντικά στελέχη καλούνται να απαντήσουν κατά πόσο επιτεύχθηκαν οι αρχικοί στόχοι της συνένωσης. Η επιτυχία της συνένωσης προκύπτει αθροιστικά, βάση του βαθμού υλοποίησης κάθε στόχου και κινήτρου, που παρουσιάζεται ξεχωριστά και βαθμολογείται, βάση διαβαθμισμένης κλίμακας. Τα αποτελέσματα της στρατηγικής επιλογής της συνένωσης εξάγονται από την συγκεντρωτική μελέτη όλων των αθροισμένων ερωτηματολογίων του δείγματος των διευθυντικών στελεχών, και η επιτυχία κρίνεται από το ύψος της βαθμολογίας. Γίνεται αντιληπτό, ότι τα αποτελέσματα αποτελούν γενικευμένα συμπεράσματα, τα οποία εμπεριέχουν την υποκειμενικότητα των απόψεων των στελεχών, αντιστοιχούν σε μικρό δείγμα ερωτηθέντων (<10% του δυναμικού της εταιρείας), καθώς και εξετάζεται αποκλειστικά μόνο η επίτευξη των αρχικών στόχων- χωρίς να μελετώνται

αποτελέσματα από τα οποία προκύπτουν οικονομικά οφέλη για την εταιρεία και τους μετόχους της.

10.4. Αξιολόγηση λογιστικής μελέτης

Η τέταρτη μέθοδος επιχειρεί την αξιολόγηση της συνένωσής, μέσα από τη **συγκριτική εξέταση των λογιστικών καταστάσεων** των συνενωμένων εταιρειών-πριν την συνένωση, καθώς και την ενοποιημένη αυτών, εστιάζοντας σε αλλαγές της χρηματοοικονομικής απόδοσης, που αποτυπώνονται στους διάφορους αριθμοδείκτες. Πιο ενδεικτικοί δείκτες που μελετώνται είναι αυτοί του **μικτού περιθωρίου κέρδους** (gross profit margin), **απόδοσης ενεργητικού** (return on assets), **καθαρού περιθωρίου κέρδους** (net profit margin), **απόδοσης ιδίων κεφαλαίων** (return on equity), **απόδοσης απασχολούμενων κεφαλαίων** (return on capital employed), και **χρηματοοικονομικής μόχλευσης** (financial leverage).

Η βελτιστοποίηση της χρησιμότητας των λογιστικών μελετών φανερώνεται όταν η αξιολόγηση γίνεται με σύγκριση δειγμάτων, που στη μία περίπτωση αφορούν εταιρείες που συνενώθηκαν σε αντιπαραβολή με εταιρείες του κλάδου και ίδιου μεγέθους, που δεν προέβησαν σε εταιρικές αλλαγές. Η επιτυχία της συγχώνευσης ή εξαγοράς προκύπτει από το κατά πόσο η πρώτη ξεπέρασε τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις του αντίστοιχου δεύτερου δείγματος (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2015).

Όπως και οι προηγούμενες μέθοδοι, έτσι και η λογιστική μελέτη παρουσιάζει μειονεκτήματα στη μεθοδολογία αξιολόγησης της συνένωσης. Οι λογιστικές μελέτες αφορούν καταστάσεις που παρουσιάζουν δεδομένα του παρελθόντος, ενώ δεν εμπεριέχουν αξίες και οφέλη από τη χρήση άυλων στοιχείων και κεφαλαίων, τα οποία αποτελούν βασικά στοιχεία πραγματοποίησης μίας συνένωσης. Επίσης, στη περίπτωση των διεθνών ή διασυνοριακών συγχωνεύσεων & εξαγορών προκύπτει αδυναμία σύγκρισης των δεδομένων, λόγω διαφορετικών λογιστικών πρακτικών που ακολουθούνται από το εκάστοτε κράτος- αλλά και μεταξύ των εταιρειών, και των συχνών τροποποιήσεων των δημοσιευμένων λογιστικών αρχών, από τις διεθνείς ή κρατικές αρχές. Την αδυναμία αυτή επιχειρείται να αποκλιμακώσει η εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων –ΔΛΠ (International Accounting

Standards- IAS), η οποία σταδιακά προσαρτάται στις κρατικές λογιστικές πρακτικές και στο σύνολο των επιχειρήσεων, με κοινοτική οδηγία από το 2006 (Κυριαζής, 2007).

Η δυσκολία αξιολόγησης των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι φανερή, λόγω των **διαφορετικών πρακτικών**, δυνάμεων και βλέψεων των στελεχών. Επίσης, η διαδικασία μπορεί να είναι ιδιαίτερα χρονοβόρα και υπό τις πιέσεις της εκάστοτε διοίκησης. Ιδιαίτερα άμα αναλογιστούμε και τις γρήγορες εναλλαγές που διέρχεται η παγκόσμια αγορά, λόγω της εξάπλωσης της παγκοσμιοποίησης, αποκτάμε ακόμα μία μεταβλητή στην εξίσωση της αξιολόγησης.

11. Λόγοι επιτυχίας μίας διασυνοριακής συνένωσης

Πολλές είναι οι αναφορές στη βιβλιογραφία, που σκοπό έχουν να υποδείξουν τα λάθη που οδήγησαν στην αποτυχία των συνενώσεων, ειδικά στην περίπτωση των διεθνών, που το περιβάλλον είναι πιο πολύπλοκο. Ακόμα, πιο σύνθετη φαντάζει όμως η μελέτη περιπτώσεων επιτυχημένης συνένωσης, δύο επιχειρήσεων που τα πρότερά τους αποτελέσματα άγγιζαν την αποτυχία. Οι Daniel & Metcalf (2001), συνέθεσαν ένα πλαίσιο βασικών λόγων που μπορούν να οδηγήσουν στην επιτυχία, ή τουλάχιστον η μελέτη και εστίαση στους συγκεκριμένους παράγοντες, μπορεί να οδηγήσει τα στελέχη στην καλύτερή- γι' αυτούς, απόφαση.

Αρχικά, η σωστή πληροφόρηση και γνώση της εταιρίας- στόχου και των λειτουργιών της βοηθά τα στελέχη να κατατοπιστούν και να αξιολογήσουν ορθότερα το ύψος της επένδυσής τους. Έχοντας μία πρώτη εικόνα, καταρτίζουν την επιχειρησιακή στρατηγική, βάση ποικίλων δεδομένων, όπως οικονομικούς δείκτες, δυναμικότητα, τεχνολογία, κουλτούρα, νομικούς και πολιτικούς περιορισμούς, ανάλυση της ελκυστικότητας της αγοράς/ προϊόντων/ υπηρεσιών κά, που παρουσιάστηκαν σε προηγούμενα κεφάλαια. Στο σημείο αυτό, θα πρέπει να τονιστεί η αντικειμενικότητα και η αμεροληψία των στοιχείων, που απουσιάζουν πολλές φορές οδηγώντας σε λάθος εκτιμήσεις και στην αποτυχία. Επίσης, η αξιολόγηση του ανθρωπίνου δυναμικού και της κουλτούρας της εταιρείας στόχου, όπου σε πολλές περιπτώσεις η αντίσταση τους στην αλλαγή, οδηγεί σε αποτυχία συνένωσης. Πέρα από την επιχειρησιακή συμβατότητα, στο στάδιο αυτό θα πρέπει να επιχειρείται και μία πρώτη εκτίμηση των πρόσθετων κοστών, που θα επιφέρουν οι πιθανές αλλαγές για την αναδιάρθρωση των διαδικασιών μετά την συνένωση.

Μία συγχώνευση ή εξαγορά, ειδικά στο διεθνές περιβάλλον, δημιουργεί μία νέα επιχειρηματική διεθνή ολότητα. Η αρχική συμφωνία της συνένωσης, θα πρέπει να έχει βασιστεί στον σκοπό που θα επιτελέσει στο μέλλον, καθώς και στην κατάρτιση του κοινού οράματος της νέας εταιρείας. Σαν επακόλουθο της κατάρτισης του κοινού μελλοντικού οράματος και της στρατηγικής κατεύθυνσης της συνένωσης, με τρόπο ρητό και ξεκάθαρο, είναι η ευκολότερη αποδοχή και προσαρμογή του ανθρωπίνου δυναμικού, παρέχοντας σ' αυτό κατεύθυνση, και ένα νέο διεθνές όραμα.

Έχοντας βάση στον νόμο του Pareto 80/20, δηλαδή ότι από το 20% των ενεργειών προέρχεται το 80% του συνολικού αποτελέσματος, τότε οι πιθανότητες επιτυχίας της συνένωσης αυξάνονται κατακόρυφα σε μικρό χρονικό διάστημα (Daniel & Metcalf, 2001). Θα πρέπει να είναι ξεκάθαρο στα στελέχη και γενικότερα στους εργαζομένους, ότι πέρα από τα βασικά σημεία που θα πρέπει να δοθεί έμφαση κατά την κατάρτιση της συμφωνίας, υπάρχουν πολλά περισσότερα, και αφορούν καθημερινές διεργασίες, οι οποίες απαιτούν επιπρόσθετο ανθρώπινο δυναμικό, ώστε να επιτευχθούν. Αυτή η πραγματικότητα οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η επικέντρωση στους οργανωσιακούς στόχους κάθε συμφωνίας, και των επιμέρους ζητημάτων, αναφέρονται ως **“value drivers”**- και φέρουν ένα μεγαλύτερο βαθμό βαρύτητας στη σημασία τους, απαιτούν μεγαλύτερη προσοχή από τα στελέχη, και ανταποδίδουν περισσότερο σε σχέση με την επένδυση τους. Αυτοί, οι στόχοι που φέρνουν άμεσα αποτελέσματα, δημιουργούν θετικό κλίμα μεταξύ των ανθρώπων και θετική θεώρηση σχετικά με την επιτυχία της συνένωσης. Επίσης, οι επίτευξη των στόχων αυτών, λειτουργούν προσθετικά στην παραγωγικότητα και στα οφέλη της συνέργειας. Σημασία θα πρέπει να δοθεί στην επικοινωνία και κοινοποίηση των αποτελεσμάτων, βάση ενός καλά καταρτισμένου χρονοδιαγράμματος, δημιουργώντας αίσθημα δέσμευσης και άμεσης δράσης- βάση πλάνου, στους συμμετέχοντες.

Το πιο σημαντικό σημείο επιτυχίας των συνενώσεων, κατά πολλούς ερευνητές είναι η συμβατή κουλτούρα των επιχειρήσεων. Η επιχειρησιακή κουλτούρα των δύο επιχειρήσεων θα πρέπει να ταυτίζεται ή να προσαρμόζεται σε επίπεδο διοίκησης, λειτουργιών, πολιτικών, πρακτικών, εργασιακών σχέσεων, επικοινωνίας, καθώς και όποια άλλη διάσταση στο νέο ενιαίο πλαίσιο. Ειδικά στις περιπτώσεις των διασυνοριακών συγχωνεύσεων & εξαγορών η προσαρμογή σε μία κοινή κουλτούρα, απαιτεί τον εντοπισμό τόσο των διαφορών μεταξύ των δυο επιχειρήσεων, όσο και των διαφορών στις διαφορετικές κοινωνίες. Η σύγκλιση αυτή, όπως τονίζουν οι Daniel & Metcalf (2001), προϋποθέτει την κατανόηση από τα στελέχη της δικής τους **οργανωσιακής κουλτούρας**, και εν συνεχεία να επιχειρηθεί μία αντικειμενική σύγκλιση ανάμεσα στις δύο εταιρείες, βάση και των χαρακτηριστικών της τοπικής κοινωνίας. Σύμφωνα με τη Κουφίδου (2010), η εκτίμηση της διαφορετικότητας του

ανθρώπινου δυναμικού, σημαίνει πίστη από τη πλευρά της διοίκησης, ότι τα διαφορετικά ποιοτικά χαρακτηριστικά των εργαζομένων μπορούν να συμβάλουν στη δημιουργία ενός πιο παραγωγικού και αποτελεσματικού εργασιακού περιβάλλοντος, όπου λαμβάνονται αποτελεσματικότερες αποφάσεις. Επίσης, η αξιοποίηση του τοπικού ανθρώπινου δυναμικού και της κουλτούρας του, προσδίδει στην επιχείρηση πλεονεκτήματα, όπως καλύτερη γνώση των πρακτικών και συμπεριφορών των εργαζομένων και των καταναλωτών, καθώς και καλύτερη συνεννόηση με άλλους οργανισμούς, που συνεργάζεται η επιχείρηση. Κατά τη φάση των διαπραγματεύσεων μπορούν να εντοπιστούν οι πιθανές διαφορές, κατά τη συζήτηση των ζητημάτων που αφορούν τη συνένωση, και σταδιακά να εντάσσονται σαν θεματολογία, με στόχο την κατάρτιση συμβατών διαδικασιών και προγραμμάτων, βάση κουλτούρας, κατά το μεταβατικό στάδιο της ενοποίησης.

Για την επίτευξη της σύγκλισης μεταξύ των επιχειρήσεων και της επιμέρους κουλτούρας τους, με στόχο την ενοποίηση, θα πρέπει να σχεδιαστεί ένα άρτια σχεδιασμένο πλάνο δράσης, που θα αφορά χρονικά περίπου το πρώτο τρίμηνο, μετά το κλείσιμο της συμφωνίας. Η **εγρήγορηση** που χαρακτηρίζει το διάστημα αυτό τους εργαζομένους, τους κάνει πιο δεκτικούς και ευπροσάρμοστους σε νέες αποφάσεις και αλλαγές, ειδικά αν η εταιρεία έχει λάβει υπόψη τις ανάγκες τους, στο νέο σχέδιο δράσης. Ένα τέτοιο πλάνο, μπορεί να τονώσει την αυτοπεποίθηση των εργαζομένων, να μετριάσει τυχόν αντιδράσεις στην αλλαγή, και να αξιοποιήσει τις διαφορετικές τους γνώσεις και ικανότητες προς όφελος του ίδιου του οργανισμού.

Οι εταιρείες που αποτελούν παραδείγματα επιτυχημένων συνενώσεων, έχουν ως κοινό χαρακτηριστικό τους την **ταχύτατη ενοποίηση**. Η εξασφάλιση επαρκών χρηματικών και ανθρώπινων πόρων, οι οποίοι χρησιμοποιούνται ορθολογικά κατά τη φάση της ενοποίησης, και επικεντρώνονται στην επίτευξη βραχυπρόθεσμων στόχων βαρύτητας (short-term “value drivers”), που επιφέρουν μεγαλύτερα αποτελέσματα, βοηθούν στη πραγματοποίηση της με γρήγορους ρυθμούς.

Κατά τη φάση της ενοποίησης, κύριας σημασίας είναι η **έγκαιρη συνάντηση** και **εκ νέου πρόσληψη** των υπαρχόντων εργαζομένων. Η νέα εταιρεία θα πρέπει να

διεξάγει και μία σειρά από προσωπικές συναντήσεις με τα στελέχη πρώτης γραμμής, για την περιγραφή των πιθανών νέων ρόλων τους, στο νέο σχήμα, την εκδήλωση πίστης στις ικανότητες τους και την επικαιροποίηση προσωπικών ζητημάτων, όπως αυτών που αφορούν μισθούς, επιδόματα, πιθανές μετακινήσεις τους κ.ά. . Οι συναντήσεις αυτές είναι υψηλής σημαντικότητας, για την ένταξη των εργαζομένων στη νέα πραγματικότητα, διότι σε αντίθετη περίπτωση δε θα νιώσουν σημαντικοί και θα δημιουργηθούν αποσχιστικές συμπεριφορές.

Ίσως η πιο σημαντική στιγμή για τη **λήψη γρήγορων και εστιασμένων αποφάσεων**, είναι αμέσως μετά τη συμφωνία και την έναρξη λειτουργίας του ενοποιημένου οργανισμού. Η άμεση διάχυση και αποσαφήνιση των αποφάσεων, κατευνάζει την ανησυχία των εργαζομένων, που στις περισσότερες των περιπτώσεων αναζητούν όσες πιο πολλές πληροφορίες μπορούν, ώστε να νιώσουν αυτοπεποίθηση και ενθουσιασμό για τη νέα δομή διοίκησης της εταιρείας, και τον ρόλο τους μέσα σ' αυτή.

Σημαντικότερο στοιχείο της διοίκησης των επιχειρήσεων είναι η **ορθή, τακτική και ειλικρινής επικοινωνία** μέσα σ' έναν οργανισμό. Ιδιαίτερα στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, η αμφίδρομη επικοινωνία αποτελεί τον δίαυλο συνένωσης, μεταξύ των εργαζομένων, της διοίκησης με αυτούς, και γενικότερα αποτελεί το πιο σημαντικό εργαλείο διαμόρφωσης ενιαίας εταιρικής κουλτούρας. Η πληροφόρηση των εργαζομένων σχετικά με τη νέα εταιρεία και το πλαίσιο διοίκησής της, το μακροχρόνιο όραμά της και οι στρατηγικοί στόχοι της, αποτελούν ένα αρχικό βήμα για την επανένταξη των εργαζομένων στη νέα ομάδα, και στα νέα σχέδια. Αυτή η επικοινωνία, εκτιμάται από τους εργαζομένους δημιουργώντας αίσθημα ειλικρίνειας και πίστης προς τη νέα διοίκηση. Και σε αυτή τη περίπτωση, οι προσωπικές συναντήσεις και η κατάρτιση ομάδων, όπου σταδιακά θα αυτοδιοικούνται, βοηθούν στην ενδυνάμωση του εργασιακού κλίματος μέσα στη νέα επιχείρηση.

Σαν απόρροια των παραπάνω, είναι η **δημιουργία μεταβατικών ομάδων** που θα εστιάζουν σε συγκεκριμένα ζητήματα κατά τη διάρκεια της ενοποίησης. Ο βραχυπρόθεσμος χαρακτήρας των δράσεων τους και οι συγκεκριμένοι στόχοι τους,

θα έχουν σχεδιαστεί διεξοδικά και οργανωθεί, καθώς και η διοίκηση τους θα επαφίεται στις ικανότητες ενός μάνατζερ με ηγετικό χαρακτήρα, και έμπρακτη δύναμη λήψης αποφάσεων.

Ο **επανασχεδιασμός των εργασιακών καθηκόντων** των εργαζομένων θα πρέπει να είναι δίκαιος και αμερόληπτος, και η διαδικασία επιλογής ανθρώπινου δυναμικού θα πρέπει να δημιουργεί κλίμα εμπιστοσύνης και πίστης στη νέα διοίκηση. Εάν η διαδικασία εμφανίσει στοιχεία μεροληψίας και μονομερών ενεργειών οι εργαζόμενοι θα ακολουθήσουν επιφυλακτική έως αρνητική στάση απέναντι στη διοίκηση, η οποία θα δυσκολευτεί να τους επαναπροσεγγίσει δημιουργώντας προβλήματα εμπιστοσύνης.

Μία ακόμα προέκταση της επικοινωνίας, είναι η δημιουργία **ευχάριστων στιγμών στο εργασιακό περιβάλλον**. Ιδιαίτερα μετά από μία αλλαγή, όπως στη περίπτωση μία συνένωσης ή εξαγοράς, η επιτυχία ακόμα και μικρών βραχυπρόθεσμων στόχων και τα αποτελέσματά τους, θα πρέπει να ανακοινώνονται στους εργαζομένους άμεσα, και να επικροτούνται από την επιχείρηση. Έπειτα από την θέσπιση συγκεκριμένων στόχων που θα αποφέρουν γρήγορα αποτελέσματα, και την εφαρμογή πλάνων που θα φέρουν αυτά τα αποτελέσματα, η επικρότηση των αποτελεσμάτων αναγνωρίζουν την συμβολή των εργαζομένων και ενισχύουν θετικά το εργασιακό περιβάλλον.

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη παράγραφο, **ιδιαίτερη μεταχείριση** θα πρέπει να έχουν οι εργαζόμενοι σε θέσεις κλειδιά. Κατά τη φάση συνένωσης επιχειρήσεων, η παρατήρηση της συνεισφοράς του κάθε εργαζομένου στα αποτελέσματα, διαμορφώνει την αξιολόγησή του. Μ' αυτή την αξιολόγηση διαμορφώνεται και το πλάνο περικοπών, το οποίο καταρτίζουν πολλές επιχειρήσεις, έπειτα από μία συνένωση. Όπως σημειώνουν οι Daniel & Metcalf (2001), εάν οι περικοπές αυτές γίνουν σε ένα σύντομο διάστημα- βασιζόμενες στη μείωση σταθερών κοστών, κατά το οποίο δεν έχουν διαμορφωθεί και αναπτυχθεί πλήρως οι εργασιακές ικανότητες του ανθρώπινου δυναμικού στο νέο περιβάλλον, αποδομείται η προσαρμοστικότητα του οργανισμού σε διάφορα ζητήματα και ανάγκες που προκύπτουν στη συνέχεια. Η στάση αναμονής μέχρι τη λήψη των

τελικών αποφάσεων σχετικά με τις περικοπές, βασίζεται και στο γεγονός ότι πολλές αρχικές αποφάσεις των στελεχών διοίκησης δεν αποδίδουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Στο διάστημα αυτό θα πρέπει να επανασχεδιαστούν οι αρμοδιότητες του εργαζομένου, λαμβάνοντας διαφορετικές αποφάσεις ή προσεγγίσεις στον τρόπο εργασίας, αλλαγές έργων, και φυσικά αλλαγές προσώπων στις θέσεις ευθύνης. Η κατανόηση του οργανισμού, των αναγκών του, και φυσικά ο εντοπισμός τόσο των ισχυρών όσο και των αδύναμων χαρακτηριστικών των εργαζομένων, βοηθούν στην καλύτερη λήψη αποφάσεων. Στο σημείο αυτό, θα πρέπει να υπερτονιστούν τα παραπάνω, λόγω του διαπολιτισμικού περιβάλλοντος στο οποίο δραστηριοποιούνται οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις & εξαγορές, τις διαφορετικές εργασιακές πρακτικές, τις διαφορές κουλτούρας- τόσο σε διαπροσωπικό, όσο και επιχειρησιακό επίπεδο, και την αντίσταση στην αλλαγή, που παρουσιάζεται συχνά.

Μία ακόμα πολιτική της διεθνούς διοίκησης ανθρώπινων πόρων, η οποία συμβάλει στην επιτυχία της διεθνούς συγχώνευσης ή εξαγοράς, και στην ανάπτυξη του ανθρώπινου δυναμικού, είναι η **πολιτική ανταμοιβών**. Η ανταμοιβή όπως και η αναγνώριση των επιτευγμάτων των εργαζομένων δημιουργούν αίσθημα ικανοποίησης, στα πλαίσια βέβαια όπου ο ανταγωνισμός είναι υγιής.

Η διεθνής διοίκηση ανθρώπινων πόρων εστιάζει στις **διαφορές κουλτούρας** και των ειδικών χειρισμών, που απαιτούνται για την άρτια λειτουργία των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με τους Daniel & Metcalf (2001) ιδιαίτερη μέριμνα, σεβασμός και κλίμα δικαιοσύνης από πλευράς της διοίκησης θα πρέπει να επιδεικνύεται στις περιπτώσεις των εξαγορών, ως προς την **επιχειρησιακή κληρονομιά** που λαμβάνουν, την ιστορία της εξαγοραζόμενης εταιρείας, των εργαζομένων και των αξιών της.

Οι γρήγορες ταχύτητες κατά το μεταβατικό στάδιο της συνένωσης θα πρέπει να εφαρμόζονται και στη **θέσπιση και εφαρμογή νέων πολιτικών**, διαδικασιών και μεθόδων. Οι εργαζόμενοι στη φάση της μετάβασης είναι πιο προσαρμοστικοί, αναζητούν νέες πληροφορίες, και η εγρήγορσή τους επιτρέπει να αντιληφθούν και να αφομοιώσουν ευκολότερα τις νέες πρακτικές.

Κλείνοντας το κεφάλαιο αυτό, και λαμβάνοντας υπόψη και προηγούμενα, θα μπορούσε να σημειωθεί το εξής: ότι η επιτυχής σύναψη μίας διεθνούς συμφωνίας συνένωσης βασίζεται περισσότερο σε ποσοτικά στοιχεία (δείκτες, αναλύσεις, οικονομικές εκθέσεις κ.α.), ενώ η επιτυχής λειτουργία του οργανισμού βασίζεται σε ποιοτικά, και όπως τονίζει ο Armstrong (1994) βασίζεται στην αποτελεσματική διοίκηση απόδοσης του συνόλου των εργαζομένων, εφαρμόζοντας τις κατάλληλες πρακτικές, συνεχή ανάπτυξη των εργαζομένων (Clark, 1995), τη θέσπιση στόχων (Cox, Fenwick & De Cieri, 1998), στα πλαίσια της επιχειρησιακής κουλτούρας και της πολυπολιτισμικότητας.

12. Λόγοι αποτυχίας μίας διασυνοριακής συνένωσης

Όπως και στη περίπτωση επιτυχίας μίας οποιασδήποτε επιχείρησης, έτσι και στη περίπτωση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων & εξαγορών, ο μεγαλύτερος παράγοντας που επηρεάζει το αποτέλεσμα είναι ο άνθρωπος, και οι αποφάσεις του. Σημαντικό ρόλο παίζει η διοίκηση του νέου οργανισμού, με πίστη, επιμονή και επίμονη, σεβόμενοι τη διαφορετικότητα των ανθρώπων, μέσα σε οργανωμένο πλαίσιο εργασίας και λειτουργίας. Οι αλληλεπιδράσεις με τις δυνάμεις του περιβάλλοντος, τόσο μέσα στον οργανισμό, όσο και αυτού με το εξωτερικό περιβάλλον, τόσο σε τοπικό επίπεδο, όσο και σε διεθνές, θα πρέπει να αξιολογούνται ανά πάσα στιγμή. Η **μη έγκυρη και έγκαιρη πληροφόρηση** των γρήγορων εναλλαγών του περιβάλλοντος, και η **μη λήψη ή η λήψη λανθασμένων** αποφάσεων, οδηγούν βραχυπρόθεσμα ή μεσοπρόθεσμα στην αποτυχία της συνένωσης.

Σύμφωνα με τους Daniel & Metcalf (2001), κύριος λόγος αποτυχίας είναι το **υπερεκτιμημένο τίμημα εξαγοράς**, που παρουσιάζεται πολλές φορές, λόγω της μη σωστής αξιολόγησης των οικονομικών στοιχείων, του γοήτρου των στελεχών που λαμβάνουν μέρος στις διαπραγματεύσεις, του μη σωστού επιχειρησιακού σχεδιασμού για τη λειτουργία του νέου οργανισμού, καθώς και λόγω των αντιδράσεων της αγοράς και του γενικότερου περιβάλλοντος, έναντι της συνένωσης. Επίσης, οι αποφάσεις των στελεχών και της διοίκησης, οι οποίοι δεν παρέχουν το σωστό χρόνο ωρίμανσης των συνθηκών που χρειάζεται μία τέτοια συμφωνία, και αγνοούν τη σημαντικότητα της συστηματικής διαδικασίας συλλογής και ανάλυσης στοιχείων και πληροφοριών (due diligence), δρώντας υπό πίεση και το φόβο του ανταγωνισμού, είναι συνήθως καταδικασμένες να αποτύχουν. Εάν προσθέσουμε το διαφορετικό πολιτιστικό, οικονομικό και αντιληπτικό υπόβαθρο των εμπλεκόμενων στη διαπραγμάτευση, γίνεται κατανοητή η περαιτέρω διόγκωση των μη ορθών, παραπάνω χειρισμών. Επίσης, οι διαφορές που παρατηρούνται μεταξύ των λογιστικών πολιτικών και πρακτικών- μεταξύ διαφορετικών οικονομιών, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, τα διαφορετικά μετρικά συστήματα, οι διάφορες στις αποτιμήσεις των παγίων στοιχείων των επιχειρήσεων, τα διαφορετικά φορολογικά καθεστώτα, είναι κρίσιμα ζητήματα προς εξέταση πριν την συμφωνία, τα οποία

μπορούν να οδηγήσουν στην αποτυχία του εγχειρήματος, και τη δημιουργία σοβαρών προβλημάτων.

Προσοχή επίσης θα πρέπει να δοθεί και σε στοιχεία των συγχωνεύσεων & εξαγορών, που θεωρούνται ως οι θετικοί στόχοι της όλης προσπάθειας. Όπως επισημαίνουν οι Eccles et. al. (1999), ναι μεν οι συγχωνεύσεις & εξαγορές δημιουργούν συνέργιες- άρα και οικονομικές αξίες, αλλά αρκετές είναι φορές που οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις πληρώνουν πολύ ακριβά το τίμημα εξαγοράς. Οι λόγοι που αυξάνουν το τίμημα είναι η **υπερεκτίμηση της μελλοντικής απόδοσης** ή η **υποεκτίμηση του κόστους υλοποίησης**, του κόστους ένταξης και συντονισμού της εξαγοραζόμενης επιχείρησης στο πλαίσιο ενός ομίλου ή του κόστους συγχώνευσης- απορρόφησής της. Αυτό συμβαίνει συχνά με τις λεγόμενες «εξαγορές στρατηγικής σημασίας», των οποίων τα οφέλη είτε είναι πολύ μακροπρόθεσμα, είτε η ποσοτικοποίησή τους είναι δύσκολη. Στην ίδια αστοχία πέφτουν πολλές φορές και οι προσπάθειες των επιχειρήσεων για τη διαφοροποίηση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, και διασπορά του αντίστοιχου κινδύνου. Σύμφωνα με το ίδιο άρθρο (Eccles et. al., 1999), οι επιχειρηματικές επεκτάσεις μέσω ετερογενών εξαγορών (diversifying acquisitions) πετυχαίνουν σπάνια. Ενώ αντίθετα, οι επεκτάσεις σε ομοιογενείς τομείς δραστηριότητας (focused acquisitions) φαίνεται να πετυχαίνουν συχνότερα.

Γενικότερα, η **μη συστηματική αξιολόγηση** και ανάλυση στοιχείων δεν επιτρέπουν τον εκ των προτέρων εντοπισμό αρνητικών στοιχείων που αφορούν τη στρατηγική ενοποίηση, και άλλα προβλήματα που υπάρχουν. Το πρόβλημα αυτό πολλές φορές μεγεθύνεται όταν εμπλέκονται **τραπεζικοί επενδυτές**, που δρουν με γνώμονα το ατομικό κέρδος τους, μέσω της προμήθειας που λαμβάνουν. Πιο εστιασμένα, τα στελέχη επιχειρήσεων απευθύνονται σε επενδυτικές τράπεζες, όταν πρέπει να αποφασίσουν για μία καθοριστική και σημαντική εταιρική κίνηση, όπως η περίπτωση συγχώνευσης ή εξαγοράς (Arnold, 2012). Ιδιαίτερα, στις περιπτώσεις των διασυνοριακών συνενώσεων επιλέγονται τις περισσότερες φορές τράπεζες οι οποίες δραστηριοποιούνται στην αγορά στόχο, λόγω της καλύτερης πληροφόρησης που θεωρείται ότι θα έχουν. Και σ' αυτή την περίπτωση, η διοίκηση θα πρέπει να αξιολογήσει την φερεγγυότητα τόσο της τράπεζας όσο και της πορείας που

καταγράφει στην αλλοδαπή αγορά, πριν αποφασίσει για συνεργασία. Όπως αναφέρει χαρακτηριστικά ο Deogun (2000), πολλές είναι οι περιπτώσεις στην αμερικάνικη αγορά, όπου η ίδια τράπεζα είναι αυτή που αρχικά εξυπηρετεί τη συγχώνευση & εξαγορά, λαμβάνοντας τη προμήθεια της, και εν συνεχεία αφού παρουσιαστούν τα προβλήματα, είναι η ίδια πάλι που θα λάβει μέρος στην εκποίηση της προβληματικής μονάδος.

Ως πρωταρχικός στόχος μίας διασυνοριακής συγχώνευσης και εξαγοράς τίθεται η είσοδος σε νέες αγορές, καλύπτοντας μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς έναντι του ανταγωνισμού, αύξηση της αποδοτικότητας στη παραγωγή και ανταποκρισιμότητας στη διανομή. Σε κάθε περίπτωση, ο κύριος συντελεστής παραγωγής είναι ο άνθρωπος, ο οποίος προσμετράτε σαν έξοδο αυξάνοντας το κόστος παραγωγής, αντί να λαμβάνεται ως κεφάλαιο της επιχείρησης, σύμφωνα και με τη σύγχρονη θεωρία διοίκησης ανθρώπινων πόρων (Schultz,1992). Οι οργανωτικές αλλαγές που επιφέρουν οι συγχωνεύσεις & εξαγορές, κυρίως μέσω της δημιουργίας διπλών, **ταυτόσημων θέσεων**, την εμπλοκή ανθρώπων με διαφορετικό υπόβαθρο γνώσεων, κατάρτισης και αντικειμένου, δημιουργούν **επικαλύψεις αρμοδιοτήτων** και πλεονάζον προσωπικό, τα οποία επιφέρουν μοιραία δραστική μείωση του εργατικού δυναμικού και αλλαγές επί το δυσμενέστερο στις εργασιακές σχέσεις (Gugler & Yurtoglu, 2004). Η αστοχία των στελεχών να αξιοποιήσουν το ανθρώπινο κεφάλαιο, μέσα από κατάλληλο σχεδιασμό διαπολιτισμικού μάνατζμεντ και την κατάρτιση κατάλληλων πολιτικών διοίκησης ανθρώπινων πόρων- και των επιμέρους ομάδων, δημιουργεί αστοχία στη παραγωγικότητα του οργανισμού, στερώντας του νέες ιδέες, καινοτομίας και σωστής λειτουργίας. Επιπλέον, οι αναδιαρθρώσεις τόσο στην Ευρώπη, όσο και στις ΗΠΑ, έχουν ως στόχο τη μείωση του εργατικού δυναμικού, με συνέπεια να μην δημιουργούνται νέες θέσεις εργασίας και να προκαλούν σημαντική μείωση της ζήτησης για εργασία (Gugler & Yurtoglu, 2004), αυξάνοντας την ανεργία, αλλά και αίροντας αντιδράσεις φορέων, οργανώσεων και του πληθυσμού απέναντι στο σύνολο της επένδυσης, δημιουργώντας ακόμα και προβλήματα βιωσιμότητάς της (Ball et. al., 2010).

Μία άλλη παράμετρος είναι οι **καταναλωτικές ανάγκες** που θα συνδυάσει και θα εξυπηρετήσει μία συνένωση. Η σωστή κατάρτιση ενός πλάνου μάρκετινγκ

(marketing plan), ήδη από το χρόνο έναρξης των διαπραγματεύσεων, αξιολογώντας πιθανές συνέργιες σε διασταυρούμενες πωλήσεις, των συνενωμένων επιχειρήσεων, μπορεί να φανερώσει πολλά θετικά στοιχεία, αλλά και αστοχίες που οδηγούν σε γρήγορη έξοδο προϊόντων ή υπηρεσιών, επιφέροντας ζημίες, όπως στη περίπτωση που η eBay εξαγόρασε τη Skype, εντάσσοντας τη βίντεο κλήση στις διαδικτυακές της πωλήσεις, την οποία οι καταναλωτές δε βρήκαν χρήσιμη (Lewis & McKone, 2016).

Γενικότεροι λόγοι αποτυχίας μίας διασυνοριακής συγχώνευσης & εξαγοράς προέρχονται από το περιβάλλον και τις αντίστοιχες δυνάμεις με τις οποίες αλληλεπιδρά η συνένωση. Σημαντικό κίνδυνο βιωσιμότητας αντιμετωπίζει μία συνένωση όταν αντιμετωπίζεται ως **«ξένη επιχείρηση»** από την αγορά, χαρακτηρισμός που βρίσκει απήχηση τόσο στη κοινή γνώμη και το καταναλωτικό κοινό όσο και στη κυβέρνηση, τις δημόσιες αρχές και το εκάστοτε δικαστικό σύστημα. Ιδιαίτερα σε μη αναπτυγμένες ή αναπτυσσόμενες χώρες, οι διασυνοριακές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν υψηλούς **κινδύνους εθνικοποίησης**, επειδή οι αντιδράσεις και το πολιτικό κόστος της εθνικοποίησης μίας επιχείρησης που ανήκει σε αλλοδαπούς επενδυτές είναι πολύ μικρότερα για την τοπική κυβέρνηση σε σχέση με την εθνικοποίηση ομοεθνούς επιχείρησης (Χατζηδημητρίου, 2003).

Ένας ακόμα λόγος αποτυχίας των διασυνοριακών συγχωνεύσεων & εξαγορών, έγκειται στον **έλεγχο της διοίκησης** που απολαμβάνει η κάθε επιχείρηση. Η αδυναμία λήψης αποφάσεων ή εφαρμογής τους, δημιουργεί προβλήματα συνεργασίας και λειτουργίας στη συνένωση, μειώνοντας και τη κερδοφορία της. Το γεγονός αυτό είναι ιδιαίτερα εμφανές στις περιπτώσεις μερικής εξαγοράς, που τέτοια προβλήματα διογκώνονται για τον ξένο επενδυτή, ειδικά όταν αποτελεί τον μέτοχο μειοψηφίας (Χατζηδημητρίου, 2003).

Τα ίδια αρνητικά αποτελέσματα μπορούν να προκύψουν και στη περίπτωση που η διασυνοριακή συνένωση αποτυγχάνει στους στόχους για τους οποίους δημιουργήθηκε, γεγονός που διογκώνεται και από τις πολιτισμικές διαφορές των εμπλεκόμενων στελεχών. Σύμφωνα με τον Χατζηδημητρίου (2003) η **«ασυμφωνία χαρακτήρων»** μεταξύ των εταίρων της συγχώνευσης είναι από τους βασικότερους

λόγους αποτυχίας των διεθνών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, που αφορούν συνδυασμό επιχειρήσεων (συγχωνεύσεις, εξαγορές, κοινοπραξίες, στρατηγικές συμμαχίες κά.).

Ο συνδυασμός λανθασμένων σχέσεων, αποφάσεων και διοίκησης στο εσωτερικό της επιχείρησης, η αδυναμία διαχείρισης της ενοποίησης και των εκάστοτε σταδίων της, αλλά και οι ισχυρές δυνάμεις του οικονομικού, κοινωνικού, πολιτικού, νομικού, πολιτιστικού και φυσικού περιβάλλοντος, δημιουργούν ένα ασφυκτικό περιβάλλον για να δραστηριοποιηθεί το νέο επιχειρηματικό σχήμα. Η λεπτομερής μελέτη σχετικά με τις ανάγκες της επιχείρησης και τους στόχους διεθνοποίησής της- πριν την έναρξη των διαπραγματεύσεων, η λεπτομερής εύρεση, ανάλυση και αξιολόγηση των σχετικών στοιχείων, στη συνέχεια, και τέλος η αποφασιστική διοίκηση, με προσεκτικά σχεδιασμένες ενέργειες και ενδελεχής μελέτη πριν την λήψη της κάθε απόφασης, που εναρμονίζονται με τις πρακτικές της αλλοδαπής χώρας- βοηθούν να ξεπεραστούν πολλά εμπόδια.

13. Οι συγχωνεύσεις & εξαγορές στην εποχή της κρίσης

Πλούσιο είναι το βιβλιογραφικό έργο που αφορά τη μελέτη, έρευνα και παρατήρηση των τάσεων των άμεσων ξένων επενδύσεων. Τα τελευταία όμως χρόνια, λόγω της οικονομικής κρίσης που ξέσπασε στις Ηνωμένες Πολιτείες και εξαπλώθηκε στην ευρωπαϊκή ήπειρο- μέσω της κυρίαρχης κρίσης χρέους και των υψηλών ελλειμμάτων των χωρών του ευρωπαϊκού Νότου, οι βιβλιογραφικές παραδοχές των ΑΞΕ τείνουν να διαφοροποιηθούν. Αν και ακόμα ισχύει η γεωγραφική εξάπλωση των ΑΞΕ, να συνεχίζεται στο τρίγωνο των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, Ευρωπαϊκής Ένωσης και Ιαπωνίας, όπως αναφέρει ο Rugman (2011), η επάνοδος τους από την κρίση θα είναι αργή. Επίσης, όπως αναφέρει έκθεση της UNCTAD (2011) η κατανομή των ΑΞΕ θα είναι άνιση, λόγω του ασταθούς διεθνούς επιχειρηματικού περιβάλλοντος, τονίζοντας τη σημασία ύπαρξης βιώσιμων επενδύσεων, από την στιγμή που οι αγορές δεν είναι πλέον σε θέση να διασφαλίσουν αυτήν την βιωσιμότητα (Owunamaegbu & Sauvart, 2011).

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστούν η **τάση** και η **γεωγραφική συγκέντρωση** των συγχωνεύσεων και εξαγορών, που αποτελούν το κύριο εργαλείο άμεσης ξένης επένδυσης των σύγχρονων διεθνών επιχειρήσεων. Η επιλογή της σωστής μεθόδου εισόδου σε μία ξένη αγορά είναι κρίσιμης σημασίας για την επιτυχία της διεθνούς στρατηγικής εξάπλωσης της πολυεθνικής. Οι επιχειρήσεις που επιθυμούν την είσοδο αυτή, θα πρέπει να μελετήσουν ενδελεχώς τις υπάρχουσες μεθόδους οργάνωσης, συμπεριλαμβανομένης των συγχωνεύσεων και εξαγορών, που αποτελούν από τις πιο δημοφιλείς, αφού συνδυάζουν την οργανωσιακή μάθηση, είναι μικρότερου ρίσκου και προσφέρουν ευκολότερη είσοδο στην αγορά. Πολλοί μελετητές υποστηρίζουν ότι το εργαλείο διεθνοποίησης μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών, θα είναι αυτό που θα ξαναδώσει ώθηση στις άμεσες ξένες επενδύσεις.

Όπως παρουσιάστηκαν και στο Κεφάλαιο 3, οι πιθανές μέθοδοι εισόδου σε μία αγορά διαχωρίζονται βάση του όγκου κεφαλαίων της επένδυσης και της εξάπλωσης της παραγωγής. Αρχικά μπορεί να αφορούν έμμεσες και άμεσες εξαγωγές, μέσω άμεσων ξένων επενδύσεων, συνεργασιών και με επενδύσεις χαρτοφυλακίου (βραχυπρόθεσμες). Στις άμεσες ξένες επενδύσεις, που μελετώνται στη διατριβή,

πρωταρχικός στόχος είναι η θετική επίδραση της επένδυσης στη μητρική εταιρία , όπως είναι η μεγέθυνση του μεριδίου αγοράς, μείωση του ανταγωνισμού, στρατηγικές συμμαχίες, που οδηγούν στην αύξηση κερδοφορίας. Ενώ και στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου υπάρχει κεφαλαιακή επένδυση, ως ΑΞΕ χαρακτηρίζονται οι επενδύσεις που κυμαίνονται από 10.01% έως 50% του επενδυμένου κεφαλαίου, ενώ ως χαρτοφυλακίου αυτές με ποσοστό μικρότερο του 10%. Τα ποσοστά αυτά βέβαια διαφέρουν, βάση των νομικών διατάξεων κάθε χώρας (Bitzenis & Paradimitriou, 2012).

Οι συγχωνεύσεις & εξαγορές εντάσσονται στις άμεσες ξένες επενδύσεις και αφορούν την συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, εκ των οποίων η μία είναι μεγαλύτερου μεγέθους, ενώ στόχος αποτελεί η διάλυση και ανακατασκευή της μικρότερης. Ο τραπεζικός κλάδος είναι ο πρωτοπόρος της μεθόδου, όπου μεγάλες τράπεζες και συναφείς επιχειρήσεις προβαίνουν σε συνενώσεις για να επιβιώσουν σε περιόδους ισχυρού ανταγωνισμού και πίεσης του παγκοσμιοποιημένου και ενοποιημένου περιβάλλοντος (Bitzenis & Marangos, 2007).

13.1. Μελέτες των τάσεων και συγκέντρωσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών

Οι τάσεις των συγχωνεύσεων & εξαγορών στο διεθνές οικονομικό σύστημα, ειδικά τις τελευταίες δύο δεκαετίες εμφανίζουν έντονη συγκέντρωση. Βάση στατικών στοιχείων, η κορύφωσή τους το 2007 άγγιξε το 1τρις \$, έναντι αυτή του 2000 που άγγιζε περί τα 905δισ \$, και αφορά συνενώσεις σε αναπτυσσόμενες οικονομίες. Στατιστικά το υψηλότερο ποσοστό συνενώσεων στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, πραγματοποιήθηκε το 2000, σε ποσοστό της τάξης του 94% των συνολικών παγκόσμιων συνενώσεων.

Χαρακτηριστικό της αύξησης των συγχωνεύσεων & εξαγορών αποτελεί το γεγονός ότι κατά τη δεκαετία του 1990, ο όγκος τους αυξήθηκε από 99δισ \$ στα 905δισ \$, ενώ δεν έλειψαν και οι αρνητικές διακυμάνσεις κατά την επόμενη δεκαετία, και συγκεκριμένα το 2004, πορεία που διαδέχτηκε ξανά η θετική πορεία, μέχρι την εποχή μας. Παρόλη την οικονομική κρίση, οι συνενώσεις αποτελούν το πιο

δημοφιλές και σταθερό μέσο διεθνούς εξάπλωσης των επιχειρήσεων (UNCTAD, 2011).

Η στατιστική μελέτη των διασυνοριακών συγχωνεύσεων & εξαγορών επιχειρείται να αποδομηθεί και να μελετηθεί, βάση της προέλευσης των επενδυτών ή του γεωγραφικού προορισμού της επένδυσης. Η UNCTAD προτείνει για την διευκόλυνση της σύγκρισης και καλύτερης κατανόησης των ερευνών, να χρησιμοποιείται η γεωγραφική και ανά χώρα ταξινόμηση που έχει αναπτύξει ο Οργανισμός Ηνωμένων Εθνών. Ακόμα μία σημαντική ταξινόμηση για την καλύτερη μελέτη είναι ανά οικονομική δραστηριότητα, τόσο της εταιρίας- επενδυτή όσο και της διασυνδεδεμένης εταιρείας. Για την πραγματοποίηση της σύγκρισης αυτής, προτείνεται η χρήση κλαδικών μελετών που παρέχονται από τις εκάστοτε χώρες, που καταρτίζονται βάση των Διεθνών Προτύπων Κλαδικής Ταξινόμησης (International Standard Industrial Classification- ISIC).

Η κλαδική ταξινόμηση θα πρέπει να είναι και γενικότερη, καθώς οι περισσότεροι επενδυτές των άμεσων ξένων επενδύσεων, ασχολούνται με τη διαχείριση πολλών συνδεδεμένων επιχειρήσεων, διαφόρων κλάδων. Πολλές μεγάλες επιχειρήσεις και όμιλοι αυτών εμφανίζουν μεγάλη διαφοροποίηση, και δραστηριοποιούνται σε μία ευρεία γκάμα οικονομικών δραστηριοτήτων. Ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (Organisation for Economic Co-operation and Development- OECD) προτείνει ότι κάτω από ιδανικές συνθήκες, τα δεδομένα θα πρέπει να είναι διαθέσιμα για σύγκριση και ταξινομημένα βάση του κλάδου της επιχείρησης- επενδυτή και της επιχείρησης-στόχου. Έαν οι ερευνητές δεν βρίσκουν επάρκεια δεδομένων ή χρησιμότητα στην παραπάνω μέθοδο ταξινόμησης, μπορεί να γίνει χρήση της Benchmark Analysis ή της Συγκριτικής Προτυποποίησης στα ελληνικά, όπου τα δεδομένα καταρτίζονται τουλάχιστον ανά δραστηριότητα των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων. Η μελέτη αυτή συνιστά επίσης, ότι η οικονομική δραστηριότητα των επιχειρήσεων- επενδυτή είναι η κύρια δραστηριότητα του ομίλου (της ίδιας και των ενοποιημένων θυγατρικών της), απ' όπου θα προκύψουν τα αριθμητικά δεδομένα. Εάν τα δεδομένα αυτά αντλούνται απευθείας από την επιχείρηση, θα είναι δυνατή μία λεπτομερέστατη ανάλυση, που θα περιλαμβάνει και δεδομένα σχετικά με τη παραγωγή και απασχόληση, απ' ότι προσφέρουν τα

κλαδικά δεδομένα. Βέβαια, πιο ορθή αποτελεί η απαίτηση για έρευνα και μελέτη δεδομένων, από κάθε εγκατάσταση της επιχείρησης- ξεχωριστά, όπως τονίζεται στο Εγχειρίδιο Στατιστικών των ΑΞΕ και των Λειτουργιών των Πολυεθνικών (2009), του Οργανισμού Ηνωμένων Εθνών.

13.2. Οι επιδράσεις της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης

Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, η οποία ξεκίνησε στις ΗΠΑ από τη μη εξυπηρέτηση στεγαστικών δανείων που δόθηκαν σε μη αξιόπιστους δανειολήπτες, και επέφερε την κατάρρευση χρηματοοικονομικών κολοσσών, μεταφέρθηκε ταχύτατα και σε άλλες οικονομίες χωρών και έπληξε περισσότερους οικονομικούς κλάδους, πλήττοντας οικονομίες που δεν ήταν διασφαλισμένες των αναπτυσσόμενων ή μεταβατικών κυρίως, οικονομιών. Αυστηροί πιστωτικοί έλεγχοι από τις τράπεζες, που δέχτηκαν το μεγαλύτερο πλήγμα, αύξησαν το κόστος δανεισμού, μείωσαν τη ροή του, και παρέχονταν με αυστηρότερους όρους. Αυτή η κατάσταση συρρίκνωσε άμεσα όλη την οικονομία, μειώνοντας τη ζήτηση από πλευράς των καταναλωτών, καθώς και τη προσφορά, αφού οι επιχειρήσεις δεν είχαν πόρους να διαθέσουν για τη παραγωγή τους και την ανάπτυξή τους τόσο εγχώρια όσο και διεθνώς (Sakali, 2012). Την ίδια πορεία ακολούθησαν και οι άμεσες ξένες επενδύσεις- ειδικότερα οι συγχωνεύσεις & εξαγορές, που ακολουθούσαν τις επενδυτικές ευκαιρίες όποτε και όπου εμφανιζόντουσαν (Bitzenis, 2012).

Οι επενδυτικές ευκαιρίες, ως παράγοντας της αγοράς και των προβλέψεων αυτής, επηρεάστηκαν αρνητικά από την ύφεση και συρρίκνωση που έπληξε τις περισσότερες παγκόσμιες οικονομίες. Η μείωση των εταιρικών κερδών, και γενικότερα της απόδοσης των επιχειρήσεων έφτασαν στο μεγαλύτερο αρνητικό τους ρεκόρ στα τέλη του 2008 , μέχρι τα μέσα του 2009, στις ΗΠΑ, ενώ η παγκόσμια παραγωγή συρρικνώθηκε κατά 0,7% το 2009. Σύμφωνα με στοιχεία του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, η κρίση έπληξε τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, ειδικότερα την Ζώνη του Ευρώ και την Ιαπωνία, με συρρίκνωση των οικονομιών τους κατά 6,3% το 2008, καθώς και με 4,3% το επόμενο έτος (IMF, 2011). Η μείωση των εταιρικών κερδών, η έλλειψη εξωτερικής χρηματοδότησης και η δραματική μείωση των χρηματιστηριακών τιμών, μείωσαν όπως είναι δεδομένο, τον αριθμό και την αξία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων & εξαγορών (UNCTAD, 2009).

13.3. Οι επιπτώσεις στις άμεσες ξένες επενδύσεις

Μετά την περίοδο 2003-2007, όπου κατά το τελευταίο έτος παρατηρήθηκε το ιστορικό ρεκόρ του ύψους των 2τρς \$ σε άμεσες ξένες επενδύσεις, παγκοσμίως. Πιο συγκεκριμένα στις αναπτυγμένες οικονομίες το ύψος ροών για άμεσες ξένες επενδύσεις άγγιξε τα 1300δς \$, ενώ στις αναπτυσσόμενες περί τα 600δς \$, με ρυθμό αύξησης το 34% και 33%, αντίστοιχα από την προηγούμενη χρονιά. Όσον αφορά τις μεταβατικές οικονομίες, οι ροές των ΑΞΕ αυξήθηκαν κατά 67% το 2007, ενώ σε αξία υπολογίζονται στα 91δς \$. Οι παγκόσμιες άμεσες ξένες επενδύσεις μειώθηκαν κατά 12% το 2008, ενώ υπολογίζονται στα 1,7τρς \$, και η αρνητική πορεία συνεχίστηκε το 2009 με περαιτέρω συρρίκνωσή τους κατά 32%, με αξία λίγο πιο πάνω από το 1τρς\$. Τα πρώτα σημάδια ανάκαμψης σύμφωνα με την έκθεση της UNCTAD (2011), εμφανίστηκαν το 2010 όπου σημειώθηκε η ενθαρρυντική αύξηση κατά 5% για τους επενδυτές.

Αδιαμφισβήτητη ήταν και η πτώση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, όπου μετά την κορύφωσή τους το 2007, με σταθερό αυξητικό ρυθμό, η παγκόσμια αξία τους μειώθηκε κατά 31% το επόμενο έτος. Ο συνδυασμός της χαμηλής προσφοράς εξωτερικής χρηματοδότησης, μειωμένα εταιρικά κέρδη και οι μη ευοίωνες προοπτικές της αγοράς μείωσαν τις παγκόσμιες συγχωνεύσεις και εξαγορές στα 706δς\$ το 2008, έναντι του 1τρς \$ του προηγούμενου έτους. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές ήταν ο τύπος των άμεσων ξένων επενδύσεων, που κυρίως έπληξε η οικονομική κρίση, ενώ οι επενδύσεις που αφορούσαν ίδρυση νέας επιχείρησης (Greenfield Investment), μειώθηκαν κατά μόλις 23% το 2009 (UNCTAD, 2010).

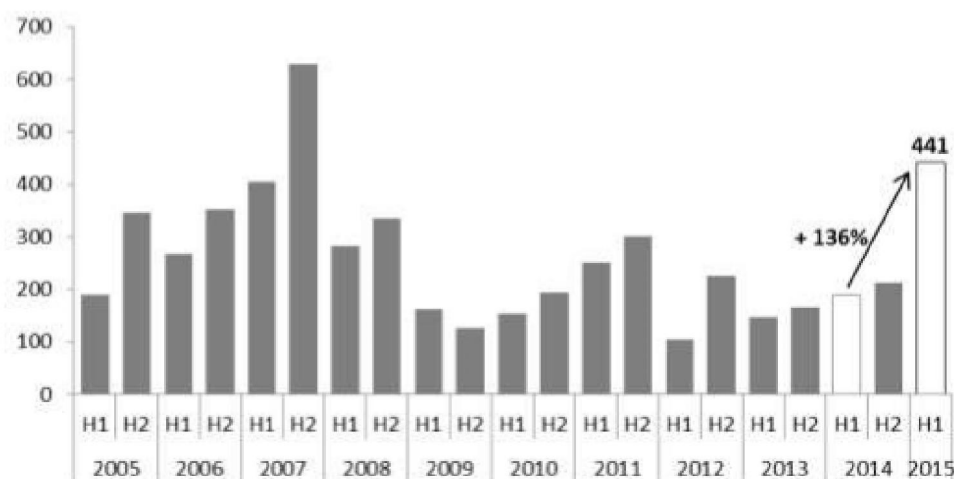
Στις αναπτυσσόμενες οικονομίες η πτώση έφτασε το 63%, και η ετήσια αξία τους έφτασε τα 39δς \$, ενώ η μεγαλύτερη πτώση της τάξης του 65% σημειώθηκε στις αναπτυγμένες χώρες με αξία τα 203δς\$, σημειώνοντας αρνητικό ρεκόρ δώδεκα χρόνια μετά το 1997. Επίσης, στις μεταβατικές οικονομίες αντίστοιχη ήταν η πτώση, -65%, με μόλις 7δς \$, το 2009.

Το επόμενο έτος, η μείωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις μεταβατικές οικονομίες συνεχίστηκε με χαμηλότερο ρυθμό, -39% σε σχέση με το 2009. Αντίθετα

στις άλλες οικονομίες, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αυξήθηκαν, επιδεικνύοντας αντοχή και ανάκαμψη στο εξής. Συγκρίνοντας τις άμεσες ξένες επενδύσεις με τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις & εξαγορές, τα τελευταία χρόνια σε διαφορετικά μέρη του κόσμου, παρατηρείται ότι ακολουθούν την τάση των ΑΞΕ, αλλά εμφανίζεται να επηρεάζονται πιο έντονα από τις διακυμάνσεις τους, σε σχέση με τους άλλους τύπους ΑΞΕ (Sakali, 2012).

Σχηματικά τα παραπάνω παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 1 (Figure 1), όπου παρουσιάζονται οι επενδυτικές ροές των διασυνοριακών συγχωνεύσεων & εξαγορών, ανά εξάμηνο, από το 2005 έως το 2015, σύμφωνα με στοιχεία του Οργανισμού Ηνωμένων Εθνών.

Figure 1. Value of cross-border M&As, 2005H1-2015H1
(Billions of US dollars)



Source: ©UNCTAD, cross-border M&A database (www.unctad.org/fdistatistics).

Abbreviation: H1—first half of the year.

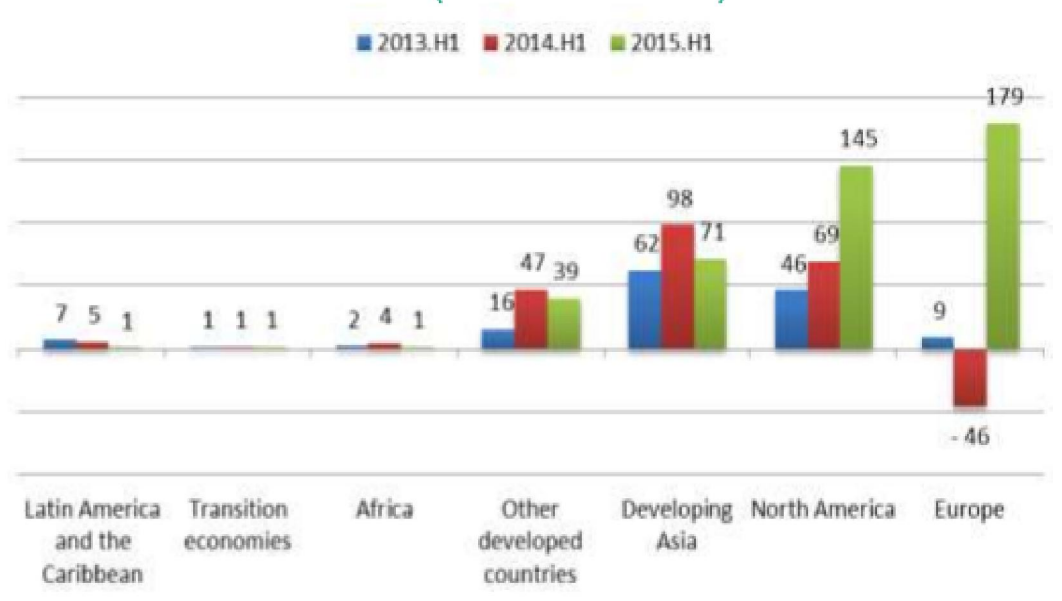
Διάγραμμα 1 (Figure 1): Αξία διασυνοριακών συγχωνεύσεων & εξαγορών ανά εξάμηνο (2005-2015)

Τα ενδιάμεσα έτη της οικονομικής κρίσης οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, εάν εξαιρέσουμε το 2011, εμφανίζουν μειωμένες επενδυτικές ροές, που δεν ξεπερνούν τα 250 δις \$. Η κατάσταση αρχίζει να εμφανίζει σημάδια βελτίωσης από το 2014 (Figure 1).

13.4. Η αναγέννηση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών

Κομβικό έτος για την αναγέννηση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών θεωρείται το 2014. Η διεθνής επιχειρηματική επέκταση μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτελεί κύριο μέσο, ακόμα και στο τέλος της περιόδου της οικονομικής κρίσης. Παγκοσμίως, σ' όλες τις περιοχές αυξήθηκαν σε ποσοστό 36% έως 56%, το 2014, πέρα από τη Μέση Ανατολή και την Αφρική. Συνεχίζοντας, ραγδαία αύξηση παρατηρήθηκε στο πρώτο εξάμηνο του 2015 (Figure 1)- ενώ το δεύτερο χαρακτηρίστηκε πιο μετριοπαθές, με τις ροές των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών να ανέρχονται στα 441 δις \$, καταγράφοντας αύξηση 136%, από το 2014 (UNCTAD, 2015).

Figure 2. Value of cross-border M&As, by purchasing region, 2013H1-2015H1 (Billions of US dollars)



Source: ©UNCTAD, cross-border M&A database (www.unctad.org/fdistatistics).

Διάγραμμα 2 (Figure 2): Αξία διασυνοριακών συγχωνεύσεων & εξαγορών ανά γεωγραφική περιοχή (2013-2015)

Εστιάζοντας γεωγραφικά, το φαινόμενο παρουσίασε άνοδο στη περιοχή της Ευρώπης, με τον δείκτη να καταγράφει αύξηση και επενδύσεις της τάξης των 179 δις \$, όπως εμφανίζονται στο Διάγραμμα 2 (Figure 2), ενώ στην Ιαπωνία και τις ανατολικές περιοχές της Ασίας να καταγράφει αύξηση της τάξης του 62%, κατά το 2015 (Whitaker, 2016). Τα στοιχεία αποτυπώνουν τις δυνάμεις της

παγκοσμιοποίησης και την αυξανόμενη χρήση όμοιων επιχειρηματικών στρατηγικών παγκοσμίως (Whitaker, 2016).

Προσεγγίζοντας ξεχωριστά τις περιοχές, στην Ευρωπαϊκή ήπειρο το έναυσμα το έδωσαν οι Κινέζοι και άλλοι Ασιάτες επενδυτές, τονώνοντας την αγορά με ενδο-Ευρωπαϊκές συμφωνίες ενοποίησης. Οι κύριοι τομείς που έλαβαν μέρος ήταν αυτοί των προϊόντων ευρείας κατανάλωσης, η ενέργεια, η βιομηχανία, και ιδιαίτερα η φαρμακοβιομηχανία. Οι πολιτικές και οικονομικές διαστάσεις που λάμβαναν χώρα την περίοδο 2014-2015 στην Ευρώπη, περιόρισαν κατά πολύ τις δραστηριότητες ενοποίησης. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο Whitaker (2016), οι αβεβαιότητες που διαδραματίζονταν στην Ευρώπη, όπως το πιθανολογούμενο Grexit, η απόσχιση της Μεγάλης Βρετανίας από την Ευρωπαϊκή Ένωση, η πτωτική πορεία του Ευρώ, η κρίση της Ουκρανίας, και οι αυξανόμενες γεωπολιτικές κρίσεις, περιόρισαν τις επενδύσεις.

Πιο ανατολικά, η Ιαπωνία και οι ανατολικές χώρες της Ασίας αποδείχθηκαν πιο δραστήριες στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, με αύξηση του 22%, το 2014- το οποίο μεταφράζεται σε επενδύσεις 1.242 δις \$, και περαιτέρω αύξηση του 26%, το 2015. Οι κύριοι τομείς ανάπτυξης ήταν η βιομηχανία, η υψηλή τεχνολογία, τα χρηματοοικονομικά και όσον αφορά τους καταναλωτές το λιαν εμπόριο και η διασκέδαση. Η εξωστρεφής δραστηριότητα των Ασιατών επενδυτών εστιάζει ακόμα και σήμερα στις ΗΠΑ και την Ευρώπη, αλλά σταδιακά αποκτά έναν πιο παγκόσμιο χαρακτήρα (Whitaker, 2016).

Και στη περίπτωση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, κατά το τέλος της περιόδου της οικονομικής κρίσης, οι περιοχές της Αφρικής και της Μέσης Ανατολής δεν αποτελούν επενδυτικό στόχο αλλοδαπών επιχειρήσεων. Οι περιοχές αυτές αποτελούν ποσοστό κάτω του 2% του συνόλου των αγορών – στόχων, με επενδύσεις των 65 δις \$ το 2014, και 80 δις \$ το 2015. Κύριοι παράγοντες αποφυγής συναλλαγών μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτελεί το ασταθές πολιτικό περιβάλλον, οι ελάχιστες θεσμικές μεταρρυθμίσεις, η απουσία υποδομών και συντελεστών παραγωγής και οι ευμετάβλητες τιμές πετρελαίου.

Συμπερασματικά, η διασυνοριακή δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών ενδυναμώθηκε το πρώτο εξάμηνο του 2015, καθώς πολλές πολυεθνικές εταιρείες επωφελήθηκαν από τις υπάρχουσες ταμειακές ροές τους, καθώς και από τις εξαιρετικές συνθήκες παγκόσμιας ρευστότητας, προβαίνοντας σε εξαγορές με στόχο την τόνωση και αύξηση των εσόδων τους, μέσω και της μείωσης κόστους (UNCTAD, 2015). Η αξία των επενδύσεων ανήλθε σε 441 δις \$ κατά τους πρώτους έξι μήνες του έτους, μια αύξηση 136% σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2014, και το υψηλότερο επίπεδο από το δεύτερο εξάμηνο του 2007.

14. Συμπεράσματα

Η παγκοσμιοποίηση των αγορών έχει μεταβάλει ριζικά τις συνθήκες ζωής των ανθρώπων, καθώς και τις δραστηριοτήτων των σύγχρονων επιχειρήσεων. Η βιωσιμότητα των επιχειρήσεων κρίνεται πολλές φορές από τη δραστηριοποίησή τους εκτός εθνικών συνόρων, λόγω των συνθηκών που επικρατούν στο εσωτερικό, και των ευκαιριών που εντοπίζονται στις ξένες αγορές. Επίσης, το σύγχρονο περιβάλλον της παγκοσμιοποίησης προτάσσει την εξωστρέφεια ως μοναδική επιλογή για το σύνολο των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, και σαν αντίβαρο στην εξισορρόπηση των δυσχερειών, που επέφερε η οικονομική κρίση των τελευταίων ετών.

Σύμφωνα με τους αρχαίους Έλληνες φιλοσόφους, η αρχή αποτελεί το ήμισυ του παντός (Πλάτων, 427-347 π.Χ.), το οποίο ισχύει και στις διεθνείς επιχειρηματικές δραστηριότητες. Η πλειοψηφία των ερευνητών θεωρεί τη μέθοδο εισόδου σε μία αγορά, από τις πλέον σημαντικές αποφάσεις των διοικητικών στελεχών (Hill et al., 1990; Brouthers & Hennart, 2007; Anderson & Gatignon, 1986). Η επιλογή στρατηγικής εισόδου αφορά τη συμφωνία που επιτρέπει στην επιχείρηση να εφαρμόσει τη στρατηγική προϊόντος ή υπηρεσίας- αγοράς σε μία ξένη αγορά, είτε μέσω της υλοποίησης μόνο επιχειρηματικών δραστηριοτήτων (για παράδειγμα εξαγωγές), είτε μέσω παραγωγικών δραστηριοτήτων, που θα υλοποιήσει μόνη της ή σε συνεργασία με άλλες (Sharma & Erramilli, 2004)- στη περίπτωση μας μέσω συγχωνεύσεων & εξαγορών. Η έρευνα αποτελεί κρίσιμης σημασίας, λόγω των επιπτώσεων στην απόδοση που μπορεί να έχει μία λανθασμένη επιλογή (Brouthers, 2002), και τη δυσκολία που παρουσιάζει η αλλαγή στρατηγικής, από τη στιγμή που εφαρμοστεί (Brouthers & Hennart, 2007). Αν και δεν υπάρχει μία αυτοτελής κατεύθυνση/ συνταγή για την επιτυχή επιλογή στρατηγικής εισόδου, διότι αναμιγνύονται πάρα πολλές μεταβλητές- ανάλογα τη περίπτωση, που αφορούν τόσο το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, το εξωτερικό εγχώριο περιβάλλον, το περιβάλλον της αγοράς- στόχου, αλλά πλέον- και λόγω της παγκοσμιοποίησης και το διεθνές περιβάλλον (Hill et al., 1990; Sarkar and Cavusgil, 1996; Malhotra et al., 2004), η διεθνοποίηση των επιχειρήσεων αποτελεί απόφαση κρίσιμης σημασίας για τη βιωσιμότητά της. Πέρα από τη βιωσιμότητα, η επιχείρηση έχει ως σκοπό της,

τη διατήρηση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματός της, αποβλέποντας στην αύξηση της κερδοφορίας της. Το αποτέλεσμα αυτό προέρχεται από τις δραστηριότητες των επιχειρήσεων με διεθνή προσανατολισμό, και φαντάζει ανέφικτο στις περιπτώσεις επιχειρήσεων που δρουν αποκλειστικά στην εγχώρια αγορά (Παπαδάκης, 2002).

Συμπερασματικά, οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις & εξαγορές αποτελούν τη μερίδα του λέοντος των άμεσων ξένων επενδύσεων, που προβαίνουν οι επιχειρήσεις σε μία αλλοδαπή αγορά. Αποτελούν συνεργατική στρατηγική εισόδου, η οποία προτιμάται στις περιπτώσεις όπου η πολιτισμική απόσταση αυξάνεται, αποκτώντας άμεση γνώση της αγοράς, μέσω του συνεταίρου (Madhok, 1998) ή μέσω των δυνατοτήτων της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Βέβαια, μία επιχείρηση που επιλέγει την είσοδό της μέσω συγχώνευσης ή εξαγοράς, θα πρέπει πάντα να μελετά την πολιτισμική απόσταση, τα κόστη ενσωμάτωσής της, και την αντίσταση μεταφοράς γνώσης (Hennart, 1991). Επίσης, σύμφωνα με τους Brouthers & Hennart (2007) η εταιρεία με την είσοδό της σε μία ξένη αγορά έχει να αντιμετωπίσει τη ξένη κουλτούρα των πελατών και τη συνεταιριστική κουλτούρα της συνενωμένης επιχείρησης, ενισχύοντας την πολυπλοκότητα των πρακτικών διοίκησης, που αναπτύχθηκαν στο Κεφάλαιο 11.

Επίσης, η διασυνοριακές συγχωνεύσεις & εξαγορές μπορούν να προτιμηθούν και στη περίπτωση αυξημένης αβεβαιότητας της αγοράς- στόχου. Η εκμετάλλευση των επενδυτικών ευκαιριών, που εμφανίζονται σε μία αγορά, μπορούν να διασφαλιστούν με μία χαμηλή επένδυση συνεργατικού χαρακτήρα/ συγχώνευση, εξασφαλίζοντας μία πιθανή μελλοντική επιλογή πλήρους κυριότητας/ εξαγορά (Brouthers et al., 2008). Μ' αυτόν τον τρόπο η εταιρία προστατεύει τους πόρους και τα κεφάλαια της, αποφεύγοντας το υψηλό ρίσκο διεθνοποίησης σε μία αγορά, καθώς και των διακυμάνσεων της ζήτησης, προστατεύοντας παράλληλα την ικανότητα αποχώρησης της από την αγορά με χαμηλό κόστος (Kim & Hwang, 1992).

Ισχυρές πιέσεις, ενάντια στην άσκηση διεθνών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων ασκούν οι νομικοί περιορισμοί του περιβάλλοντος της χώρας στόχου (Ball et al., 2010), όπου σε πολλές απαγορεύονται επενδύσεις θυγατρικών αποκλειστικής συνεργασίας, ή θέτονται εμπορικοί φραγμοί στις εισαγωγές προϊόντων και υπηρεσιών, στρέφοντας τις επιχειρήσεις σε συνεργατικές στρατηγικές, όπως την

είσοδο με συγχωνεύσεις ή εξαγορές (Brouthers, 2002; Chang & Rosenzweig, 2001). Κομβικό ρόλο επιτυχίας της συνένωσης διαδραματίζουν οι ικανότητες των διοικητικών στελεχών, και οι δεξιότητες τους κατά τη διάρκεια της διερεύνησης της αγοράς, και της εταιρείας, στόχου, καθώς και η εις βάθος μελέτη και αξιολόγηση της κατά τη φάση των διαπραγματεύσεων- όπως μελετήθηκαν στο Κεφάλαιο 7, έχοντας ως γνώμονα την βελτιστοποίηση των συμφερόντων της επιχείρησης, του πλούτου των μετόχων της και ενδιαφερόμενων μερών (Κυριαζής, 2007).

Τέλος, έγγραφο εργασίας του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (2013) παρουσιάζει ως ιδιαίτερα θετικό σημείο των διασυνοριακών συγχωνεύσεων & εξαγορών- ως στρατηγικό εργαλείο διεθνοποίησης των επιχειρήσεων, τις μεταγενέστερες βελτιώσεις στη διακυβέρνηση, την αξιολόγηση και την παραγωγικότητα των τοπικών επιχειρήσεων- στόχων. Τα αποτελέσματα αυτά, σύμφωνα με τα στοιχεία, είναι ισχυρότερα όταν ο αγοραστής προέρχεται από μια χώρα με ισχυρή προστασία των μετόχων, και εάν η βιομηχανία της χώρας- στόχου είναι πιο ανταγωνιστική. Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η διεθνής αγορά εταιρικού ελέγχου, μέσω των συγχωνεύσεων & εξαγορών, προωθεί την υιοθέτηση καλύτερων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης σε όλο τον κόσμο.

15. Βιβλιογραφία:

15.1. Ελληνική βιβλιογραφία:

- Σουμπενιώτης Δ. & Ταμπακούδης Ι. (2015) *Χρηματοοικονομική Ανάλυση*
- Χατζηδημητρίου Ι. (2003) *Διεθνείς Επιχειρηματικές Δραστηριότητες*, εκδόσεις: Ανικούλα, Θεσσαλονίκη
- Παπαδάκης Β. (2002) *Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία*, 'Δ έκδοση, εκδόσεις: Ε. Μπένου, Αθήνα
- Κυριαζής Δ. (2007) *Συγχωνεύσεις & Εξαγορές*, εκδόσεις: Κων/νου Σμπίλια & ΣΙΑ ΟΕ- «Πανεπιστημιακό»
- Σαλακίουζ Τζ. Γ. (2002) *Κλείνοντας Διεθνείς Συμφωνίες*, εκδόσεις: Καστανιώτη
- Ball Donald A., J. Michael Geringer, Michael S. Minor & Jeanne M. McNett (2010) *Διεθνής Επιχειρηματική Δραστηριότητα: η πρόκληση του διεθνούς ανταγωνισμού*, 12η έκδοση, McGraw- Hill Irwin (επιμέλεια: Ελένη Δελιβάνη, εκδόσεις: Επίκεντρο, Θεσσαλονίκη 2014)
- Krugman P. R., M. Obstfeld & M. J. Melitz (2015) *Διεθνής Οικονομική: Θεωρία και πολιτική*, 4^η έκδοση, επιμέλεια: Ν. Κωστελέτου, εκδόσεις: Κριτική

15.2. Ξενόγλωσση βιβλιογραφία:

- Bitzenis A., Vlachos V., Papadimitriou P. (2012) *Mergers and acquisitions as the pillar of foreign direct investments*, Palgrave MacMillan, printed in USA
- Whitaker C. Scott (2016) *Cross- Border Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons
- Schultz Theodore (1992) *The economic value of education - Studies into the economics of education*, Elgar Books, Aldershot
- Gugler & Yurtoglou (2004) *The effects of mergers on company employment in the USA and Europe*
- Boeh K. Kevin, Beamish W. Paul (2007) *Mergers and acquisitions*, Sage Publications Inc., printed in USA

- Daniel A. Teresa, Metfalf S. Gary (2001) *The management of People in Mergers & Acquisitions*, Quorum Books, printed in USA
- Parker Barbara (2005) *Introduction to Globalization & Business- Relationships and Responsibilities*, Sage Publications
- Hibbert P. Edgar (1997) *International Business- Strategy and Operations*, MacMillan Business
- Hampden-Turner M. Charles & Trompenaars Fons (2000) *Building Cross-Cultural Competence - How to create wealth from conflicting values*, Yale University Press
- Haley C. Usha (2001) *Multinational Corporations in Political Environments - Ethics, Values and Strategies*, World Scientific
- Hitt A. Michael & Cheng L. C. Joseph (2004) *Advances in International Management- Volume 16: Theories of the Multinational Enterprise: Diversity, Complexity and Relevance*, Elsevier Jai
- Verveke Alain (2013) *International Business Strategy: Rethinking the Foundations of Global Corporate Success*, 2nd edition, Cambridge University
- Clark Jon (1995) *Managing Innovation and Change: People, Technology and Strategy*, Sage Publications
- Cox W. J., DeCieri H., Fenwinck M. (1998) *Representing strategic international human resource management: is the map the territory?*, Center for Advanced Human Resource Studies, Cornell University
- Dicken Peter (1992) *Global shift*, 2nd edition, Guilford Press, London
- Ohmae Kenichi (1995) *The end of the Nation State*, Cambridge, MA and New York: Free Press
- Besanko D., Dranove D. & Shanley M. (2000) *Economics of Strategy*, New York: John Wiley & sons
- Renesch John (1992) *New traditions in business*, San Francisco CA: Berett-Koehler
- Held D., McGrew A., Goldblatt D. & Perraton J. (1999) *Global Transformations*, Stanford, CA: Stanford University Press

- Veseth Michael (1998) *Selling Globalization: The Myth of the Global Economy*, Boulder, CO and London: Lynne Rienner Publishers
- Armstrong Michael (1994) *Improving Organizational Effectiveness*, Kogan Page
- Arnold Glen (2012) *Financial Times Guides- Financial Markets* (vol. 1), Pearson Education Limited

15.3. **Αρθρα:**

- Hill C., Hwang P. & Kim C. W. (1990) *An eclectic theory of the choice of international entry mode*, Strategic Management Journal vol. 11, p.p. 117-128
- Brouthers K. & Hennart F. J. (2007) *Boundaries of the firm: insights from international entry mode research*, Journal of Management 33 (3), p.p. 395-425
- Anderson E. & Gatignon H. (1986) *Modes of entry: a transactions cost analysis and propositions*, Journal of international Business Studies 17 (3), p.p. 1-26
- Sharma V. & Erramilli M. (2004) *Resource- based explanation of entry mode choice*, Journal of Marketing Theory and Practice (12), p.p. 1-18
- Brouthers K. (2002) *Institutional, cultural and transaction cost influences on entry mode choice and performance*, Journal of International Business Studies 33 (2), p.p. 203-221
- Madhok A (1998) *The nature of multinational firm boundaries: transaction costs, firm capabilities and foreign market entry mode*, International Business Review 7, p.p. 259-290
- Hennart F. J. (1991) *The transaction costs theory of joint ventures: an empirical study of Japans Subsidiaries in the United States*, Management Science 37 (4), p.p. 483-497
- Brouthers K., Brouthers L. & Werner S. (2008) *Real options, international entry mode choice and performance*, Journal of Management Studies 45 (5), p.p. 936-960
- Kim C. W. & Hwang P. (1992) *Global strategy and multinationals' choice*, Journal of International Business Studies 23 (1), p.p. 29-54

- Sarkar M. & Cavusgil T. (1996), *Trends in international business thought and literature: a review of international marketing entry mode research: integration and synthesis*, *The international Executive* 38 (6), p.p. 825-847
- Malhotra N., Agarwal J. & Ulgado F. (2004) *Internationalization and entry modes: a multitheoretical framework and research propositions*, *Journal of International Marketing* 11 (4), p.p. 1-31
- Chang J. S. & Rosenzweig P. (2001) *The choice of entry mode in sequential foreign direct investment*, *Strategic Management Journal* 22, p.p. 747-776
- Eccles G. R., Lanes K. & Wilson Th. (1999) *Are you paying too much for that Acquisition?*, *Harvard Business Review*, July-August 1999, p.p. 136-146
- Salter M. S. & Weinhold W. A. (1979) *Diversification through Acquisition*, Chapter 1 New York: Free Press
- Porter M. (1985) *Competitive advantage*, New York: Free Press
- Prahalad K.C. & Hamel G. (1990) *The core competence of the corporation*, *Harvard Business Review*, May-June 1990, p.p. 79-91
- Alchian A. A. (1950) *Uncertainty, evolution and Economic Theory*, *Journal of Political Economy*, volume 58, p.p. 211-221
- Becker S. G. (1962) *Irrational behaviour: an economic theory*, *Journal of Political Economy*, volume 58, p.p. 1-13
- Kanter Moss Rosabeth & Dretler D. Thomas (1998) *Academy of Management Executive*, Vol. 12, p.p. 60-68
- Halpern P. (1983) *Corporate acquisitions: A theory of special cases? A review of event studies applied to acquisitions*, *The Journal of Finance*, volume: 38, p.p. 297-317
- Auerbauch J. A. & Reishus D. (1987) *Taxes and the merger decision*, Oxford University Press
- Hayn C. (1989) *Tax attributes as determinants of shareholder gains in corporate acquisitions*, *Journal of Financial Economics* vol. 23, p.p. 121-153
- Mueller C. D. (1980) *The determinants and effects of mergers: An international comparison*, Publication of the Science Center Berlib

- Cowling K., Stoneman P., Cubbin J., Hall G., Domerger S. & Dutton P. (1980) *Mergers and economic performance*, Cambridge University Press
- Nash F. John, *Econometrica: The bargaining problem*, The econometric society, 1933-2013 (<http://www.jstor.org/stable/1907266>)
- Bradley M., Desai A. & Kim H. E. (1983) *The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy?*, Journal of Financial Economics, volume 11, p.p. 183-206
- DeBondt F. W. & Thaler H. R. (1985) *Does the stock market overreact?*, Journal of Finance, volume 40, p.p. 793-805
- DeBondt F. W. & H. E. Thompson (1992) *Is economic efficiency the driving force behind mergers?*, Managerial & Decision Economics, volume 13, p.p. 31-44
- Shiller J. R. (1989) *Fashions, fads and bubbles in financial markets*, In: *Takeovers and contests for corporate control*, Oxford University Press: Oxford
- Galbraith K. J. (1967) *A review of review*, The public interest: Fall 1967
- Fama F. E. & Jensen C. M. (1983) *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, volume 26, p.p. 301-325
- Roll R. (1986) *The hubris hypothesis of corporate takeovers*, Journal of Business, volume 59, p.p. 197-216
- Morck R., Shleifer A. & Vishny W. R. (1988) *Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers*, Chicago University Press: Chicago
- Brown Juanita (1992) *Corporation as community: A new image for a new era*, New traditions in business, San Francisco, CA: Berret- Koehler, p.p. 123-139
- Deogun Nikhil (2000) *Big deal advisers make the most of big deals*, January 3, Wall Street Journal
- Lewis Alan & McKone Dan (2016) *So Many M&A Deals Fail Because Companies Overlook This Simple Strategy*, May 10, Harvard Business Review

15.4. Εκθέσεις- Μελέτες:

- *Cross-Border Mergers and Acquisitions: Patterns in the EU and Effects*, Leto, Gillies, Meschi & Simonetti (2000) TSERProgramme, European Commission, Brussels

- *“European Economy - Mergers and acquisitions” Supplement A, Economy Trends, No 12, European Commission (December 2001)*
- *Greenfield Foreign Direct Investment and Mergers and Acquisitions: Feedback and Macroeconomic Effects, World Bank Policy Research Working Paper 3192 (January 2004)*
- *International Corporate Governance Spillovers: Evidence from Cross-Border Mergers and Acquisitions, Rui Albuquerque (2013) Luis Brandao-Marques, Miguel A. Ferreira & Pedro Matos, International Monetary Fund: Working Paper (WP/13/234)*

15.5. Ηλεκτρονικές πηγές:

- Ινστιτούτο Εργασίας ΟΤΟΕ: ΕΞΑΓΟΡΕΣ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ: Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις, Δρ. Βασιλική Ν. Γεωργακοπούλου [Online], Available from: http://www.ine.otoe.gr/UplDocs/tekmiriosi/diafora/exagores_syg.pdf [Accessed: 14 Δεκεμβρίου 2016]
- UNCTAD (2015) Global Investment Trends Monitor report- Recovery in cross-border mergers and acquisitions [Online], Available from: <http://unctad.org/fr/pages/newsdetails.aspx?OriginalVersionID=1129> [Accessed: 3 Ιανουαρίου 2017]