



ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ-MBA

Διπλωματική Εργασία

**ΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΟ
ΚΛΑΔΟ ΚΑΙ Ο ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΑΝΤΙΚΤΥΠΟΣ ΣΤΙΣ
ΕΤΑΙΡΙΕΣ-ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ**

της φοιτήτριας:

ΑΡΕΤΗΣ ΜΠΟΖΙΝΗ του ΓΕΩΡΓΙΟΥ

mba17049

Επιβλέπων καθηγητής: Ιωάννης Ταμπακούδης

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού
διπλώματος ειδίκευσης στη Διοίκηση Επιχειρήσεων
(με εξειδίκευση στη Χρηματοοικονομική Διοίκηση)

Θεσσαλονίκη, Σεπτέμβριος 2018

Αφιερώνεται στην οικογένειά μου

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να απευθύνω τις θερμότερες ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα καθηγητή μου, κύριο Ταμπακούδη Ιωάννη, επίκουρο καθηγητή του τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας, για την αμέριστη βοήθειά του, την καθοδήγηση και την υποστήριξή του, καθώς πάντα με υπομονή και επιμονή προσπαθεί για το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα.

Ακόμα, νιώθω την ανάγκη να ευχαριστήσω και όλους τους καθηγητές του Μεταπτυχιακού Προγράμματος, οι οποίοι εκτός από τις γνώσεις που μου προσέφεραν πάνω στο εκάστοτε γνωστικό αντικείμενο, στάθηκαν αρωγοί της προσπάθειάς μου και μου παρείχαν κίνητρα, για να διευρύνω τους ορίζοντές μου και να συνεχίζω να τολμώ, να προσπαθώ και να ονειρεύομαι.

Κλείνοντας, θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερος την οικογένειά μου για την κατανόηση και την ενίσχυσή της διαρκώς με κάθε μέσο σε κάθε μου προσπάθεια, ελπίζοντας στο μέλλον να τους ευχαριστήσω τόσο ηθικά με τις πράξεις μου, όσο και με τα λόγια μου.

Copyright © Areti Bozini, 2018

Με επιφύλαξη κάθε δικαιώματος. All rights reserved.

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε στο πλαίσιο των απαιτήσεων του Διατμηματικού Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων, με κατεύθυνση τη Χρηματοοικονομική Διοίκηση, του Πανεπιστημίου Μακεδονίας. Η έγκριση της δεν υποδηλώνει απαραίτητα και την αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα εκ μέρους του ΠΑ.ΜΑΚ.

Βεβαιώνω ότι είμαι αποκλειστική συγγραφέας της παρούσας μεταπτυχιακής διπλωματικής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια που είχα για την προετοιμασία της είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στην εργασία.

Βεβαιώνω, επίσης, ότι έχω σαφώς αναφέρει όλες τις δευτερογενείς πηγές συλλογής δεδομένων τις οποίες χρησιμοποίησα για την συγγραφή της παρούσας εργασίας. Το κείμενο της εργασίας είναι γραμμένο με τα δικά μου λόγια και δεν αποτελεί προϊόν λογοκλοπής από τρίτες πηγές. Σε περίπτωση αυτούσιας αντιγραφής προτάσεων από τρίτες πηγές έχω χρησιμοποιήσει εισαγωγικά.

Μποζίνη Αρετή,

Υπογραφή:

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στο ναυτιλιακό κλάδο και ο οικονομικός αντίκτυπος στις εταιρίες-αγοραστές.

Μποζίνη Αρετή, mba17049@uom.edu.gr

Πανεπιστήμιο Μακεδονίας (ΠΑ.ΜΑΚ.), ΠΜΣ στη Διοίκηση Επιχειρήσεων-MBA με κατεύθυνση τη Χρηματοοικονομική Διοίκηση, 2018

Επιβλέπων καθηγητής: Ιωάννης Ταμπακούδης

Περίληψη:

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Σ&Ε) αποτελούν τρόπο στρατηγικής ανάπτυξης κάθε είδους επιχείρησης, με απώτερο σκοπό να αυξήσουν την κερδοφορία ελαττώνοντας όσο το δυνατόν περισσότερο το κόστος, να αυξήσουν την ανταγωνιστική τους θέση και κατά συνέπεια τη θέση τους στην αγορά. Η συγκεκριμένη διπλωματική μελετά τις Σ&Ε, υπό το πρίσμα του ναυτιλιακού κλάδου. Στο πρώτο κεφάλαιο ανοίγεται μπροστά μας ο κόσμος της ναυτιλίας και των θαλάσσιων μεταφορών. Γίνεται παρακολούθηση της εξέλιξης της ναυτιλίας, σε παγκόσμια εμβέλεια, επισημαίνονται οι επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης για τον κλάδο και παρουσιάζεται η σημερινή κατάσταση στη χώρα μας αλλά και διεθνώς. Στη συνέχεια, μελετώνται τα βασικά χαρακτηριστικά των Σ&Ε, λαμβάνοντας υπόψιν το θεσμικό πλαίσιο που τις περιβάλλει και στο τρίτο κεφάλαιο πραγματοποιείται μια ιστορική αναδρομή στα «κύματα» των Σ&Ε στις ΗΠΑ, στην Ευρώπη και τελικά στην Ελλάδα. Στο κυρίως μέρος της παρούσας μελέτης γίνεται περιγραφή και ανάλυση των Σ&Ε στο ναυτιλιακό κλάδο. Ξεκινώντας από μια βιβλιογραφική ανασκόπηση, γίνεται αναφορά στους λόγους πραγματοποίησης Σ&Ε στη ναυτιλιακή βιομηχανία, αναλύονται τα κίνητρα και τα πλεονεκτήματα από μια πράξη συνένωσης στις ναυτιλιακές εταιρίες και αναφέρονται οι μεγαλύτερες Σ&Ε ναυτιλιακών των τελευταίων δέκα ετών. Ακόμα, γίνεται αξιολόγηση των συνεπειών των Σ&Ε στο ναυτιλιακό κλάδο και του αντικτύπου τους στις εκάστοτε εταιρίες. Παρακάτω, υπάρχει ανάλυση της διεθνούς βιβλιογραφίας, σχετικά με το πώς επηρεάζουν οι Σ&Ε τις λογιστικές καταστάσεις αλλά και τις αποδόσεις των μετοχών των ναυτιλιακών

εταιριών. Γίνεται επεξήγηση του θεωρητικού υποβάθρου και έπειτα αναφέρεται ο οικονομικός αντίκτυπος των Σ&Ε. Τέλος, αφού πρώτα δημιουργείται μια πρώτη επαφή με τις μεθόδους αξιολόγησης των Σ&Ε, διενεργείται μια μελέτη δέκα ναυτιλιακών εταιριών, που προέβησαν σε συγχώνευση-εξαγορά ανάμεσα στα έτη 2002-2017, με σκοπό να διαπιστωθεί η μεταβολή στην οικονομική τους κατάσταση πριν και μετά από την πράξη της συνένωσης. Η έρευνα βασίστηκε στη χρηματοοικονομική ανάλυση με μελέτη των βασικών αριθμοδεικτών και συνέβαλε στην ολοκλήρωσή της το στατιστικό πρόγραμμα SPSS, μέσω του οποίου διαπιστώθηκε η μη ύπαρξη στατιστικής διαφοράς ανάμεσα στα οικονομικά στοιχεία των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, πριν και μετά από την συγχώνευση-εξαγορά.

Λέξεις-Κλειδιά: Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Ναυτιλιακός Κλάδος, Κίνητρα, Αντίκτυπος, Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Έρευνα SPSS

Mergers and Acquisitions in the shipping industry and the economic impact to bidder-companies.

Bozini Areti, mba17049@uom.edu.gr

University of Macedonia, Master in Business Administration, 2018

Supervisor: Ioannis Tampakoudis

Abstract:

Shipping industry is one of the key sectors in economy globally and in international trade, since the huge majority (90%) of traded goods are transacted by seaway. The demand for sea container transportation is linked to GDP growth. Because of the financial crisis and many other structural changes, that are caused by a big number of factors, shipping companies have to adjust new strategies in order to be competitive and they started to engage in mergers and acquisitions. Mergers and acquisitions is one of the most common ways for companies asking for financial growth and they are used in the shipping sector, because shipping companies want either to expand themselves in the global market or just to maximize their profits. The purpose of this paper is to examine how mergers and acquisitions in the maritime industry affect the capital structure of the shipping companies.

In the recent years, the activity of Mergers and Acquisitions in the international maritime transport has experienced a significant growth. Numerous academics and investors are trying to find out the motivations, the causes and the effects of M&A in the shipping industry. In general, the globalization of the world markets and the shipping companies' attempt to reduce unit costs by generating increase of management efficiencies, creating diversification into other geographic markets and generating economies of scale, are the main reasons why they are contending the M&A's activity. In the main part of this thesis, there is a description and an analysis of mergers and acquisitions in the shipping industry. Starting with a literature review, it is made a reference to the motives and the advantages of mergers

or acquisitions in the shipping industry. Also, are referred the effects of M&A and through the study of previous event studies, we come in conclusion about how M&A affect the shareholders' value. Finally, there is a research between 10 shipping companies, that they were driven in merger or acquisition in 2002-2017, in order to figure out if the change of their economic situation is profitable or not. The used data are taken from databases, such as Bloomberg and yahoo finance. The research is based on the financial analysis of the most important ratios of the companies and with the help of SPSS program, it is found that there is no statistical difference for the value of shipping companies, before and after of a merger.

Keywords: Mergers and Acquisitions, Shipping Industry, Motives, Effects, Financial analysis, SPSS Research

Πίνακας Περιεχομένων

Εισαγωγή	1
1. Κεφάλαιο	3
Η Ναυτιλιακή Βιομηχανία	3
1.1. Ναυτιλία και Θαλάσσιες Μεταφορές	3
1.2. Παγκόσμια εξέλιξη της ναυτιλίας και η περίοδος της κρίσης	7
1.3. Η παρούσα κατάσταση στο ναυτιλιακό κλάδο	14
1.4. Ναυτιλία στην Ελλάδα	19
2. Κεφάλαιο	23
Εισαγωγή στις Συγχωνεύσεις-Εξαγορές	23
2.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις	23
2.2. Ορισμοί των όρων συγχώνευση-εξαγορά	25
2.3. Τύποι συγχωνεύσεων-εξαγορών	28
2.4. Το Θεσμικό Πλαίσιο των συγχωνεύσεων-εξαγορών	32
2.5. Εξασφάλιση επιτυχίας Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	35
3. Κεφάλαιο	39
Ιστορική εξέλιξη συγχωνεύσεων-εξαγορών	39
3.1. Κύματα συγχωνεύσεων-εξαγορών στις ΗΠΑ	39
3.2. Εξέλιξη των συγχωνεύσεων-εξαγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση	44
3.3. Το φαινόμενο των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ελλάδα	47
4. Κεφάλαιο	49
Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στο ναυτιλιακό κλάδο	49
4.1. Βιβλιογραφική ανασκόπηση και λόγοι πραγματοποίησης των συγχωνεύσεων-εξαγορών στη ναυτιλιακή βιομηχανία	49
4.2. Κίνητρα και Πλεονεκτήματα των συγχωνεύσεων-εξαγορών ναυτιλιακών εταιριών	53

4.2.1. Οικονομικά Κίνητρα	53
4.2.2. Στρατηγικά Κίνητρα	57
4.2.3. Προσωπικά/Διοικητικά Κίνητρα	59
4.3. Οι σημαντικότερες Σ&Ε ναυτιλιακών εταιριών των τελευταίων δέκα ετών	63
4.4. Οι επιπτώσεις των συγχωνεύσεων-εξαγορών των ναυτιλιακών εταιριών	66
5. Κεφάλαιο	69
Ανασκόπηση βιβλιογραφίας περί των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον κλάδο της ναυτιλίας	69
5.1. Μέθοδοι αξιολόγησης συγχωνεύσεων και εξαγορών	69
5.2. Θεωρητική Προσέγγιση	72
5.3. Μελέτη προηγούμενων ερευνητικών προσεγγίσεων για τη μελέτη της επίδρασης των Σ&Ε στις οικονομικές καταστάσεις ναυτιλιακών εταιριών	75
6. Κεφάλαιο	80
Χρηματοοικονομική ανάλυση αγοράστριας και στατιστική μελέτη	80
6.1. Σκοπός της μελέτης και εισαγωγή στη μεθοδολογία	80
6.2. Χρηματοοικονομική Ανάλυση με αριθμοδείκτες	83
6.2.1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας	83
6.2.2. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας	84
6.2.3. Αριθμοδείκτες Χρέους	86
6.3. Στατιστική ανάλυση με SPSS και παρουσίαση μεγεθών	87
7. Κεφάλαιο	96
Συμπεράσματα	96
Βιβλιογραφία	98

Κατάλογος Πινάκων

1. Κεφάλαιο

Πίνακας 1.1 : Ζήτηση και Προσφορά στη ναυτιλία, 2000-2014 9

Πίνακας 1.2 : Ανάπτυξη του παγκόσμιου θαλάσσιου εμπορίου (τόνοι που φορτώθηκαν σε εκατομμύρια) 10

3. Κεφάλαιο

Πίνακας 3.2 : Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα (2014-2017) 48

4. Κεφάλαιο

Πίνακας 4.1 : Οι κορυφαίες ναυτιλιακές το 2000 σε TEU και % μερίδιο αγοράς 52

Πίνακας 4.2 : Οι κορυφαίες ναυτιλιακές το 2017 σε TEU και % μερίδιο αγοράς 52

Πίνακας 4.3 : Κίνητρα πραγματοποίησης Σ&E με βάση το χρονικό ορίζοντα 62

5. Κεφάλαιο

Πίνακας 5.1 : Πρόσφατες έρευνες για την αξία που παρέχουν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στη ναυτιλία 77

Πίνακας 5.3 : Επίδραση στην τιμή της μετοχής αγοράστριας εταιρίας και εταιρίας στόχου σε μια συγχώνευση-εξαγορά 79

6. Κεφάλαιο

Πίνακας 6.1 : Οι αγοράστριες εταιρίες και οι αντίστοιχες εταιρίες στόχοι προς μελέτη 81

Πίνακας 6.2 : Περιγραφική στατιστική για ένα έτος πριν την συγχώνευση, t-1 88

Πίνακας 6.3 : Περιγραφική στατιστική για το έτος που έγινε η συγχώνευση, t 88

Πίνακας 6.4 : Περιγραφική στατιστική για το έτος που έγινε η συγχώνευση, t+1 90

Πίνακας 6.5 : Μέση τιμή δεικτών 91

Πίνακας 6.6 : Τεστ ανεξαρτησίας 93

Κατάλογος Γραφημάτων

1. Κεφάλαιο

Γράφημα 1.1 : Διεθνές θαλάσσιο εμπόριο ανά κατηγορία φορτίου (σε εκ. τόνους) 11

Γράφημα 1.2 : Η μέση τιμή εσόδων για όλους τους τύπους πλοίων (1990-2016) 12

Γράφημα 1.5 : Εισροές στο ισοζύγιο Πληρωμών από την παροχή ναυτιλιακών υπηρεσιών (σε εκατομμύρια ευρώ) 20

Γράφημα 1.6 : Οι 20 μεγαλύτεροι εμπορικοί στόλοι παγκοσμίως σε dwt- πλοία μεγαλύτερα των 1000 gt 21

Γράφημα 1.7 : Εμπορικοί στόλοι της ΕΕ 22

2. Κεφάλαιο

Γράφημα 2.1 : Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Παγκοσμίως 23

3. Κεφάλαιο

Γράφημα 3.1 : Η αξία των συγχωνεύσεων-εξαγορών σε παγκόσμιο επίπεδο από το 2003-2018 43

Γράφημα 3.2 : Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ευρώπη 1985-2017 46

4. Κεφάλαιο

Γράφημα 4.1: Παγκόσμια δραστηριότητα σε συγχωνεύσεις και εξαγορές στο ναυτιλιακό κλάδο, κατά την περίοδο 1984-2011. 49

Κατάλογος Σχημάτων

1. Κεφάλαιο

Σχήμα 1.1 : Ιδιοκτησία πλοίων για κάθε χώρα, 2017 13

Σχήμα 1.2 : Η επίδραση της ναυτιλίας συνολικά για την Ευρωπαϊκή οικονομία το 2014 16

Σχήμα 1.3 : Οι μεγαλύτερες εταιρίες τακτικών γραμμών παγκοσμίως 17

2. Κεφάλαιο

Σχήμα 2.1 : Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, σύμφωνα με την KRC Research Team Weekender 27

Σχήμα 2.2 : Προσδιοριστικοί παράγοντες επιτυχίας μια Συγχώνευσης-Εξαγοράς 37

3. Κεφάλαιο

Σχήμα 3.1 : Τα κύματα των Σ&Ε κατά τις τελευταίες δεκαετίες 42

4. Κεφάλαιο

Σχήμα 4.1 : Χρηματοοικονομικές συνεργίες ναυτιλιακών σε εκατομμύρια \$ 56

Σχήμα 4.2 : Η γεωγραφία των Σ&Ε στη ναυτιλιακή βιομηχανία 64

5. Κεφάλαιο

Σχήμα 5.1 : Υποθέσεις και αποτελέσματα από την έρευνα των Momodou et al. (2017) 76

Συντομογραφίες

ΑΕΠ	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
Δις	Δισεκατομμύρια
Δ.Σ.	Διοικητικό Συμβούλιο
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
Εκ.	Εκατομμύρια
ΕΚΕ	Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη
ΕΟΚ	Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα
Ε.Σ.Ε.Ε.	Ελληνική Συνομοσπονδία Εμπορίου & Επιχειρηματικότητας
ΗΠΑ	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
ΙΟΒΕ	Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών
ΚΙΝΔ	Κώδικας Ιδιωτικού Ναυτικού Δικαίου
κ.ά.	Και άλλα
ΟΗΕ	Οργανισμός Ηνωμένων Εθνών
ΟΛΠ	Οργανισμός Λιμένος Πειραιώς
ΟΟΣΑ	Οργανισμός Συνεργασίας και Ανάπτυξης
ΠΟΕ	Πανελλήνια Ομοσπονδία Εργαζομένων
Σ&Ε	Συγχωνεύσεις και Εξαγορές
Τρις	Τρισεκατομμύρια
Πχ	Παραδείγματος χάριν
ΧΑΑ	Χρηματιστήριο Αθηνών

Dwt	Deadweight tonnage
EY	Ernst & Young
Gt	Gross tonnage
IMO	International Maritime Organization
PwC	PriceeaterhouseCoopers
TEU	Twenty-foot equivalent unit
VLCC	Very Large Crude Carriers
UNCTD	United Nations Conference on Trade & Development
WTO	World Trade Organization

Εισαγωγή

Ο κλάδος της ναυτιλίας είναι μια πολύ σημαντική παραγωγική δραστηριότητα στην παγκόσμια οικονομία. Συνέπειες στην πορεία του ναυτιλιακού κλάδου έχουν παράλληλα αντίκτυπο και στην οικονομία των κρατών, ιδίως σε χώρες, όπως η Ελλάδα, όπου η ναυτιλία αποτελεί τη βαριά βιομηχανία για την οικονομική τους ανάπτυξη. Έτσι, η ναυτιλία, συμμετέχει με διάφορους τρόπους στην αύξηση του Α.Ε.Π., δημιουργώντας προστιθέμενη αξία και λειτουργεί πολλαπλασιαστικά και για άλλους κλάδους στην οικονομία, αφού το εισόδημα που προέρχεται από αυτήν πηγαινει στην αγορά και έτσι δημιουργείται επιπρόσθετη ζήτηση για καταναλωτικά αγαθά και άρα αύξηση της πραγματικής οικονομίας.

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές αποτελούν στρατηγικές μέσω των οποίων ναυτιλιακές οι επιχειρήσεις μπορούν να γίνουν πιο ανταγωνιστικές και να ενισχύσουν τη θέση τους στην αγορά. Οι στρατηγικές αυτές συμβάλλουν κατά κόρον στη μείωση του κόστους, στην εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος, στην αποδυνάμωση του ανταγωνισμού και γενικότερα με μια σειρά από οφέλη που ενισχύουν τις επιχειρηματικές ικανότητες και τοποθετούν τις επιχειρήσεις σε πλεονεκτική θέση.

Βασικός στόχος της παρούσας έρευνας είναι να προσπαθήσει να αναλύσει τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στο ναυτιλιακό κλάδο, ενός κλάδου που κατάφερε όχι απλά να επιβιώσει από την οικονομική κρίση του 2008-2009, αλλά και να αναπτυχθεί και να εξελιχθεί και να στηρίζει τις οικονομίες των χωρών που αντιπροσωπεύει. Κύριο επιχείρημα της παρούσας διπλωματικής είναι η διεξοδική ανάλυση του κλάδου της ναυτιλίας, υπό το πρίσμα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Πώς αυτές συμβάλλουν στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις, ποια είναι τα κόστη και τι συνέπειες επιφέρουν κάθε φορά.

Πιο αναλυτικά, στο **πρώτο κεφάλαιο** γίνεται μια πρώτη επαφή με τη ναυτιλία και τις θαλάσσιες μεταφορές, ενώ παράλληλα αναλύεται η εξέλιξη της ναυτιλίας στο διάβα των ετών, επισημαίνονται οι συνέπειες και τα κατάλοιπα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης στο ναυτιλιακό κλάδο και παρουσιάζεται η ναυτιλία στην Ελλάδα.

Στο **δεύτερο κεφάλαιο** γίνεται η εισαγωγή στις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Αρχικά δίνονται οι ορισμοί των όρων, με σκοπό την πλήρη κατανόηση και τον ορθό διαχωρισμό τους, αναλύονται τα χαρακτηριστικά και τα είδη τους και γίνεται αναφορά στο θεσμικό πλαίσιο εφαρμογής τους, τόσο στις ΗΠΑ, όσο και στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στη χώρα μας.

Στο **τρίτο κεφάλαιο** παρακολουθείται η ιστορική εξέλιξη των συγχωνεύσεων και εξαγορών, αναλύοντας τα κύματα που παρουσιάστηκαν στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, συνεχίζοντας με τον ερχομό της παρουσίας τους στην Ευρώπη και ολοκληρώνοντας με την εμφάνισή τους στον ελλαδικό χώρο.

Στο **τέταρτο κεφάλαιο** που ακολουθεί, εξετάζονται οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στο ναυτιλιακό κλάδο. Αρχικά περιγράφονται τα κίνητρα και οι λόγοι που οδηγούν τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις να προβούν σε συγχώνευση-εξαγορά, μέσα από μια βιβλιογραφική ανασκόπηση, στη συνέχεια αναλύονται οι σημαντικότερες Σ&Ε ναυτιλιακών των τελευταίων δέκα ετών καθώς και ο αντίκτυπός τους στη ναυτιλιακή βιομηχανία.

Στο **πέμπτο κεφάλαιο** γίνεται λόγος για το κατά πόσο οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στη ναυτιλία, επηρεάζουν τις οικονομικές καταστάσεις και τους βασικούς αριθμοδείκτες των αγοραστριών εταιριών και μέσα από προηγούμενες έρευνες γνωρίζουμε τις συνέπειες που έχει μια συνένωση για τον ίδιο τον κλάδο, για τις εταιρίες και για την οικονομία γενικά.

Στο **έκτο κεφάλαιο** γίνεται μια μελέτη ανάμεσα σε δέκα ναυτιλιακές που προέβησαν σε συγχώνευση-εξαγορά κατά την περίοδο 2002-2017, με σκοπό να διαπιστωθεί κατά πόσο μεταβάλλονται τα οικονομικά στοιχεία μια εταιρίας, όταν προβαίνει σε συνένωση. Με τη βοήθεια του στατιστικού προγράμματος spss και με τη βοήθεια της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, με τη χρήση των κυριότερων αριθμοδεικτών, η έρευνα καταλήγει στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει στατιστικά μεγάλη διαφορά των οικονομικών στοιχείων των ναυτιλιακών πριν και μετά τη συγχώνευση-εξαγορά.

Κλείνοντας, στο **έβδομο και τελευταίο κεφάλαιο** της παρούσας εργασίας, καταγράφονται τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα σχετικά με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στο ναυτιλιακό κλάδο.

1. Κεφάλαιο

Η Ναυτιλιακή Βιομηχανία

1.1. Ναυτιλία και Θαλάσσιες Μεταφορές

Με τον όρο ναυτιλιακή βιομηχανία ή γενικότερα ναυτιλία, εννοούμε όλες τις δραστηριότητες, που συνδέονται και υποστηρίζουν μεταφορές μέσω θαλάσσης ανθρώπων και αγαθών. Σύμφωνα με τον Stopford (2009), «η ναυτιλία είναι μια περίπλοκη βιομηχανία μέσα στην οποία οι συνθήκες που καθορίζουν τις διαδικασίες σε έναν τομέα της, δεν εφαρμόζονται απαραίτητα και σε άλλον. Σε ορισμένες περιπτώσεις μπορεί να θεωρηθεί ως ένα σύνολο από αλληλοσχετιζόμενες βιομηχανίες. Τα θεμελιώδη στοιχεία της, τα πλοία, ποικίλουν ευρύτατα σε μέγεθος και τύπο, παρέχοντας μια πλήρη γκάμα υπηρεσιών μεταφοράς για μεγάλη ποικιλία φορτίων που πρέπει να μεταφερθούν είτε σε κοντινές, είτε σε μακρινές αποστάσεις. Ωστόσο, παρόλο που κάποιος μπορεί να διαχωρίσει τομείς και αγορές μέσα στο χώρο της ναυτιλίας, δεν μπορεί να παρά να γνωρίσει τη σημαντική αλληλεπίδραση και αλληλεξάρτησή τους. Πρόσθετα μπορεί να τονισθεί πως το μεγαλύτερο μέρος της ναυτιλιακής βιομηχανίας ασχολείται με την εκτέλεση του διεθνούς εμπορίου και επομένως λειτουργεί μέσα σε ένα περίπλοκο παγκόσμιο πλαίσιο από συμφωνίες οικονομικής, πολιτικής και κοινωνικής σημασίας ανάμεσα σε ναυτιλιακές εταιρίες, φορτωτές, κυβερνητικές οργανώσεις και άλλα εμπλεκόμενα μέρη».

Οι μεταφορές αποτελούν απαραίτητο κομμάτι της ζωής των ανθρώπων, καθώς συμβάλλουν σε όλους τους τομείς της καθημερινής και επαγγελματικής πραγματικότητας της ανθρώπινης δραστηριότητας. Κάνουν προσβάσιμες τις πρώτες ύλες στους παραγωγούς, θέτουν τα αγαθά στη διάθεση των πελατών καθιστώντας την κυκλοφορία τους γρήγορη και εύκολη, βελτιώνουν το βιοτικό επίπεδο, βοηθούν στη δημιουργία θέσεων εργασίας, βοηθούν στη σύσφιξη των διακρατικών σχέσεων και γενικά συμβάλλουν στην προώθηση ενός αισθήματος διεθνούς αδελφότητας. Σήμερα,

σε μια διεθνοποιημένη και τεχνολογικά ανεπτυγμένη πραγματικότητα, ο βασικός σκοπός της κάθε επιχείρησης είναι η αξιοπρεπής επιβίωση της και μέσω αυτής, το κέρδος. Μεγάλο μερίδιο στην παραγωγή του πλούτου κατέχει η ανταλλαγή μεταξύ των κρατών, τόσο αγαθών όσο και υπηρεσιών, κυρίως έπειτα από τις ευκαιρίες για οικονομική ανάπτυξη που εμφανίστηκαν σε κάποιες περιοχές (Goulielmos, 2006). Ειδικότερα τα τελευταία χρόνια, η δραστηριότητα των επιχειρήσεων επεκτείνεται και εκτός συνόρων και οι μεταφορές έχουν γίνει αναπόσπαστο μέρος της ανάπτυξής τους. Η αποτελεσματικότερη, πιο ασφαλής και συμφέρουσα λύση είναι οι θαλάσσιες μεταφορές.

Το παγκόσμιο σύστημα ναυτιλιακών μεταφορών αποτελείται από μια σειρά από αξιόλογες εμπορικές πύλες, προσβάσιμες σε σημαντικούς τομείς κατανάλωσης και παραγωγής. Ανάμεσά τους λαμβάνουν χώρα και εμπορικοί κόμβοι μεγάλης εμβέλειας, που λειτουργούν σαν σημεία διασύνδεσης μεταξύ συστημάτων μεταφόρτωσης και διανομής εμπορευματοκιβωτίων (container). Τα εμπορευματοκιβώτια κατά κύριο λόγο αποτελούν τον καταλύτη της παγκοσμιοποίησης του εμπορίου, αφού επιταχύνουν τη μεταφορά των αγαθών, μειώνουν το κόστος μεταφοράς και παρέχουν προστασία από ανεπιθύμητες ενέργειες. Τοποθετημένα σε ειδικά σχεδιασμένα πλοία, εξασφαλίζουν τη μετακίνηση μέχρι και πολύ μεγάλης μάζας φορτίων, χύδην και εμπορευματοκιβωτίων και μέσω της εύρυθμης λειτουργίας των δραστηριοτήτων τους, συμβάλλουν στην ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας¹.

Σε κάθε περίπτωση, θα πρέπει να επισημανθεί ότι η ναυτιλία δεν είναι ένα σύστημα ομοιογενές, αλλά συντίθεται από διάφορους τομείς, όπου δραστηριοποιούνται μάλιστα διάφορα είδη πλοίων, με σκοπό να καλυφθούν οι υφιστάμενες ανάγκες προς παροχή μεταφορικού έργου. Σύμφωνα με τον Θεοτοκά (2014), η παγκόσμια ναυτιλία χωρίζεται σε τρεις βασικούς τομείς: (α) τη χύδην φορτηγό ναυτιλία (bulk shipping), (β) τη ναυτιλία τακτικών γραμμών (liner shipping) και (γ) την επιβατηγό ναυτιλία (passenger shipping).

¹ <http://www.economist.com/node/638561>

Στην παρούσα εργασία, γίνεται αναφορά για την δεύτερη κατηγορία, δηλαδή για τη ναυτιλία τακτικών φορτίων, η οποία σχετίζεται με τη μεταφορά φορτίων σε προκαθορισμένους θαλάσσιους δρόμους με γνωστούς από πριν ναύλους και περιλαμβάνει πλοία μεταφοράς γενικών φορτίων. Αυτά διακρίνονται βάσει του τρόπου χειρισμού και φόρτωσής του, εξαιτίας του μεγάλου αριθμού τους, στις παρακάτω κατηγορίες:

- i. Χαλαρό φορτίο (loose cargo)
- ii. Κιβωτιοποιημένο φορτίο (containerized cargo)
- iii. Φορτίο στοιβαγμένο σε παλέτες (palletized cargo)
- iv. Σαμπανιασμένο φορτίο (ore-slung cargo)
- v. Υγρό φορτίο (liquid cargo)
- vi. Φορτίο που μεταφέρει σε ψυγεία refrigerated cargo)
- vii. Βαρύ και δυσκολοχειρίστο φορτίο (heavy and awkward cargo)

Από συνέντευξη στο διευθυντή πωλήσεων της Σαμοθρακίτης Ναυτιλιακής ΕΠΕ που εδρεύει στο Καλοχώρι της Θεσσαλονίκης, επισημάνθηκαν τα δυνατά σημεία, οι αδυναμίες, οι ευκαιρίες και οι απειλές που αντιμετωπίζουν οι θαλάσσιες μεταφορές στις μέρες μας, υπό το βλέμμα της συγκεκριμένης ναυτιλιακής και σύμφωνα με τη δική του οπτική.

Σύμφωνα λοιπόν με τον διευθυντή πωλήσεων της Σαμοθρακίτης ΕΠΕ, δυνατά σημεία των θαλάσσιων μεταφορών είναι αρχικά η ποικιλία των μέσων για τους εγχώριους και υπερπόντιους προορισμούς, καθώς πολλά διαφορετικά είδη πλοίων μπορούν να φέρουν εις πέρας μεγάλες και μακρινές μεταφορές. Επιπλέον, τα θαλάσσια ναύλα είναι απρόσμενα χαμηλά, μπορούν να μεταφερθούν κάθε είδους προϊόντα είτε σε στερεά είτε σε χύδην μορφή, αλλά και επικίνδυνα ή βαριά φορτία μπορούν να μεταφερθούν μέσω θαλάσσης με μεγάλη και αποκλειστική ασφάλεια.

Ορισμένες αδυναμίες των μεταφορών στη θάλασσα είναι οι αρκετά μεγάλοι χρόνοι μεταφοράς από το ένα λιμάνι στο άλλο, καθώς λόγω του όγκου τους τα τεράστια αυτά πλοία είναι βραδυκίνητα. Ακόμα, οι μεταφορές αυτού του είδους έχουν μεγάλη

εξάρτηση από τις καιρικές συνθήκες, καθώς δεν αποδέχονται προβλέψεις και χαρακτηρίζονται από επικινδυνότητα. Επιπροσθέτως, η ρύπανση της θάλασσας προξενεί μεγάλη διαταραχή στο θαλάσσιο οικοσύστημα, ενώ ταυτοχρόνως η καταπολέμησή της είναι επίπονη, χρονοβόρα και εξαιρετικά δαπανηρή.

Οι ευκαιρίες που παρουσιάζει είναι προφανώς η κατασκευή σύγχρονων, πιο γρήγορων πλοίων, με δυνατότητα μεταφοράς ακόμα μεγαλύτερου όγκου εμπορευμάτων καθώς επίσης και η δημιουργία σύγχρονων υποδομών στα λιμάνια, με εξειδικευμένο προσωπικό και κατάλληλο εξοπλισμό, έτσι ώστε να εξυπηρετούνται τα πλοία, με τον καλύτερο δυνατό τρόπο.

Από την άλλη μεριά, ως απειλές χαρακτηρίζει τα άλλα διαδεδομένα είδη μεταφορών, όπως οι οδικές μεταφορές που έχουν ακρίβεια στις παραδόσεις, μέτριο κόστος, ευελιξία επαναδρομολόγησης και χρονοδιαγράμματος. Επίσης απειλή θεωρεί και τις σιδηροδρομικές μεταφορές, που μπορούν να μεταφέρουν μεγάλα φορτία, διανύουν μεγάλες αποστάσεις, έχουν χαμηλό κόστος και είναι φιλικές προς το περιβάλλον, καθώς και οι αεροπορικές μεταφορές, οι οποίες παρέχουν μεγάλη ασφάλεια και έχουν μικρό χρόνο μεταφοράς.

1.2. Παγκόσμια εξέλιξη της ναυτιλίας και η περίοδος της κρίσης

Η ναυτιλία έχει δεχτεί ιστορικά πολλές διακυμάνσεις, από τα πρωτοκατασκευασμένα ατμόπλοια, ως και τα πλοία τελευταίας τεχνολογίας, τα οποία ναυπηγούνται στις μέρες μας. Η αναγκαιότητα της τοπικής κοινωνίας για πρόοδο και η αυξανόμενη ζήτηση για καταναλωτικά αγαθά, βοήθησαν στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων και των μέσων μεταφοράς σε τοπικό και εθνικό επίπεδο (Storford, 1997). Η ανάγκη για τη δημιουργία μιας ενιαίας αγοράς, ελεύθερης και χωρίς σύνορα, η ανάπτυξη της τεχνολογίας και η ελεύθερη μετακίνηση αγαθών, αποτελούν παράγοντες που συντέλεσαν στο να παίξει η ναυτιλία πρωταγωνιστικό ρόλο στο εμπόριο και να χαρακτηριστεί ως ακρογωνιαίος λίθος της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας.

Ο ρόλος της θαλάσσιας μεταφοράς εξελίσσεται και μεταβάλλεται στο διάβα των αιώνων. Πιο αναλυτικά, σε ένα καθαρά αναπτυξιακό χρονικό επίπεδο, στις αρχές του 16ου αιώνα, οι υπερατλαντικές μεταφορές αποτελούσαν τη βάση της οικονομικής άνθησης της Δυτικής Ευρώπης, από την Ιβηρική Χερσόνησο μέχρι τις Κάτω Χώρες και το Ηνωμένο Βασίλειο. Αργότερα, κατά τη Βιομηχανική επανάσταση, όταν δημιουργήθηκαν πολιτικές και οικονομικές διαταραχές, το εμπόριο επηρεάστηκε καθοριστικά, όπως επίσης υλοποιήθηκαν ανακατανομές στους συντελεστές της παραγωγής ανά την υφήλιο (Βλάχος, 2007). Ο συνδυασμός όλων αυτών των δεδομένων συνιστά την πραγματικότητα στο επίπεδο των διεθνών σχέσεων, καθώς οι θαλάσσιες μεταφορές υπήρξαν ο προσδιοριστικός παράγοντας για την παγκοσμιοποίηση της διεθνούς οικονομίας και την εξέλιξη του εμπορικού καπιταλισμού στη σημερινή του μορφή (Χαρλαυτή, 2001).

Ήδη από τις αρχές του 1980 οι πλοιοκτήτες ξεκινούν να παραγγέλλουν μεγάλο αριθμό νεότευκτων πλοίων, καθώς υπήρχαν χρηματικά αποθέματα από τα προηγούμενα έτη. Ωστόσο αυτή η υπερπροσφορά οδηγεί σε ύφεση της αγοράς, η ισορροπία όμως επανέρχεται αρκετά γρήγορα, λόγω της συνεχούς ανάπτυξης του διεθνούς εμπορίου και της διάλυσης των παλιότερων πλοίων.

Τα επόμενα τρία χρόνια, από το 1992 ως το 1995, η κατάσταση συνεχίστηκε ως έχει, δηλαδή πραγματοποιούνται μεγάλες παραγγελίες νεότευκτων πλοίων, κάτι που οδηγεί πάλι σε υπερπροσφορά και κατ' επέκταση σε ύφεση στην αγορά. Από το 1999

παρουσιάζεται εκ νέου ανάπτυξη στις μεταφορές δια θαλάσσης και συνεχίζεται με πολύ γρήγορους ρυθμούς το 2003, όταν αγγίζουν τους συνολικά 6,17 δις τόνων αγαθών. Η χωρητικότητα των πλοίων συνολικά, στις αρχές του 2004, ανέρχεται στους 857 εκ. τόνους dwt² και το μέγεθος των εμπορευματοκιβωτίων (containers), παρουσιάζει αύξηση από 1.944 TEUs³/πλοίο το 2002, σε 2.108 TEUs/πλοίο το 2004. Η μέση ηλικία του στόλου παγκοσμίως, υπολογίζεται σε 12,5 περίπου χρόνια (Storford, 1997).

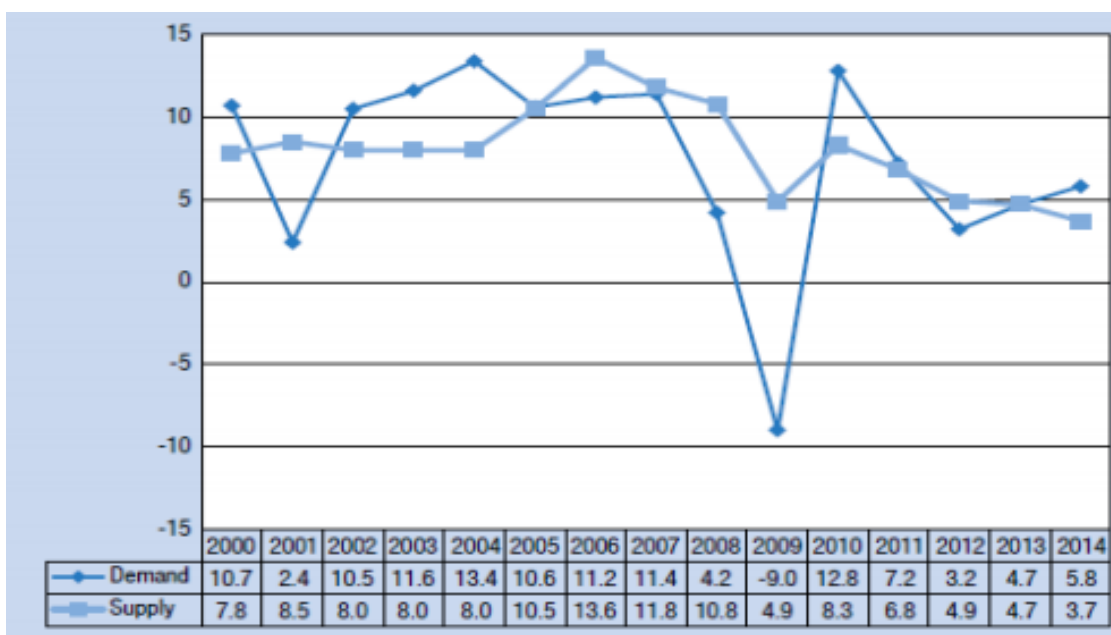
Τα χρόνια που έπονται αποτελούν σταθμό στην ανάπτυξη του θαλάσσιου εμπορίου, αφού η ραγδαία αύξηση που δέχονται οι οικονομίες, συμπεριλαμβανομένων της Κίνας και της Ινδίας, οδηγεί σε μια τεράστια αύξηση της ζήτησης για αγαθά, άνευ προηγουμένου, οδηγώντας εν έτη 2008, τις τιμές των ναύλων στα ύψη και μάλιστα σε ιστορικά υψηλά. Το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν αυξάνεται κατά μέσο όρο κατά 3,5% κάθε χρόνο από το 1994 μέχρι το 2008. Οι τεχνολογικές εξελίξεις, η ακμάζουσα αγορά και η ανάπτυξη της οικονομίας, οδηγεί σε αύξηση του αριθμού και της χωρητικότητας των πλοίων (Πιέρρος, 2017).

Ωστόσο, η οικονομική ανάπτυξη διακόπτεται ξαφνικά το 2009, εξαιτίας της χρηματοπιστωτικής κρίσης που ξεκινάει από τη στεγαστική αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής και τα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης (subprime loans) στις αρχές του 2007. Ο ναυτιλιακός κλάδος, όπως είναι φυσικό, δεν έμεινε ανεπηρέαστος στις συνέπειες ενός τόσο κατασταλτικού γεγονότος. Έτσι, η ζήτηση για νέα πλοία μειώνεται, οι ναύλοι μεταβάλλονται και ο κλάδος εισέρχεται σε μια εποχή υπερπροσφοράς χωρητικότητας (Amadeo, 2017).

² deadweight tonnage ή tons deadweight είναι η χωρητικότητα εκτοπίσματος, που προσδιορίζει το μέγιστο συνολικό βάρος που μπορεί να μεταφέρει με ασφάλεια το πλοίο σε φορτίο, καύσιμα, υγρά.

³ Ένα TEU ισοδυναμεί με ένα τυποποιημένο εμπορευματοκιβώτιο μήκους 20 ποδών.

Πίνακας 1.1 : Ζήτηση και Προσφορά στη ναυτιλία, 2000-2014



Πηγή: UNCTAD, 2014

Η ολοένα και μεγαλύτερη μείωση της ζήτησης, έχει ως επακόλουθο την υπερπροσφορά πλοίων και αρκετές παραγγελίες για νεότευκτα πλοία ακυρώνονται (UNCTAD, 2010). Στους δύο μεγαλύτερους λιμένες εμπορευματοκιβωτίων σε όλο τον κόσμο, τη Σιγκαπούρη και τη Σαγκάη, οι διεργασίες φέρουν μείωση 11% και 13,5% αντίστοιχα το 2009 (Hoffman, 2010). Επιπροσθέτως, σύμφωνα με την Οικονομική Επιτροπή Ηνωμένων Εθνών για τη Λατινική Αμερική και την Καραϊβική, ECLAC⁴, το 2009 η εμπορική δραστηριότητα στους λιμένες των περιοχών αυτών μειώνεται κατά 11% και κάτι αντίστοιχο συμβαίνει και με τους λιμένες του Λος Άντζελες, της Νέας Υόρκης και του Αμβούργου, των οποίων η κλάση είναι παγκόσμια. Τον Ιούλιο του ίδιου έτους, ο δείκτης εμπορευματοκιβωτίων της Κίνας, φανερώνει πτώση στις εξαγωγές των κινέζων κατά 21,4% ανά έτος και ο συνολικός όγκος σε ένα από τα μεγαλύτερα λιμάνια των Ηνωμένων Πολιτειών, του Τσάρλεστον, μειώνεται κατά 19% (Christopher et al., 2009). Η κρίση στην ευρωζώνη, έχει ως αποτέλεσμα την πτώση της ζήτησης για μεταποιημένα προϊόντα⁵.

⁴ Economic Commission for Latin America and the Caribbean, δηλαδή η Οικονομική Επιτροπή για τη Λατινική Αμερική και την Καραϊβική, που συντονίζει τις πολιτικές για την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης και του περιφερειακού κα διεθνούς εμπορίου.

⁵ https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/1/362/36278/1/FAL_271_economic_crisis_en.pdf

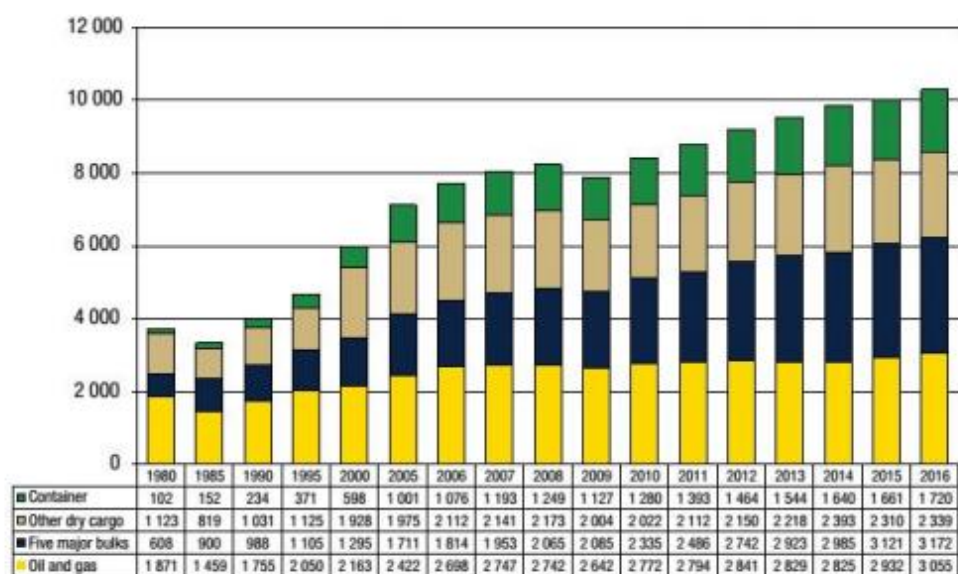
Η χρονιά του 2010 δείχνει ότι το θαλάσσιο εμπόριο καταφέρνει να ανακάμψει από τις προηγούμενες χρονιές, που χαρακτηρίζονται ως καταστροφικές, και παρατηρείται αύξηση της τάξης του 7%, με τους συνολικούς τόνους που μεταφέρονται να φτάνουν τα 8,4 δις σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι αγορές του χύδην ξηρού φορτίου σημειώνει άνοδο, παραλλήλως με την αγορά μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων που σημειώνει αύξηση 12,8%. Οι επόμενες χρονιές περνάνε με μειωμένο ρυθμό αύξησης για το θαλάσσιο εμπόριο, όμως για πρώτη φορά στα χρονικά το 2015, το συνολικό φορτίο σε τόνους που φορτώνεται ξεπερνάει τα 10 δις (UNCTAD, 2010).

Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε την ανάπτυξη του παγκόσμιου θαλάσσιου εμπορίου σε επιλεγμένες χρονιές από το 1970 έως και το 2015.

Πίνακας 1.2 : Ανάπτυξη του παγκόσμιου θαλάσσιου εμπορίου (τόνοι που φορτώθηκαν σε εκατομμύρια)

Year	Oil and gas	Main bulks ^a	Dry cargo other than main bulks	Total (all cargoes)
1970	1 440	448	717	2 605
1980	1 871	608	1 225	3 704
1990	1 755	988	1 265	4 008
2000	2 163	1 295	2 526	5 984
2005	2 422	1 709	2 978	7 109
2006	2 698	1 814	3 188	7 700
2007	2 747	1 953	3 334	8 034
2008	2 742	2 065	3 422	8 229
2009	2 642	2 085	3 131	7 858
2010	2 772	2 335	3 302	8 409
2011	2 794	2 486	3 505	8 785
2012	2 841	2 742	3 614	9 197
2013	2 829	2 923	3 762	9 514
2014	2 825	2 985	4 033	9 843
2015	2 932	3 121	3 971	10 023
2016	3 055	3 172	4 059	10 287

Πηγή: UNCTAD, 2017

Γράφημα 1.1 : Διεθνές θαλάσσιο εμπόριο ανά κατηγορία φορτίου (σε εκ. τόνους)

Πηγή: UNCTAD, 2017

Στο παραπάνω γράφημα παρουσιάζεται μία σύνοψη του διεθνούς θαλάσσιου εμπορίου, ανά κατηγορία φορτίου για επιλεγμένες χρονιές από το 1980 μέχρι και το 2016. Εύκολα παρατηρείται η αύξηση των μεταφερόμενων φορτίων για κάθε κατηγορία, μολονότι η αγορά του χύδην ξηρού φορτίου και των εμπορευματοκιβωτίων είναι σημαντικότερη από το 1985 και έπειτα συγκριτικά με τα πετρέλαια, που ήταν από ανέκαθεν μια παραδοσιακή αγορά στο χώρο της ναυτιλίας.

Στο επόμενο διάγραμμα παρουσιάζεται η μέση τιμή εσόδων για κάθε τύπο πλοίων από το 1990 μέχρι και το 2016, καθώς και τον κύκλο της ναυτιλιακής αγοράς που διανύουμε την τελευταία δεκαετία. Από το διάγραμμα προκύπτει πως η μέση τιμή των εσόδων τα τελευταία οκτώ χρόνια είναι 25% μειωμένη συγκριτικά με την τάση της αγοράς των τελευταίων 25 χρόνων (UNCTAD, 2010).

Γράφημα 1.2 : Η μέση τιμή εσόδων για όλους τους τύπους πλοίων (1990-2016)

Πηγή: *Global Shipping Markets Current Developments & Outlook*

Η παγκόσμια ύφεση στη ναυτιλιακή βιομηχανία συνεχίστηκε και κατά τη διάρκεια του 2016. Η παγκόσμια μέση οικονομική ανάπτυξη έμεινε σταθερά, 3,1% για το 2016, κάτι που προφανώς αναπαριστά μη συγκλίνουσες εξελίξεις, που σχετίζονται μάλλον με την αβεβαιότητα στην πολιτική, οικονομική και εμπορική πολιτική των προηγούμενων ετών (Brexit, πολιτική ατζέντα του προέδρου Trump κ.ά.), αλλά και διαφορετικούς ρυθμούς ανάπτυξης ανάμεσα σε αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες (σταθερός ρυθμός ανάπτυξης στις ασιατικές οικονομίες και στην Ινδία, αλλά πιο ασθενής από το αναμενόμενο σε χώρες της Λατινικής Αμερικής που βρίσκονται σήμερα σε ύφεση, όπως η Αργεντινή και η Βραζιλία, και επιβράδυνση στην υπό Σαχάρια Αφρική).

Το 2017 διαφάνηκαν τα πρώτα σημάδια ανάκαμψης της αγοράς για την παγκόσμια ναυτιλία. Το παγκόσμιο εμπόριο αυξήθηκε κατά 4,7%, αφήνοντας πίσω του τον αργό ρυθμό ανάπτυξης που είχε παρατηρηθεί από τη χρονιά της κρίσης το 2009. Σε κάθε περίπτωση θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι η ναυτιλία επίδρασε περισσότερο από κάθε άλλο παράγοντα στην οικονομική ανάπτυξη του κόσμου και στη μορφοποίηση της σύγχρονης συναλλαγματικής οικονομίας, ενώ υποστηρίζεται (Βλάχος, 2007) ότι έκανε δυνατή την ανακατανομή των δύο πιο σημαντικών συντελεστών της παραγωγής (εργασία και προϊόντα της γης) σε παγκόσμια εμβέλεια. Βάσει των ισχυρισμών του Branch (1988) χωρίς την ανάπτυξη της ναυτιλίας, η ανταλλαγή αγαθών και υπηρεσιών

θα ήταν υπερβολικά σε χαμηλά επίπεδα με σοβαρές επιπτώσεις στο επίπεδο ζωής παγκοσμίως.

Σήμερα, όπως φαίνεται και στο παρακάτω σχήμα, η Γερμανία εξακολουθεί να είναι ο μεγαλύτερος πλοιοκτήτης με μερίδιο αγοράς 21,46%, ακολουθούμενη από την Κίνα κι την Ελλάδα. Τα μεγαλύτερα πλοία εμπορευματοκιβωτίων 17.000 TEU και πάνω, ανήκουν σε πλοιοκτήτες από την Κίνα, το Χονγκ Κονγκ, τη Δανία, τη Γαλλία και το Κουβέιτ, ενώ οι ελληνικές και γερμανικές ναυτιλιακές εταιρίες, μη έχοντας στην κατοχή τους τόσο μεγάλα πλοία, ναυλώνουν όταν καθίσταται περίπτωση ανάγκης.

Σχήμα 1.1 : Ιδιοκτησία πλοίων για κάθε χώρα, 2017

	20-foot equivalent units	Market share (percentage)	Number of ships	Size of largest ship (20-foot equivalent units)	Average size per ship (20-foot equivalent units)
Germany	4 795 085	21.46	2 106	14 036	2 277
China	2 098 655	9.39	871	19 224	2 409
Greece	1 815 265	8.13	563	14 354	3 224
Denmark	1 548 865	6.93	300	18 270	5 163
Hong Kong (China)	1 383 720	6.19	288	17 859	4 805
Singapore	1 368 888	6.13	448	15 908	3 056
Japan	1 240 871	5.55	410	14 026	3 027
Switzerland	1 225 932	5.49	236	14 000	5 195
Taiwan Province of China	977 453	4.38	280	8 626	3 491
United Kingdom	873 348	3.91	337	15 908	2 592
Republic of Korea	667 571	2.99	254	13 100	2 628
France	592 738	2.65	95	17 722	6 239
Kuwait	457 918	2.05	42	18 800	10 903
United States	351 895	1.58	206	9 443	1 708
Netherlands	302 313	1.35	646	3 508	468
Turkey	262 955	1.18	512	9 010	514
Norway	229 220	1.03	365	13 102	628
Indonesia	183 479	0.82	410	2 702	448
Israel	178 623	0.80	42	10 062	4 253
Cyprus	174 513	0.78	123	6 969	1 419
Top 20 owners subtotal	20 729 307	92.79	8 534		2 429
Rest of world	1 610 491	7.21	2 616		
World total	22 339 798	100.00	11 150	19 224	2 004

Πηγή: UNCTAD, 2017

1.3. Η παρούσα κατάσταση στο ναυτιλιακό κλάδο

Σήμερα, η παγκοσμιοποίηση και οι διεθνείς οικονομικές εξελίξεις, έχουν καταστήσει την ανάγκη για αύξηση των υπηρεσιών μεταξύ Ευρώπης, Ασίας και Αμερικής, επιτακτική. Μέσω των θαλάσσιων μεταφορών καλύπτεται η ζήτηση για πρώτες ύλες, τελικά και ημικατεργασμένα προϊόντα. Στη διάρκεια των δύο τελευταίων δεκαετιών, το παγκόσμιο ΑΕΠ ενισχύθηκε κατά 73% και ταυτόχρονα το διεθνές θαλάσσιο εμπόριο κατά 112% σε πραγματικούς όρους, σύμφωνα με το Διεθνή Ναυτιλιακό Οργανισμό (International Maritime Organization- IMO). Με το 90% των εμπορευμάτων που μεταφέρονται παγκοσμίως να πραγματοποιείται δια θαλάσσης, εύκολα μπορεί να αντιληφθεί κανείς ότι η ναυτιλία αποτελεί τον πυλώνα και τον καταλύτη του παγκόσμιου εμπορίου (Ξανθόπουλος, 2006).

Η ναυτιλιακή βιομηχανία μετασχηματίζεται και αυτό οφείλεται στην ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου, στην ενοποίηση των αγορών και στην ανάπτυξη των εφοδιαστικών αλυσίδων. Κράτη και πόλεις πρέπει να ανταγωνιστούν μεταξύ τους για να προσελκύσουν ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Προσπάθειες σύναψης πολυμερών εμπορικών διαπραγματεύσεων, όπως η πρόσφατη υπογραφή της CETA (Comprehensive and Economic Trade Agreement) μεταξύ Ευρώπης και Καναδά, είναι στρατηγικές ζωτικής σημασίας για τις θαλάσσιες μεταφορές παγκοσμίως. Ωστόσο, εξελίξεις στην παγκόσμια πολιτική σκακιέρα φαίνεται να επισκιάζουν τέτοιου είδους προσπάθειες, φέρνοντας στο προσκήνιο πολιτικές κρατικού προστατευτισμού και περιοριστικών εμπορικών μέτρων. Το ελεύθερο όμως εμπόριο, δεν πρέπει να παραμερίζεται σε καιρούς κρίσης, αλλά αντιθέτως να αξιοποιείται ως αντίμετρο και ως πυξίδα, έτσι ώστε να συμβάλλει στην αντιμετώπιση οικονομικών δυσχερειών.

Οι θαλάσσιες μεταφορές αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των ειρηνικών εμπορικών συναλλαγών διεθνώς. Τα πάνω από 60.000 πλοία της παγκόσμιας ναυτιλίας μεταφέρουν το 99,6% των εμπορευμάτων με ασφάλεια στον προορισμό τους. Η προτίμηση στις θαλάσσιες μεταφορές, οφείλεται στα βασικά πλεονεκτήματα που τις χαρακτηρίζουν. Αρχικά, το κόστος είναι συγκριτικά χαμηλό, αφού η τιμολόγηση των φορτίων είναι ελκυστική, η κατανάλωση καυσίμων χαμηλή και η τιμή ανά φορτίο επιμερίζεται, με συνέπεια τη μείωση των συνολικών εξόδων μεταφοράς.

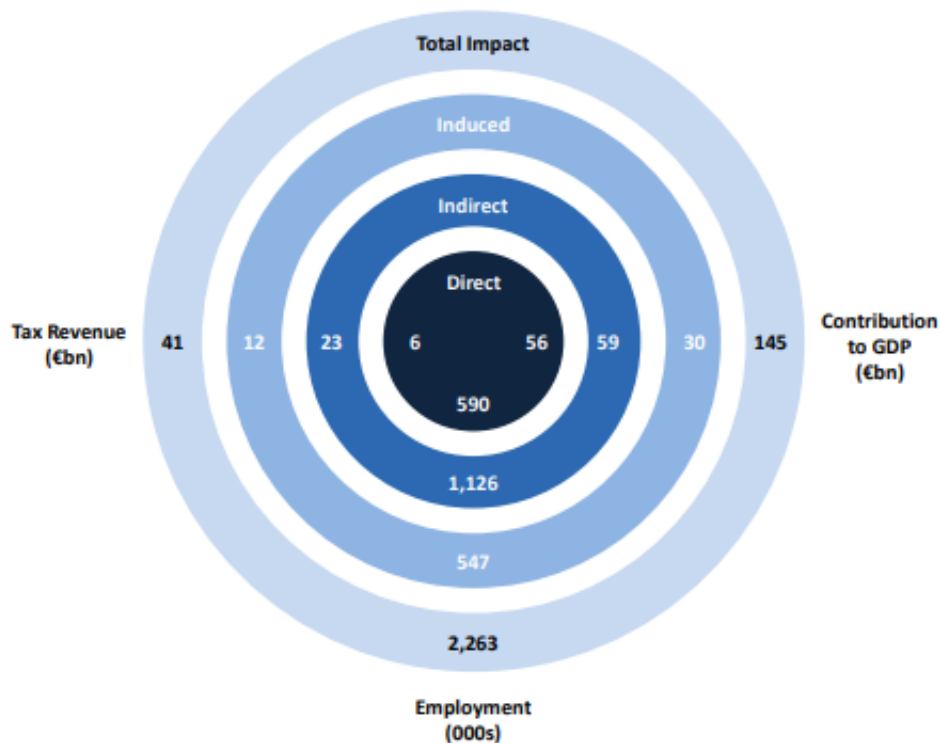
Επιπροσθέτως, η αξιοπιστία των θαλάσσιων μεταφορών είναι πρωταγωνιστικός παράγοντας της ολοένα και μεγαλύτερης ανάπτυξής τους. Συγκεκριμένα, η ασφάλεια που προσφέρουν είναι εντυπωσιακή συγκριτικά με τα άλλα είδη μεταφορών, η τεράστια ποικιλία των μέσων μεταφοράς ανάλογα με το φορτίο συνδέει εγχώριους και υπερπόντιους προορισμούς, τα λιμάνια είναι πλήρως οργανωμένα με κατάλληλες σχετικές υποδομές και υπηρεσίες αποθήκευσης και είναι δυνατή η αποκλειστική μεταφορά εξειδικευμένων και επικίνδυνων φορτίων. Ακόμα, οι μεταφορές μέσω θαλάσσης είναι φιλικές προς το περιβάλλον. Ο περιβαλλοντολογικός τους χαρακτήρας έγκειται στο ότι τα σκάφη που μεταφέρουν εμπορευματοκιβώτια εκπέμπουν 40 φορές λιγότερο διοξείδιο του άνθρακα CO₂ από ένα φορτηγό ή ένα μεγάλο αεροσκάφος, η ηχορύπανση μειώνεται στο ελάχιστο και η αποδοτικότητα σε ενέργεια είναι ασύλληπτα μεγαλύτερη. Επομένως, γίνεται κατανοητό ότι χωρίς τις θαλάσσιες μεταφορές, το παγκόσμιο εμπόριο δεν θα μπορούσε να υφίσταται.

Η εμπορική δραστηριότητα με τη βοήθεια της ναυτιλίας, έχει πολλά οφέλη στην οικονομική, αλλά και γενικά στην ανάπτυξη των χωρών. Πρώτα απ' όλα αυξάνει το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν της κάθε χώρας, δημιουργώντας προστιθέμενη αξία. Πρόσφατη, μάλιστα, μελέτη από το Oxford Economics (2014) για την οικονομική σημασία της ευρωπαϊκής ναυτιλίας έδειξε ότι συνεισφέρει 147 δισεκατομμύρια τον χρόνο στο ΑΕΠ⁶ της ΕΕ, όπως φανερώνεται και στο Σχήμα 1.2, ενώ προσφέρει, άμεσα και έμμεσα, 2,2 εκατομμύρια θέσεις εργασίας. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι για κάθε 1 εκατομμύρια ευρώ που συνεισφέρει ο κλάδος της ναυτιλίας στο ΑΕΠ της ΕΕ δημιουργείται επιπλέον άλλο 1,6 εκατομμύρια ευρώ στην οικονομία της μέσω των οικονομικών «πολλαπλασιαστών», ενώ για κάθε άμεση θέση εργασίας που δημιουργεί σε ναυτιλιακά και παραναυτιλιακά επαγγέλματα, δημιουργούνται ακόμη 2,8 θέσεις σε άλλους τομείς της οικονομίας της. Για την Ελλάδα συγκεκριμένα, μια αναλυτική μελέτη που δημοσιεύτηκε το IOBE (2015), εκτιμά ότι η προσέλκυση περισσότερων δραστηριοτήτων διαχείρισης πλοίων στην Ελλάδα, θα μπορούσε να δημιουργήσει προστιθέμενη αξία 25,9 δις ευρώ και έως και 550.000 θέσεις εργασίας. Επιπροσθέτως, ενισχύει τη στρατηγική θέση των χωρών, τονίζοντας τον σημαντικό τους ρόλο σε

⁶ Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν ή Gross Domestic Product είναι το σύνολο όλων των αγαθών και προϊόντων που παράγει μια οικονομία σε χρονικό διάστημα ενός έτους, εκφρασμένο σε χρηματικές μονάδες.

διεθνές επίπεδο και αυξάνει τη διαπραγματευτική τους δύναμη. Τα εισοδήματα που προέρχονται από την ναυτιλία πηγαίνουν στην αγορά, αυξάνοντας τη ζήτηση για καταναλωτικά αγαθά, άρα και την οικονομία⁷.

Σχήμα 1.2 : Η επίδραση της ναυτιλίας συνολικά για την Ευρωπαϊκή οικονομία το 2014



Πηγή : Oxford Economics, 2014

Σήμερα, λοιπόν, στο χώρο κυριαρχούν τριάντα εταιρίες, ανάμεσα στις οποίες εταιρίες κολοσσοί, όπως η Maersk, η MSC (Mediterranean Shipping Company), η CMA CGA και η COSCO, με το δίδυμο Maersk Line και MSC να κυριαρχεί. Μέσα, όμως, στα επόμενα χρόνια αναμένεται να μείνουν λιγότερες από δέκα κυρίαρχες.

⁷ Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (2013), Η συμβολή της ποντοπόρου ναυτιλίας στην ελληνική οικονομία: Επιδόσεις και προοπτικές

Σύμφωνα με έκθεση του SeaIntel, το πεδίο ανταγωνισμού του παγκόσμιου εμπορίου, χαρακτηρίζεται από την παρουσία μιας μεγάλης ομάδας ίσης δυναμικότητας ναυτιλιακών εταιριών και δύο εξαιρετικά μεγάλων παικτών. Παρακάτω παρουσιάζονται οι τριάντα μεγαλύτερες ναυτιλιακές εταιρίες τακτικών γραμμών.

Σχήμα 1.3 : Οι μεγαλύτερες εταιρίες τακτικών γραμμών παγκοσμίως

Rank, company	End-2015		End-2016		May 2017				
	Number of ships	Capacity	Number of ships	Capacity	Number of ships	Capacity	Market share (percentage)	Average vessel size	
1	Maersk	629	3 103 266	655	3 323 064	621	3 201 871	16.0	5 156
2	Mediterranean Shipping Company	487	2 734 409	458	2 802 830	469	2 935 464	14.6	6 259
3	CMA-CGM	553	2 449 350	460	2 227 600	441	2 220 474	11.1	5 035
4	China Ocean Shipping (Group) Company	285	1 616 462	254	1 508 207	277	1 603 341	8.0	5 788
5	Hapag-Lloyd	187	999 950	171	987 892	180	1 038 483	5.2	5 769
6	Evergreen	197	955 108	188	990 792	186	995 147	5.0	5 350
7	Orient Overseas Container Line	111	583 969	101	594 550	107	666 558	3.3	6 230
8	Hamburg-Süd	138	670 029	127	638 906	116	594 008	3.0	5 121
9	Yang Ming	101	543 772	101	584 839	100	588 389	2.9	5 884
10	United Arab Shipping Company	51	452 510	59	565 433	56	546 220	2.7	9 754
11	Nippon Yusen Kaisha	101	493 443	95	498 076	97	538 754	2.7	5 554
12	Mitsui Osaka Shosen Kaisha Lines	99	549 987	78	467 389	82	515 880	2.6	6 291
13	Hundai Merchant Marine	56	384 403	67	455 841	69	458 247	2.3	6 641
14	Kawasaki Kisen Kaisha Limited – K Line	71	397 557	63	351 890	64	363 019	1.8	5 672
15	Pacific International Lines	134	336 327	132	360 939	132	361 752	1.8	2 741
16	Zim Integrated Shipping Services	88	381 780	80	359 945	69	307 934	1.5	4 463
17	Wan Hai Lines	93	223 374	94	235 596	96	248 880	1.2	2 593
18	X-Press Feeders	78	122 504	102	160 184	92	145 454	0.7	1 581
19	Republic of Korea Marine Transport Company	67	114 833	75	150 386	72	140 365	0.7	1 950
20	Shandong International Transportation Corporation	76	98 572	75	92 043	75	100 195	0.5	1 336
21	Islamic Republic of Iran Shipping Lines	27	92 674	27	92 674	26	89 374	0.4	3 437
22	Arkas Container Transport	45	67 243	46	82 491	48	86 157	0.4	1 795
23	TS Lines	44	91 308	40	86 131	38	74 188	0.4	1 952
24	Simatech Shipping	20	55 984	22	62 816	25	70 602	0.4	2 824
25	Sinokor Merchant Marine	36	45 121	39	55 269	42	59 533	0.3	1 417
26	Transworld Group of Companies	24	40 256	31	52 856	33	57 588	0.3	1 745
27	Emirates Shipping Line	9	41 611	8	38 431	9	48 450	0.2	5 383
28	Regional Container Lines	30	54 771	26	51 631	24	47 782	0.2	1 991
29	China Merchants Group	29	37 238	27	32 208	34	46 181	0.2	1 358
30	Unifeeder	42	44 653	41	45 211	40	43 914	0.2	1 098

Πηγή: UNCTAD, 2017

Η μελλοντική εξέλιξη του κλάδου της παγκόσμιας ναυτιλίας για τα επόμενα χρόνια θα εξαρτηθεί από την πορεία ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας και ιδιαίτερα από την πορεία του παγκόσμιου εμπορίου. Σαφώς η αναδύομενη υπερδύναμη της ναυτιλιακής βιομηχανίας παγκοσμίως, η Κίνα, θα διαδραματίσει ρόλο-κλειδί το 2030 και θα ηγείται στο θαλάσσιο εμπόριο, στη διαχείριση πλοίων, στις ναυπηγήσεις πλοίων και στην καθετοποιημένη πλοιοκτησία (Λεκαράκου και Παπασπύρου, 2014).

1.4. Ναυτιλία στην Ελλάδα

« Η ελληνική ναυτιλία, ηγέτης παγκόσμιας κλάσης στο ναυτιλιακό κλάδο, αποτελεί τον πλέον εξωστρεφή τομέα της ελληνικής οικονομίας και μια σημαντική πηγή εισοδήματος, πλούτου και κύρους για την πατρίδα μας, με τις εισροές από ναυτιλιακές δραστηριότητες να αντιπροσωπεύουν περίπου το 6,5% του ελληνικού ΑΕΠ», καταλήγει μελέτη που πραγματοποίησε η Ernst & Young (2017). Για την Ελλάδα, η ναυτιλία αποτελεί τη βαριά βιομηχανία, την ατμομηχανή θα λέγαμε για την οικονομική ανάπτυξή της. Η συμβολή της ελληνικής ναυτιλίας στη χώρα μας δεν περιορίζεται μόνο στις εισροές στο ισοζύγιο πληρωμών από παροχή ναυτιλιακών υπηρεσιών, αλλά περιλαμβάνει και έμμεσες οικονομικές επενδύσεις, καθώς και ευκαιρίες απασχόλησης. Με βάση τις μελέτες του Ιδρύματος των Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE) και του Boston Consulting Group (BCG), η συνολική συνεισφορά του ελληνικού ναυτιλιακού κλάδου στην οικονομία της χώρας είναι σημαντικότερη διαχρονικά και υπολογίζεται πως αντιστοιχεί πλέον σε περισσότερο από 7% του συνολικού ΑΕΠ, ενώ παρέχει άμεση και έμμεση απασχόληση σε 192.000 άτομα⁸.

Οι Έλληνες επιχειρηματίες βρίσκονται σε ηγετική θέση στο χώρο της παγκόσμιας ναυτιλιακής βιομηχανίας και έχουν διαμορφώσει ισχυρό όνομα στη διεθνή αγορά. Σημαντικό πλεονέκτημα είναι το υψηλό ποσοστό συμμετοχής τους στα δύο μεγαλύτερα διεθνή χρηματιστήρια του κόσμου. Παράλληλα, η μεγάλη εμπειρία και ο υψηλός βαθμός τεχνογνωσίας που διαθέτουν οι εργαζόμενοι σε συγκεκριμένες θέσεις εργασίας στην υποδομή της ξηράς αποτελούν βασικά χαρακτηριστικά της ελληνικής ναυτιλιακής βιομηχανίας. Επιπρόσθετα, η μεγάλη ικανότητα προσαρμογής των Ελλήνων εφοπλιστών στις μεταβαλλόμενες συνθήκες και η εξαιρετική ικανότητα επιβίωσης σε δύσκολες καταστάσεις είναι άλλα δύο ισχυρά σημεία της ελληνικής ναυτιλίας (Ένωση Ελλήνων Εφοπλιστών).

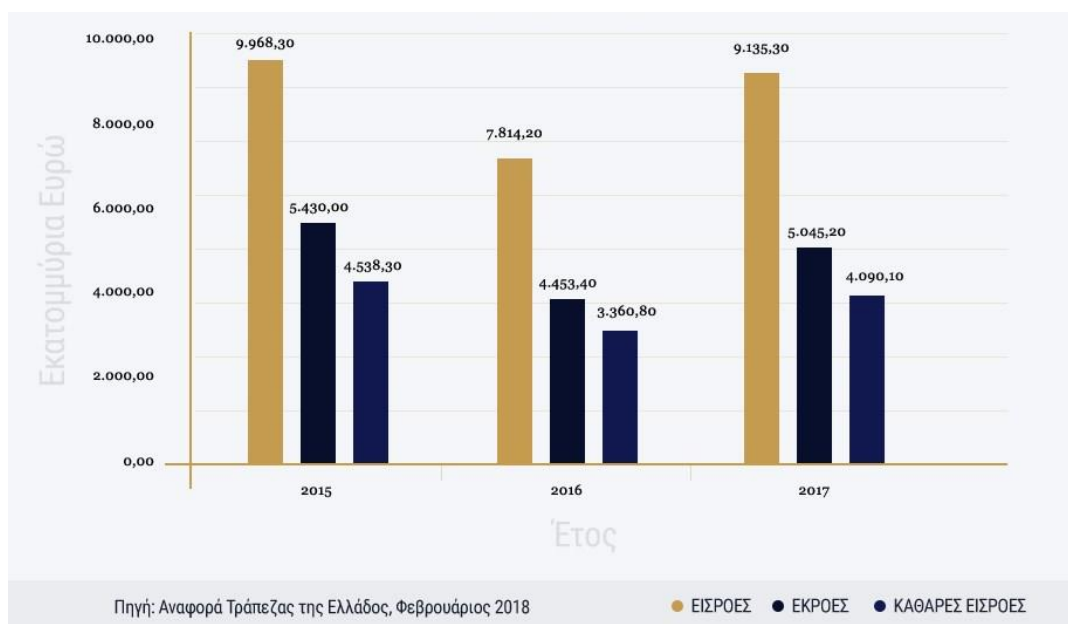
Επιπροσθέτως, είναι σημαντικό να αναφερθούν οι ευκαιρίες που προκύπτουν από τα μνημόνια συνεργασίας και τις διμερείς συμφωνίες, που υπογράφηκαν τον Ιούνιο του 2014, ανάμεσα στην Ελλάδα και την Κίνα. Πρώτα απ' όλα, το μνημόνιο

⁸ <https://www.parapolitika.gr/article/komviki-ke-poliplevri-sinisfora-tis-naftilias-stin-ikonomia>

συνεργασίας έχει βασική εφαρμογή στη θαλάσσια πολιτική και στην προστασία των θαλάσσιων υδάτων και η συμφωνία περιλαμβάνει την παροχή χρηματικών διευκολύνσεων στους Έλληνες πλοιοκτήτες, μεγάλου και μικρού βεληγεκούς, κάτι που θα συμβάλει στην ενίσχυση της ρευστότητας των ελληνικών ναυτιλιακών εταιριών. Ακόμα, η συμφωνία εξουσιοδοτεί τον Οργανισμό «China Classification Society», για να παρέχει υπηρεσίες σε πλοία υπό ελληνική σημαία, γεγονός που θα συμβάλει περισσότερο στην εξυπηρέτηση των ελληνικών πλοίων που κατασκευάζονται στην Κίνα και οι Έλληνες εφοπλιστές θα έχουν τη δυνατότητα να αξιοποιούν αυτή τη συμφωνία με τις Ασιατικές χώρες, με στόχο την ανάληψη μεταφορικού έργου.

Το 2017, τα οικονομικά μεγέθη της Ελλάδας δεν φανερόνουν σημάδια βελτίωσης και η παροχή επενδυτικών κινήτρων παραμένει χαμηλή. Παρόλα αυτά, ο τομέας της ναυτιλίας προσφέρει σε ξένο συνάλλαγμα αυξημένα έσοδα. Συγκεκριμένα, οι εισροές στο ισοζύγιο πληρωμών από την παροχή ναυτιλιακών υπηρεσιών, φτάνουν στα περίπου 9,14 δισεκατομμύρια ευρώ, σημειώνοντας 16,91% αύξηση σε σχέση με το 2016, όταν οι εισροές στο ισοζύγιο πληρωμών ήταν 7,81 δισεκατομμύρια ευρώ, όπως φανερόνεται και από το παρακάτω γράφημα.

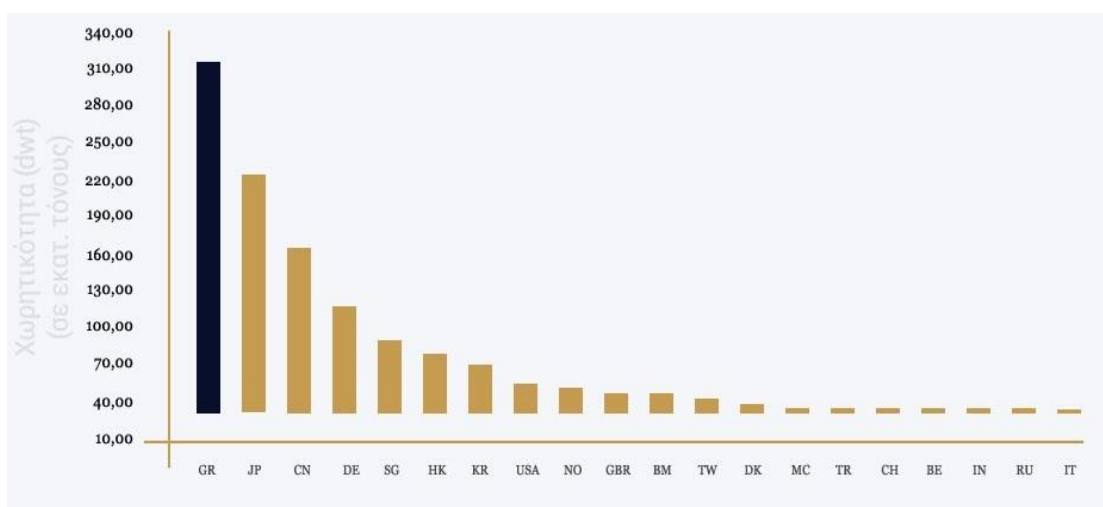
Γράφημα 1.3 : Εισροές στο ισοζύγιο Πληρωμών από την παροχή ναυτιλιακών υπηρεσιών (σε εκατομμύρια ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Φεβρουάριος 2018

Η συμβολή της ελληνικής ναυτιλίας στη χώρα μας είναι πολύπλευρη και δεν περιορίζεται μόνο στις εισροές, αλλά περιλαμβάνει και έμμεσες οικονομικές επενδύσεις, αλλά και ευκαιρίες απασχόλησης. Ταυτόχρονα, όντας στρατηγικός εμπορικός εταίρος σημαντικών πολιτικών και οικονομικών δυνάμεων, όπως για παράδειγμα οι ΗΠΑ και η ΕΕ, η ελληνική ναυτιλία ενισχύει το κύρος της χώρας παγκοσμίως. Λόγω των εγγενών γνωρισμάτων της, κατέχει χαρακτηριστικά τέλειου ανταγωνισμού και παρουσιάζει πολύ ισχυρή ευελιξία και προσαρμοστικότητα, σε ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον. Οι αριθμοί μπορούν να εντυπωσιάσουν. Αν και ο πληθυσμός της Ελλάδας αντιπροσωπεύει μόνο το 0,15% του πληθυσμού παγκοσμίως, το 20% του παγκόσμιου θαλάσσιου εμπορίου ελέγχεται από Έλληνες. Ειδικότερα, η ελληνική ναυτιλία συνεχίζει να διατηρεί την πρωτοκαθεδρία της σε διεθνές επίπεδο.

Γράφημα 1.4 : Οι 20 μεγαλύτεροι εμπορικοί στόλοι παγκοσμίως σε dwt- πλοία μεγαλύτερα των 1000 gt⁹

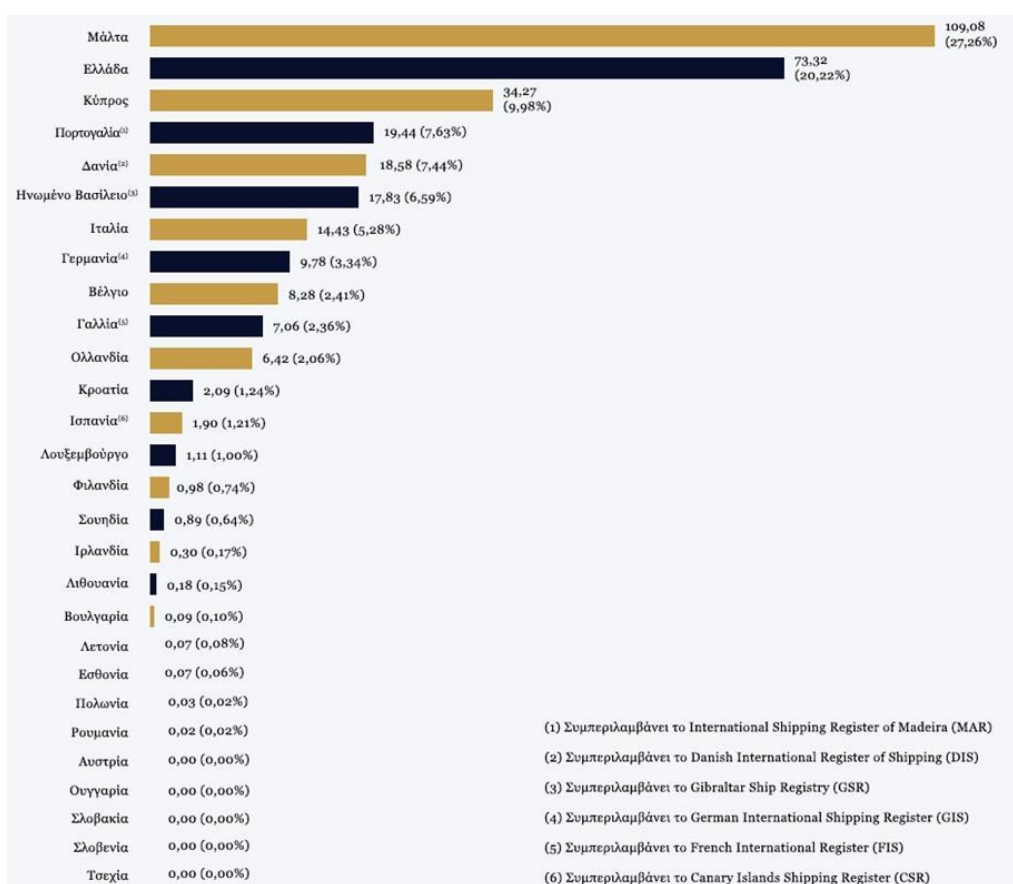


Πηγή: UNCTAD, 2017

⁹ Κόρος ολικής χωρητικότητας-Gross Registered Tonnage (GRT ή GT) είναι μονάδα μέτρου και ισούται με 100κυβικά πόδια ή με 2,83 κυβικά μέτρα. Αφορά τον όγκο που περιλαμβάνεται στα κλειστά μέρη ενός πλοίου, ανεξάρτητα από το αν προορίζονται για τη μεταφορά εμπορευμάτων ή όχι.

Επιπλέον, σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία, ο ελληνικός στόλος ανέρχεται σε 4.746 πλοία, χωρητικότητας 365,45 εκατομμυρίων τόνων (dwt), αντιπροσωπεύοντας το 19,89% του συνολικού στόλου παγκοσμίως και το 49,15% του συνόλου του στόλου της ΕΕ. Επομένως, η ελληνική ναυτιλία διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο στην εξυπηρέτηση των θαλάσσιων μεταφορών, στην εξυπηρέτηση του εξαγωγικού και εισαγωγικού εμπορίου της ΕΕ και στην εξασφάλιση των ενεργειακών της αναγκών μέσα από αξιόπιστες, ασφαλείς και φιλικές προς το περιβάλλον θαλάσσιες μεταφορές, προς όφελος των ευρωπαϊών πολιτών και της ευρωπαϊκής οικονομίας. Σίγουρα, το γεγονός αυτό αποκτά επιπρόσθετη σημασία, αν σκεφτούμε, ότι η ΕΕ στηρίζεται στη ναυτιλία, για πάνω από το 76% του εξωτερικού εμπορίου της. Η ελληνική σημαία κυματίζει σε 753 πλοία χωρητικότητας 41,70 εκατομμυρίων gt και ο στόλος με ελληνική σημαία κατατάσσεται στην έβδομη θέση διεθνώς και δεύτερος στην ΕΕ.¹⁰

Γράφημα 1.5 : Εμπορικοί στόλοι της ΕΕ



Πηγή: World Shipping Encyclopedia, 2018

¹⁰ www.ugs.gr/gr/greek-shipping-and-economy/greek-shipping-and-economy-2018/

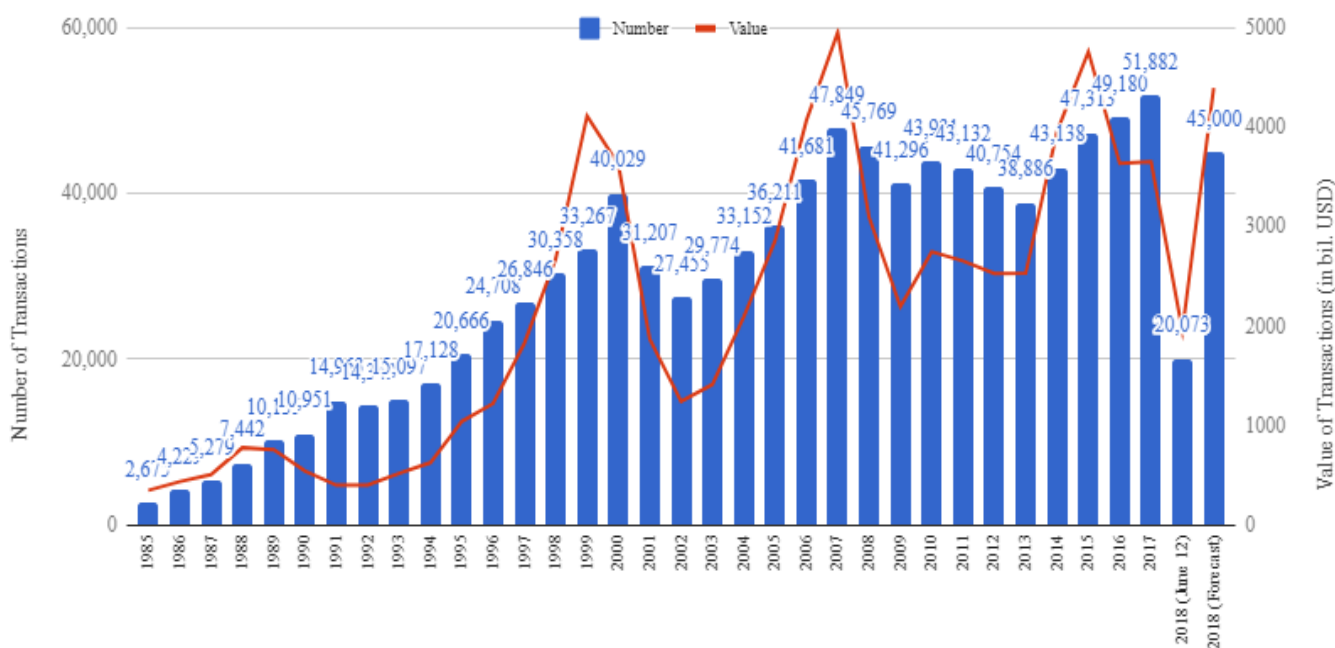
2. Κεφάλαιο

Εισαγωγή στις Συγχωνεύσεις-Εξαγορές

2.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Η παγκοσμιοποίηση της οικονομίας, τα νέα δεδομένα και οι παρούσες συνθήκες στην αγορά, αναγκάζουν τις επιχειρήσεις να αναζητούν συνεχώς τρόπους εξέλιξης, να αναπτύσσονται τόσο εσωτερικά όσο και εξωτερικά, να επιδιώκουν συνεργασίες και γενικά να διεθνοποιούνται. Το ολοένα και περισσότερο μεταβαλλόμενο περιβάλλον, προκαλεί αλλαγές και εντάσεις στα επίπεδα του ανταγωνισμού των επιχειρήσεων κάθε κλάδου δραστηριότητας. Αναμενόμενο είναι οι επιχειρήσεις να αναζητούν τρόπους για αντιμετώπιση του φαινομένου και έτσι τα τελευταία χρόνια, οδηγούνται σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, για να βελτιώσουν τον ανταγωνισμό και να ενισχύσουν την μονοπωλιακή τους δύναμη.

Γράφημα 2.6 : Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Παγκοσμίως



Πηγή: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

Στο γράφημα 2.1 παρουσιάζονται οι Σ&Ε σε παγκόσμιο επίπεδο για κάθε έτος από το 1985 μέχρι και σήμερα. Είναι φανερό ότι οι Σ&Ε ακολουθούν μια ανοδική πορεία πλειοψηφικά, τόσο σε αριθμό όσο και σε αξία. Το 2017 ανακοινώθηκαν περισσότερες από 51.000 Σ&Ε συνολικής αξίας 3,5 τρις USD (2,9 τρις ευρώ ή 2,5 τρις GBP), ενώ σε σχέση με το 2016 παρατηρείται μια μικρή αύξηση σε αριθμό της τάξεως του 2,9%, ενώ η αξία των Σ&Ε ελαττώθηκε κατά 2%.

Οριζόντιες και κάθετες συγχωνεύσεις ανάμεσα σε επιχειρήσεις ίδιου ή διαφορετικού κλάδου, ασυσχέτιστων ή μη επιχειρήσεων, σε εθνικό ή διεθνές επίπεδο έχουν ως στόχο τη βελτίωση της ανταγωνιστικής τους θέσης στην αγορά. Βέβαια τα πολλά πλεονεκτήματα των συνενώσεων, δεν μπορούν ποτέ να εξασφαλίσουν σίγουρη επιτυχία, καθώς παίζουν ρόλο ταυτόχρονα πολλοί και διαφορετικοί παράγοντες και συχνά οι αρχικές προβλέψεις δεν επιβεβαιώνονται. Είναι γνωστό άλλωστε, ότι πολλές συγχωνεύσεις επιχειρήσεων φέρνουν περισσότερο αρνητικά παρά θετικά αποτελέσματα. Οπότε, αμέσως προκύπτει το ερώτημα, πότε μια συνένωση θεωρείται επιτυχημένη και πότε αποτυχημένη; Επιτυχημένη θεωρείται όταν βελτιώνεται η εικόνα του ισολογισμού της επιχείρησης; Ακόμα, επιτυχημένη είναι η συνένωση που συμβάλλει στην ικανοποίηση των στόχων των διοικητικών στελεχών; Θα δοθούν απαντήσεις σε αυτά και σε άλλα ερωτήματα που προκύπτουν, στις παρακάτω ενότητες.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δεν αξιολογούνται μόνο από τα στελέχη και τους ιδιοκτήτες μιας επιχείρησης, αλλά υπάρχει και η χρηματοπιστωτική οπτική, αφού αυξάνουν ή ελαττώνουν τη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών, αποτελώντας πεδίο έρευνας για θεσμικούς επενδυτές, τράπεζες και ασφαλιστικούς οργανισμούς. Επιπλέον, υπάρχει και η οπτική γωνία του διεθνούς περιβάλλοντος, που παίζει ρόλο στην αξιολόγηση των συνενώσεων, της ταύτισης της κουλτούρας των εταιριών και του επιχειρηματικού κλάδου. Παρόλα αυτά, το μεγαλύτερο κομμάτι της διεθνούς βιβλιογραφίας, αποτελείται από εμπειρικές έρευνες, που επικεντρώνονται στις χρηματιστηριακές συνέπειες των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, επί του πλούτου των μετοχών.

2.2. Ορισμοί των όρων συγχώνευση-εξαγορά

Οι έννοιες της «συγχώνευσης» και της «εξαγοράς» μοιάζουν ταυτόσημες, ωστόσο παρουσιάζουν διαφορετική εννοιολογική σημασία. Πιο συγκεκριμένα, συγχώνευση (merger), είναι η ενοποίηση δύο ή περισσότερων εταιριών, με αποτέλεσμα τη δημιουργία μιας νέας μεγαλύτερης επιχείρησης (Παπαδάκης, 2007). Πρόκειται για έναν εκούσιο συνδυασμό επιχειρήσεων, κατά τον οποίο τα εμπλεκόμενα μέλη ενώνουν τα περιουσιακά τους στοιχεία, τις λειτουργίες και την ταυτότητά τους και στο εξής λειτουργούν έχοντας μια ενιαία επωνυμία, για το συμφέρον του νεοπαγούς σχήματος (Sudarsana et al., 2003). Σύμφωνα με το ελληνικό νομικό πλαίσιο (Ν.2190/1920), με τη συγχώνευση τους, οι προ υπάρχουσες επιχειρήσεις παύουν να υφίστανται ως υποκείμενα δικαίου (χωρίς να επακολουθήσει εκκαθάριση) και το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων μεταβιβάζεται σε μια άλλη που, είτε προϋπήρχε, είτε δημιουργείται για το σκοπό αυτό, έναντι μεριδίων συμμετοχής προς τους παλιούς μετόχους (Κυριαζής, 2007). Οι μέτοχοι της επιχείρησης ή των επιχειρήσεων που παύουν να υπάρχουν, με βάση τον αριθμό των μετοχών που κατείχαν αρχικά και της αμφίπλευρης συμφωνηθείσας σχέσης ανταλλαγής μετοχών, παίρνουν τον αριθμό μετοχών που τους αναλογεί στη νέα εταιρία. Ανάλογα με το μέγεθος των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, η συγχώνευση μπορεί να χαρακτηριστεί ως «συγχώνευση μεταξύ ίσων» (merger of equals) ή «συγχώνευση μεταξύ άνισων» (merger of un-equals).

Από την άλλη πλευρά, ως εξαγορά (acquisition) ορίζεται, η αγορά του πλειοψηφικού μέρους ή του συνόλου της ιδιοκτησίας ενός οργανισμού (εξαγοραζόμενη επιχείρηση) από έναν άλλο (αγοράστρια επιχείρηση), έναντι καταβολής του αντίστοιχου αντίτιμου (Peacock and Bannock, 1991). Οι εξαγορές διακρίνονται σε απλές και σε συγχωνευτικές. Σε μια απλή εξαγορά η εξαγοραζόμενη επιχείρηση συνεχίζει να υφίσταται ως αντικείμενο δικαίου, χωρίς όμως να λειτουργεί ως ανεξάρτητη οντότητα, ενώ σε μια συγχωνευτική εξαγορά η επιχείρηση που μεταβιβάζει το σύνολο των μετοχών της σε μια άλλη έναντι χρηματικού συναλλάγματος παύει να υπάρχει και η αγοράστρια επιχείρηση απορροφά τις δραστηριότητες της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Πιο συγκεκριμένα, οι εξαγορές δύναται

να πραγματοποιηθούν με τους παρακάτω τρόπους (Coates, 2014):

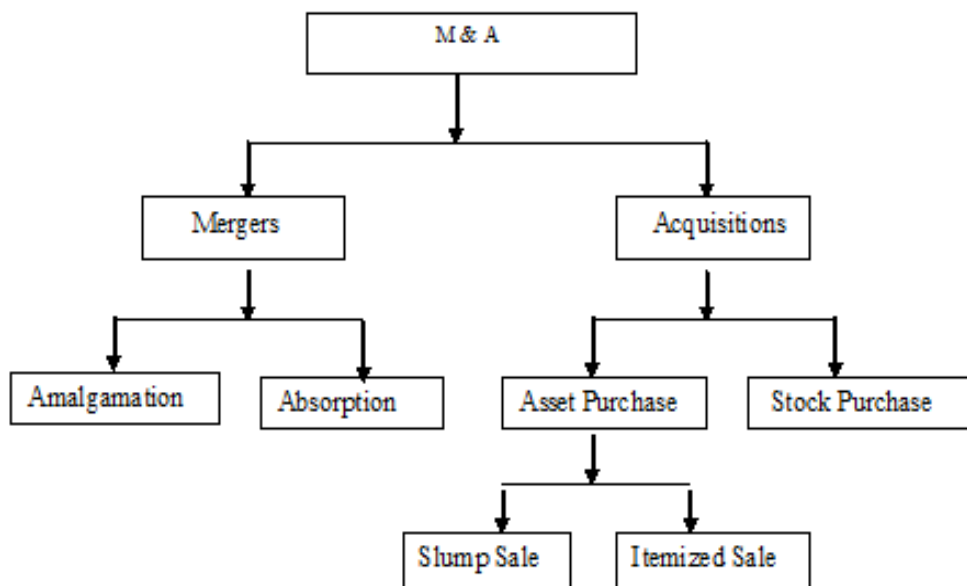
- Εξαγορά μέσω απόκτησης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης (asset purchase), όπου η αγοράστρια επιχείρηση αγοράζει στοιχεία ενεργητικού της εξαγοραζόμενης επιχείρησης
- Εξαγορά μέσω απόκτησης μετοχών της επιχείρησης με ιδιωτική συναλλαγή (stock purchase), όπου η αγοράστρια επιχείρηση αγοράζει μετοχές από τους μετόχους της επιχείρησης
- Εξαγορά μέσω διαγωνισμού μεσολάβησης. Σύμφωνα με τον Βλασσόπουλο (2016): «Διαγωνισμοί μεσολάβησης παρατηρούνται όταν μια ομάδα ενδιαφερόμενων μερών προσδοκά απόκτηση θέσεων στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας. Σε ένα διαγωνισμό μεσολάβησης, μια επενδυτική ομάδα ενδιαφερόμενων μερών ζητά πληρεξούσιο από άλλα ενδιαφερόμενα μέρη για να πραγματοποιηθεί η εξαγορά».

Με βάση τους παραπάνω ορισμούς γίνεται άμεσα κατανοητό, ότι οι βασικές διαφορές ανάμεσα στις δύο έννοιες είναι αρχικά τα δικαιώματα των παλιών ιδιοκτητών στο νέο επιχειρησιακό καθεστώς, αφού στη συγχώνευση υπάρχει βαρύτητα του λόγου όλων των παλιών ιδιοκτητών, που εξαρτάται από το ποσοστό συμμετοχής στη νέα εταιρία, ενώ στην εξαγορά δεν υφίσταται κάτι τέτοιο. Ακόμα, διαφέρει και το είδος του ανταλλάγματος το οποίο προσφέρεται για την υλοποίηση τους. Όμως, σε πολλές περιπτώσεις, η διαφορά ανάμεσα στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές είναι κυρίως ψυχολογική, αφού ο όρος εξαγορά καθορίζει νικητές και ηττημένους. Σύμφωνα, μάλιστα, με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα¹¹ που υιοθετούνται και στην Ελλάδα, έπειτα από το Μάρτιο του 2004 όλες οι εταιρικές συνενώσεις που πραγματοποιούνται με τη μορφή ανταλλάγματος θεωρούνται εξαγορές, εκτός των περιπτώσεων αδυναμίας αναγνώρισης της αγοράστριας και εξαγοραζόμενης εταιρίας.

¹¹ Τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (International Accounting Standards - IAS) είναι λογιστικές πρακτικές υπό τη μορφή νόμων, με τους οποίους καλούνται να εναρμονιστούν υποχρεωτικά οι ελληνικές επιχειρήσεις, μετά από κοινοτική οδηγία. Μετά από μια μικρή καθυστέρηση στην επιτακτικότητα της εφαρμογής τους, έγιναν υποχρεωτικά από το 2006, αρχικά για τις εισηγμένες αλλά και για λοιπές εταιρίες.

Στη σημερινή επιχειρηματική πραγματικότητα, η μεγάλη πλειονότητα των συνενώσεων είναι κατά βάση εξαγορές εταιριών από άλλες και η διάκριση μεταξύ συγχωνεύσεων-εξαγορών γίνεται για καθαρά λογιστικούς λόγους (Green,1990). Έτσι λοιπόν, χαρακτηρίζοντας τη συναλλαγή ως συγχώνευση, η εξαγορά που στην ουσία λαμβάνει χώρα, γίνεται ευκολότερα αποδεκτή από τους ενδιαφερόμενους φορείς Αυτό συμβαίνει, καθώς ο όρος εξαγορά προσεγγίζεται πιο δύσκολα και έτσι αποφεύγονται αρνητικά συμπεράσματα, που εύλογα ή μη μπορούν να εξαχθούν από την πλευρά της εταιρίας που γίνεται αντικείμενο εξαγοράς. Είναι, λοιπόν, προφανές πως στο κλίμα των διαπραγματεύσεων, οι προθέσεις των διοικητικών στελεχών των δύο εταιριών, καθώς και η στάση των μετόχων της εταιρίας-στόχου δύναται να χαρακτηρίσει την ίδια συναλλαγή είτε ως συγχώνευση, είτε ως εξαγορά.

Σχήμα 2.1 : Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, σύμφωνα με την KRC Research Team Weekender



Πηγή : www.krchoksey.com

2.3. Τύποι συγχωνεύσεων-εξαγορών

Τα είδη των συγχωνεύσεων και των εξαγορών κατηγοριοποιούνται με διάφορα κριτήρια. Ως πρώτο κριτήριο κατηγοριοποίησης των συγχωνεύσεων-εξαγορών, αναφέρουμε τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας ή τον λεγόμενο βαθμό ολοκλήρωσης των δύο εμπλεκόμενων επιχειρήσεων (Pikula, 1999). Έτσι, δημιουργούνται οι παρακάτω τύποι συγχωνεύσεων-εξαγορών:

- ✓ **Κάθετη συγχώνευση-εξαγορά (vertical).** Σε αυτή την περίπτωση, πρόκειται για συνενώσεις εταιριών που έχουν τη σχέση αγοραστή-πωλητή. Ένας οργανισμός μπορεί να συγχωνευτεί με έναν από τους προμηθευτές του (backward) ή με έναν από τους πελάτες ή/και τους λιανοπωλητές του (forward). Η συγχώνευση προς τα πίσω θεωρείται κατάλληλη όταν οι προμηθευτές είναι αναξιόπιστοι και δεν μπορούν να ανταποκριθούν με επιτυχία στις ανάγκες των πελατών τους, ενώ η συγχώνευση προς τα εμπρός είναι κατάλληλη όταν μια εταιρία επιθυμεί την απευθείας πώληση των προϊόντων ή/και υπηρεσιών της προς τους πελάτες της (Fred, 2011). Η κάθετη ολοκλήρωση αποτελεί μια στρατηγική ανάπτυξης, δημιουργώντας μια επιχείρηση απαλλαγμένη από προμηθευτές και μεσάζοντες, διασφαλίζοντας εύρυθμη παροχή προϊόντων και υπηρεσιών, ποσοτικά και ποιοτικά. Σκοπός της κάθετης συγχώνευσης είναι η καθετοποίηση της παραγωγής, η εν δυνάμει μείωση του κόστους παραγωγής και ο πλήρης έλεγχος των τιμών. Παράλληλα, ο ανταγωνισμός μειώνεται, η παραγωγική διαδικασία γίνεται με μεγαλύτερη ευελιξία, ισχυροποιείται η θέση της νέας εταιρίας στην αγορά και δυσκολεύει η είσοδος νέων ανταγωνιστών στον κλάδο (Παπαδάκης, 2002).
- ✓ **Οριζόντια συγχώνευση-εξαγορά (horizontal).** Η περίπτωση αυτή αφορά εταιρίες που βρίσκονται στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας, είτε αυτό αφορά παραγωγή, μεταποίηση ή προσφορά προϊόντων ή υπηρεσιών και ανταγωνίζονται στην ίδια αγορά. Ως αποτέλεσμα είναι η δημιουργία μιας νέας επιχείρησης από δύο ανταγωνιστικές, η οποία πλέον κατέχει ένα διευρυμένο μερίδιο αγοράς και πελατολογίου. Σκοπός μιας τέτοιας ενέργειας είναι η δημιουργία μονοπωλιακής δύναμης και η κυριαρχία στην αγορά. Ο υπό

μελέτη τύπος συγχωνεύσεων-εξαγορών διακρίνεται περαιτέρω σε δύο υποκατηγορίες. Η πρώτη υποκατηγορία αφορά τις συγχωνεύσεις που γίνονται ανάμεσα σε εταιρίες που παρουσιάζουν παρόμοια παραγωγή και χρησιμοποιούν την ίδια ή παρόμοια τεχνολογία. Οι αποκαλούμενες ως **συσχετισμένες** συγχωνεύσεις-εξαγορές (concentric mergers-acquisitions) συμβάλλουν στην ανταλλαγή γνώσης και εμπειρίας μεταξύ των εταιριών. Η δεύτερη υποκατηγορία έχει να κάνει με την ένωση οργανισμών που βρίσκονται σε κλάδους δραστηριότητας που δεν συνδέονται άμεσα μεταξύ τους. Οι **ασυσχέτιστες** συγχωνεύσεις-εξαγορές (conglomerate mergers-acquisitions), χρησιμοποιούνται από επιχειρήσεις που έχουν ως στόχο να διαφοροποιήσουν το χαρτοφυλάκιό τους, για να μειώσουν τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο ή επειδή θεωρούν ότι κάποιος άλλος κλάδος έχει περισσότερα περιθώρια κέρδους (Τραυλός, 1991).

- ✓ **Διαγώνια συγχώνευση-εξαγορά (conglomerate).** Οι διαγώνιες συνενώσεις απασχολούν εταιρίες που λαμβάνουν δράση σε ανεξάρτητα επιχειρηματικά πεδία. Στη βιβλιογραφία αναφέρεται συχνά ως μέσο διαφοροποίησης του επιχειρηματικού κινδύνου, όπου μία εταιρία ενσωματώνει στο δίκτυο συνδεδεμένων επιχειρήσεων της, μια ασυσχέτιστη όσον αφορά το είδος δραστηριοτήτων της, εταιρία. Με τον τρόπο αυτό, επιμερίζεται ο επιχειρηματικός κίνδυνος, λόγω της δραστηριοποίησης σε παραπάνω από μία αγορές, μειώνονται τα κόστη και αυξάνεται η παραγωγικότητα.

Ένα επιπλέον κριτήριο κατηγοριοποίησης των συγχωνεύσεων-εξαγορών είναι η διαδικασία, ο τρόπος δηλαδή που γίνεται η συγχώνευση ή η εξαγορά (Tuch and O'Sullivan, 2007). Έτσι, διακρίνουμε τις παρακάτω κατηγορίες :

- ✓ **Φιλικές (friendly).** Τέτοιες είναι οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές, που προκύπτουν συνεργατικά, ύστερα από κοινή συμφωνία μεταξύ των εμπλεκόμενων πλευρών. Με άλλα λόγια, οι διοικήσεις αποφασίζουν από κοινού τη συνένωση και βάζουν μαζί τους όρους της συμφωνίας και το αντίτιμό της. Συνήθως γίνεται σύσταση στους μετόχους να εγκρίνουν και αυτοί τη συμφωνία και οι διαπραγματεύσεις συντομεύουν, σύμφωνα με τις νόμιμες διαδικασίες (Κυριαζής, 2007).

- ✓ **Επιθετικές ή εχθρικές (hostile).** Έτσι χαρακτηρίζονται οι εξαγορές που προκύπτουν, όταν οι διοικήσεις δεν μπορούν να επέλθουν σε συμφωνία, επειδή υπάρχουν ανάμεσά τους αγεφύρωτες διαφορές. Η αγοράστρια επιχείρηση προχωράει στην υλοποίηση των σχεδίων της, είτε μέσω δημόσιας προσφοράς προς τους μετόχους, είτε προσπαθώντας να αποκτήσει σιγά-σιγά και σταδιακά πακέτα μετοχών από την εξαγοραζόμενη ή με συνδυασμό και των δυο παραπάνω στρατηγικών. Οι «εχθρικές» εξαγορές θεωρούνται πειθαρχικές και στοχεύουν σε εταιρίες της οποίας τα στελέχη απέτυχαν να επιτύχουν τους αντικειμενικούς στόχους των μετόχων. Προφανώς «επιθετικές ή εχθρικές» συγχωνεύσεις δεν γίνεται να υφίστανται.

Αξίζει ακόμα, να σημειωθεί ότι οι συγχωνεύσεις-εξαγορές μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σύμφωνα με τον τόπο δραστηριοποίησης των συναλλασσόμενων εταιριών. Έτσι, όταν οι εταιρίες δραστηριοποιούνται στην ίδια χώρα, έχουμε **εγχώρια ή εθνική** συγχώνευση ή εξαγορά, ενώ όταν δραστηριοποιούνται σε διαφορετικά κράτη έχουμε **διασυνοριακή** συγχώνευση ή εξαγορά (cross boarder). Ακόμα δύο ειδικές περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι (Παπαδάκης, 2002):

- ✓ **Η μοχλευμένη εξαγορά (Leveraged Buy Out)** αναφέρεται στην περίπτωση, όπου η αγοράστρια επιχείρηση χρησιμοποιεί για να χρηματοδοτήσει, είτε για όλο το ποσό της εξαγοράς, είτε για ένα πολύ μεγάλο ποσοστό, τον τραπεζικό δανεισμό και όχι τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας, για αυτό και ονομάζεται μοχλευμένη. Θεωρείται ως ένας από τους πλέον επιθετικούς τρόπους μεγέθυνσης της επιχείρησης με ταυτόχρονη ανάληψη ιδιαίτερα υψηλού ρίσκου, καθώς συνηθίζεται οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης να ωθούνται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, που φέρουν αρνητικές συνέπειες σε περιπτώσεις αποτυχίας της προσπάθειας αυτής. Τουτέστιν, η μοχλευμένη εξαγορά χρησιμοποιείται περισσότερο από ώριμες εταιρίες με προβλέψιμες ταμειακές ροές παρά από καινούργιες επιχειρήσεις με υψηλό κίνδυνο.
- ✓ **Η εξαγορά επιχειρήσεων από την διοίκηση τους (Management Buy – Out)** υφίσταται, όταν οι μετοχές μιας επιχείρησης εξαγοράζονται από τα διευθυντικά της στελέχη. Σε περιπτώσεις μεγάλων επιχειρήσεων, με υψηλή κεφαλαιοποίηση, η εξαγορά αναφέρεται σε μια θυγατρική μονάδα της εταιρίας.

Στο σημείο αυτό κρίνεται απαραίτητο να αναφερθούν τα παρακάτω, που αποτελούν ένα «γλωσσάριο» των εξαγορών και περιλαμβάνει πολύτιμα στοιχεία για την κατανόηση του φάσματος των εξαγορών (Παπαδάκης, 2007).

- ❖ Μαύρος ιππότης (Black Knight): Μια εταιρία που επιχειρεί την επιθετική εξαγορά μιας άλλης.
- ❖ Απόκρουση Καρχαριών (Shark repellent): Οι κινήσεις του «θύματος», με στόχο την αποθάρρυνση των αγοραστών (π.χ. αύξηση του ποσοστού ψήφων που χρειάζονται για την έγκριση της προσφοράς).
- ❖ Άμυνα πάκμαν (Pac man defense): Η εταιρία που είναι στόχος της επιθετικής εξαγοράς κάνει μια αντιπροσφορά για την εξαγορά του ίδιου του υποψήφιου αγοραστή.
- ❖ Πράσινη επιστολή (Green Mail): Γίνεται προσφορά στον "επιδρομέα" να εξαγοραστεί από επιχείρηση-στόχο, σε πολύ δελεαστική τιμή, το τμήμα των μετοχών που αυτός ήδη κατέχει. Ως αντάλλαγμα η επιχείρηση "επιδρομέας" αποσύρεται από τη διεκδίκηση εξαγοράς της επιχείρησης-στόχου.
- ❖ Κώνειο (Poison Pill): Οι διοικήσεις των εταιριών-στόχων θέτουν ειδικά προνόμια για τους μετόχους σε περίπτωση εξαγοράς. Για παράδειγμα, μπορούν να δημιουργήσουν αξιόγραφα, που να δίνουν στους κατόχους τους το δικαίωμα της αγοράς μετοχών της αγοράστριας εταιρίας.
- ❖ Χρυσή μετοχή (Golden Share): Το δικαίωμα που διατηρεί το κράτος σε ορισμένες ιδιωτικοποιήσεις να προβάλλει βέτο σε ορισμένες σημαντικές αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου.
- ❖ Σκαντζόχοιρος (Porcupine): Μια σύνθετη συμφωνία μεταξύ προμηθευτών, πελατών και πιστωτών που δυσκολεύει την ενσωμάτωση της εταιρίας στις δραστηριότητες ενός πιθανού αγοραστή.
- ❖ Χρυσό αλεξίπτωτο (Golden Parachute): Οι όροι στα συμβόλαια των διευθυντικών στελεχών καθιστούν εξαιρετικά δαπανηρή την απόλυση τους σε περίπτωση εξαγοράς της εταιρίας.

2.4. Το Θεσμικό Πλαίσιο των συγχωνεύσεων-εξαγορών

Η Αρχή Προστασίας Ανταγωνισμού είναι σε πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες του κόσμου, μια ανεξάρτητη αρχή που φροντίζει για τη σωστή τήρηση των κανόνων του ανταγωνισμού και έχει τη δυνατότητα να απαγορεύει συμφωνίες ή πρακτικές, που παραβιάζουν το νόμο, δρώντας παρεμβατικά μετά από καταγγελία. Ιδιαίτερα δύσκολος είναι ο ρόλος της κατά τον έλεγχο των συγχωνεύσεων, αφού πρέπει σύμφωνα με το νόμο να προβλέψει, αν μια προγραμματισμένη συγχώνευση ή εξαγορά ανάμεσα σε δύο επιχειρήσεις επιφέρει μονοπώλιο και περιορίζει μελλοντικά τον ανταγωνισμό στην αγορά και ανάλογα να την επιτρέψει ή όχι. Η δυσκολία έγκειται φυσικά στο στοιχείο της πρόβλεψης, αφού παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο πολλοί και διαφορετικοί παράγοντες που δεν δέχονται πρόγνωση (Βέττας και Κατσουλάτος, 2004).

Στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, το ρόλο της Επιτροπής Ανταγωνισμού έχουν η Federal Trade Commission (FTC) και το Υπουργείο Δικαιοσύνης (Department of Justice, DoJ), από τις οποίες όμως, μόνο η πρώτη έχει το δικαίωμα να επιβάλλει πρόστιμα και να ελέγχει τις συγχωνεύσεις-εξαγορές. Ιστορικά, η πρώτη προσπάθεια για να ελεγχθούν οι συγχωνεύσεις στις ΗΠΑ έγινε με το Clayton Act-Section 7 το 1914, απαγορεύοντας τις συγχωνεύσεις που μειώναν τον ανταγωνισμό σε μεγάλο βαθμό.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση το ρόλο ασκεί η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Commission) μέσα από την Γενική Διεύθυνση Ανταγωνισμού (Directorate General for Competition). Το 1957 θεσπίστηκε ο έλεγχος συμπαιγνιών και εκμετάλλευσης από τη μεριά της δεσπόζουσας θέσης και το 1989 καθιερώθηκε στα ευρωπαϊκά κράτη-μέλη η «Ρύθμιση» για τον έλεγχο των Συγχωνεύσεων. Σημασία δινόταν μόνο στο αν θα δημιουργηθεί ή όχι, κυρίαρχη επιχείρηση ή επιχείρηση με δεσπόζουσα θέση στην αγορά, σαν επακόλουθο μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Το 1997, όμως, λόγω του αναμενόμενου κύματος συγχωνεύσεων και εξαγορών, που θα επέφερε η δημιουργία της νομισματικής ένωσης και το ενιαίο νόμισμα, η ΕΕ άλλαξε τους όρους και καθιέρωσε μια ρύθμιση που όριζε τον «ουσιώδη έλεγχο» (substantive test) στις συγχωνεύσεις-εξαγορές. Σύμφωνα με αυτήν, «μια συγχώνευση η οποία δημιουργεί, ή ενδυναμώνει μια κυρίαρχη θέση με αποτέλεσμα να εμποδίσει (μειώσει) τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό μεταξύ των επιχειρήσεων στην Ευρωπαϊκή αγορά, ή σε ένα σημαντικό της τμήμα της, θα

θεωρηθεί μη συμβατή με την κοινή αγορά»¹². Συγκεκριμένα, οι βασικοί παράγοντες που εξετάζονται στην αξιολόγηση του κατά πόσο μια συγχώνευση-εξαγορά δημιουργεί κυρίαρχη θέση στην αγορά, είναι :

- Τα μερίδια αγοράς των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται,
- τα μερίδια αγοράς των άλλων επιχειρήσεων (και εμμέσως πλην σαφώς και ο βαθμός συγκέντρωσης) και
- ο δυνητικός ανταγωνισμός και τα εμπόδια εισόδου νέων επιχειρήσεων

Στην Ελλάδα γενική αρχή ανταγωνισμού είναι η Επιτροπή Ανταγωνισμού. Ο νόμος 703/1977 και οι τροποποιήσεις του αποτελούν τη νομοθετική βάση για τον έλεγχο των συγχωνεύσεων-εξαγορών στη χώρα μας. Η είσοδος της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Ένωση αλλά και η αύξηση του ανταγωνισμού διεθνώς με τον οποίο ήρθαν αντιμέτωπες πολλές επιχειρήσεις, αποτέλεσαν τα βασικά κριτήρια για τη θέσπιση του νόμου, που αφορά τις συγχωνεύσεις-εξαγορές. Αρχικά, ο νόμος, δεν συμπεριελάμβανε ρυθμίσεις περί ελέγχου των συγκεντρώσεων κυρίως λόγω της χαμηλής ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων στην Ελλάδα.

Τα προβλήματα των συγκεντρώσεων στον ελεύθερο ανταγωνισμό αντιμετώπισαν νομοθετικά οι τροποποιήσεις στον παραπάνω νόμο , οι νόμοι 1934 και 2000/1991¹³.

¹² www.wikipedia.com

¹³ Έχουμε την είσοδο δύο τροποποιήσεων του αρχικού νόμου. Η πρώτη αφορά στη γνωστοποίηση των συγκεντρώσεων στην Επιτροπή Ανταγωνισμού, ενώ η δεύτερη στον έλεγχο των συγκεντρώσεων. Τα μερίδια αγοράς και ο συνολικός τζίρος αποτελούν τα κύρια κριτήρια για την αξιολόγηση των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με τα αρχικά κριτήρια, σε περίπτωση που το συνολικό μερίδιο ξεπερνούσε το 10% της συγκεκριμένης αγοράς ή ο αντίστοιχος τζίρος τα 10 εκ. ευρώ, τότε οι επιχειρήσεις υπάγονταν στο άρθρο 4α του νόμου και οι επιχειρήσεις ήταν υποχρεωμένες να γνωστοποιήσουν τη συγχώνευση στην Επιτροπή Ανταγωνισμού μέσα σε 30 ημέρες. Με την τροποποίηση 2000/1991, οι επιχειρήσεις αντιμετώπισαν μείωση του παραπάνω ποσοστού από 35% σε 30% και του συνολικού τζίρου από 75 σε 65 εκ. ευρώ και έτσι εάν το συνολικό μερίδιο αγοράς ξεπερνούσε το 35% και τζίρος τα 75 εκατομμύρια ευρώ, τότε σύμφωνα με το νόμο οι υποθέσεις αυτές ,έπρεπε να υπαχθούν στο καθεστώς ελέγχου για μεγαλύτερη ανάλυση των πιθανών συνεπειών στις συγκεκριμένες αγορές προϊόντων.

Η πρώτη αλλαγή εμφανίζεται με την τροποποίηση του ν. 2296/1995, με την οποία ο νόμος εστιάζει στο μέγεθος των επιχειρήσεων και στο κατά πόσο αυτό μπορεί να επηρεάσει τη μείωση του ελεύθερου ανταγωνισμού, αλλάζει ο ρόλος της Επιτροπής Ανταγωνισμού και αναβαθμίζεται σε Ανεξάρτητη Διοικητική Αρχή με δικές της υπηρεσίες (Παπαϊωάννου, 1998). Η δεύτερη ουσιαστική αλλαγή έρχεται με την τροποποίηση του ν.2837/2000, σύμφωνα με την οποία, οι επιχειρήσεις που έχουν συνολικό μερίδιο αγοράς μικρότερο του 35% και ο συνολικός κύκλος εργασιών τους είναι μικρότερος των 150 εκατομμυρίων ευρώ, δεν είναι υποχρεωμένες να κάνουν γνωστή τη συγκέντρωση στην επιτροπή ανταγωνισμού. Όλες οι άλλες συνενώσεις είναι υποχρεωμένες να γνωστοποιούνται μέσα σε δέκα εργάσιμες μέρες από την αρχική συμφωνία. Ο νόμος 703/1977 αντικαταστάθηκε από το νόμο 3959/2011 «Προστασία του ελεύθερου ανταγωνισμού», που ψηφίστηκε στις 20 Απριλίου 2011 και με κάποιες τροποποιήσεις ισχύει μέχρι και σήμερα για τον έλεγχο συγκεντρώσεων στην Ελλάδα.¹⁴

Συνοψίζοντας, μια συγχώνευση είναι δυνατόν να γίνει επιτρεπτή, εάν είναι μικρή η πιθανότητα σημαντικής αύξησης της μονοπωλιακής δύναμης των εταιριών που οδηγήθηκαν σε συγχώνευση στην αγορά. Σε οποιαδήποτε διαφορετική περίπτωση, η παρεμπόδιση ή μη μιας συγχώνευσης, εξαρτάται από το πόσο αποτελεσματικές μπορεί να είναι οι ωφέλειες που θα προκύψουν σαν αποτέλεσμα, τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τους καταναλωτές. Πιο αναλυτικά, εφόσον μια συγχώνευση πέρα από την αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης της νέας επιχείρησης, οδηγεί και σε μείωση των τιμών και επομένως σε αύξηση της ευημερίας των καταναλωτών, λόγω της μείωσης του οριακού κόστους, τότε θα επιτραπεί. Ακόμα και αν η συγχώνευση οδηγεί σε αύξηση των τιμών (και άρα σε μείωση της ευημερίας των καταναλωτών), μπορεί να επιτραπεί, αν οι επιδράσεις της στην αποτελεσματικότητα είναι αρκετά σημαντικές και συμβάλλουν στην αύξηση της κοινωνικής ευημερίας, μέσω της αύξησης του συνόλου των κερδών των επιχειρήσεων στην αγορά. Σε καμία περίπτωση πάντως, η συγχώνευση δεν επιτρέπεται, αν οδηγεί στην αύξηση μονοπωλιακής δύναμης της ενοποιημένης επιχείρησης.

¹⁴Επιτροπή Ανταγωνισμού, Έκθεση πεπραγμένων 2011

2.5. Εξασφάλιση επιτυχίας Συγχωνεύσεων και Εξαγορών¹⁵

Αρχικά, όταν μια επιχείρηση αποφασίζει να κάνει μια κίνηση συγχώνευσης-εξαγοράς, είναι τουλάχιστον υποχρεωτικό να προβεί πρώτα σε έλεγχο της επιχείρησης στόχου. Μέσω του ελέγχου, επικεντρώνει την προσοχή της, μελετά εξονυχιστικά την αξία της νέας εταιρίας και αποτιμά τα πιθανά οφέλη και κόστη από την συγχώνευση-εξαγορά. Η διαδικασία ελέγχου, πρέπει να αποτελεί εναρκτήριο λάκτισμα από την στιγμή που η επιχείρηση θέτει επί τάπητος την ανάγκη ανάπτυξή της. Τα προτερήματά της πολλά, αφού συμβάλλει στην αύξηση της γνώσης και των πληροφοριών που έχει η επιχείρηση για πιθανές εταιρίες-στόχους, οδηγεί σε μια πιο ρεαλιστική εκτίμηση των προβλημάτων της συγχώνευσης-εξαγοράς, μειώνει το ρίσκο για αποτυχία κ.ά.. Η επιχείρηση πρέπει να ακολουθήσει τα εξής βήματα, κατά την διαδικασία ελέγχου:

- I. Εκτίμηση των αιτιών για τα οποία οδηγείται σε συγχώνευση-εξαγορά και αξιολόγηση της αναγκαιότητας της στρατηγικής αυτής. Παράλληλα, ενδείκνυται να ορίσει τα ιδεατά χαρακτηριστικά της επιχείρησης-στόχου, ώστε να αποφύγει τη σπατάλη ενέργειας και φαιάς ουσίας με επιχειρήσεις που δεν τα πληρούν, αλλά και είναι σε θέση να αναθεωρήσει την απόφαση της, αν διαπιστωθεί ότι τελικά δεν είναι συμφέρουσα.
- II. Σύνταξη μιας λίστας με πιθανές υποψήφιες επιχειρήσεις και κατάταξή τους, ανάλογα με τα πιο κάτω κριτήρια:
 - ✓ οικονομική θέση
 - ✓ θέση που κατέχουν στην αγορά
 - ✓ ανταγωνιστικό περιβάλλον
 - ✓ διοικητικές ικανότητες
 - ✓ εταιρική τους κουλτούρα

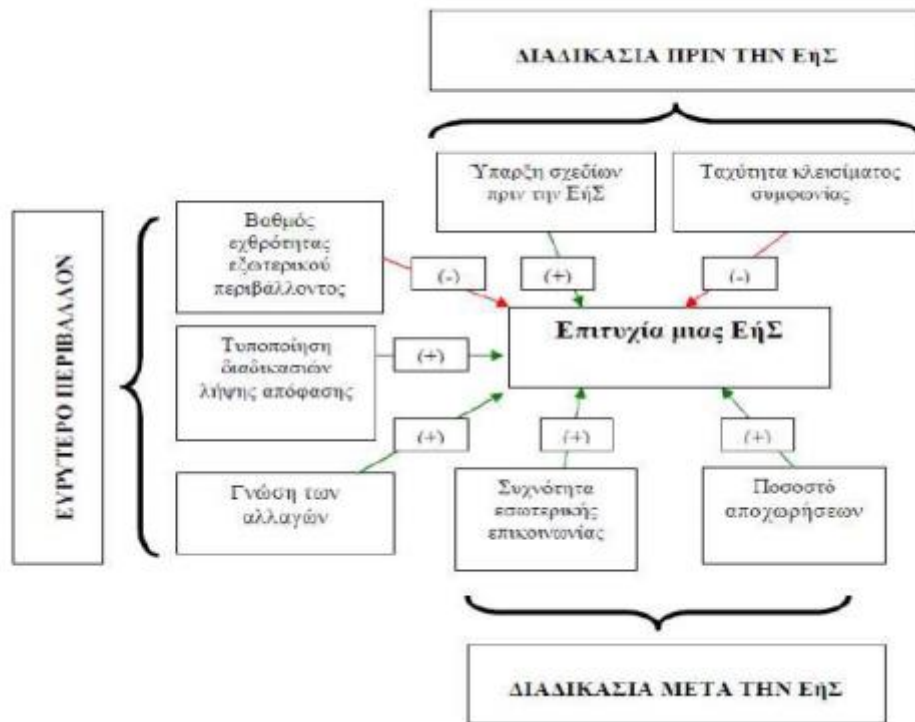
¹⁵ Βασίλης Μ. Παπαδάκης, "Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία", Τόμος Α' Εκδόσεις Μπένου, 2007

Από τη μελέτη αυτών των χαρακτηριστικών, λαμβάνουν γνώση για τα δυνατά και μελανά σημεία της κάθε υποψήφιας επιχείρησης, για το μέγεθος της πιθανής συνεργίας, για τη συμβατότητα της κουλτούρας των επιχειρήσεων και για τα πιθανά προβλήματα ενοποίησης.

- III. Επιλογή εκείνης της υποψήφιας εταιρίας, που έχει τη μεγαλύτερη συμβατότητα με τις απαιτήσεις της αγοράστριας. Αφού έχουν ληφθεί υπόψη οι συμβουλές ειδικών αναλυτών, αλλά φυσικά και η γνώμη των στελεχών της επιχείρησης, είναι πλέον σε θέση να κάνει την επιλογή που θεωρεί πιο κατάλληλη για συγχώνευση-εξαγορά.

Ένα ακόμα ιδιαίτερα σημαντικό σημείο είναι η εμπειριστατωμένη αξιολόγηση απόδοσης του στόχου. Ένας από τους πιο βασικούς λόγους αποτυχίας των συγχωνεύσεων-εξαγορών, είναι η υπερεκτίμηση των ωφελειών, που επρόκειτο να προκύψουν στο μέλλον. Μέσω, όμως, της επαρκούς αρχικής αξιολόγησης, επιτυγχάνεται πιο ρεαλιστικά ο εντοπισμός των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων που θα προκύψουν από την ένωση των λειτουργιών των δύο εταιριών, καθώς και των ωφελειών που συνεπάγονται. Επίσης, οι αναλυτές είναι σε καλύτερη θέση να αξιολογήσουν τα οφέλη που πιθανώς θα αποφέρει η δημιουργία ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, μπορούν δηλαδή να εκτιμήσουν καλύτερα τις χρηματικές εισροές που θα έχει διαχρονικά η επιχείρηση και εμμέσως το αν η συγχώνευση-εξαγορά θα καταστεί κερδοφόρα.

Σχήμα 2.2 : Προσδιοριστικοί παράγοντες επιτυχίας μια Συγχώνευσης-Εξαγοράς



Πηγή: Παπαδάκης, 2007

Ακόμα, σύμφωνα με τους Marks και Mirvis (1998), η μελέτη της εταιρικής κουλτούρας είναι απαραίτητος παράγοντας για την επιτυχία μιας συγχώνευσης-εξαγοράς. Η αναγνώριση της εταιρικής κουλτούρας μιας επιχείρησης πριν από μια συγχώνευση-εξαγορά, μπορεί να επιτευχθεί μέσα από την παρατήρηση του τρόπου λειτουργίας της, της ιεραρχίας που την χαρακτηρίζει και των εργασιακών σχέσεων που επικρατούν. Βέβαια, η επιτυχία μιας ενοποίησης εξαρτάται αναμφισβήτητα και από το είδος συγχώνευσης-εξαγοράς που πρόκειται να πραγματοποιηθεί και τις επιπτώσεις που θα έχει η πράξη αυτή στην κουλτούρα της επιχείρησης-στόχου. Συναντάμε συνήθως τριών ειδών ενοποιήσεις, από τις οποίες το πιο σπάνιο είδος είναι οι ανοικτές συγχωνεύσεις-εξαγορές, το πιο συμφέρον είναι οι συνεργατικές και οι περισσότερες συγχωνεύσεις καταλήγουν σε επανασχεδιασμένες.

- ✓ **Ανοικτές συγχωνεύσεις-εξαγορές (extension mergers):** Η αγοράστρια επιχείρηση δεν σκοπεύει να μεταβάλλει τον τρόπο λειτουργίας της επιχείρησης-στόχου και συνεπώς δεν τίθεται θέμα αλλαγής κουλτούρας της εταιρίας.
- ✓ **Συνεργατικές συγχωνεύσεις-εξαγορές (collaborative mergers):** Η αγοράστρια αποσκοπεί στην ανταλλαγή στοιχείων με την επιχείρηση -στόχο, τόσο όσον αφορά στον τρόπο λειτουργίας, όσο και την κουλτούρα τους, ώστε να υιοθετηθούν τα καλύτερα στοιχεία αμφοτέρων των επιχειρήσεων.
- ✓ **Επανασχεδιασμένες συγχωνεύσεις ή εξαγορές (redesign mergers):** Η αγοράστρια επιθυμεί να πραγματοποιήσει μια αναδιάρθρωση στην λειτουργία και κατ' επέκταση στην κουλτούρα της επιχείρησης-στόχου, με σκοπό να την προσαρμόσει στα δικά της δεδομένα και στις δικές της απαιτήσεις.

Πολύ σημαντική παράμετρος για την επιτυχία μιας συγχώνευσης-εξαγοράς, είναι η αντιμετώπιση του γεγονότος από τους εργαζόμενους της επιχείρησης-στόχου. Το προσωπικό πρέπει να παραμείνει ευχαριστημένο και μετά την πράξη της συγχώνευσης-εξαγοράς και γι' αυτό, πολύ σημαντικές είναι οι αρχικές ενέργειες που θα γίνουν μετά την ανακοίνωσή της. Ακόμα και στην περίπτωση απολύσεων, η επιχείρηση μπορεί να βρεθεί στο πλευρό των εργαζομένων, καθώς ο τρόπος που συμπεριφέρεται στους απολυμένους είναι ισχυρή ένδειξη για τους εναπομείναντες, αν και κατά πόσο η εταιρία δείχνει πραγματικό ενδιαφέρον για το ανθρώπινο δυναμικό της.

3. Κεφάλαιο

Ιστορική εξέλιξη συγχωνεύσεων-εξαγορών

Στο τρίτο κεφάλαιο που ακολουθεί, αναφέρεται η εξέλιξη των συγχωνεύσεων και εξαγορών μέσα στο χρόνο. Αρχικά θα γίνει αναφορά για τις ΗΠΑ, στη συνέχεια για την Ευρώπη και τέλος για την Ελλάδα.

3.1. Κύματα συγχωνεύσεων-εξαγορών στις ΗΠΑ¹⁶

Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και των εξαγορών αποτελεί βασική παράμετρο των σύγχρονων εξελίξεων στο πεδίο του οικονομικού ανταγωνισμού και ιδιαίτερα μάλιστα σε μια περίοδο έντονης διεθνοποίησής του. Συγκεκριμένα, η παγκοσμιοποίηση της οικονομίας και ο διεθνής ανταγωνισμός έχουν οδηγήσει τα τελευταία χρόνια σε σημαντική αύξηση των αναδιαρθρώσεων, των συγχωνεύσεων και των εξαγορών εταιριών. Βασικές αιτίες αποτελούν η διαφοροποίηση των επιχειρήσεων σε νέα προϊόντα και η εδραίωση της θέσης τους στην παγκόσμια αγορά (Kang and Johansson, 2000). Αποτελώντας, λοιπόν, έναν διαχρονικό τρόπο στρατηγικής ανάπτυξης, το φαινόμενο αυτό έχει ένα άκρως αξιόλογο παρελθόν, το οποίο αποτελεί πόλο ενδιαφέροντος για κάθε ομάδα που εμπλέκεται στον επιχειρησιακό κόσμο.

Με χρονική αφετηρία τις αρχές της δεκαετίας του '90 και με κύρια χαρακτηριστικά την κατακόρυφη άνοδο των καταγεγραμμένων συγκεντρώσεων του κεφαλαίου σε εύρος διεθνούς κλίμακας, γίνεται λόγος για διεθνές κύμα συγχωνεύσεων (Gugler et al., 2006). Διαχρονικά, οι οικονομολόγοι και ιστορικοί έχουν παρατηρήσει ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έρχονται κατά «κύματα» και συγκεκριμένα γίνεται αναφορά για πέντε κύματα-περιόδους, με διαφορετική χρονική διάρκεια και ξεχωριστά γνωρίσματα (Gordon et al., 2005). Το φαινόμενο εντοπίζεται κυρίως στις Ηνωμένες

¹⁶ Martin Lipton, "Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries", the Davies Lecture Osgoode Hall Law School York University, September 2006

Πολιτείες Αμερικής, κατά το τέλος του 19ου αιώνα. Αξίζει να σημειωθεί πως στις ΗΠΑ εμφανίζεται ο συντριπτικά μεγαλύτερος αριθμός εταιρικών συνενώσεων, καθώς η οικονομία της συγκεκριμένης χώρας έχει την ισχυρότερη παρουσία στο παγκόσμιο στερέωμα.

Το πρώτο κύμα χρονολογείται κατά την περίοδο 1883-1904. Το 1890, έπειτα από είκοσι χρόνια χαμηλής οικονομικής δραστηριότητας, σχεδιάζεται η Sherman Antitrust Act για να απαγορεύσει κάθε σύμβαση που θα περιόριζε τις εμπορικές συναλλαγές μεταξύ των πολιτειών, όμως δεν σχεδιάζεται με τέτοιο τρόπο ώστε να περιορίσει τα μονοπωλιακά φαινόμενα. Λογικό επακόλουθο είναι, ότι πολλές εταιρίες προσπαθούν να επωφεληθούν από αυτή την κατάσταση, που έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία του πρώτου κύματος συγχωνεύσεων και εξαγορών στις ΗΠΑ. Χιλιάδες μικρές επιχειρήσεις εξαφανίζονται και εκατοντάδες μετατρέπονται σε μονοπώλια. Για να γίνει κατανοητό το μέγεθος του φαινομένου, ενδεικτικά αναφέρεται ότι το 1900, η αξία των εταιριών που συγχωνεύτηκαν-εξαγοράστηκαν αντιστοιχούσε στο 20% του ΑΕΠ των ΗΠΑ (Ταμπακούδης, 2009). Έτσι, λαμβάνει χώρα μια πλήρης αναδιάρθρωση του βιομηχανικού τοπίου στις ΗΠΑ και η περίοδος αυτή τελειώνει μέσα σε ένα κλίμα ραγδαίας ανάπτυξης και νομοθετικών περιορισμών, προς αποφυγήν περαιτέρω οριζόντιων συγχωνεύσεων. (Cooke, 1986)

Το δεύτερο κύμα λαμβάνει χώρα από το 1920 έως και το 1929 και χαρακτηρίζεται από την ολιγοπωλιακή συγκέντρωση και την κάθετη ολοκλήρωση πολλών επιχειρήσεων. Σε αυτή την περίοδο νομοθετεί η Clayton Act κατά των μονοπωλιακών επιχειρήσεων. Η νέα νομοθεσία μπαίνει σε εφαρμογή, με σκοπό να καλύψει το κενό που άφησε η προηγούμενη και ενθαρρύνει τη δημιουργία ολιγοπωλίων αντί μονοπωλίων. Το δεύτερο κύμα ολοκληρώνεται αστραπιαία το 1929 με την έναρξη της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, που προκάλεσε η πτώση του χρηματιστηρίου των ΗΠΑ.

Η Τρίτη Περίοδος (1955-1969) είναι η περίοδος των «ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων» (conglomerate) με κύριο χαρακτηριστικό την επιθετική επέκταση και διαφοροποίηση των εταιριών σε νέα προϊόντα και αγορές, με αποτέλεσμα την δημιουργία εταιρικών κολοσσών. Με αυτό τον τρόπο, πολλές καθιερωμένες επιχειρήσεις, αρχίζουν να δραστηριοποιούνται σε νέους κλάδους και περιοχές με όπλο τους τη σωστή οργάνωση των επιχειρήσεων. Η πετρελαϊκή κρίση του 1973, οδήγησε

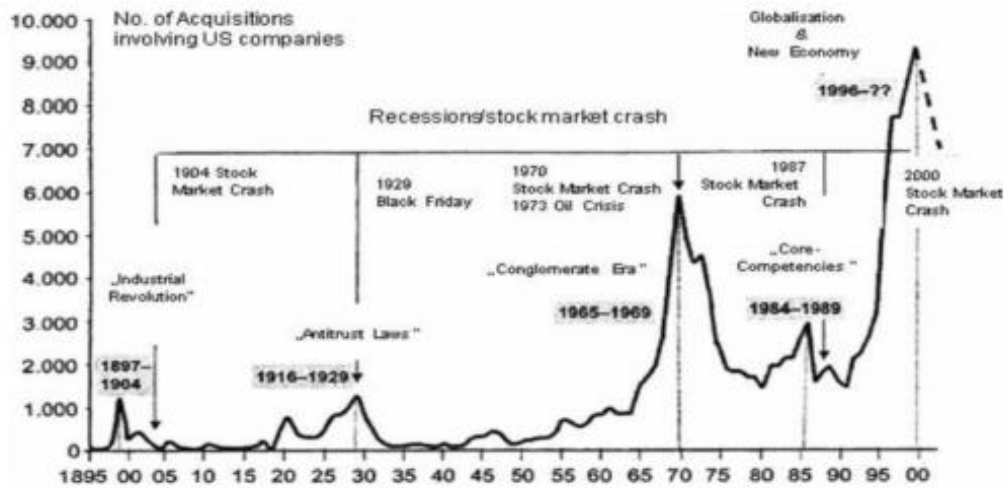
σε μια απότομη αύξηση του πληθωρισμού και σηματοδότησε το τέλος του τρίτου κύματος. Σε όρους δολαρίων, η αξία των Σ&Ε στο πρώτο κύμα ήταν γύρω στα 26 δισεκατομμύρια, του δεύτερου κύματος ήταν 30 δισεκατομμύρια, ενώ του τρίτου ήταν 69 δισεκατομμύρια δολάρια (Lipton, 2006).

Το 1981, μετά την πτωτική τάση των συγχωνεύσεων και εξαγορών την προηγούμενη δεκαετία, το κλίμα αλλάζει αισθητά και αυτή η αλλαγή διαρκεί αρκετά χρόνια. Αυτήν την περίοδο, όπως αναφέρουν οι Shleifer & Vishny (1991), γίνεται η αντιστροφή της τάσης για διαφοροποίηση, το λεγόμενο *deconglomeration*, η συγκέντρωση στα *core-activities* και η αύξηση της χρήσης του *outsourcing*. Τα πρώτα σημάδια του τέταρτου κύματος εμφανίστηκαν ήδη από το 1974, με τη μεγάλη επιθετική προσφορά της Morgan Stanley για λογαριασμό της Inco που επιθυμούσε να εξαγοράσει την ESB. Αυτό έδωσε ώθηση στις μεγάλες επενδυτικές τράπεζες να προχωρήσουν σε εχθρικές προσφορές. Ακόμα, χαρακτηριστικό της περιόδου αυτής είναι η εκτεταμένη χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου (*junk bonds*¹⁷) για τη χρηματοδότηση των εξαγορών τύπου LBOs¹⁸ (Evenett, 2003). Η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται και ως περίοδος της «μανίας των συγχωνεύσεων» μεγάλων επιχειρήσεων και η πραγματοποίηση Σ&Ε πολλών δισεκατομμυρίων ήταν σύνηθες φαινόμενο (Jemison et al., 1986).

¹⁷ Οι Ομολογίες Υψηλού Κινδύνου ή , όπως είναι ευρέως γνωστές τα *junk bonds* είναι ομόλογα που έχουν βαθμολογηθεί ως *speculative* ή *below investment grade* από τους δύο κύριους φορείς διαχείρισης και αξιολόγησης επενδύσεων, τη Moody's και τη Standard and Poor's (με βαθμό κάτω του Baa).

¹⁸ *Leveraged Buyout* αναφέρεται στην εξαγορά εταιρίας κυρίως μέσω χρήσης δανειακών κεφαλαίων. Η εξαγορά μπορεί να αναφέρεται σε μετοχές ή επιμέρους στοιχεία του ενεργητικού, κλάδο ή άλλη επιχειρηματική δραστηριότητα και γίνεται συνήθως από μικρή ομάδα επενδυτών.

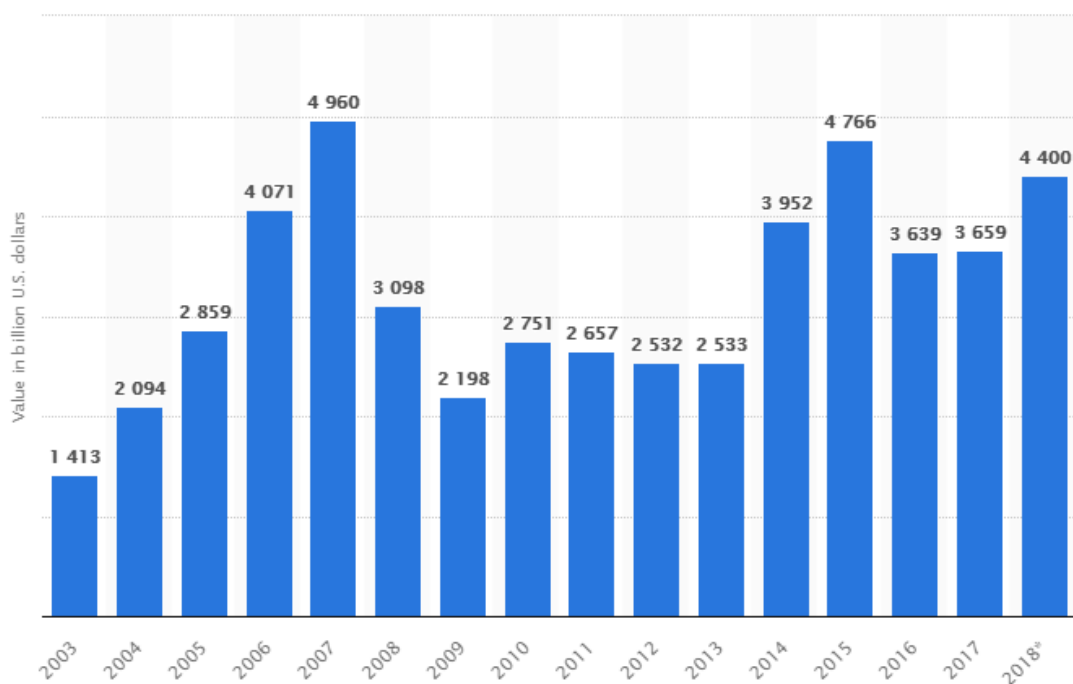
Σχήμα 3.1 : Τα κύματα των Σ&Ε κατά τις τελευταίες δεκαετίες



Πηγή : Homberg, Rost, Osterloh (2009)

Το πέμπτο και τελευταίο κύμα συνεχίζεται μέχρι και σήμερα και είναι το μεγαλύτερο όλων, τόσο από πλευράς αριθμού Σ&Ε, όσο και σε αξία, φθάνοντας σε όρους δολαρίων το 2007 η αξία των Σ&Ε σε 4,96 τρισεκατομμύρια δολαρίων, όπως παρουσιάζεται και στο Γράφημα 3.1. Χαρακτηριστικά αυτού του κύματος είναι η παγκοσμιοποίηση προϊόντων και υπηρεσιών, το άνοιγμα των αγορών, και η χαλάρωση των νομοθετικών περιορισμών. Από τη μία, η παγκοσμιοποίηση οδήγησε στο άνοιγμα των αγορών διεθνώς, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να επιδιώκουν τη μεγέθυνσή τους προκειμένου να ανταποκριθούν στη νέα πραγματικότητα. Από την άλλη, λόγω της άρσης των νομοθετικών περιορισμών, οι επιχειρήσεις αναζητούν νέες ευκαιρίες σε ξένες αγορές μέσω των διασυνοριακών συγχωνεύσεων-εξαγορών. Όλα αυτά οδήγησαν σε συνδυασμούς εταιριών που άλλοτε θα θεωρούνταν αδιανόητοι.

Γράφημα 3.7 : Η αξία των συγχωνεύσεων-εξαγορών σε παγκόσμιο επίπεδο από το 2003-2018



Πηγή: www.allaboutshipping.co.uk

3.2. Εξέλιξη των συγχωνεύσεων-εξαγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Η εμφάνιση των συγχωνεύσεων-εξαγορών στον Ευρωπαϊκό χώρο έγινε για πρώτη φορά το 1920 στο Ηνωμένο Βασίλειο, έδρα αύξησης της παραγωγικότητας και των τεχνολογικών εξελίξεων, κυρίως μετά το τέλος του δευτέρου παγκοσμίου πολέμου. Πολλοί αναλυτές πιστεύουν, ότι οι συγχωνεύσεις-εξαγορές αυτής της περιόδου καθόρισαν σε πολύ μεγάλο βαθμό τη Βρετανικής επιχειρηματική δομή και οικονομία. Η συγκεκριμένη περίοδος διακρίνεται από την εκμετάλλευση των εθνικών πόρων, τη μαζική παραγωγική δραστηριότητα και την ανάπτυξη της βιομηχανικής έρευνας και τεχνολογίας (Fairburn and Kay, 1989). Στον ευρωπαϊκό χώρο το φαινόμενο λαμβάνει πρωτοφανείς διαστάσεις από τα έτη 1999-2000 και εφεξής, ως αποτέλεσμα αφ' ενός μεν της διαγραφόμενης και εντεινόμενης πορείας προς την κατεύθυνση της παγκοσμιοποίησης των αγορών, αφ' ετέρου δε της λειτουργίας της ευρωπαϊκής κοινής αγοράς και των εξελίξεων αναφορικά με την δημιουργία του κοινού νομίσματος (ευρώ).

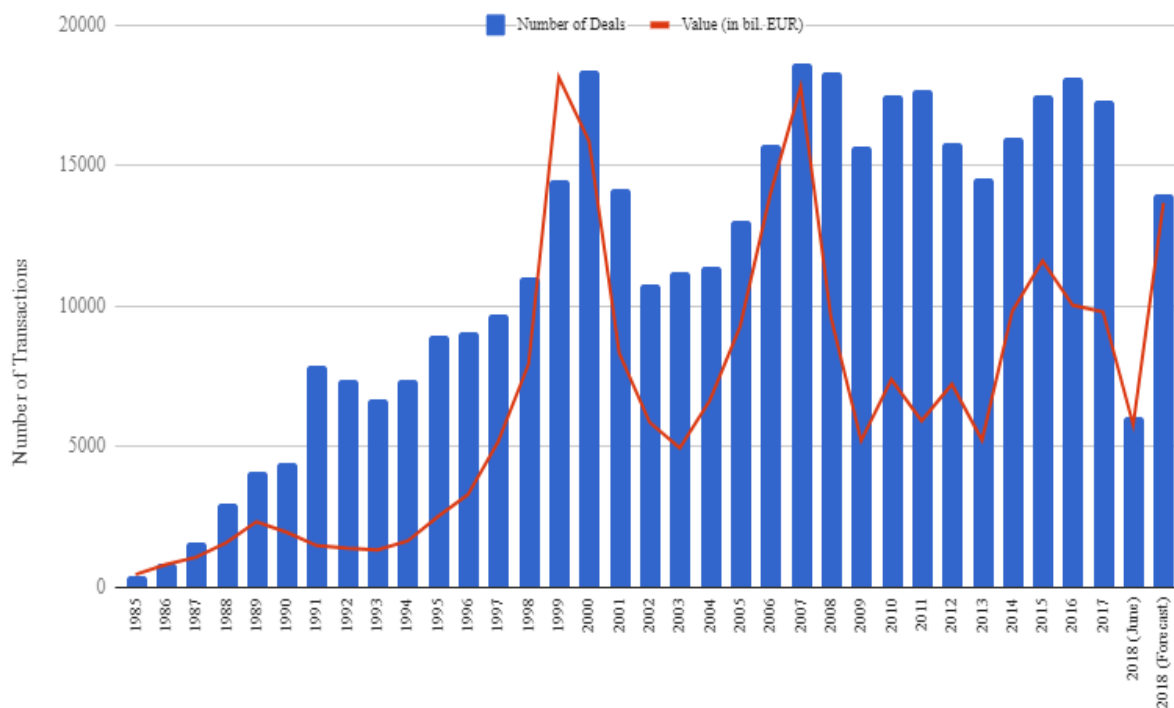
Στην Ευρώπη μπορούμε να διακρίνουμε τρία κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών, αρκετά μικρότερα από αυτά των ΗΠΑ. Το πρώτο χρονολογείται κατά την περίοδο 1987-1992 και έχει ως βασικό χαρακτηριστικό τις οριζόντιες Σ&Ε. Η αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών αυξάνεται από 21 δισεκατομμύρια USD το 1985 σε 158 δισεκατομμύρια το 1989, ενώ το 1992 φτάνει τα 90 δισεκατομμύρια. Η θεσμοθέτηση και ο ερχομός του ευρώ ως ενιαίου νομίσματος φαίνεται πως επηρέασε ιδιαίτερα θετικά τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων-εξαγορών στη γηραιά ήπειρο και έφερε στην επιφάνεια το δεύτερο κύμα (1995-2001). Η αξία των συναλλαγών αυξήθηκε σε 1.083 δισεκατομμύρια USD το 2000, προτού να ελαττωθεί σε 462 δισεκατομμύρια το 2001. Παράλληλα, οι διασυνοριακές συναλλαγές κάνουν την εμφάνιση τους, φανερώνοντας μια αυξανόμενη παγκοσμιοποίηση και εξωστρέφεια των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Από το 2004 και μετά εμφανίζεται μια αναζωπύρωση των συγχωνεύσεων-εξαγορών και το 2005 παρουσιάζεται η μεγαλύτερη κινητικότητα των τελευταίων ετών, αφού το ύψος της αξίας των συγχωνεύσεων-εξαγορών αυξάνεται κατά 51%, φτάνοντας τα €800 δις. Βασικότερος λόγος αυτής της ανάκαμψης αποτελούν οι

διασυνοριακές συνενώσεις, οι οποίες υποδηλώνουν την εξωστρέφεια των επιχειρήσεων και επομένως την πρόθεσή τους να επενδύσουν σε άλλες αναπτυσσόμενες χώρες. Το τρίτο, λοιπόν, κύμα φαίνεται να κάνει την εμφάνισή του, με κυρίαρχο κλάδο εκείνον της ενέργειας και με τη Μεγάλη Βρετανία να αποτελεί και πάλι το επίκεντρο διενέργειας των συναλλαγών. Το νέο αυτό κύμα αναζωπυρώνεται από τα φθηνά δάνεια, τις εξασθενημένες προοπτικές ανάπτυξης και τη συνεχιζόμενη δυναμική των αναδυόμενων οικονομιών.

Το τρίτο κύμα συγχωνεύσεων-εξαγορών στην Ευρώπη συνεχίζεται μέχρι και σήμερα. Με την παγκοσμιοποίηση και την απελευθέρωση του διεθνούς εμπορίου, όλο και περισσότερες επιχειρήσεις προβαίνουν σε ενέργειες συγχωνεύσεων και εξαγορών, προκειμένου να αυξήσουν το μερίδιό τους στην αγορά, να ισχυροποιήσουν τη θέση τους αλλά και να εκμεταλλευτούν τα πλεονεκτήματα που προσφέρει μια τέτοια ενέργεια. Όπως εύκολα γίνεται αντιληπτό και από το Γράφημα 3.2, οι Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν στην Ευρώπη, έφτασαν στο ζενίθ τους το 2007 και σε αριθμό αλλά και σε αξία, ενώ στη συνέχεια η πτώση ήταν αναμενόμενη λόγω της οικονομικής κρίσης που ξέσπασε το 2009. Πλέον, η Ευρώπη έχει επιστρέψει στο προσκήνιο ως ελκυστικός προορισμός για συμφωνίες. Κατά το α' εξάμηνο του 2017, ολοκληρώθηκαν στην περιοχή συμφωνίες αξίας 339 δις δολαρίων, σημειώνοντας αύξηση 21% σε ετήσια βάση και ξεπερνώντας αισθητά τα επίπεδα που καταγράφηκαν τα χρόνια της κορύφωσης της κρίσης στην Ευρωζώνη.

Γράφημα 3.8 : Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ευρώπη 1985-2017



Πηγή: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

3.3. Το φαινόμενο των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αντιμετώπιζαν σημαντικά διαρθρωτικά εμπόδια κατά το παρελθόν. Εμπόδια, όπως ο μικρός αριθμός εταιριών που ήταν εισηγμένες στο ΧΑΑ, η ισχυρή παρουσία κρατικής ιδιοκτησίας, η οικογενειακή δομή των επιχειρήσεων, τα περιορισμένα όρια της εγχώριας αγοράς, η έλλειψη θεσμικού πλαισίου καθώς και η πολυπλοκότητα του φορολογικού συστήματος, κρατούσαν το φαινόμενο των συνενώσεων στην αφάνεια. Με τη δημιουργία της ενιαίας αγοράς το 1992, που σήκωσε ένα κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ευρώπη, η ελληνική οικονομία δέχεται σημαντική επιρροή. Επόμενο βήμα είναι η θέσπιση ενός νέου, ξεκάθਾਰου θεσμικού πλαισίου, το οποίο οδηγεί στην απελευθέρωση των αγορών και στην πιο αποτελεσματική τους λειτουργία. Έτσι, μέσα σε μία δεκαετία, περίπου το 9% του ενεργητικού της ελληνικής βιομηχανίας γίνεται αντικείμενο συγχωνεύσεων και εξαγορών, ενώ στους κλάδους τροφίμων, ποτών, πλαστικών και μη μεταλλικών ορυκτών το ποσοστό αυτό φτάνει το 20%. Παρεμφερή ποσοστά φαίνεται να σημειώνονται και σε κλάδους υπηρεσιών. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, οι επενδύσεις ξένων επιχειρήσεων στην Ελλάδα, γίνονται μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, η σχεδιασμένη οικονομική ενοποίηση των χωρών της τότε ΕΟΚ και το επακόλουθο άνοιγμα των αγορών, αναγκάζει τις μέχρι τότε έντονα οικογενειακές και προσωποπαγείς μικρές επιχειρήσεις να προσχωρήσουν σε συμμαχίες, ώστε να ισχυροποιήσουν τη θέση τους σε τοπικό αλλά και διεθνές επίπεδο. Αυτή είναι και η πρώτη αξιόλογη εμφάνιση των συγχωνεύσεων-εξαγορών στον ελληνικό χώρο. Με την άνθιση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς το 1998-1999, παρατηρείται το πρώτο μεγάλο «κύμα εξαγορών», οπότε δίνεται στις ελληνικές επιχειρήσεις η δυνατότητα για άντληση επενδυτικών κεφαλαίων, με απώτερο στόχο τις συγχωνεύσεις και εξαγορές σε εσωτερικό και εξωτερικό, οι οποίες φαίνεται ότι φτάνουν στο 17% περίπου του ΑΕΠ.

Το κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα αξιολογείται ως χαμηλής αξίας, αναφορικά με τον αριθμό των δραστηριοτήτων που έλαβαν χώρα. Τα τελευταία χρόνια, όμως, παρατηρείται σημαντική όξυνση του φαινομένου, με εξαίρεση μια μικρή

κάμψη, που προκλήθηκε με τη φούσκα του χρηματιστηρίου. Η κατακερματισμένη ελληνική αγορά από το μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων, δίνει τη θέση της σταδιακά σε μια πιο ανταγωνιστική αγορά με ολοένα και περισσότερους ομίλους και μεγάλους οργανισμούς. Σταδιακά, η δράση των ελληνικών επιχειρήσεων ξεφεύγει από τα εθνικά σύνορα και επεκτείνεται και στο εξωτερικό. Η επιρροή από το εξωτερικό δεν αργεί να έρθει και έτσι, η στρατηγική της «επιθετικής εξαγοράς» κάνει την εμφάνισή της, ένα φαινόμενο ευρέως γνωστό κυρίως στις ΗΠΑ και τις υπόλοιπες χώρες του δυτικού κόσμου, έτοιμο να αλλάξει τον ελληνικό επιχειρηματικό χάρτη (Γεωργιάδης, 1999).

Η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων-εξαγορών στην Ελλάδα παρουσιάζει ιδιαίτερα ανοδική τάση κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών. Σύμφωνα με μελέτη της PwC¹⁹ «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις επιχειρήσεων στην Ελλάδα το 2016», κατά τη διάρκεια του έτους πραγματοποιήθηκαν 38 εξαγορές και συγχωνεύσεις αξίας 4,4 δις ευρώ, περίπου τριπλάσιες σε σχέση με το 2015. Σε αντίθεση, όμως με το 2016, ήρθε το 2017, το οποίο χαρακτηρίστηκε ως χρονιά χαμηλής επενδυτικής δραστηριότητας, αφού σύμφωνα με τον ίδιο φορέα, πραγματοποιήθηκαν 36 συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών, συνολικού ύψους μόλις 1,6 δις ευρώ. Η ελληνική αγορά βρίσκεται ακόμη σε φάση εσωτερικής αναδιάταξης των εταιρικών της δυνάμεων και αναμένονται σημαντικές εξελίξεις. Σε κάθε επιχειρηματικής φύσεως δραστηριότητα ενέχεται ένας "κίνδυνος" και μια "ευκαιρία", συνήθως για τον αδύνατο και τον ισχυρό αντιστοίχως. Οι εξελίξεις, οι στρατηγικές, οι αποφάσεις, οι αναδιαρθρώσεις και ο χρόνος είναι που θα καθορίσουν το αποτέλεσμα.

Πίνακας 3.3 : Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα (2014-2017)

Συγχωνεύσεις και Εξαγορές	2014	2015	2016	2017
Αριθμός συναλλαγών	22	28	33	31
Συνολική αξία συναλλαγών (σε δις ευρώ)	1,33	1,77	1,27	1,71

Πηγή: PriceWaterhouseCoopers 2017

¹⁹ Η PricewaterhouseCoopers (PwC) αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες εταιρίες παροχής υπηρεσιών λογιστικής, τήρησης βιβλίων και ελέγχου φορολογικών συμβουλών. Συγκροτήθηκε το 1998, έπειτα από τη συγχώνευση της Price Waterhouse και Coopers & Lybrand, οι οποίες είχαν την έδρα τους στο Λονδίνο.

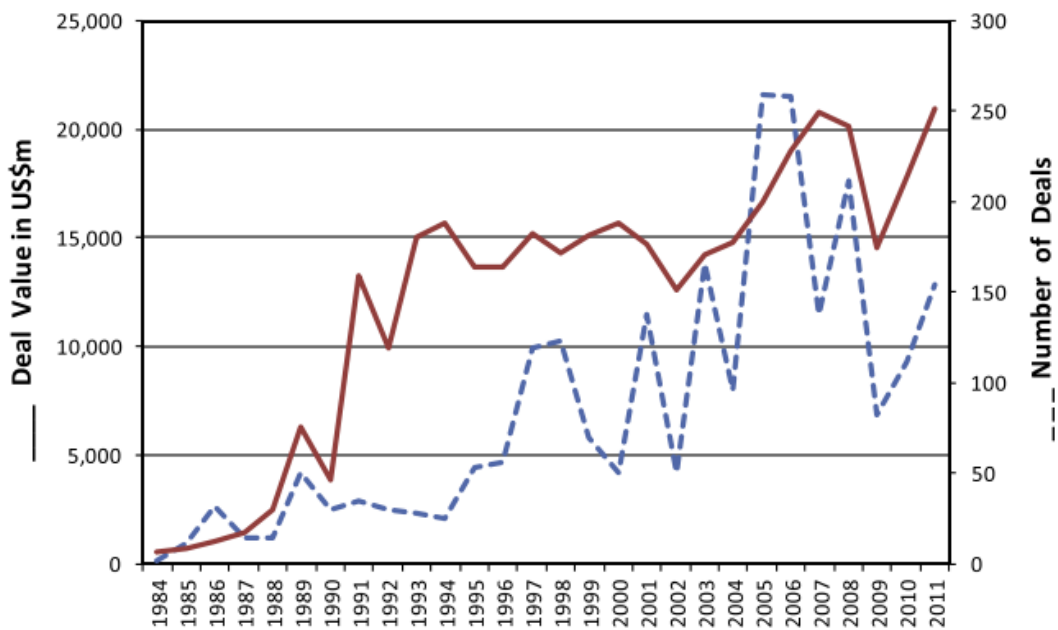
4. Κεφάλαιο

Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στο ναυτιλιακό κλάδο

4.1. Βιβλιογραφική ανασκόπηση και λόγοι πραγματοποίησης των συγχωνεύσεων-εξαγορών στη ναυτιλιακή βιομηχανία

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν επενδυτικές αποφάσεις, με τη βοήθεια των οποίων αναμένεται αύξηση των εισροών που προέρχονται από τη συνένωση των επιχειρήσεων και αποτελούν μέρος ενός μακροπρόθεσμου στρατηγικού σχεδίου των εταιριών, με απώτερο σκοπό την αύξηση των κερδών. Τέτοιου είδους πρακτικές ήταν αδύνατο να αφήσουν ανεπηρέαστη τη ναυτιλιακή βιομηχανία.

Γράφημα 4.9: Παγκόσμια δραστηριότητα σε συγχωνεύσεις και εξαγορές στο ναυτιλιακό κλάδο, κατά την περίοδο 1984-2011.



Πηγή : Securities Data Corporation (SDC), Thomson-Reuters

Μεγάλος αριθμός συγγραφέων ασχολήθηκε με τους λόγους που ωθούν τις ναυτιλιακές εταιρίες στο να προβούν σε συγχωνεύσεις-εξαγορές. Οι Copeland and Weston (1988) υπογραμμίζουν πέντε βασικούς λόγους για την πραγματοποίηση εταιρικών συνενώσεων: την αύξηση της αποδοτικότητας, την προνομιακή πληροφόρηση, την εξασφάλιση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς, τη μειωμένη φορολογία και τα προβλήματα της ταύτισης συμφερόντων ανάμεσα σε μετόχους και διοικητικά στελέχη. Οι Berkovitch and Narayanan (1993) εισάγουν σαν κίνητρα τη δημιουργία συνεργίας μεταξύ εταιριών και την αντικατάσταση αναποτελεσματικής διοίκησης.

Οι Midoro & Pitto (2000) θεωρούν ότι οι συμμαχίες στον τομέα της ναυτιλίας είναι ανεπαρκείς και σε μεγάλο βαθμό υπονομεύουν τη σταθερότητά τους. Αιτία, σύμφωνα πάντα με τους ίδιους, είναι η μεγάλη πολυπλοκότητα του ναυτιλιακού κλάδου καθώς και ο ανταγωνισμός που δημιουργείται μέσα από τη συγχώνευση-εξαγορά. Τρία χρόνια αργότερα, έπειτα από περαιτέρω έρευνα και ανάλυση επί του θέματος, συμπέραναν τελικά ότι οι συγχωνεύσεις-εξαγορές δεν είναι λειτουργικές λόγω της αστάθειας που προκαλείται και των προβλημάτων με την κατανομή των αρμοδιοτήτων και καταλήγουν, χαρακτηρίζοντας ως μη έμπιστες τις συγχωνεύσεις-εξαγορές ως τρόπο ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Ο Brooks (2000), μετά από λεπτομερείς μελέτες στη ναυτιλιακή βιομηχανία, συμπεραίνει ότι οι συγχωνεύσεις-εξαγορές επιφέρουν πολλά θετικά αποτελέσματα, καθώς η ομαδική εργασία υπερνικά την «ατομική» δουλειά. Επίσης, δημιουργούνται διοικητικά συμφέροντα για τα στελέχη των επιχειρήσεων και αυξάνεται το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα. Οι Heaven et al. (2000) μελέτησαν το ζήτημα από την οπτική γωνία των αλληλεπιδράσεων μεταξύ των ναυτιλιακών εταιριών με τα λιμάνια, τις εταιρίες φορτοεκφορτώσεων και εσωτερικών μεταφορών. Αυτό που συμπεραίνουν είναι ότι, μέσω των συγχωνεύσεων-εξαγορών, οι επιχειρήσεις μεγιστοποιούν τα κέρδη τους, αυξάνουν το μερίδιο αγοράς τους και αποκτούν σημαντικό έλεγχο στην εφοδιαστική αλυσίδα.

Ο νέος αιώνας ξεκίνησε με ένα μεγάλο κατάλογο παραγγελιών για νέα πλοία, λόγω της ολοένα και μεγαλύτερης ζήτησης για θαλάσσιες υπηρεσίες. Οι υψηλοί ναύλοι έδωσαν οικονομική ευημερία στους πλοιοκτήτες αλλά και την δυνατότητα να επεκτείνουν τις επιχειρήσεις τους μέσω των συγχωνεύσεων-εξαγορών (Schiereck, 2010). Μολονότι τα πλοία μεγάλου μεγέθους συμβάλουν στη δημιουργία οικονομιών κλίμακας και ως εκ τούτου στη μείωση του κόστους, απαιτούν επενδύσεις μεγάλων

κεφαλαίων. Αυτό οδηγεί σε μεγαλύτερη απαίτηση για καλύτερη απόδοση, αφού τα πάγια έξοδα, το κόστος των καυσίμων και των διοικητικών εξόδων, πιέζουν τις ναυτιλιακές για επίτευξη του στόχου τους. Σε αντιπαράθεση με αυτό βρίσκονται οι ακανόνιστες ταμειακές ροές, η πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα σε περιόδους ύφεσης, αλλά και τα προβλήματα που σχετίζονται με τον έλεγχο της ικανότητας των μεγάλων πλοίων. Για όλους αυτούς τους λόγους, διάφορες ναυτιλιακές εταιρίες έχουν οδηγηθεί στην ενδυνάμωση της ανταγωνιστικής τους θέσης, προχωρώντας σε συγχωνεύσεις-εξαγορές με άλλες ναυτιλιακές. Στους πίνακες 4.1 και 4.2 φαίνεται η διαφορά στις κορυφαίες ναυτιλιακές του σήμερα σε σύγκριση με περίπου είκοσι χρόνια πριν, τεκμηριώνοντας την άποψη ότι το φαινόμενο των Σ&Ε είναι πλέον πολύ προσφιλές ανάμεσα στις ναυτιλιακές εταιρίες. Οι πολλές συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι οποίες έλαβαν χώρα τα τελευταία χρόνια στον κλάδο της ναυτιλίας, άρχισαν να επηρεάζουν και άλλους τομείς της ναυτιλιακής βιομηχανίας, όπως λιμενικές βιομηχανίες και επιχειρήσεις εφοδιαστικής αλυσίδας, διαμορφώνοντας μια διαφορετική κουλτούρα (Merikas, 2011).

Πίνακας 4.4 : Οι κορυφαίες ναυτιλιακές το 2000 σε TEU και % μερίδιο αγοράς

Maersk-SL + Safmarine	13%	682 411
Evergreen Group	6%	317 940
P & O Nedlloyd	6%	301 686
Hanjin / DSR-Senator	5%	246 397
Mediterranean Shg Co	5%	229 074
APL	4%	213 790
COSCO Container Lines	4%	210 289
NYK	3%	170 907
CP Ships Group	3%	148 745
CMA-CGM Group	3%	141 652
Mitsui-OSK Lines	3%	137 379
Zim	3%	135 199
K Line	2%	124 655
OOCL	2%	120 096
Hyundai	2%	109 303
Hapag-Lloyd Group	2%	108 156
CSAV Group	2%	105 035
China Shg Group	2%	103 876
Yang Ming Line	2%	103 358
Hamburg-Süd Group	2%	76 614
Pacific Int'l Lines	1%	69 814
UASC	1%	69 805
Wan Hai Lines	1%	68 686
Delmas Group	1%	56 694
Cho Yang Line	1%	48 265

Πίνακας 4.5 : Οι κορυφαίες ναυτιλιακές το 2017 σε TEU και % μερίδιο αγοράς

APM-Maersk	17%	3 286 679
Mediterranean Shg Co	15%	2 946 400
CMA CGM Group	11%	2 135 597
COSCO Shipping Co Ltd	9%	1 661 249
Evergreen Line	5%	983 233
Hapag-Lloyd	5%	980 509
Yang Ming Marine Transport Corp.	3%	582 811
Hamburg Süd Group	3%	578 974
OOCL	3%	570 823
UASC	3%	520 254
NYK Line	3%	510 173
MOL	3%	508 439
Hyundai M.M.	2%	466 939
K Line	2%	368 316
PIL (Pacific Int. Line)	2%	355 765
Zim	2%	299 445
Wan Hai Lines	1%	222 848
X-Press Feeders Group	1%	138 881
KMTC	1%	117 316
IRISL Group	1%	96 875
SITC	0%	94 444
Arkas Line / EMES	0%	73 090
Simatech	0%	68 527
Quanzhou An Sheng Shg Co	0%	67 028
TS Lines	0%	66 984

Πηγή : Alphaliner

4.2. Κίνητρα και Πλεονεκτήματα των συγχωνεύσεων-εξαγορών ναυτιλιακών εταιριών

Θα μπορούσαμε συνοπτικά να διακρίνουμε τρεις κατηγορίες για την κατανομή των κινήτρων που οδηγούν τις ναυτιλιακές εταιρίες να προβούν σε συγχώνευση ή εξαγορά. Αρχικά, στην πρώτη κατηγορία περιλαμβάνονται τα οικονομικά κίνητρα (economic motives), που είναι η συνεργία και η ελάττωση του κόστους και της φορολογικής επιβάρυνσης. Η δεύτερη κατηγορία είναι τα στρατηγικά κίνητρα (strategic motives) και περιλαμβάνει την ανάπτυξη, την εξασφάλιση πόρων, την αύξηση του μεριδίου αγοράς, τη μείωση του κινδύνου και την απόκτηση νέας τεχνολογίας. Τα προσωπικά ή διοικητικά κίνητρα (personal or managerial motives) διαμορφώνουν την τρίτη κατηγορία, στην οποία εντάσσονται το πρόβλημα αντιπροσώπευσης, η αλαζονεία των διευθυντικών στελεχών και η προνομιακή πληροφόρηση (Andrade et al., 2001).

4.2.1. Οικονομικά Κίνητρα

Στα οικονομικά κίνητρα εντάσσεται η θεωρία της μεγιστοποίησης των κερδών της επιχείρησης και του πλούτου των μετοχών. Αυτή η υπόθεση στηρίζεται στην νεοκλασική προσέγγιση (Μαντζάρης και Παζάρσκης, 2010), σύμφωνα με την οποία οι επιχειρήσεις για να καταφέρουν να επιβιώσουν σε ένα άκρως ανταγωνιστικό περιβάλλον, θέτουν στόχους για μεγιστοποίηση των κερδών τους, που μεταφράζεται σε μεγιστοποίηση του αριθμού των μετοχών τους. Έτσι, με βάση αυτή τη θεωρία, οι εταιρίες θεωρούν τη συγχώνευση-εξαγορά ως ένα επενδυτικό σχέδιο, στο οποίο θα προβούν αν η καθαρά παρούσα αξία μεγιστοποιεί τον πλούτο των μετοχών (Halpern, 1983).

Η επίτευξη της μέγιστης κερδοφορίας μπορεί να επέλθει, είτε μέσω αύξησης της αποτελεσματικότητας της επιχείρησης και άρα μέσω της μείωσης του κόστους, είτε μέσω αύξησης της δύναμής της στην αγορά. Στην πρώτη περίπτωση, η εταιρία επιλέγει να εκμεταλλευτεί τις ωφέλειες της σύστασης συνεργιών (χρηματοοικονομικές, λειτουργικές, διοικητικές) και ανάλογα με το ποιος είναι ο χαρακτήρας της

συγχώνευσης-εξαγοράς, αν είναι δηλαδή κάθετη/οριζόντια/συσχετισμένη/ασυσχετίστη και με βάση τα προτερήματα που παρουσιάζει η εταιρία στόχος, προκύπτει και το σχετικό είδος συνεργίας. Όσον αφορά τη δεύτερη περίπτωση, η αγοράστρια εταιρία επιχειρεί την αύξηση των κερδών της, μέσω της απόκτησης όσο το δυνατόν μεγαλύτερου ελέγχου στον κλάδο δραστηριοποίησης της και τη δημιουργία μονοπωλίων, που θα οδηγήσουν τις τιμές των προϊόντων σε υψηλότερα επίπεδα.

Συνεργία

Για τα επιχειρηματικά δεδομένα, ως συνεργία (synergy) ορίζεται η επίτευξη ενός καλύτερου, ανώτερου και πιο κερδοφόρου ενιαίου αποτελέσματος, που προκύπτει από τη συνεργασία δύο τουλάχιστον συμβαλλόμενων μελών. Η συνεργία, φανερώνει κατά κύριο λόγο, τα πλεονεκτήματα που δημιουργούνται από τη σύμπραξη των εταιριών, σε σχέση με τα αποτελέσματα που θα πετύχαιναν αν λειτουργούσαν ανεξάρτητα. Η αξία της επιχειρηματικής συνεργίας μπορεί να αποτυπωθεί και μαθηματικά ως εξής:

$$A_{X\Psi} = A_X + A_\Psi + \text{συνεργία}$$

όπου,

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

∫ A_X = η αξία της επιχείρησης X πριν την Σ&E

∫ A_Ψ = η αξία της επιχείρησης Ψ πριν την Σ&E και

∫ συνεργία = η αξία που προήλθε από τη συνεργία λόγω της Σ&E των επιχειρήσεων X και Ψ.

Για να είναι πετυχημένη η Σ&E, η αξία της συνεργίας πρέπει να είναι τουλάχιστον μεγαλύτερη του μηδενός, αφού οι ωφέλειές της προκύπτουν από αλληλοσυμπληρώσεις και ομοιότητες ανάμεσα στις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις (Hayward and Hambrick, 1997). Η συνεργία μπορεί να κατηγοριοποιηθεί και περαιτέρω, με βάση τις πτυχές της εταιρικής δραστηριότητας, οπότε έχουμε τη χρηματοοικονομική συνεργία (financial synergy), τη λειτουργική συνεργία

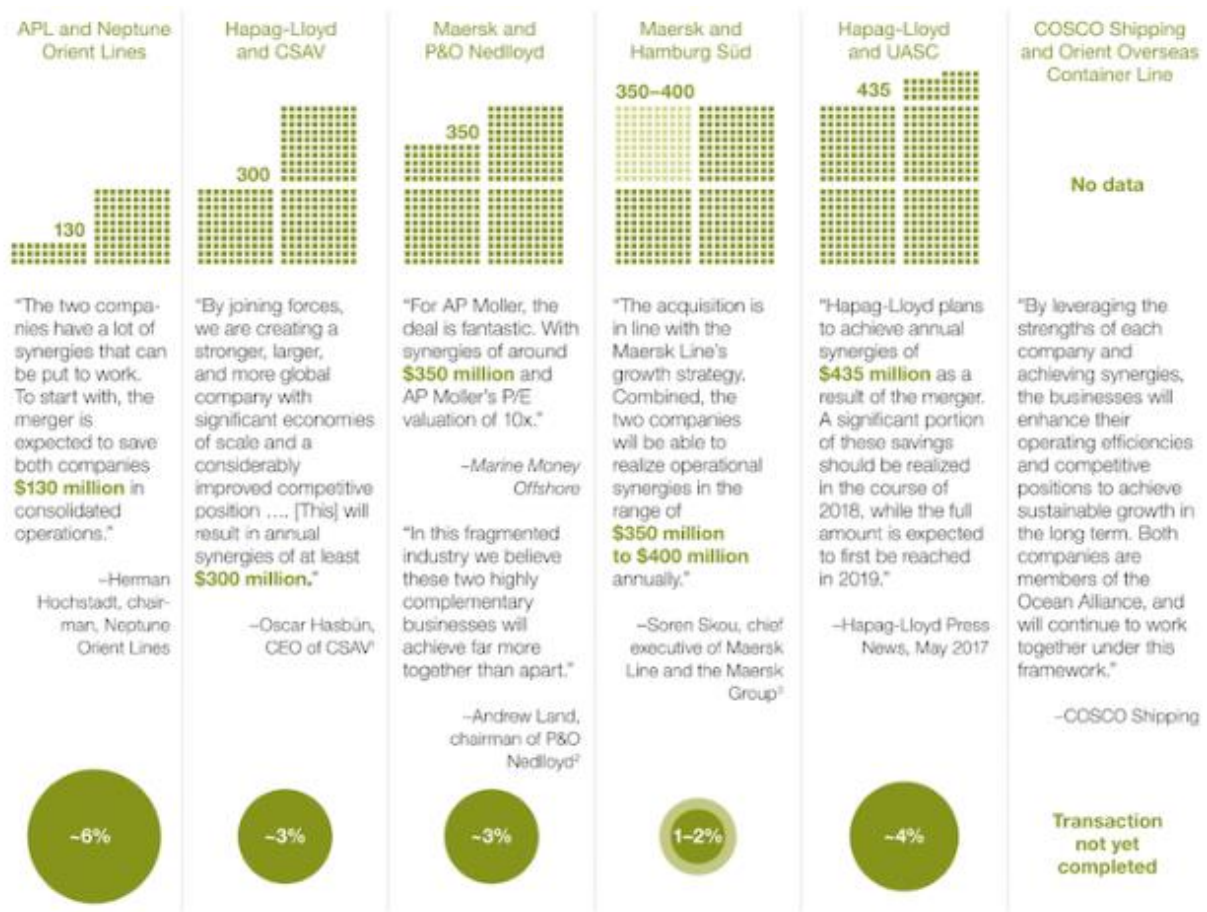
(operational synergy) και τη διοικητική (managerial synergy).

Η επίτευξη καλύτερου οικονομικού αποτελέσματος, εξαιτίας της μείωσης του κόστους κεφαλαίου των εμπλεκόμενων εταιριών, λόγω της συγχώνευσης ή εξαγοράς, ορίζεται ως **χρηματοοικονομική συνεργία**. Με δεδομένη πλέον την αυξημένη κεφαλαιακή της βάση, η νέα επιχείρηση μπορεί να διαπραγματεύεται και να πετυχαίνει καλύτερους όρους χρηματοδότησης. Τέτοιου είδους συνεργίες μπορούν να προκύψουν με διάφορους τρόπους (Τραύλος, 1991). Αρχικά, η επίτευξη της μείωσης του κεφαλαιακού κόστους, μπορεί να πραγματοποιηθεί με τη μείωση των φορολογικών υποχρεώσεων της νέας επιχείρησης, συγκριτικά με τις φορολογικές υποχρεώσεις των εταιριών πριν από την συγχώνευση-εξαγορά. Ακόμα, η μείωση του κεφαλαιακού κόστους μπορεί να επέλθει και με την αποφυγή βραχυπρόθεσμης δανειοδότησης, αφού η ταυτόχρονη χρήση των χρηματικών ροών (cash flows) των ενοποιημένων επιχειρήσεων, οδηγεί σε κάλυψη χρηματικών αναγκών, ιδιαίτερα αν οι επιχειρήσεις έχουν βραχυπρόθεσμα ταμειακά ελλείμματα και μεγάλη ρευστότητα.

Χρηματοοικονομική συνεργία έχουμε και στην περίπτωση που υπάρχουν οφέλη λόγω φορολογικών απαλλαγών ή αναπροσαρμογής αποσβέσεων. Σε περίπτωση συνένωσης, η αγοράστρια εταιρία αναπροσαρμόζει τη βάση των αποσβέσεων των ενεργητικών στοιχείων της εταιρίας-στόχου στην αγοραία αξία τους, έχοντας ως αποτέλεσμα να μειώνεται η φορολογική επιβάρυνση της νεοσύστατης επιχείρησης, σε σχέση με αυτή των επιχειρήσεων πριν τη συγχώνευση. Η υπεραξία που καταβάλλεται από την εξαγοραζόμενη επιχείρηση υπόκειται σε απόσβεση πολλών ετών, ελαττώνοντας έτσι το ποσό της ετήσιας φορολογικής επιβάρυνσης της καινούριας εταιρίας. Κάτι τέτοιο φυσικά εξαρτάται από την εκάστοτε νομοθεσία της χώρας όπου γίνεται η συγχώνευση.

Από την άλλη μεριά, **διοικητική συνεργία** νοείται η συνεργία που δημιουργείται από την από την πιο αποτελεσματική διοίκηση μιας επιχείρησης, που είναι αποτέλεσμα συνένωσης άλλων επιχειρήσεων και που δεν θα μπορούσε να προκύψει χωρίς την συγχώνευση ή εξαγορά των επιχειρήσεων.

Σχήμα 4.1 : Χρηματοοικονομικές συνεργίες ναυτιλιακών σε εκατομμύρια \$



¹Hapag-Lloyd press release, May 23, 2017.

²American Shipper, June 2005.

³Reuters conference call. Estimates based on 2016 full-year results, assuming Hamburg Süd revenue and cost breakeven.

Πηγή : Company annual reports, McKinsey analysis

Λειτουργική συνεργία καλείται η μείωση του κόστους, που οφείλεται στο συνδυασμό των λειτουργιών των δύο ή περισσότερων ναυτιλιακών, που οδηγούνται στη συγχώνευση-εξαγορά. Η μείωση αυτή μπορεί να επέλθει, είτε με οικονομίες κλίμακας (economies of scale), είτε με οικονομίες εύρους (economies of scope). Οι οικονομίες κλίμακας αφορούν την αύξηση της παραγόμενης ποσότητας με το ίδιο κόστος παραγωγής, αφού τα σταθερά έξοδα ανά μονάδα προϊόντος, κατανέμονται σε πιο μεγάλο όγκο μονάδων παραγωγής και άρα εξασφαλίζεται ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Ως πηγές οικονομιών κλίμακας αναφέρουμε την εξειδίκευση εργασίας, την τεχνογνωσία χρήσης κατάλληλου σχεδίου μάρκετινγκ, κ.α. και μπορούν να επιτευχθούν στην περίπτωση των οριζόντιων συγχωνεύσεων-εξαγορών. Οι οικονομίες εύρους αναφέρονται στην αύξηση του κύκλου εργασιών και στην προώθηση προς

πώληση στην αγορά νέων προϊόντων ή υπηρεσιών, που δεν θα μπορούσαν να πραγματοποιηθούν χωρίς τη συγχώνευση ή εξαγορά, σαν αποτέλεσμα της διασταύρωσης των πωλήσεων (Panzar and Willig, 1981). Ακόμα, λειτουργικές συνεργίες στην κατεύθυνση της μείωσης του κόστους προκύπτουν και σε κάθετες συγχωνεύσεις, με γνώμονα τη θέση της επιχείρησης, όπως αυτή διαμορφώνεται από τις πέντε δυνάμεις του Porter.

4.2.2. Στρατηγικά Κίνητρα

Η διοίκηση μιας εταιρίας, προκειμένου να αποκτήσει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και να ενισχύσει τη θέση της στην αγορά, επιλέγει το σχηματισμό μιας καινούριας επιχειρηματικής οντότητας μέσω Σ&Ε. Κατά τον Porter (1985), η απόφαση αυτή αποτελεί κομμάτι της εταιρικής στρατηγικής της εταιρίας και θα πρέπει να συμφωνεί με τις επιμέρους στρατηγικές της.

Ανάπτυξη

Ένα από τα πιο διαδεδομένα κίνητρα των συγχωνεύσεων-εξαγορών είναι η προσδοκία για ανάπτυξη μιας επιχείρησης. Η ανάπτυξη ως γενική έννοια συναντάται στους Kummer & Steger (2008), που θεωρούν ότι όταν η εσωτερική ανάπτυξη ενός οργανισμού δεν μπορεί πλέον να μετουσιωθεί σε υλική υπόσταση ή όταν δεν υπάρχουν πλέον προοπτικές ανάπτυξης, τότε οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν μονόδρομο. Ο DePamphilis (2010) πληροφορεί ότι η ανάπτυξη είναι επικεντρωμένη στο να επιταχύνει την αύξηση των ενοποιημένων εσόδων, των κερδών, και των χρηματοοικονομικών ροών και έτσι, δημιουργούνται μεγάλοι πολυσχιδείς επιχειρηματικοί όμιλοι, οι οποίοι είναι ικανοί να ανταποκριθούν σε νέες μελλοντικές εξαγορές και συγχωνεύσεις. Με αυτόν τον τρόπο, οι επιχειρήσεις ανταποκρίνονται στις συνεχώς αυξανόμενες συνθήκες ανταγωνισμού, ενώ παράλληλα, είναι σε θέση να διαχειριστούν καταστάσεις ανεπιθύμητων προτάσεων συνεργασίας/επιθετικής εξαγοράς (από άλλη επιχείρηση ανταγωνιστή).

Αύξηση Δυναμικής της επιχείρησης στην αγορά

Μια επιχείρηση που έχει μεγάλο μερίδιο αγοράς δημιουργεί καταστάσεις

μονοπωλίου στο ναυτιλιακό κλάδο, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται φραγμοί σε δυνητικούς ανταγωνιστές. Η συγχώνευση-εξαγορά είναι καλός τρόπος που δίνει τη δυνατότητα στη νέα επιχείρηση να επεκταθεί δυναμικά στον κλάδο και να αυξήσει τη δύναμή της σε σχέση με τους προμηθευτές, τους πελάτες και τους ανταγωνιστές. Στον ναυτιλιακό κλάδο, η ύπαρξη πλεονάζουσας παραγωγικής ικανότητας οδηγεί ιδιαίτερα σε μια αύξηση του αριθμού των συγχωνεύσεων και εξαγορών, διότι αυτό δίνει τη δυνατότητα στις εταιρίες να αποκτήσουν πλήρη έλεγχο των πόρων των εταιρειών-στόχων και να προβούν σε αυστηρές αναδιαρθρώσεις που απαιτούνται για την απόκτηση της επιθυμητής απόδοσης (Das, 2011).

Απόκτηση προηγμένης τεχνολογίας

Αιτία μιας συγχώνευσης-εξαγοράς θεωρείται σε ορισμένες περιπτώσεις και η αναβάθμιση της τεχνολογίας. Η μετάδοση τεχνογνωσίας από μια τεχνολογικά πιο αναπτυγμένη επιχείρηση σε μια λιγότερο πραγματοποιείται μέσα από ενοποιήσεις επιχειρήσεων. Ναυτιλιακές μικρού μεγέθους, λόγω της άμεσης επαφής μεταξύ των διοικητικών στελεχών αναπτύσσουν ένα «ομαδικό κεφάλαιο» σημαντικής δυναμικής, το οποίο η μεγάλη επιχείρηση, λόγω του μεγέθους της δεν μπορεί να το επιτύχει (λειτουργεί σε αυτήν την περίπτωση, το μεγάλο μέγεθος, ως αντικίνητρο για την ανάπτυξη ομαδικού πνεύματος εργασίας).

Μείωση κινδύνου

Η επίτευξη του μέγιστου δυνατού κέρδους για μια επιχείρηση είναι εφικτή μέσω της μείωσης του κινδύνου (risk reduction theory). Θεωρώντας μια πράξη συγχωνεύσεων και εξαγορών ως μια επενδυτική απόφαση, υπάρχει σαφώς και ο αντίστοιχος κίνδυνος, ο οποίος μπορεί να διακριθεί στον γενικό ή αγοραίο ή συστηματικό κίνδυνο (market risk), στον ειδικό ή επιχειρησιακό ή μη συστηματικό κίνδυνο (business risk) και στον χρηματοοικονομικό κίνδυνο (financial risk). Ο συστηματικός κίνδυνος αφορά τον κίνδυνο που ταλανίζει όλες τις επιχειρήσεις γενικά κατά τη λειτουργία τους, ενώ συμπεριλαμβάνει και κατηγορίες κινδύνου, όπως τον κίνδυνο μιας ενδεχόμενης οικονομικής ύφεσης κ.ά. Ο μη συστηματικός κίνδυνος, είναι ο κίνδυνος που συνδέεται με τις δραστηριότητες που έχουν να κάνουν με τη λειτουργία μιας επιχείρησης και εξαρτάται από παράγοντες, όπως η μεταβλητότητα της ζήτησης, η μεταβλητότητα της τιμής πώλησης προϊόντων ή υπηρεσιών, κ.ά. Με άλλα λόγια,

αντικατοπτρίζει την πιθανότητα ζημίας και τη μεταβλητότητα των αποδόσεων που απορρέουν από τη χρήση των κεφαλαίων της επιχείρησης στο παραγωγικό κύκλωμά της. Ορισμένοι υποστηρίζουν ότι μέσω των συγχωνεύσεων-εξαγορών, είναι δυνατό ο κίνδυνος αυτός να μειωθεί και η λύση είναι η διαφοροποίηση της επιχείρησης με είσοδο και σε άλλες αγορές προϊόντων. Τέλος, όπως φανερώνει και το όνομά του, ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος που απορρέει μόνο από την χρησιμοποίηση πηγών κεφαλαίων από μια επιχείρηση κατά τη λειτουργία της και που συνεπάγεται σταθερά έξοδα. Τέτοιες πηγές κεφαλαίου είναι ο τραπεζικός δανεισμός, ο δανεισμός μέσω έκδοσης ομολογιών και η έκδοση προνομιούχων μετοχών. Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος είναι η πιθανότητα της ζημίας και της μεταβλητότητας της απόδοσης των μετοχών της επιχείρησης που προκαλείται καθαρά και μόνο από το κόστος άντλησης κεφαλαίων της επιχείρησης.

Θεωρία παιγνίων

Σύμφωνα με τη game theory, «όταν όλοι εκείνοι που λαμβάνουν τις αποφάσεις δρουν ορθολογικά, καθένας από αυτούς προσπαθεί να προβλέψει τις αντιδράσεις των υπολοίπων» (Besancon, 2000). Με πιο απλά λόγια, κάποιες επιχειρήσεις παρατηρώντας τις κινήσεις των συγχωνεύσεων-εξαγορών των ανταγωνιστών τους, τείνουν να οδηγηθούν σε παρόμοιες επιχειρηματικές ενέργειες, κάτι που εξηγεί και τη συγκέντρωση πολλών Σ&Ε στο ναυτιλιακό κλάδο.

4.2.3. Προσωπικά/Διοικητικά Κίνητρα

Τα διοικητικά κίνητρα ή αλλιώς οι διοικητικές θεωρίες, αποτελούν τον τρόπο για να ερμηνευτούν περιστατικά συγχωνεύσεων και εξαγορών που δεν συνδέονται άμεσα με τη μεγιστοποίηση των κερδών μιας επιχείρησης, αλλά προσπαθούν να ερμηνεύσουν μια συνένωση υπό το πρίσμα της αύξησης του μεγέθους της επιχείρησης (Κυριαζής, 2007). Από τους κύριους υποστηρικτές της θεωρίας αυτής υπήρξε ο Mueller (1969), που καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι μισθοί των διοικητικών στελεχών και οι επιβραβεύσεις που λαμβάνουν υπό τη μορφή των bonus, συνδέονται περισσότερο με το μέγεθος ή τις αλλαγές στο μέγεθος μιας επιχείρησης, παρά με τα κέρδη που

πετυχαίνει. Αυτές οι θεωρίες ελλοχεύουν αλαζονεία και υπερβάλλουσα υπερηφάνεια, γνωστές και με τους όρους «empire building» ή «megalomania», καθώς ένα στέλεχος είναι πιθανό να θεωρεί την αύξηση του μεγέθους της επιχείρησής του, ως μέσο για να αποτυπώνεται η διοικητική κυριαρχία του.

Πρόβλημα αντιπροσώπευσης (Agency problem)

Σύμφωνα με τους Jensen & Meckling (1976) και τους Fama & Jensen (1983), στους σύγχρονους επιχειρηματικούς οργανισμούς, υπάρχουν δύο ομάδες ανθρώπων με διαφορετικά οικονομικά συμφέροντα. Υπάρχει, δηλαδή διάκριση μεταξύ των ιδιοκτητών-μετόχων (principal) και των εκπροσώπων-εργαζόμενων (agent). Η σύγκρουση αυτή είναι γνωστή και ως "principal-agent problem". Οι αποφάσεις που καθορίζουν την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης λαμβάνονται από τους εκπροσώπους (managers ή agents) και πολλές φορές τα κίνητρα τους είναι η μεγιστοποίηση του προσωπικού τους πλούτου, κι όχι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης και κατ' επέκταση των αποδόσεων των μετοχών της. Στόχος τους είναι να αυξήσουν το μέγεθος της επιχείρησης, ώστε να αυξήσουν τα κέρδη της, και έτσι να αυξήσουν και οι ίδιοι τους μισθούς τους, τα διάφορα προνόμια που απολαμβάνουν και το κύρος τους εις βάρος της κερδοφορίας της επιχείρησης. Ο πιο γρήγορος τρόπος να επιτευχθεί η μεγέθυνση αυτή της επιχείρησης δεν είναι άλλος παρά μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών, όπως ισχυρίστηκε και ο Mueller (1980).

Αλαζονεία διοικητικών στελεχών (Hubris hypothesis)

Η υπόθεση της αλαζονείας των μάνατζερ αναπτύχθηκε πρώτη φορά από τον Roll (1986), σύμφωνα με τον οποίο, οι εκπρόσωποι των αγοραστριών επιχειρήσεων (managers of bidders) και ειδικά αυτών που έχουν στο παρελθόν μια πολύ καλή απόδοση, τείνουν να πληρώνουν υπερβολικό τίμημα για τις εξαγορές των επιχειρήσεων τους, κάνοντας λάθη αποτιμήσεων, εξαιτίας της υπερβολικής αισιοδοξίας, αυτοπεποίθησης και εμπιστοσύνης στις ικανότητες τους. Είναι διατεθειμένοι να καταβάλλουν υψηλό τίμημα προκειμένου να πραγματοποιηθεί συγχώνευση ή εξαγορά, καθώς πιστεύουν πως μπορούν να διοικήσουν εξίσου αποδοτικά και μια μεγάλη επιχείρηση. Παρόλα αυτά, είναι πιθανό ακόμη και αν γνωρίζουν ότι η επένδυση μιας επιχείρησης δεν είναι επικερδής, να επιδιώκουν την πραγματοποίησή της για λόγους κύρους και γοήτρου (Berkovitch and Narayanan, 1993).

Θα ήταν αμέλεια να μην αναφέρουμε τα εξωτερικά αίτια, που ωθούν τις ναυτιλιακές στη σύναψη συγχωνεύσεων-εξαγορών. Πρώτα από όλα, οι μακροοικονομικές συνθήκες, δηλαδή το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον. Ο Mueller (1989), θεωρεί ότι συνήθως κύματα Σ&Ε λαμβάνουν χώρα σε περιόδους ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας. Ακόμα, το νομοθετικό πλαίσιο παίζει πολύ σημαντικό ρόλο στη σύμπραξη εταιριών. Για παράδειγμα, ο αναπτυξιακός νόμος Ν.3299/2004, με τη μείωση της φορολογίας και με την παροχή φορολογικών κινήτρων, σίγουρα αποτελεί και θα αποτελεί κίνητρο για την αύξηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στο μέλλον.

Οι Weston et al. (1990) μίλησαν για κάποια επιπρόσθετα κίνητρα που υφίστανται για την επίτευξη διασυνοριακών εταιρικών συνενώσεων και αξίζει να αναφερθούν. Πρωταρχικό κίνητρο για διασυνοριακές συγχωνεύσεις-εξαγορές είναι η ανάπτυξη και δραστηριοποίηση σε καινούριες αγορές με περισσότερους δυνητικούς πελάτες και σε χώρες με ταχείς ρυθμούς ανάπτυξης. Η πιθανή ύπαρξη αργού ρυθμού ανάπτυξης της εγχώριας οικονομίας, ενθαρρύνει μια εταιρία να στραφεί σε διεθνές περιβάλλον και με την εγκατάστασή της σε άλλη χώρα, σίγουρα δεν γνωρίζει τόσο καλά το επιχειρηματικό τοπίο αλλά ούτε και την εργασιακή κουλτούρα της νέας χώρας εγκατάστασης, πρόβλημα το οποίο λύνεται άμεσα με την κατάλληλη σύμπραξη με άλλη τοπική εταιρία.

Σε κάθε περίπτωση οι συγχωνεύσεις και εξαγορές δείχνουν να ανταποκρίνονται σε μια διαπιστωμένη τάση της αγοράς, με στόχο τη δημιουργία ισχυρών επιχειρήσεων και ομίλων, έτοιμων να ανταπεξέλθουν στις σύγχρονες συνθήκες της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, στο διεθνή ανταγωνισμό και στις διαρκώς εντεινόμενες διεθνείς νομισματικές αναταράξεις και πιέσεις. Επιχειρήσεις ικανές να βελτιώσουν την αξιοποίηση του συνολικού επιχειρησιακού και ανθρώπινου δυναμικού, με στόχο την αποτελεσματική προώθηση νέων προϊόντων, την καλύτερη εξυπηρέτηση του πελάτη και την κεφαλαιακή τους εξυγίανση και ενίσχυση, αξιοποιώντας νέες τεχνολογίες και τεχνογνωσίες, που ευνοούν την αναδιοργάνωση και τη δικτύωση στο διεθνές περιβάλλον.

Τέλος, τα κίνητρα για την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε τρία επίπεδα, με βάση το χρονικό ορίζοντα, το βραχυπρόθεσμο, το μεσοπρόθεσμο και το μακροπρόθεσμο (Ζοπουνίδης και Πασιούρας, 2005), όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 4.6 : Κίνητρα πραγματοποίησης Σ&Ε με βάση το χρονικό ορίζοντα

Βραχυπρόθεσμο	Μεσοπρόθεσμο	Μακροπρόθεσμο
Αύξηση κερδών ανά μετοχή	Αύξηση δανειοληπτικής ικανότητας	Δημιουργία οικονομιών κλίμακας και φάσματος
Μείωση του δείκτη P/E	Μείωση συνολικού δανεισμού και εξόδων	Ενδυνάμωση επιχείρησης
Βελτίωση της ρευστότητας	Βελτίωση Κεφαλαιακών Πηγών	Μείωση ανταγωνισμού στον κλάδο
Φορολογικά Οφέλη		Απόκτηση τεχνολογικής γνώσης Αύξηση παραγωγής ή μεριδίου αγοράς Μείωση χρόνου και κόστους ανάπτυξης νέων προϊόντων Δυνατότητες μεγαλύτερου ρυθμού ανάπτυξης Μείωση ρίσκου και αβεβαιότητας

Πηγή: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

4.3. Οι σημαντικότερες Σ&Ε ναυτιλιακών εταιριών των τελευταίων δέκα ετών

Ο κλάδος των ναυτιλιακών εταιριών βρίσκεται ενώπιον ενός κύκλου συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οι μικρές εταιρίες, για να αποφύγουν την πτώχευση, πρέπει ή να βρεθούν σε νέες στρατηγικές κατευθύνσεις ή να συγχωνευτούν, καθώς ο κλάδος συγκεντρώνεται ολοένα και περισσότερο στους μεγαλύτερους αντιπροσώπους του. Έρευνες φανερώνουν ότι η συγκέντρωση στην κορυφή των τριάντα μεγαλύτερων ναυτιλιακών έχει αλλάξει εντελώς την τελευταία πενταετία, με τις μεγαλύτερες ναυτιλιακές να έχουν τον έλεγχο ολοένα και μεγαλύτερης δυναμικότητας. Το 1996, οι 20 μεγαλύτερες εταιρίες αντιπροσώπευαν λίγο πάνω από το 70% της αγοράς, ενώ το 2016 το ποσοστό αυξήθηκε στο 90%, αφήνοντας ακόμη μικρότερο χώρο για άλλες εταιρίες. Το μερίδιο αγοράς των 10 κορυφαίων εταιριών αυξήθηκε από το 50% στο 70%, ενώ το μερίδιο αγοράς των πέντε μεγαλύτερων αυξήθηκε από 30% σε περισσότερο από 50% κατά την ίδια περίοδο.²⁰

Σημείο καμπής για τις εταιρίες μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων αποτέλεσε η χρεοκοπία της Hanjin Shipping, ένα χρόνο πριν. Τα προβλήματα της Hanjin συντάραξαν τον ναυτιλιακό κλάδο, με τον ίδιο τρόπο που συγκλόνισε η χρεοκοπία της Lehman Brothers τον χρηματοπιστωτικό κλάδο δέκα χρόνια πριν, σύμφωνα με την ανάλυση του Bloomberg (2016). Τα τελευταία τέσσερα χρόνια έχουν πραγματοποιηθεί οκτώ συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών, με την αγορά πρακτικά να χαρακτηρίζεται από εταιρίες δύο ταχυτήτων: τους μεγάλους παίκτες που διατηρούν μια πιο επιθετική στάση στη διεκδίκησή και τις μικρότερες εταιρίες. Αυτή η τάση έχει επιτρέψει ουσιαστικά στις έξι κορυφαίες εταιρίες του κλάδου να ελέγχουν σχεδόν τα δύο τρίτα της παγκόσμιας ναυτιλίας.

Ο δανέζικος κολοσσός Møller-Mærsk ανακοίνωσε την Παρασκευή 1 Δεκεμβρίου 2017 ότι ξεκινά ένα κοινό ταξίδι με την Hamburg Süd, η οποία έχει έντονη παρουσία στη Λατινική Αμερική και συνεργάζεται επίσης στενά με τη Mediterranean Shipping Company. Η τιμή απόκτησης της Hamburg Süd άγγιξε τα € 3,7 δις. Η Harpag-Lloyd έχει ήδη εξαγοράσει δύο ανταγωνίστριές της μεταξύ των οποίων και η United

²⁰ www.naftemporiki.gr

Arab Shipping Company (UASC), ενώ η CMA CGM έχει αποκτήσει τη NOL. Η τρίτη μεγαλύτερη παγκοσμίως ναυτιλιακή εταιρία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων, η γαλλική CMA CGM, με μερίδιο αγοράς 11,8%, βρίσκεται σε διερευνητικές επαφές για πιθανή συγχώνευση με τον γερμανικό της αντίπαλο, την Harpag-Lloyd, 5η στη σχετική κατάταξη, με μερίδιο αγοράς 7,2%. ²¹

Το 2017 κλείνει ακόμα μία συμφωνία-μαμούθ στον κλάδο της ναυτιλίας, η βελγική ναυτιλιακή εταιρία Europan NV ανακοίνωσε την εξαγορά της αμερικανικής Gener8 Maritime, συμφερόντων του Πέτρου Γεωργιόπουλου. Επρόκειτο για μία συμφωνία ύψους 504 εκ. δολάρια, που αλλάζει το χάρτη στην αγορά των τάνκερ, καθώς με την ένωση των δύο εταιριών θα δημιουργηθεί ένας κολοσσός με χρηματιστηριακή αξία 1,8 δις δολάρια. Η Europan θα κατέχει ποσοστό 72% στη νέα εταιρία, ενώ το υπόλοιπο θα ανήκει στη Gener8. Σύμφωνα με τη Deutsche Bank, η συμφωνία θα ενισχύσει την ακαθάριστη αξία ενεργητικού της Europan κατά 75%, σε περίπου 4 δις δολάρια και θα αυξήσει την καθαρή αξία ενεργητικού της κατά 30% σε πάνω από 2 δις δολάρια.

Σχήμα 4.2 : Η γεωγραφία των Σ&Ε στη ναυτιλιακή βιομηχανία



Πηγή : <https://mononews.gr>

²¹ www.reuters.com

Η μεγαλύτερη εταιρία μεταφοράς κοντέινερ της Ασίας, η COSCO, με πολύ έντονη παρουσία πλέον και στο λιμάνι του Πειραιά, ανακοίνωσε τον Ιούλιο του 2017 την πρόθεσή της να εξαγοράσει έναντι 6 δις δολαρίων την αντίπαλό της Chinese Orient Overseas Container Line (OOCL). Μια κίνηση μαμούθ θα λέγαμε, που αν γίνει αποδεκτή, η COSCO θα μετατραπεί στην τρίτη μεγαλύτερη ναυτιλιακή εταιρία τακτικών γραμμών μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων σε ολόκληρο τον κόσμο.²² Η Ελλάδα αποτελεί σημαντικό μέρος της πρωτοβουλίας μέσω της δραστηριοποίησης της COSCO στο λιμάνι του Πειραιά. Η κινεζική εταιρία κατέχει το 51% του Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς και θα αυξήσει το ποσοστό της στο 67% τα επόμενα χρόνια. Η COSCO θα δημιουργήσει σημαντικές οικονομίες κλίμακας που είναι αναγκαίες σε ένα άκρως ανταγωνιστικό κλάδο όπου οι μεγάλοι γίνονται μεγαλύτεροι μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων.²³

²² www.naftikachronika.gr

²³ www.portcity.gr

4.4. Οι επιπτώσεις των συγχωνεύσεων-εξαγορών των ναυτιλιακών εταιριών

Έχοντας μελετήσει προσεκτικά τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από μια συγχώνευση-εξαγορά, κρίνεται τώρα σκόπιμο να γίνει αξιολόγηση για το αν τελικά οι συγχωνεύσεις-εξαγορές ενδείκνυνται ως τρόπος υλοποίησης μίας στρατηγικής αντιμετώπισης του ανταγωνισμού και της οικονομικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων ή αν το όφελος για τις επιχειρήσεις είναι μικρό ή ακόμα και μηδαμινό (Παπαδάκης, 2007). Είναι απόλυτα σαφές, ότι το ενδιαφέρον αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι για την υλοποίηση μιας συγχώνευσης-εξαγοράς απαιτούνται μεγάλες κεφαλαιακές επενδύσεις, αλλά και μπορεί να επέλθουν πολύ σοβαρές επιπτώσεις, όπως μείωση του ανταγωνισμού ή μεγάλη συγκέντρωση στον κλάδο κ.ά.

Από τις αρχές κιόλας του 1960, άρχισαν να πραγματοποιούνται έρευνες για να δοθεί απάντηση στο παραπάνω ερώτημα. Μια μελέτη που έλαβε χώρα 50 χρόνια πριν, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι σε ποσοστό 45-50% οι συγχωνεύσεις-εξαγορές είναι αποτυχημένες. Ακόμα, σύμφωνα με τον Σουμπενιώτη (2006), οι επιχειρήσεις δεν δύνανται να εκπληρώσουν τους αρχικούς τους στόχους, σε ένα πολύ μεγάλο ποσοστό, που φτάνει μέχρι και το 50%. Ο Porter από τη δική του οπτική, υπολόγισε αυτό το ποσοστό στο 53%, που μπορεί να γίνει 74%, αν αναφερόμαστε σε ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις-εξαγορές.

Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων-εξαγορών είναι ιδιαίτερα προσφιλές ως ένα εργαλείο εταιρικής αναδιάρθρωσης. Η μεγάλη, όμως, ποικιλία κριτηρίων, η ύπαρξη υποκειμενισμού στην κρίση για το αν θα πρέπει να γίνει ή όχι κάποια συνένωση, αλλά και εξαιτίας των ολοένα και ταχύτερων αλλαγών που συμβαίνουν σε μια άκρως παγκοσμιοποιημένη κοινωνία, δεν επιτρέπουν την ύπαρξη καθολικά αποδεκτών κριτηρίων, που να χαρακτηρίζουν μια συγχώνευση-εξαγορά επιτυχημένη ή αποτυχημένη. Η αδυναμία αυτή εύρεσης μιας γενικά αποδεκτής θεωρίας, που να ορίζει την επιτυχία ή την αποτυχία μια συνένωσης, πηγάζει από τις διαφορετικές απόψεις ερευνητών, ακαδημαϊκών, στελεχών και άλλων ενδιαφερόμενων μελών, σχετικά με την έκβαση των συγχωνεύσεων-εξαγορών (Ταμπακούδης, 2009). Ο κάθε ερευνητής προσεγγίζει το φαινόμενο με βάση το ερευνητικό του πεδίο, οι ερευνητές από το χώρο

των οικονομικών στηρίζονται σε αριθμητικά κριτήρια, δηλαδή σε δείκτες τιμών των μετοχών, σε αριθμοδείκτες απόδοσης, ενώ οι ερευνητές που ασχολούνται με το στρατηγικό μάνατζμεντ, στηρίζονται περισσότερο σε υποκειμενικά κριτήρια, όπως είναι η προσωπική άποψη των στελεχών των επιχειρήσεων για την υλοποίηση του αρχικού στόχου.

Οι συνέπειες των συγχωνεύσεων και εξαγορών στο ναυτιλιακό κλάδο, δεν επηρεάζουν μόνο τους μετόχους των συναλλασσόμενων εταιριών, αλλά και τα υπόλοιπα εμπλεκόμενα μέλη, ασκείται δηλαδή επιρροή στους εργαζόμενους, στους πελάτες, στους πιστωτές, αλλά και γενικά στην οικονομία της κάθε χώρας. Αρχικά, οι Σ&Ε έχουν επιπτώσεις στα διοικητικά στελέχη ή αλλιώς στους managers των εταιριών. Αν το κίνητρο είναι πειθαρχικό (disciplinary form), δηλαδή υπάρχει εχθρική διάθεση, τότε ο βαθμός επιρροής για τους managers θα είναι μεγάλος, ενώ αν το κίνητρο είναι η δημιουργία συνεργίας, τότε η συνένωση θα είναι φιλική. Διάφορες εμπειρικές μελέτες, όπως του Walsh (1988), των Martin & McConnell (1991) και Franks & Mayer (1994), επιβεβαιώνουν την παραπάνω παρατήρηση. Για τους managers της αγοράστριας εταιρίας υπάρχει μια τάση σχετικά με αύξηση των αποδοχών τους μετά τη συνένωση, ακόμα και με παράλληλες αρνητικές αποδόσεις για τους μετόχους, γεγονός που ενισχύει τη θεωρία της αυτονόμησης των διοικητικών στελεχών από τα συμφέροντα των υπόλοιπων μετόχων (self-managerial interests & agency problem). Είναι γενικά αποδεκτό το γεγονός ότι, τα διοικητικά στελέχη της εξαγοραζόμενης εταιρίας είναι από τα κερδισμένα μέλη της συμφωνίας, καθώς, διοικώντας μια μεγαλύτερη εταιρία, αυξάνεται το κύρος τους και οι αποδοχές τους.

Όσον αφορά τα διοικητικά στελέχη της εταιρίας στόχου, ζημιώνονται στην πλειονότητά τους. Πολλοί αναγκάζονται να αποχωρήσουν, όντας θύματα της ενοποίησης διοικητικών λειτουργιών και θέσεων, ενώ όσοι μένουν διατηρούν δύσκολα την υψηλόβαθμη θέση τους, καθώς τις θέσεις αυτές εποφθαλμιούν τα στελέχη της αγοράστριας εταιρίας. Για αυτό το λόγο άλλωστε, πολλές φορές, τα διοικητικά στελέχη της εταιρίας στόχου προσπαθούν να σαμποτάρουν ακόμα και επικερδείς Σ&Ε, προκειμένου να γλιτώσουν τις θέσεις τους.

Επιπλέον, επιπτώσεις των Σ&Ε εμφανίζονται και στους εργαζόμενους, διότι μια τέτοια ενέργεια συνεπάγεται απολύσεις, αναδιατάξεις προσωπικού, κ.ά. Το μέγεθος

αυτών των προβλημάτων εξαρτάται και πάλι από το κίνητρο της εξαγοράς και από την ύπαρξη ή όχι του agency problem πριν τη συνένωση. Εάν η προσφορά είναι εχθρική, οι επιπτώσεις για τους εργαζόμενους είναι δυσμενείς, ενώ εάν είναι φιλική μπορεί να υπάρχουν και ευνοϊκές ρυθμίσεις. Σίγουρα και πάλι το μεγαλύτερο πρόβλημα αντιμετωπίζουν οι εργαζόμενοι της εταιρίας στόχου, καθώς μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας, η αγοράστρια εταιρία θα προσπαθήσει να διατηρήσει τη διοικητική της ομάδα και τους εργαζομένους της, για να μεταδώσει την κουλτούρα της στο νέο οργανισμό και να διατηρήσει το υπάρχον οικείο κλίμα εργασίας.

Ακόμα μια ομάδα φορέων που αποκομίζει κέρδη από τις συμφωνίες των συγχωνεύσεων και εξαγορών στο ναυτιλιακό κλάδο είναι οι τράπεζες, που χρηματοδοτούν δάνεια για να γίνει η πληρωμή της συμφωνίας, οι δικηγόροι, οι συμβολαιογράφοι, χρηματοοικονομικοί αναλυτές, εταιρίες συμβούλων αλλά και χρηματιστηριακές εταιρίες, οι οποίες μεσολαβούν στην ανταλλαγή των πακέτων των μετοχών. Όλοι οι παραπάνω αποκομίζουν κέρδη που μεταφράζονται στους τόκους των χορηγούμενων δανείων για τις τράπεζες και τις προμήθειες που εισπράττουν οι λοιποί φορείς.

Ακόμα, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές πολλών εταιριών σε έναν κλάδο της αγοράς οδηγούν πολλές φορές σε στρέβλωση, θα μπορούσαμε να πούμε, του υγιούς ανταγωνισμού και στη δημιουργία, όπως προαναφέραμε, μονοπωλιακών²⁴ καταστάσεων. Ο όρος αυτός δεν είναι πρόσφατος στην οικονομική επιστήμη και θεωρία. Ο Adam Smith, θεμελιωτής των κλασικών οικονομικών, στο έργο του «Ο Πλούτος των Εθνών» (1776) σημειώνει ότι: «Η τιμή ενός μονοπωλίου είναι σε κάθε περίπτωση η υψηλότερη που υπάρχει διαθέσιμη. Η φυσική τιμή ή η τιμή του ελεύθερου ανταγωνισμού, αντίθετα, είναι η μικρότερη διαθέσιμη, όχι σε όλες τις περιπτώσεις, πράγματι, αλλά στις περισσότερες. Το μονοπώλιο είναι σπουδαίος εχθρός της αποτελεσματικής διοίκησης».

²⁴ Μονοπωλιακή καλείται μια βιομηχανία ή κα ένας κλάδος της οικονομίας, όπου υπάρχει ένας μόνος παραγωγός ενός προϊόντος, για τον οποίο δεν υπάρχουν καθόλου υποκατάστατα, (Baumol and Blinder, 2012).

5. Κεφάλαιο

Ανασκόπηση βιβλιογραφίας περί των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον κλάδο της ναυτιλίας

5.1. Μέθοδοι αξιολόγησης συγχωνεύσεων και εξαγορών

Η πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών, ως επιχειρηματική κίνηση, μπορεί να αλλάξει συνολικά το χάρτη και το status quo ακόμα και ολόκληρων κλάδων της οικονομίας και των επιχειρήσεων (Auerbach, 1986). Ως προς το αποτέλεσμα των Σ&Ε υπάρχουν τρεις πιθανές εκδοχές: η Σ&Ε μπορεί να προσδώσει αξία στην επένδυση, η Σ&Ε αφαιρεί αξία από την επένδυση ή η Σ&Ε δεν προκαλεί καμία μεταβολή στην αξία της επένδυσης. Υπάρχουν διάφορες μέθοδοι αξιολόγησης της επιτυχίας ή αποτυχίας μιας συγχώνευσης-εξαγοράς και σύμφωνα με τους Παζάρσκη et al. (2007) μπορούν να διακριθούν σε τρία διαφορετικά είδη:

- Μελέτες Λογιστικής (accounting studies): Η μέθοδος αυτή μπορεί να χαρακτηριστεί ως αντικειμενική, αφού ελέγχει πραγματικά στοιχεία και δεδομένα. Εξετάζει, δηλαδή, τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων πριν και μετά από τη συνένωση δίνοντας έμφαση στις μεταβολές που υπέστησαν οι αριθμοδείκτες²⁵. Αριθμοδείκτες, όπως οι αριθμοδείκτες μικτού και καθαρού κέρδους (gross & net profit margin), οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας ενεργητικού (return on assets-ROA), ιδίων κεφαλαίων (return on net worth) κ.ά.. Μεγάλη σημασία δίνεται στους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας κεφαλαίων, στα κέρδη ανά μετοχή και στην απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων. Με αυτόν τον τρόπο, η μέθοδος προσπαθεί να εκτιμήσει την επίπτωση που έχει η συγχώνευση-εξαγορά, στον πλούτο των μετόχων, τόσο της αγοράστριας (bidder), όσο

²⁵ Αριθμοδείκτης είναι η απλή σχέση ενός στοιχείου του ισολογισμού ή της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης ως προς ένα άλλο, εκφραζόμενο με τη μαθηματική μορφή κλάσματος (Νιάρχος, 1997).

και της εξαγοραζόμενης εταιρίας (target). Μειονεκτήματα αυτής της μεθόδου είναι αρχικά ότι τα στοιχεία που μελετώνται βασίζονται αποκλειστικά στο παρελθόν, τα μέτρα που φανερώνουν τη λειτουργική απόδοση είναι ευαίσθητα σε προβλήματα μέτρησης, το μέτρο σύγκρισης για την απόδοση (benchmark) είναι υποκειμενικό και η επιλογή του κατάλληλου χρονικού ορίζοντα δεν είναι πάντα σαφής και εύκολη υπόθεση.

- Μελέτες ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων (event study methodology): Η τεχνική αυτή εμπειρικής χρηματοοικονομικής έρευνας, δίνει τη δυνατότητα να μετρηθεί το αντίκτυπο που έχει ένα γεγονός, στη τιμή της μετοχής μια εταιρίας, δηλαδή μελετά για ένα χρονικό διάστημα την πορεία που έχει η τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης, πριν και μετά την ανακοίνωση μιας συγχώνευσης-εξαγοράς. Η μέθοδος αυτή στηρίζεται στη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών (Fama et al., 1969), με βάση την οποία, οι τιμές των μετοχών αντιδρούν άμεσα σε οποιαδήποτε ανακοίνωση μιας πληροφορίας. Πιο αναλυτικά, η ανακοίνωση μιας νέας συνένωσης δημιουργεί κάποιες προσδοκίες για το μέλλον, με βάση τις οποίες πραγματοποιούνται αλλαγές στη μετοχική αξία των εταιριών που συναλλάσσονται. Η βασική αρχή για τέτοιου είδους μελέτες είναι ότι ο στρατηγικός στόχος μιας εταιρίας, είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της (McGee et al., 2005). Οι μελέτες αυτές μπορούν να ταξινομηθούν ανάλογα με το χρονικό πλαίσιο τους σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες. Η εξαγωγή αξιόπιστων συμπερασμάτων, βασίζεται στη θεωρία ότι οι άμεσες χρηματιστηριακές μεταβολές μπορούν να συμβάλλουν στην πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών, αφού θεωρείται ότι, όταν οι χρηματιστηριακές αγορές λειτουργούν με αποτελεσματικό τρόπο, τότε η τιμή των μετοχών εκφράζει τις αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές (Eckbo, 2011). Η ευαισθησία της τιμής της μετοχής, εκφράζεται με βάση

τον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων²⁶ των μετοχών, πριν και μετά από την ανακοίνωση του γεγονότος της συγχώνευσης-εξαγοράς. Πολύ ισχυρό πλεονέκτημα της μελέτης γεγονότος, είναι ότι εστιάζει στο μέλλον, υπό την έννοια ότι οι τρέχουσες τιμές των μετοχών αντανακλούν την παρούσα αξία των μελλοντικών χρηματικών ροών.

- Μελέτες που βασίζονται σε δηλώσεις στελεχών (surveys of executives): Σε αντίθεση με τις δύο προηγούμενες, η μέθοδος αυτή στηρίζεται σε υποκειμενικές θεωρίες και αντιλήψεις, καθώς μελετά ανθρώπινες απόψεις και χαρακτήρες, μέσω ερωτηματολογίων και συνεντεύξεων. Σύμφωνα με αυτήν τη μελέτη, η επιτυχία μιας συνένωσης εξαρτάται από την επίτευξη ή όχι των αρχικών στόχων που είχαν τεθεί πριν την υλοποίηση τη συγχώνευσης-εξαγοράς. Σημαντικό μειονέκτημα της μελέτης είναι η αδυναμία εξαγωγής αξιόλογων συμπερασμάτων, λόγω της υποκειμενικότητας της έρευνας και της χαμηλής συμμετοχής στο δείγμα.

Παρά την ύπαρξη των διαφορετικών μεθόδων και απόψεων, οι περισσότερες έρευνες επιμερίζουν το βάρος τους στο χρηματοοικονομικό πλαίσιο, παρουσιάζοντας στοιχεία σχετικά με τη δημιουργία ή μη πρόσθετης οικονομικής ωφέλειας για τους μετόχους. Στόχος τους είναι να αξιολογήσουν κατά πόσον οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δημιουργούν ή όχι αξία, αυξάνουν την παραγωγικότητα και δημιουργούν συνεργίες. Το όφελος προέρχεται από την αλλαγή που υφίσταται η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών, που μεταβιβάζονται ανάμεσα στις επιχειρήσεις, ανάμεσα στις οποίες συνέβη η πράξη της συγχώνευσης ή της εξαγοράς και στόχος είναι προφανώς η επίτευξη κέρδους.

²⁶ Ως έκτακτη ή μη κανονική απόδοση (abnormal return) ορίζεται η διαφορά της πραγματικής απόδοσης από την υποθετική, εάν το συμβάν δεν είχε λάβει χώρα.

5.2. Θεωρητική Προσέγγιση

Γενικά υπάρχει μεγάλη ανομοιογένεια τόσο στον τρόπο καθορισμού, όσο και στη μέτρηση της απόδοσης. Συχνά στη μέτρηση της απόδοσης χρησιμοποιούνται όπως προαναφέρθηκε αντικειμενικές μέθοδοι, όπως είναι τα λογιστικά κέρδη και οι χρηματιστηριακοί δείκτες, αλλά ενίοτε μελετητές χρησιμοποιούν τις προσωπικές εκτιμήσεις των διοικητικών στελεχών μιας εταιρίας, σχετικά με την πραγματοποίηση των στόχων που τέθηκαν πριν από την Σ&Ε. Αυτή η πολυδιάστατη προσέγγιση της μέτρησης των αποδόσεων στις Σ&Ε, θεωρείται υπεύθυνη για μερικά αντιφατικά αποτελέσματα που έχουν δημοσιευθεί σε βιβλιογραφικές μελέτες προηγούμενων επιτυχημένων συγχωνεύσεων και εξαγορών (Stahl and Voigt, 2008).

Η μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων είναι μια πολύ αξιόπιστη μέθοδος εξέτασης της συμπεριφοράς των μετοχών των εταιριών, πριν και έπειτα από οικονομικά σημαντικά γεγονότα όπως συγχωνεύσεις και εξαγορές και μπορεί να γίνει η διάκριση σε short horizon και long horizon, γύρω από την ανακοίνωση της συγχώνευσης-εξαγοράς. Για να θεωρηθεί αξιόπιστη μια ανάλυση, υποθέτουμε ότι η τιμή της μετοχής αντικατοπτρίζει τις προ εξοφλημένες μελλοντικές χρηματικές ροές, ότι η πληροφόρηση είναι αποτελεσματική και ότι η συμπεριφορά των επενδυτών είναι ορθολογική (Eckbo, 2007). Αυτή η μέθοδος συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις των μετοχών, ανάμεσα σε bidders και targets, καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης της συγχώνευσης-εξαγοράς και μέχρι τη μέρα ολοκλήρωσής της, με τις προβλεπόμενες αντίστοιχες αποδόσεις για τη διάρκεια της ίδιας περιόδου και η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων αυτών καλείται abnormal return²⁷. Εάν η διαφορά είναι θετική, τότε η συγχώνευση-εξαγορά δημιουργεί αξία, ενώ αν είναι αρνητική, δεν δημιουργεί αξία. Αν είναι μηδενική, ούτε δημιουργεί ούτε και καταστρέφει αξία. Τέλος, για να ελεγχθεί αν οι επιπτώσεις αυτές φέρουν ισχύ για το δείγμα των παρατηρήσεων, γίνονται παραμετρικοί και μη παραμετρικοί στατιστικοί έλεγχοι σημαντικότητας.

²⁷ Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά από τους Fisher, Fama, Jensen και Roll το 1969 και εμπλουτίστηκε περισσότερο από τους Brown και Warner το 1980 και 1985 αντίστοιχα.

Η μη κανονική απόδοση (Abnormal Return) δίνεται από τον τύπο:

$$AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt})$$

Όπου,

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

$t = 1, 2, 3, \dots, T$ μέρες ή μήνες

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

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

Ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων γίνεται με βάση τα μερίσματα και τις τιμές των μετοχών, υποθέτοντας ότι αυτά επενδύονται ξανά, ενώ ο υπολογισμός των προβλεπόμενων αποδόσεων, όντας πιο πολύπλοκος γίνεται με την ανάλυση παλινδρομήσεων και με τη βοήθεια διαφόρων υποδειγμάτων, όπως το market model (απλούστευση του CAPM) και το mean/market adjusted return model.

Στην παρούσα εργασία, το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στις μελέτες λογιστικής (accounting studies). Πιο αναλυτικά, η μέθοδος αξιολόγησης της λειτουργικής απόδοσης των εταιριών, με βάση τα λογιστικά στοιχεία εφαρμόστηκε ιστορικά πρώτη φορά για τη μελέτη των επιπτώσεων των Σ&Ε, αρκετά πριν καθιερωθεί η θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών και η χρήση του CAPM. Η θεωρία αυτή χρησιμοποιεί μέτρα σύγκρισης που υπολογίζονται κυρίως με τη βοήθεια λογιστικών στοιχείων. Έτσι, επιτυγχάνεται η αποφυγή των προβλημάτων της μεθόδου των έκτακτων αποδόσεων, επιχειρείται μια εις βάθος ανάλυση της επίπτωσης των Σ&Ε, όπως αυτή καταγράφεται στις λογιστικές καταστάσεις και αποφεύγονται τα προβλήματα έλλειψης στοιχείων για τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις.

Η μελέτη και ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων βασίζεται στο συνδυασμό αριθμητικών εννοιών και είναι μια διεργασία απαραίτητη για τη μελέτη και διερεύνηση της οικονομικής κατάστασης και της οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης. Μέσα από αυτή τη διεργασία παρουσιάζονται οι πηγές άντλησης κεφαλαίων για την επιχείρηση, αλλά και οι επενδύσεις που επιλέγει να χρηματοδοτήσει με αυτά τα

κεφάλαια. Ακόμα, παρουσιάζονται και τα οικονομικά αποτελέσματα που πέτυχε η επιχείρηση κατά τη διάρκεια μιας ορισμένης χρονικής περιόδου. Μέσα από τη μελέτη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων ασκείται έρευνα των οικονομικών συνθηκών, κάτω από τις οποίες λειτουργεί μια επιχείρηση, με σκοπό την εύρεση των ισχυρών και αδύναμων σημείων και εν συνεχεία με σκοπό την εύρεση λύσεων για τα προβλήματα που μπορεί να αντιμετωπίζει. Σύμφωνα με τον Kangari (1988), οι χρηματοοικονομικοί δείκτες χρησιμοποιούνται για την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων των εταιριών, από όπου μπορούν να αντληθούν πληροφορίες για τα δυνατά και τα αδύναμα σημεία (strengths and weaknesses) μιας εταιρίας που έχει προβεί σε συγχώνευση-εξαγορά.

Κατά κανόνα, έπειτα από διαχρονικές συγκρίσεις, οι χρηματοοικονομικές αποφάσεις λαμβάνονται μέσω των αριθμοδεικτών. Πρόκειται για τη σχέση μεταξύ δύο στοιχείων από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις ή και από την παραγωγική δυναμικότητα μιας εταιρίας. Μέσα από τη μελέτη των αριθμοδεικτών, η εταιρία έχει τη δυνατότητα της γρήγορης επισκόπησης των βασικών οικονομικών δραστηριοτήτων της, χωρίς να χρονοτριβεί με λεπτομέρειες που δεν αφορούν την ανάλυση που έχει σχεδιάσει και λαμβάνει άμεσα ένα γενικό πλαίσιο για τη ρευστότητα, τη δραστηριότητα την αποδοτικότητα και τη βιωσιμότητα της επιχείρησης σε σχέση με τη διάρθρωση των κεφαλαίων της.

Οι αριθμοδείκτες, μέσα από τη σχέση αριθμητή-παρονομαστή που δημιουργείται, εμφανίζουν ενδείξεις και συμπτώματα προβληματικών δραστηριοτήτων, αποτελώντας έτσι, ένα χρήσιμο εργαλείο πληροφόρησης στη διοίκηση της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, δηλαδή, η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης δίνει πληροφορίες περί των συνθηκών της οικονομικής της λειτουργίας, προκειμένου να ληφθούν αποφάσεις από τις διάφορες ομάδες ενδιαφερόμενων, τη διοίκηση και το προσωπικό, τους επενδυτές και τους μετόχους, τους δανειστές, τους προμηθευτές, τους αναλυτές στην προκειμένη περίπτωση συγχωνεύσεων-εξαγορών και του ευρύτερου δημοσίου τομέα (Alexander & Nobes, 2001).

5.3. Μελέτη προηγούμενων ερευνητικών προσεγγίσεων για τη μελέτη της επίδρασης των Σ&Ε στις οικονομικές καταστάσεις ναυτιλιακών εταιριών

Η επίδραση των εταιρικών συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι ένα θέμα, μελετημένο από πολλούς ερευνητές, οι οποίοι στην προσπάθειά τους να εκτιμήσουν την απόδοση των Σ&Ε, χρησιμοποιούν διάφορα κριτήρια. Οι Σ&Ε ντύνουν την επιχείρηση με αέρα νέας δυναμικής, δημιουργούνται οικονομίες κλίμακας και φάσματος και υπάρχουν φορολογικές ελαφρύνσεις, υπάρχει δηλαδή εξοικονόμηση κόστους ανάλογη με τις αγορές όπου δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις. Παρόλο που η βιβλιογραφία για τις Σ&Ε των ναυτιλιακών είναι ακριβής και μακροσκελής, η βιβλιογραφία που επικεντρώνεται στον οικονομικό αντίκτυπο των Σ&Ε στη ναυτιλία και συγκεκριμένα στην επίδραση που έχουν οι Σ&Ε στα οικονομικά στοιχεία των εταιριών είναι αρκετά περιορισμένη.

Πρώτα από όλα, οι λογιστικές αναλύσεις που μελετούν στοιχεία και δεδομένα από τις οικονομικές καταστάσεις των εταιριών και κατά πόσο αυτά μεταβλήθηκαν από μια Σ&Ε, έχουν αντιφατικά αποτελέσματα. Κάποιες αναφέρονται σε μικρές βελτιώσεις των οικονομικών στοιχείων των ναυτιλιακών εταιριών έπειτα από μια Σ&Ε (Choil and Harmatuck, 2006), άλλες κάνουν αναφορά για αισθητά σημαντική βελτίωσή τους (Waegelein, 2003), ενώ άλλες καταλήγουν ότι οι Σ&Ε έχουν αισθητά αρνητική επίδραση στα οικονομικά στοιχεία των εταιριών (King et al., 2004)

Οι Ravenscraft & Scherer (1989) διαπίστωσαν ότι τα λογιστικά στοιχεία που έχουν να κάνουν με την επίδοση των εταιριών μειώθηκαν μετά από τη συγχώνευση-εξαγορά. Οι Polemis & Karlis (2016) μελέτησαν τη μεταβολή στην απόδοση και στην αξία από ένα δείγμα είκοσι ναυτιλιακών εταιριών που προέβησαν σε συγχώνευση-εξαγορά κατά τα έτη 1998-2009, για ένα έτος πριν την εξαγορά, για το έτος της εξαγοράς και για ένα έτος αφού πραγματοποιήθηκε η διαδικασία και συμπέραναν ότι υπήρχαν μεταβολές αλλά δεν μπορούν να θεωρηθούν στατιστικά σημαντικές.

Στις μελέτες τους, οι Kemal (2011) και Agrawal (2013) βρήκαν ότι ο δείκτης ROE μειώνεται μετά από μια συγχώνευση-εξαγορά, οι Yeh & Hoshino (2002) και Dilshad (2013) συμπέραναν ότι ο δείκτης ROA ελαττώνεται δραματικά έπειτα από μια συγχώνευση-εξαγορά, οι Bhabra & Huang (2013) διαπίστωσαν ότι το Καθαρό

Περιθώριο Κέρδους δέχεται κατά πλειοψηφία μια μικρή ανοδική μεταβολή, έπειτα από μια συγχώνευση-εξαγορά της επιχείρησης. Μάλιστα, οι Momodou et al. (2017), μελέτησαν τη μεταβολή όλων των παραπάνω αριθμοδεικτών για ένα δείγμα σαράντα ναυτιλιακών εταιριών που προέβησαν σε συγχώνευση-εξαγορά μέχρι το 2011 και το συμπέρασμά τους, όπως αποτυπώνεται και στο παρακάτω σχήμα, ήταν ότι οι Σ&Ε έχουν σημαντική επίδραση στους αριθμοδείκτες Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE), Απόδοσης Ενεργητικού (ROA) και στα κέρδη/μετοχή (Earnings Per Share), αλλά όχι στο Καθαρό Περιθώριο Κέρδους (NPM).

Σχήμα 5.1 : Υποθέσεις και αποτελέσματα από την έρευνα των Momodou et al. (2017)

Hypotheses	Significant level/ Results	Explanation
H1: Mergers and acquisition has a significant impact on ROA	0.037 Accepted	The P-value is 0.037, which is below the significant level of 0.05. This illustrates mergers & acquisition is significant on ROA.
H2: Mergers and acquisition has a significant impact on ROE	0.002 Accepted	The P-value is 0.002, which is below the significant level of 0.05. This illustrates mergers & acquisition is significant on ROE.
H3: Mergers and acquisition has a significant impact on EPS	0.007 Accepted	The P-value is 0.007, which is below the significant level of 0.05. This illustrate mergers & acquisition is significant on EPS
H4: Mergers and acquisition has a significant impact on NPM	0.480 Rejected	The P-value is 0.480, which is above the significant level of 0.05. This illustrates mergers & acquisition is insignificant on ROA.

Πηγή : Midoro et al. (2017)

Παρακάτω, οι εμπειρικές έρευνες που παρουσιάζονται στον Πίνακα 5.1, οι οποίες εκτιμούν τον οικονομικό αντίκτυπο των συγχωνεύσεων και εξαγορών στη ναυτιλιακή βιομηχανία, έχουν αφετηρία το 2003 και καταλήγουν στο 2010. Οι Cabanda & Pajara (2007) εξέτασαν τις αλλαγές που υπέστησαν τα οικονομικά στοιχεία ναυτιλιακών επιχειρήσεων στις Φιλιππίνες, που προέβησαν σε συγχώνευση-εξαγορά την περίοδο 1994-2003, ελέγχοντας βασικούς αριθμοδείκτες ρευστότητας, αποδοτικότητας και μόχλευσης για μια βραχυπρόθεσμη χρονική περίοδο (3 έτη πριν τη συγχώνευση-εξαγορά) και για μια μακροπρόθεσμη περίοδο (7 χρόνια έπειτα από το έτος της συγχώνευσης-εξαγοράς). Τα μέτρα αποδοτικότητας, όπως ROA, ROE, ROCE εμφάνισαν μείωση και για τα δύο περιόδους, αλλά χωρίς να μπορεί να χαρακτηριστεί στατιστικά σημαντική. Η κερδοφορία, οι επενδύσεις κεφαλαίου και τα μέτρα μόχλευσης παρουσίασαν αρνητικές αλλαγές και για τις δύο περιόδους, χωρίς όμως οι

διαφορές που παρατηρήθηκαν στις τιμές των αριθμοδεικτών να είναι σημαντικές. Ωστόσο σημειώθηκαν σημαντικές βελτιώσεις στον κύκλο εργασιών και στα καθαρά έσοδα για τα μακροπρόθεσμα αποτελέσματα. Η έρευνα αυτή συμφωνεί και με άλλες παρόμοιες μελέτες των Megginson et al. (2003), Lommerud et al. (2003) και Gugler et al. (2003), φανερώνοντας σημαντικά θετικά αποτελέσματα κάποια χρόνια μετά την εξαγορά για την αγοράστρια επιχείρηση.

Πίνακας 5.7 : Πρόσφατες μελέτες λογιστικής για την επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών ναυτιλιακών εταιριών στις οικονομικές καταστάσεις

Study	Objective(s)	Measures Used	Results
King et al. (2004)	Assess the impact of variables addressed in the literature on the performance of merged firms.	Meta-Analysis Technique	Mergers and acquisitions do not improve financial performance.
Feroz et al. (2005)	Test the effect of mergers on the financial performance of the involved firms.	Data Envelopment Analysis	Results have shown that managerial efficiency of 82% of firms included in the sample improved across post-merger periods.
Cabanda & Pajara-Pascual (2007)	Examine financial and operating performance of shipping companies resulting from mergers	Acid Ratio, Assets Turnover, Return on Assets, Return on Sales, Net Profit Margin, Capital Exp./Sales, Capital Exp./Total Asset	Acid ratio, total asset turnover, and net revenues suggest statistically significant gains in the long-run. Other performance variables did not show significant gains after merger in the short run.
Mantravadi & Reddy (2008)	Study the impact of mergers on the financial performance and investigate the effect of firm size on performance.	Operating Profit Margin, Gross Profit Margin, Net Worth, Return on Capital Employed, Debt Equity Ratio.	Results have suggested that there is a positive relationship between firm size and post-merger performance.
Kumar (2009)	Identify synergies, if any, resulting from mergers	Return on Capital Employed, Debt-Equity Ratio	Post-merger profitability, assets turnover and solvency of the acquiring companies, on average, show no improvement when compared with pre-merger values.
Ismail et al. (2010)	Examine post-merger operating performance of a sample of Egyptian companies involved in merger and acquisition	Profitability, Efficiency, Liquidity, Solvency, and Cash Flow Position	Mergers and acquisitions have contributed in improving firms' profitability in the construction sector whereas in the technology sector have not. In both sectors, M&A failed to improve efficiency, liquidity, solvency and cash flow position.

Πηγή : https://link.springer.com/chapter/10.1057/978-1-137-46546-7_16#Sec1

Η Αγγελάτου (2016) πραγματοποίησε μια προσπάθεια σύγκρισης οικονομικών στοιχείων εταιριών που πραγματοποίησαν εξαγορές και εταιριών που υπήρξαν στόχοι εξαγοράς. Αρχικά, η σύγκριση των οικονομικών στοιχείων των αγοραστριών ένα χρόνο πριν και ένα χρόνο μετά τη συμφωνία έδειξε, ότι η απόδοση του ενεργητικού και ο δείκτης φερεγγυότητας μειώθηκαν σημαντικά, με αποτέλεσμα οι εταιρίες να μη μπορέσουν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους, ενώ παρατηρήθηκε μια μικρή αύξηση στη μεταβολή των πωλήσεων τους. Από την άλλη, η σύγκριση των οικονομικών στοιχείων των εταιριών στόχων πριν και μετά την συμφωνία έδειξε, ότι οι δείκτες φερεγγυότητας και ρευστότητας αυξήθηκαν με αποτέλεσμα να μπορούν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους, ενώ οι πωλήσεις μειώθηκαν ελάχιστα.

Και για αυτό το είδος αξιολόγησης των Σ&Ε τα αποτελέσματα διαφόρων εμπειρικών μελετών διχάζουν. Σε αντίθεση με τις παραπάνω έρευνες, υπάρχουν μελέτες που υποστηρίζουν ότι μια συγχώνευση-εξαγορά μπορεί να βελτιώσει τη λογιστική εικόνα των επιχειρήσεων. Οι Meeks (1977), αφού μελέτησαν τις ναυτιλιακές εταιρίες που προέβησαν σε συγχώνευση-εξαγορά εκείνη την περίοδο κατέληξαν στο συμπέρασμα, ότι η κερδοφορία των εταιριών αυξήθηκε για το έτος που πραγματοποιήθηκε η συγχώνευση-εξαγορά, αλλά μειώθηκε το επόμενο έτος για την πλειοψηφία των επιχειρήσεων. Οι Healy & Ruback (1992) μελέτησαν συγχωνεύσεις-εξαγορές ναυτιλιακών για την περίοδο 1984-1994 και κατέληξαν ότι οι αγοράστριες επιχειρήσεις παρουσίασαν σημαντικές βελτιώσεις στην παραγωγικότητα του ενεργητικού και στην κατάσταση ταμειακών ροών σε διάστημα πέντε ετών μετά από τη συγχώνευση-εξαγορά.

Συμπερασματικά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι τα περισσότερα εμπειρικά αποτελέσματα συγκλίνουν στο ότι στην πλειοψηφία των περιπτώσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα χρηματοοικονομικά στοιχεία των εταιριών επηρεάζονται αρνητικά κατά τα πρώτα έτη, έπειτα από τη διαδικασία της Σ&Ε. Βέβαια, παρά τα πλεονεκτήματα της accounting based measure, ερευνητές έχουν ταχθεί ενάντια στη χρήση αυτής μεθόδου, θεωρώντας ότι ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών δεν θεωρείται μια σαφής διαδικασία, τα λογιστικά πρότυπα άρα και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιριών παρουσιάζουν διαφορά από χώρα σε χώρα και ότι η μεταβολή στα οικονομικά στοιχεία είναι αρκετά συχνό φαινόμενο, αφού εξαρτώνται άρα και επηρεάζονται από πολλούς παράγοντες (Chenhall & Langfield, 2007).

Όσο αφορά τον αντίκτυπο που έχουν οι Σ&Ε στις αποδόσεις των μετοχών των επιχειρήσεων-στόχων, θα ήταν ορθό να αναφερθεί συνοπτικά ότι οι περισσότερες μελέτες δείχνουν ότι οι μετοχές των επιχειρήσεων στόχων εμφανίζουν θετικές υψηλές έκτακτες αποδόσεις, που μπορούν να χαρακτηριστούν και στατιστικά σημαντικές, κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης-εξαγοράς, ενώ παρατηρούνται περιορισμένα ή ακόμα και αρνητικά κέρδη για του μετόχους των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε εξαγορά. Με άλλα λόγια, φαίνεται ότι οι μέτοχοι των επιχειρήσεων-στόχων είναι εκείνοι που βγαίνουν κερδισμένοι. Συμβαίνει μια μεταφορά πλούτου από τους μετόχους των αγοραστριών εταιριών προς τους μετόχους των εταιριών-στόχων, που πολύ πιθανόν να προκύπτει από τα γεγονός ότι τα οφέλη που προκύπτουν από τη συγχώνευση-εξαγορά (π.χ. αύξηση ταμειακών ροών), μειώνονται μετά από την καταβολή premium στους μετόχους των επιχειρήσεων-στόχων.

Πίνακας 5.8 : Επίδραση στην τιμή της μετοχής αγοράστριας εταιρίας και εταιρίας στόχου σε μια συγχώνευση-εξαγορά

	Πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς	Κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης	Μεγάλο χρονικό διάστημα μετά από τη συμφωνία
Αγοράστρια Επιχείρηση	Θετική επίδραση	Μικρή θετική ή μικρή αρνητική επίδραση	Μηδενική μέχρι και αρνητική επίδραση
Επιχείρηση στόχος	Αρνητική επίδραση	Σημαντική θετική επίδραση	-

Πηγή : Επεξεργασία συγγραφέα μετά από μελέτη εμπειρικών μελετών

Παρόλα αυτά, στο σύγχρονο διεθνοποιημένο περιβάλλον, η ανάγκη για ενίσχυση του εταιρικού μεγέθους των επιχειρήσεων και η ανάγκη για αέναη ανάπτυξη, συνεχίζει να προτρέπει μεγάλες και μικρές επιχειρήσεις σε διαρκή κινητικότητα Σ&Ε, με αποτέλεσμα οι προσδοκίες των διάφορων χρηματιστηριακών αγορών, να προσαρμόζονται και να διαμορφώνονται με βάση τέτοιου είδους εξελίξεις.

6. Κεφάλαιο

Χρηματοοικονομική ανάλυση αγοράστριας και στατιστική μελέτη

6.1. Σκοπός της μελέτης και εισαγωγή στη μεθοδολογία

Ο βασικός σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να προσδιοριστεί η οικονομική κατάσταση της αγοράστριας επιχείρησης (bidder), πριν αλλά και μετά από την συνένωση με την εταιρία στόχο (target), καθώς και να παρατηρηθεί η πορεία της συμπεριφοράς των οικονομικών δεικτών της αγοράστριας μετά από τη συγχώνευση-εξαγορά. Έτσι, λοιπόν, χρησιμοποιείται μια βάση δεδομένων όλων των συγχωνεύσεων και εξαγορών, που συνέβησαν ανάμεσα σε ναυτιλιακές εταιρίες σε παγκόσμια κλίμακα, για τις οποίες βρέθηκαν δημοσιευμένα στοιχεία προς επεξεργασία, για 15 έτη, από την 1 Ιανουαρίου 2002 και έως τη 31 Δεκεμβρίου 2017. Τούτέστιν, η εμπειρική μελέτη αυτής της εργασίας, εστιάζει στη μελέτη της συμπεριφοράς των αριθμοδεικτών ενός δείγματος δέκα ναυτιλιακών εταιριών, οι οποίες πραγματοποίησαν συγχωνεύσεις και εξαγορές κατά τη δεκαετία 2002-2017.

Πρώτα απ' όλα, θα υπολογιστούν αριθμοδείκτες για ένα χρόνο πριν και ένα χρόνο έπειτα από την πραγματοποίηση της συγχώνευσης-εξαγοράς, που θεωρούνται πολύ σημαντικοί για την εξαγωγή κατάλληλων συμπερασμάτων. Έπειτα, με τη βοήθεια της περιγραφικής στατιστικής και με ένα τεστ ανεξαρτησίας (Independent t-test) μέσω του SPSS²⁸, θα γίνει μελέτη της επιρροής μιας πράξης συγχώνευσης ή εξαγοράς στους παραπάνω αριθμοδείκτες. Οι αριθμοδείκτες που θα χρησιμοποιηθούν για τη συγκεκριμένη μελέτη είναι οι εξής: Quick ratio, Current ratio, Cash ratio, LT Debt/Common Equity, LT Debt/Total Assets, Total Debt/Common Equity, Total Debt/Total Equity, Total Debt/Total Assets, Total Debt/Market Cap, Profit Margin, Equity ratio, Enterprise value, ROA, ROCE.

²⁸ Το SPSS (Superior Performance Software System) είναι το πιο διαδεδομένο πρόγραμμα για τη στατιστική ανάλυση δεδομένων.

Πίνακας 6.9 : Οι αγοράστριες εταιρίες και οι αντίστοιχες εταιρίες στόχοι προς μελέτη

Year	Bidder	Target
2004	Kumpulan Sime Darby	Jaya Holdings Ltd
2006	Caiano As	Wilson ASA
2006	Overseas Shipholding Gr	Maritrans Inc
2006	Teekay Corporation	Teekay Petrojarl ASA
2007	CMA CGM SA	Cheng Lie Navigation Co
2008	AP Moller-Maersk A/S	Brostrom AB
2009	Nippon	Taiheyo Kaiun Co Ltd
2009	Mitsui OSK Lines Ltd	Kansai Kisen KK
2015	Matson	Horizon Lines
2016	Hapag Lloyd	United Arab Shipping Co

Πηγή : <https://www.joc.com/maritime-news/container-lines/container-carrier-mergers-acquisitions.html>

Οι παραπάνω εταιρίες αποτελούν το δείγμα της μελέτης. Η ανάλυση πραγματοποιήθηκε με στοιχεία, που αντλήθηκαν από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις και τα ετήσια δελτία απολογισμού αυτών των εταιριών (ισολογισμοί, καταστάσεις ταμειακών ροών). Κατά τη διάρκεια αυτών των 15 ετών προέκυψαν και άλλες συγχωνεύσεις και εξαγορές ναυτιλιακών εταιριών, όμως ήταν αδύνατο να βρεθούν στοιχεία τους προς επεξεργασία. Απώτερη επιδίωξη της μελέτης είναι να ελεγχθεί η σημασία των Σ&Ε στη μεταβολή της αξίας των επιχειρήσεων. Το δείγμα θεωρείται αντιπροσωπευτικό, αφού αποτελείται από τις πιο σημαντικές εταιρίες, που προέβησαν σε συγχώνευση-εξαγορά για αυτήν την περίοδο.

Σε αυτό το σημείο, πρέπει να αναφερθεί ότι, οι οικονομικές αποδόσεις των επιχειρήσεων επηρεάζονται και από μια σειρά παραγόντων, που είναι ανεξάρτητοι με την απόφαση συγχώνευσης ή και εξαγοράς. Παράγοντες εξωγενείς, όπως η οικονομική συγκυρία, ή και ενδογενείς, όπως η πολιτική τεχνολογίας, η διοίκηση μιας εταιρίας κ.ά., δυσχεραίνουν την ορθότητα του αποτελέσματος της μελέτης. Έτσι, λοιπόν, με την προϋπόθεση της πλήρους απομόνωσης ενδογενών και εξωγενών παραγόντων, οποιαδήποτε αλλαγή παρατηρηθεί θα θεωρηθεί πως είναι αποκλειστικά και μόνο αποτέλεσμα της πολιτικής των συγχωνεύσεων-εξαγορών.

6.2. Χρηματοοικονομική Ανάλυση με αριθμοδείκτες

Μια μέθοδος που χρησιμοποιείται συνήθως για την εξέταση των συνθηκών χρηματοοικονομικής λειτουργίας των επιχειρήσεων είναι η ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών. Η ανάλυση των αριθμοδεικτών αποτελεί μία από τις πιο δυναμικές μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης και είναι ιδιαίτερα χρήσιμη στις περιπτώσεις όπου ο αναλυτής δεν έχει στη διάθεσή του λεπτομερείς πληροφορίες για τις συνθήκες χρηματοοικονομικής λειτουργίας της εξεταζόμενης επιχείρησης (Ζαφειρόπουλος, 2005). Για να έχει ένας δείκτης κάποια αξία θα πρέπει να εκφράζει σχέσεις που παρουσιάζουν οικονομικό ενδιαφέρον και μας οδηγούν σε συγκεκριμένα συμπεράσματα. Έτσι, ένας αριθμοδείκτης είναι σημαντικός όταν η σχέση μεταξύ των δύο ποσών (αριθμητή και παρονομαστή) μπορεί να ερμηνευτεί και να επηρεάσει τη λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων (Παπαδέας, 2001). Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί ότι ο υπολογισμός και η παρουσίαση των διαφόρων αριθμοδεικτών αποτελεί μια μέθοδο που περιέχει μόνο ενδείξεις. Γι' αυτό, ένας μεμονωμένος δείκτης δεν μπορεί να μας δώσει μια πλήρη εικόνα της οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης, αν δεν συγκριθεί με άλλους αντιπροσωπευτικούς αριθμοδείκτες (των κυρίως ανταγωνιστών της ή του μέσου όρου του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση) ή δεν συσχετισθεί με τους αντίστοιχους αριθμοδείκτες προηγούμενων χρήσεων. (Νιάρχος, 2004). Οι αριθμοδείκτες, ανάλογα με το αντικείμενο της σχέσης στην οποία δίνει έμφαση η ανάλυση, μπορούν να διακριθούν σε κατηγορίες. Στην ανάλυσή μας, έχουν επιλεγεί οι αριθμοδείκτες που προσδιορίζουν το βαθμό απόδοσης της εταιρίας, την ποιότητα του ενεργητικού, μετρούν τη ρευστότητα, την κεφαλαιακή επάρκεια και την κερδοφορία (Zorounidis et al., 2005). Συγκεκριμένα θα αναφερθούμε στους παρακάτω αριθμοδείκτες και κατηγορίες αριθμοδεικτών.

6.2.1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Ρευστότητα είναι η ικανότητα μιας επιχείρησης να εξοφλεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της χρησιμοποιώντας εύκολα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία. Το πόσο ρευστοποιήσιμο μπορεί να είναι ένα περιουσιακό στοιχείο εξαρτάται από το πόσο γρήγορα μπορεί να μετατραπεί σε χρήμα χωρίς να χάσει την αξία του, ενώ σαν

βραχυπρόθεσμη χαρακτηρίζεται μια περίοδος, η οποία δεν ξεπερνά το ένα έτος.

▪ **Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας**

Πρόκειται για το πιο διαδεδομένο χρηματοοικονομικό δείκτη μέτρησης της ρευστότητας, ο οποίος εξετάζει τη σχέση μεταξύ του κυκλοφορούν ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Με άλλα λόγια μελετάει αν το κυκλοφορούν ενεργητικό μπορεί να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Ο μαθηματικός τύπος υπολογισμού του συγκεκριμένου δείκτη είναι ο εξής :

$$\text{Δείκτης Γενικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

▪ **Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας**

Ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας εξετάζει τη σχέση μεταξύ των σχετικά εύκολων ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων του κυκλοφορούν ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Δείχνει, λοιπόν, πόσες φορές τα ταχέως ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, όπως είναι οι απαιτήσεις, τα χρεόγραφα και τα ταμειακά διαθέσιμα καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Ο μαθηματικός τύπος υπολογισμού του συγκεκριμένου δείκτη είναι ο εξής :

$$\text{Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

▪ **Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας**

Ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας αποτελεί τον πλέον συντηρητικό τρόπο μέτρησης της ικανότητας μιας εταιρίας να ικανοποιήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, στον αριθμητή υπάρχουν μόνο τα διαθέσιμα και τα χρεόγραφα.

6.2.2. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας μας δείχνουν την ικανότητα μιας επιχείρησης να δημιουργεί περισσότερα έσοδα από έξοδα. Με τον όρο αποδοτικότητα θα μπορούσε να οριστεί η πιθανότητα του κεφαλαίου να παράγει κέρδος, καθώς και η ικανότητα που έχει η επιχείρηση να πραγματοποιεί κέρδη από τις διάφορες δραστηριότητές της, κυρίως όμως από την κύρια δραστηριότητά της. Προκειμένου, λοιπόν, να μετρηθεί η

αποδοτικότητα μιας επιχείρησης υπάρχει μια σειρά από αριθμοδείκτες, οι οποίοι μας βοηθούν να βγάλουμε ασφαλή και γρήγορα συμπεράσματα. Ακόμη, μέσω των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας μπορούμε να διαπιστώσουμε τη δυναμικότητα των κερδών μιας επιχειρηματικής μονάδας και την ικανότητα που έχει το management της να παράγει κέρδη.

▪ Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης αυτός μας δείχνει την αξία που καταφέρνει η επιχείρηση να δημιουργήσει από την μεσολάβηση της μεταξύ των αγορών συντελεστών παραγωγής και των αγορών προϊόντων (υπηρεσιών). Ο αριθμοδείκτης αυτός, είναι πολύ σημαντικός διότι παρέχει ένα μέτρο αξιολόγησης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων. Δείχνει δηλαδή τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης και την πολιτική τιμών αυτής. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους τόσο καλύτερη από απόψεως κερδών είναι η θέση της επιχείρησης διότι μπορεί να αντιμετωπίσει, χωρίς δυσκολία, μια ενδεχόμενη αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων της. Ο μαθηματικός τύπος υπολογισμού του συγκεκριμένου δείκτη είναι ο εξής :

$$\text{Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{Μικτά Κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}} * 100$$

▪ Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους υποδηλώνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει μια επιχείρηση από τις πωλήσεις της, δηλαδή δείχνει το κέρδος που έχει μια επιχείρηση από τις λειτουργικές της δραστηριότητες. Με άλλα λόγια, αναλύοντας τον συγκεκριμένο δείκτη, φαίνεται το καθαρό κέρδος που έχει μια επιχείρηση από την πώληση των προϊόντων της. Ο αριθμοδείκτης, λοιπόν, καθαρού κέρδους προκύπτει από το λόγο καθαρά κέρδη μιας χρονικής περιόδου προς το σύνολο των πωλήσεων της ίδιας περιόδου και ο μαθηματικός τύπος υπολογισμού είναι ο παρακάτω :

$$\text{Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}} * 100$$

▪ Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA)

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού μετράει την αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης καθώς και των επιμέρους τμημάτων αυτής και αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους δείκτες αξιολόγησης και ελέγχου της διοίκησης της επιχείρησης. Με πιο απλά λόγια, δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να χρησιμοποιεί τους οικονομικούς πόρους που διαθέτει για να δημιουργήσει καθαρά κέρδη. Ο δείκτης προκύπτει από την διαίρεση των καθαρών κερδών της επιχείρησης προς το σύνολο των περιουσιακών της στοιχείων και ο μαθηματικό τύπος υπολογισμού του είναι ο εξής :

$$\text{Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} * 100$$

▪ Δείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων (ROCE)

Ο δείκτης return on capital employed (ROCE) είναι χρηματοοικονομικός δείκτης που μετράει την απόδοση των επενδύσεων μιας εταιρίας. Ένα υψηλό ROCE σηματοδοτεί καλή διαχείριση των κεφαλαίων της επιχείρησης, δηλαδή επενδύσεις σε παραγωγικές δραστηριότητες. Ένα χαμηλό ROCE σηματοδοτεί κακή διαχείριση της περιουσίας της εταιρίας και μειώνει την αξία της, ενώ ο μαθηματικός τύπος υπολογισμού είναι ο παρακάτω :

$$\text{Δείκτης Αποδοτικότητας Απασχ. Κεφαλαίων} = \frac{EBIT}{Capital Employed} * 100$$

6.2.3. Αριθμοδείκτες Χρέους

Με τους δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης, μετράμε το βαθμό στον οποίο οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν χρέος για να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητές τους και την ικανότητά τους να μπορέσουν να εξυπηρετήσουν το δεδομένο επίπεδο χρέους. Εκφράζουν, δηλαδή, την ικανότητα της επιχείρησης να καλύψει της διάφορες δαπάνες, οι οποίες προκύπτουν από τις απαιτήσεις των πιστωτών της.

6.3. Στατιστική ανάλυση με SPSS και παρουσίαση μεγεθών

Το πλήθος των συγχωνεύσεων-εξαγορών, που πραγματοποιήθηκαν κατά τα έτη 2002 έως 2017 στις 10 ναυτιλιακές εταιρίες μελέτης προκάλεσε μεταβολές στις τιμές των αριθμοδεικτών. Με την βοήθεια, λοιπόν, της περιγραφικής στατιστικής παρουσιάζονται τα μέτρα των δεικτών σε όλα τα στάδια :

- I. Ένα έτος πριν τη συγχώνευση-εξαγορά
- II. Το έτος συγχώνευσης-εξαγοράς
- III. Ένα έτος μετά τη συγχώνευση-εξαγορά

Το πλήθος των παρατηρήσεων για κάθε δείκτη είναι δέκα, όσες και οι ναυτιλιακές εταιρίες που μελετώνται. Να σημειωθεί ξανά ότι τα δεδομένα για την επεξεργασία των δεικτών, προήλθαν από τις λογιστικές καταστάσεις των εταιριών, από το Bloomberg και από το www.investng.com. Κατά τη διάρκεια αυτών των 15 ετών προέκυψαν και άλλες συγχωνεύσεις και εξαγορές ναυτιλιακών εταιριών, όμως ήταν αδύνατο να βρεθούν στοιχεία τους προς επεξεργασία. Απώτερη επιδίωξη της μελέτης είναι να ελεγχθεί η σημασία των Σ&E στη μεταβολή της αξίας των επιχειρήσεων.

Τα στατιστικά μετρά που παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες είναι ο αριθμός των παρατηρήσεων για κάθε δείκτη, η μέση τιμή των τιμών των δεικτών όλων των εταιριών, η μέγιστη και ελάχιστη τιμή κάθε δείκτη καθώς και η τυπική απόκλιση των παρατηρήσεων από τη μέση τιμή, για ένα έτος πριν την εξαγορά, $t-1$, για το έτος που έγινε η εξαγορά t και για ένα έτος μετά από την εξαγορά, $t+1$.

Πίνακας 6.10 : Περιγραφική στατιστική για ένα έτος πριν την συγχώνευση, t-1

Descriptive Statistics (t-1)					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Quick Ratio	10	,650	2,912	1,43149	,794896
Current Ratio	10	,422	2,617	1,11499	,733629
Cash Ratio	10	,107	1,427	,58532	,456224
LT Dept/Common Equity	10	,226	2,365	1,02307	,745280
LT Dept/Total Assets	10	,122	,582	,33448	,132313
Total Dept/Common Equity	10	,269	2,966	1,28923	,907637
Total Dept/Total Equity	10	,237	2,782	1,26624	,753626
Total Dept/Total Assets	10	,148	,598	,39522	,142126
Total Dept/Market Cap	10	,184	1,364	,68067	,337171
gross profit Margin	10	,164	,649	,28157	,167602
Net profit margin	10	,031	,639	,18966	,209955
ROA	10	,003	,555	,11324	,161760
ROCE	10	,013	,151	,05690	,047004
Equity Ratio	10	,215	,625	,36367	,150164
Enterprise Value	10	2791,938	59045,570	14135,65320	16934,316470
Valid N (listwise)	10				

Πίνακας 6.11 : Περιγραφική στατιστική για το έτος που έγινε η συγχώνευση, t

Descriptive Statistics (t)					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Quick Ratio	10	,467	3,715	1,26451	,980852
Current Ratio	10	,529	3,264	,97821	,827085
Cash Ratio	10	,086	2,670	,78162	1,007036
LT Dept/Common Equity	10	,206	5,342	1,26607	1,505664
LT Dept/Total Assets	10	,112	,551	,33867	,137344
Total Dept/Common Equity	10	,133	5,552	1,39238	1,607635
Total Dept/Total Equity	10	,246	4,710	1,43205	1,259244
Total Dept/Total Assets	10	,153	,605	,39702	,143787
Total Dept/Market Cap	10	,181	1,411	,80369	,353943
gross profit Margin	10	,172	,776	,28485	,192108
Net profit margin	10	,015	,544	,16576	,172667
ROA	10	-,002	,796	,16821	,265288
ROCE	10	-,086	,119	,03096	,057314
Equity Ratio	10	,115	2,699	,83346	,993631
Enterprise Value	10	319,563	39690,800	10423,91522	11060,613810
Valid N (listwise)	10				

Στον πίνακα 6.2 παρουσιάζονται στατιστικά μέτρα για ένα έτος πριν από την πράξη της συγχώνευσης-εξαγοράς και στον πίνακα 6.3 παρουσιάζονται οι αντίστοιχες τιμές κατά το έτος που συνέβη η συνένωση. Ξεκινώντας την παρατήρηση με τους δείκτες ρευστότητας, γίνεται αντιληπτό ότι κατά πλειοψηφία η ελάχιστη τιμή τους κατά το έτος της εξαγοράς, όπως και η μέση τιμή των δεικτών ρευστότητας για το δείγμα των εταιριών που μελετώνται, είναι μικρότερες σε σχέση με ένα έτος πριν την συγχώνευση. Δηλαδή, με μια πρώτη ματιά κατά το έτος της εξαγοράς οι δείκτες ρευστότητας παρουσιάζονται ελαττωμένοι για τις περισσότερες επιχειρήσεις, οι οποίες παρουσιάζονται λιγότερο έτοιμες να ανταποκριθούν στις βραχυπρόθεσμες και τρέχουσες υποχρεώσεις τους, για να αντιμετωπίσουν μια πιθανή εξέλιξη στη ροή του κεφαλαίου κίνησης. Η πτωτική αυτή τάση οφείλεται κατά κύριο λόγο στην αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων των ναυτιλιακών, αφού κατά την εξαγορά αυξάνονται όλες οι υποχρεώσεις που λήγουν μέσα σε επόμενη χρήση. Για τις επιχειρήσεις που το αποτέλεσμα των δεικτών γίνεται μεγαλύτερο από το ένα έτος στο επόμενο και κυρίως του δείκτη της γενικής ρευστότητας, η θέση τους φαίνεται να είναι περισσότερο ευνοϊκή, αφού μπορούν να καλύψουν τις περισσότερες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους με τις βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις τους,

Όσον αφορά τους δείκτες χρέους, δεν παρατηρείται σημαντική διαφορά, σίγουρα, όμως, υπάρχει μια καθοδική τάση από το ένα έτος στο άλλο κατά μέσο όρο. Όπως είναι γνωστό οι δείκτες χρέους μετρούν το βαθμό της χρηματοδότησης της επιχείρησης με ξένα κεφάλαια και γενικά όσο μικρότεροι είναι, σε επιτρεπτά πάντα επίπεδα, τόσο καλύτερα για μια εταιρία. Το γεγονός ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση σε μια εταιρία παίζει πρωτεύοντα ρόλο, οφείλεται στην ουσιαστική διαφορά μεταξύ των ξένων (δανειακών) κεφαλαίων και των ιδίων κεφαλαίων της. Η διαφορά αυτή προέρχεται κυρίως από το γεγονός ότι τα ίδια κεφάλαια επωμίζονται όλο τον επιχειρηματικό κίνδυνο, που δημιουργείται από την κάθε δράση της επιχείρησης. Παρατηρώντας πάλι τους παραπάνω δείκτες, πτώση στην τιμή των περισσότερων δεικτών που φανερώνουν χρηματοοικονομική μόχλευση, οφείλεται στην αύξηση του εκάστοτε παρονομαστή. Αυτό σημαίνει ότι, τόσο το μακροπρόθεσμο όσο και το συνολικό χρέος αυξάνεται από το έτος πριν την συγχώνευση-εξαγορά στο έτος κατά το οποίο υφίσταται η πράξη, όπως είναι απολύτως λογικό, όμως αυξάνονται σε μεγαλύτερο βαθμό το συνολικό ενεργητικό και τα ίδια κεφάλαια, καθώς το κεφάλαιο αυξάνεται και αναπροσαρμόζεται η αξία των παγίων στοιχείων κατά τη διαδικασία της συγχώνευσης-εξαγοράς.

Πολύ μεγάλο ενδιαφέρον έχει η μελέτη των δεικτών αποδοτικότητας. Γενικά, δεν υπάρχουν μεγάλες αλλαγές από τον ένα χρόνο στον άλλο για τους δείκτες αποδοτικότητας την πλειονότητά τους, ούτε μεγάλη απόκλιση από τη μέση τιμή. Υπάρχει μια μικρή άνοδος σε σχέση με το ένα έτος πριν την εξαγορά. Πιο συγκεκριμένα, στους δείκτες μεικτού και καθαρού κέρδους παρατηρείται και πάλι μόνο μια μικρή τάση προς αύξηση, κάτι που προφανώς είναι θετικό καθώς δηλώνει ότι η επιχείρηση αρχίζει να γίνεται περισσότερο επικερδής, διότι μπορεί να αντιμετωπίσει με μικρότερη δυσκολία την αύξηση του κόστους των παρεχόμενων υπηρεσιών της. Η μικρή αυτή τάση προς αύξηση, οφείλεται στην ταυτόχρονη αύξηση του κύκλου εργασιών αλλά και των μεικτών και καθαρών κερδών των εταιριών κατά το έτος της εξαγοράς. Αυτό που μπορεί να επισημανθεί είναι η ύπαρξη αρνητικών τιμών στους δείκτες ROA και ROCE, κατά το έτος που πραγματοποιείται η εξαγορά, γιατί τα καθαρά κέρδη χρήσεως ήταν μικρότερα του μηδενός, άρα παρατηρήθηκε ζημία. Επόμενο μας βήμα είναι να συγκρίνουμε τα στοιχεία που πήραμε για το έτος που έγινε η εξαγορά, με την πορεία τους το επόμενο έτος ακριβώς.

Πίνακας 6.12 : Περιγραφική στατιστική για το έτος που έγινε η συγχώνευση, t+1

Descriptive Statistics (t+1)					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Quick Ratio	10	,790	3,773	1,31742	,923068
Current Ratio	10	,483	3,201	,97308	,798203
Cash Ratio	10	,050	3,100	,74630	1,068650
LT Dept/Common Equity	10	,232	2,123	,85131	,529676
LT Dept/Total Assets	10	,114	,541	,34875	,118226
Total Dept/Common Equity	10	,336	2,398	1,32979	,801761
Total Dept/Total Equity	10	,293	2,220	1,29876	,638452
Total Dept/Total Assets	10	,166	,755	,42513	,163211
Total Dept/Market Cap	10	,194	1,581	,77082	,463392
gross profit Margin	10	,166	,849	,26873	,208261
Net profit margin	10	-,027	,296	,07744	,095032
ROA	10	-,020	,775	,17579	,299103
ROCE	10	-,047	,098	,01965	,035305
Equity Ratio	10	,188	,566	,34433	,124873
Entrance Value	10	259,058	50696,690	12299,57759	14698,756920
Valid N (listwise)	10				

Πηγή : Επεξεργασία συγγραφέα μέσω spss

Πίνακας 6.13 : Μέση τιμή δεικτών

Group Statistics					
	mergen_years	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Quick Ratio	Πριν την συγχώνευση	10	1,43149	,794896	,251368
	Μετά την συγχώνευση	10	1,31742	,923068	,291900
Current Ratio	Πριν την συγχώνευση	10	1,11499	,733629	,231994
	Μετά την συγχώνευση	10	,97308	,798203	,252414
Cash Ratio	Πριν την συγχώνευση	10	,58532	,456224	,144271
	Μετά την συγχώνευση	10	,74630	1,068650	,337937
LT	Πριν την συγχώνευση	10	1,02307	,745280	,235678
Dept/Commo n Equity	Μετά την συγχώνευση	10	,85131	,529676	,167498
LT Dept/Total Assets	Πριν την συγχώνευση	10	,33448	,132313	,041841
	Μετά την συγχώνευση	10	,34875	,118226	,037386
Total	Πριν την συγχώνευση	10	1,28923	,907637	,287020
Dept/Commo n Equity	Μετά την συγχώνευση	10	1,32979	,801761	,253539
Total	Πριν την συγχώνευση	10	1,26624	,753626	,238317
Dept/Total Equity	Μετά την συγχώνευση	10	1,29876	,638452	,201896
Total	Πριν την συγχώνευση	10	,39522	,142126	,044944
Dept/Total Assets	Μετά την συγχώνευση	10	,42513	,163211	,051612
Total	Πριν την συγχώνευση	10	,68067	,337171	,106623
Dept/Market Cap	Μετά την συγχώνευση	10	,77082	,463392	,146537
gross profit Margin	Πριν την συγχώνευση	10	,28157	,167602	,053000
	Μετά την συγχώνευση	10	,26873	,208261	,065858
Net profit margin	Πριν την συγχώνευση	10	,18966	,209955	,066394
	Μετά την συγχώνευση	10	,07744	,095032	,030052
ROA	Πριν την συγχώνευση	10	,11324	,161760	,051153
	Μετά την συγχώνευση	10	,17579	,299103	,094585
ROCE	Πριν την συγχώνευση	10	,05690	,047004	,014864
	Μετά την συγχώνευση	10	,01965	,035305	,011164
Equity Ratio	Πριν την συγχώνευση	10	,36367	,150164	,047486
	Μετά την συγχώνευση	10	,34433	,124873	,039488
Enterprise Value	Πριν την συγχώνευση	10	14135,65320	16934,316470	5355,101065
	Μετά την συγχώνευση	10	12299,57759	14698,756920	4648,155063

Πηγή : Επεξεργασία συγγραφέα μέσω spss

Στον πίνακα 6.4, λοιπόν, παρουσιάζονται στατιστικά μέτρα για ένα έτος μετά από την πράξη της συγχώνευσης-εξαγοράς. Ξεκινώντας την παρατήρησή και πάλι με τους δείκτες ρευστότητας, συμπεραίνεται ότι η ελάχιστη και η μέγιστη τιμή τους το επόμενο έτος, όπως και η μέση τιμή των δεικτών ρευστότητας για το δείγμα των εταιριών που μελετώνται, είναι μεγαλύτερες σε σχέση με τις αντίστοιχες τιμές το έτος που πραγματοποιήθηκε η εξαγορά. Γενικά, παρατηρείται μια μικρή αύξηση των δεικτών ρευστότητας κατά μέσο όρο για το επόμενο έτος, η οποία οφείλεται κατά κύριο λόγο στην αύξηση του κεφαλαίου κίνησης, δηλαδή του κυκλοφορούντος ενεργητικού, καθώς μετά τη συγχώνευση-εξαγορά αυξάνονται οι απαιτήσεις και τα αποθέματα της εκάστοτε εταιρίας. Επιπροσθέτως, παρατηρείται εκ νέου μια μικρή πτώση για τους δείκτες χρέους σε πλειονότητα, η οποία οφείλεται και πάλι στην αύξηση των ιδίων κεφαλαίων και του ενεργητικού, για ένα έτος μετά την εξαγορά. Μελανό σημείο είναι, όμως, ότι και πάλι συνεχίζουν να υπάρχουν αρνητικές τιμές για τους ROA και ROCE. Το αρνητικό πρόσημο οφείλεται στην ύπαρξη ζημίας και κάνει φανερό ότι κάποιες επιχειρήσεις δεν χρησιμοποίησαν αποτελεσματικά τους οικονομικούς του πόρους για να δημιουργήσουν κέρδη και δεν οδηγήθηκαν στην ορθή επένδυση των περιουσιακών τους στοιχείων.

Στον πίνακα 6.5 παρουσιάζονται συγκεντρωτικά οι μέσες τιμές των δεικτών των δέκα εταιριών που μελετώνται, ένα έτος πριν και ένα έτος μετά τη συγχώνευση-εξαγορά, οι τυπικές αποκλίσεις και τα τυπικά σφάλματα. Η διαφορά των μέτρων αυτών πριν και μετά το έτος πραγματοποίησης της συγχώνευσης-εξαγοράς σε άλλους δείκτες είναι θετική και σε άλλους αρνητική. Πάντως παρατηρείται διαφορά ανάμεσα στις μέσες τιμές, η οποία όμως δεν είναι γνωστό αν είναι στατιστικά σημαντική. Αυτό θα γίνει γνωστό με το τεστ ανεξαρτησίας Independent t-test με τη βοήθεια του SPSS, με το οποίο θα ελεγχθεί η υπόθεση ισότητας των μέσων τιμών των δεικτών. Προκειμένου να πραγματοποιηθεί ο έλεγχος με τη βοήθεια του τεστ ανεξαρτησίας, λαμβάνεται υπόψιν η προϋπόθεση της ανεξαρτησίας των δειγμάτων που χρησιμοποιούνται στη συγκεκριμένη μελέτη. Επειδή οι παρατηρήσεις δεν ξεπερνάνε τις 30, σύμφωνα με το κεντρικό οριακό θεώρημα δεν είναι δυνατό να οριστεί η κανονικότητα της κατανομής των δεδομένων.

Πίνακας 6.14 : Τεστ ανεξαρτησίας

		Independent Samples Test									
		Levene's Test for Equality of Variances				t-test for Equality of Means					
		F	Sig.	t	Df	Sig. (2- taile d)	Mea n Diffe renc e	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference		
									Lower	Upper	
Quick Ratio	Equal variances assumed	,021	,888	,296	18	,771	,114 068	,385216	- ,695241	,923377	
	Equal variances not assumed			,296	17,61 2	,771	,114 068	,385216	- ,696520	,924657	
Current Ratio	Equal variances assumed	,153	,700	,414	18	,684	,141 908	,342832	- ,578356	,862171	
	Equal variances not assumed			,414	17,87 3	,684	,141 908	,342832	- ,578722	,862537	
Cash Ratio	Equal variances assumed	3,858	,065	-,438	18	,667	- ,160 983	,367444	- ,932955	,610989	
	Equal variances not assumed			-,438	12,17 5	,669	- ,160 983	,367444	- ,960300	,638334	
LT Dept/Comm on Equity	Equal variances assumed	,953	,342	,594	18	,560	,171 754	,289137	- ,435699	,779208	
	Equal variances not assumed			,594	16,24 4	,561	,171 754	,289137	- ,440441	,783950	
LT Dept/Total Assets	Equal variances assumed	,322	,577	-,254	18	,802	- ,014 267	,056111	- ,132151	,103617	
	Equal variances not assumed			-,254	17,77 7	,802	- ,014 267	,056111	- ,132258	,103724	
Total Dept/Comm on Equity	Equal variances assumed	,001	,979	-,106	18	,917	- ,040 566	,382966	- ,845147	,764014	
	Equal variances not assumed			-,106	17,73 0	,917	- ,040 566	,382966	- ,846026	,764894	
Total Dept/Total Equity	Equal variances assumed	,053	,820	-,104	18	,918	- ,032 516	,312342	- ,688722	,623689	

6. Κεφάλαιο: Χρηματοοικονομική ανάλυση αγοράστριας και στατιστική μελέτη

	Equal variances not assumed			- ,104	17,52	,918	-	,312342	-	,624962
					7		,032		,689994	
							516			
Total Dept/Total Assets	Equal variances assumed	,075	,787	- ,437	18	,667	-	,068438	-	,113871
							,029		,173696	
							912			
	Equal variances not assumed			- ,437	17,66	,667	-	,068438	-	,114066
					6		,029		,173891	
							912			
Total Dept/Market Cap	Equal variances assumed	1,094	,309	- ,497	18	,625	-	,181223	-	,290587
							,090		,470883	
							148			
	Equal variances not assumed			- ,497	16,44	,625	-	,181223	-	,293187
					3		,090		,473483	
							148			
gross profit Margin	Equal variances assumed	,026	,873	,152	18	,881	,012	,084536	-	,190440
							837		,164766	
	Equal variances not assumed			,152	17,21	,881	,012	,084536	-	,191024
					3		837		,165350	
Net profit margin	Equal variances assumed	5,517	,030	1,54	18	,141	,112	,072878	-	,265328
				0			217		,040895	
	Equal variances not assumed			1,54	12,53	,148	,112	,072878	-	,270251
				0	9		217		,045817	
ROA	Equal variances assumed	3,339	,084	- ,582	18	,568	-	,107531	-	,163367
							,062		,288460	
							546			
	Equal variances not assumed			- ,582	13,85	,570	-	,107531	-	,168319
					0		,062		,293412	
							546			
ROCE	Equal variances assumed	1,216	,285	2,00	18	,060	,037	,018590	-	,076306
				4			250		,001805	
	Equal variances not assumed			2,00	16,70	,062	,037	,018590	-	,076525
				4	3		250		,002024	
Equity Ratio	Equal variances assumed	1,024	,325	,313	18	,758	,019	,061760	-	,149084
							331		,110421	
	Equal variances not assumed			,313	17,42	,758	,019	,061760	-	,149394
					1		331		,110731	
Enterprise Value	Equal variances assumed	,074	,788	,259	18	,799	1836	7091,012122	-	16733,7
							,075		13061,5	39260
							610		88040	
	Equal variances not assumed			,259	17,65	,799	1836	7091,012122	-	16754,8
					1		,075		13082,7	89390
							610		38170	

Στον πίνακα 6.6 πρέπει να μελετηθεί αρχικά το κριτήριο Levene, για τον έλεγχο της ισότητας των διασπορών και αμέσως μετά το κριτήριο t-test για έλεγχο της ισότητας των μέσων όρων. Αν στο Levene's test for equality of variances, η στατιστική σημαντικότητα (Sig.) είναι μεγαλύτερη από το $\alpha=0,05$, τότε δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά ανάμεσα στις διασπορές των δεικτών πριν και μετά από τη συγχώνευση. Έτσι, μπορεί να γίνει η υπόθεση ότι οι διασπορές είναι ίσες και ακολούθως θα χρησιμοποιηθεί η σειρά του πίνακα με τίτλο Equal variances assumed. Από την άλλη μεριά, εάν η στατιστική σημαντικότητα είναι μικρότερη από το κριτήριο α (εδώ $0,05=5\%$), τότε υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά ανάμεσα στις διασπορές των δύο ετών και μη μπορώντας να γίνει υπόθεση για την ισότητα, θα μελετηθεί ο πίνακας με τίτλο Equal Variances Not Assumed.

Εδώ παρατηρείται ότι για όλους τους δείκτες η στατιστική σημαντικότητα είναι μεγαλύτερη από το $0,05$, συνεπώς δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά ανάμεσα στις διασπορές των δεικτών πριν και μετά από την συγχώνευση-εξαγορά και επομένως θα ακολουθηθεί το t-test που αντιστοιχεί στο Equal variances assumed, με εξαίρεση τον δείκτη Net profit margin, για τον οποίο ισχύει $\text{Sig.}=0,030 < 0,05$ και άρα υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά ανάμεσα στη διασπορά πριν και μετά από την εξαγορά, οπότε θα ακολουθηθεί το t-test που αντιστοιχεί στο Equal variances not assumed.

Προχωρώντας στον έλεγχο t-test για την ισότητα των μέσων όρων, αν η τιμή της στατιστικής σημαντικότητας είναι μικρότερη από $0,05$, γίνεται αποδεκτή η δηλωτική υπόθεση και συμπεραίνεται πως υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά ανάμεσα στους μέσους όρους μεταξύ των διαφορετικών ετών, πριν και μετά τη συγχώνευση-εξαγορά. Ελέγχοντας τα αποτελέσματα του παραπάνω πίνακα, που έγινε με τη βοήθεια του στατιστικού προγράμματος SPSS, συμπεραίνεται ότι η τιμή της στατιστικής σημαντικότητας για όλους τους δείκτες που μελετήθηκαν στην παρούσα εργασία είναι μεγαλύτερη από $0,05$ και άρα δεν γίνεται αποδεκτή η αρχική υπόθεση και συμπερασματικά δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά ανάμεσα στους μέσους όρους των δεικτών των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, πριν και μετά από την συνένωση, στην οποία προέβησαν.

7. Κεφάλαιο

Συμπεράσματα

Η παρούσα εργασία ασχολήθηκε με τη μελέτη των συγχωνεύσεων και εξαγορών στη ναυτιλιακή βιομηχανία. Η παγκοσμιοποίηση και η διεθνοποίηση των αγορών, η οικονομική κατάσταση και άλλοι εξωγενείς και ενδογενείς παράγοντες, ωθούν πολλές ναυτιλιακές στο να προβούν σε συγχώνευση-εξαγορά, προκειμένου να μειώσουν τα κόστη τους, να αυξήσουν τη θέση τους στην αγορά και εν τέλει την κερδοφορία τους. Οι εμπειρικές μελέτες που ασχολούνται με τον οικονομικό αντίκτυπο των Σ&Ε στο ναυτιλιακό κλάδο είναι περιορισμένες. Παρόλα αυτά, τα περισσότερα εμπειρικά αποτελέσματα συγκλίνουν στο ότι στην πλειοψηφία των περιπτώσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών, οι μετοχές των επιχειρήσεων-στόχων εμφανίζουν θετικές υψηλές έκτακτες αποδόσεις, που μπορούν να χαρακτηριστούν και στατιστικά σημαντικές, κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης-εξαγοράς, ενώ παρατηρούνται περιορισμένα ή ακόμα και αρνητικά κέρδη για του μετόχους των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε εξαγορά.

Η παραπάνω έρευνα που διενεργήθηκε για την ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας, αναφέρεται στη μελέτη της αξίας ενός δείγματος δέκα ναυτιλιακών εταιριών, που προέβησαν σε συγχώνευση-εξαγορά κατά τα έτη 2002-2017 και στην κατάλληλη χρηματοοικονομική ανάλυση, πριν και μετά τη συνένωση. Με τη χρήση κατάλληλων αριθμοδεικτών αλλά και με τη βοήθεια στατιστικής επεξεργασίας, έγινε μέτρηση της αξίας της αγοράστριας εταιρίας ένα έτος πριν, το ίδιο έτος, αλλά και ένα έτος μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης-εξαγοράς. Λαμβάνοντας υπόψιν τα αποτελέσματα του Independent-test και σύμφωνα με την έρευνα, φαίνεται ότι υπάρχουν βελτιώσεις στα οικονομικά στοιχεία των αγοραστριών εταιριών, που δεν μπορούν όμως να χαρακτηριστούν στατιστικά σημαντικές. Τα παραπάνω αποτελέσματα, ωστόσο αφορούν το συγκεκριμένο πλαίσιο ανάλυσης τόσο χρονικά όσο και μεθοδολογικά.

Οι περιορισμοί της έρευνας ήταν αρκετοί. Αρχικά, το δείγμα των εταιριών που χρησιμοποιήθηκε για τη διεξαγωγή της ήταν μικρό, με αποτέλεσμα να είναι δυνατό να γίνουν μόνο σε μη παραμετρικούς ελέγχους. Ακόμα, δεν λήφθηκαν υπόψιν πιθανοί ενδογενείς και εξωγενείς παράγοντες, που μπορούσαν να επηρεάσουν τις οικονομικές καταστάσεις και γενικά το κλίμα της συνένωσης των εταιριών, ούτε άλλες θεωρίες που θα μπορούσαν να επηρεάσουν τα συγκεκριμένα αποτελέσματα. Επιπλέον, η παρούσα εργασία μελέτησε πιθανές συνεργίες στις επιχειρήσεις-στόχους και όχι καθολικά στον όμιλο από τον οποίο εξαγοράστηκαν.

Η παρούσα εργασία θα ενθαρρύνει περαιτέρω τη συζήτηση και τη μελέτη γύρω από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στο ναυτιλιακό κλάδο. Θα ήταν ενδιαφέρον αν μελλοντικές έρευνες μελετούσαν τις μεταβολές των αριθμοδεικτών των αγοραστριών εταιριών για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα πριν και μετά την πράξη της συγχώνευσης-εξαγοράς ή τις συνέπειες που φέρει μια τέτοια πράξη και στην εξαγοραζόμενη εταιρία. Επιπροσθέτως, θα μπορούσε να μελετηθεί και η συνάφεια της επιρροής του μακροοικονομικού περιβάλλοντος στις επιδόσεις των ναυτιλιακών εταιριών που εμπεριέχονται σε μια διαδικασία συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ακόμα, εμπειρικές μελέτες για τον οικονομικό αντίκτυπο των συγχωνεύσεων-εξαγορών στις αποδόσεις των μετοχών ναυτιλιακών εταιριών, θα συμβάλλουν ακόμα περισσότερο στο να βρεθεί η απάντηση στο ερώτημα αν τελικά οι συγχωνεύσεις και εξαγορές συνεισφέρουν στη βελτίωση της πορείας της αγοράστριας εταιρίας.

Όπως είναι απόλυτα κατανοητό, το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε κάθε κλάδο, αλλά κυρίως στο κλάδο της ναυτιλίας, φέρει αμφιλεγόμενα αποτελέσματα, τόσο για την αγοράστρια, όσο και για την εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Τίθεται ζήτημα λεπτομερούς ανάλυσης των περιουσιακών στοιχείων και δεδομένων των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, αλλά και προσεκτικού υπολογισμού της μελλοντικής επίδρασης σε όσο το δυνατόν περισσότερα μεγέθη της επιχείρησης, στα έσοδα, στα κέρδη, στην αποδοτικότητα, στη μόχλευση. Ποτέ δεν μπορούν οι προβλέψεις να είναι ακριβείς και οι αποδόσεις εγγυημένες. Αυτό όμως, που μπορεί να ειπωθεί με βεβαιότητα, είναι ότι λόγω των συγχωνεύσεων και εξαγορών, ένα τεράστιο ποσοστό του μεριδίου της αγοράς των ναυτιλιακών εταιριών έχει συγκεντρωθεί στις μεγάλες επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα το χάσμα να ανοίγει και να οδεύουμε στη δημιουργία ολιγοπωλίου. Το μέλλον μόνο θα δείξει.

Βιβλιογραφία

Ανδρεάδης Στρ. (1964). Η Ναυτιλία των Ελλήνων. Αθήνα.

Βέττας, Νίκος, Κατσουλάτος, Γιάννης, (2004), Πολιτική Ανταγωνισμού & Ρυθμιστική Πολιτική, Αθήνα, Εκδόσεις Τυπωθήτω

Βλάχος, Γ. (2007). Εμπορική Ναυτιλία και Θαλάσσιο Περιβάλλον. Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλη.

Θεοτοκάς, Ι. Χαρλαύτη, Τζ., και Θανοπούλου, Ε. (2009). Το παρόν και το μέλλον της ελληνικής ναυτιλίας. Ακαδημία Αθηνών.

Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών, (2013α). Η συμβολή της ποντοπόρου ναυτιλίας στην ελληνική οικονομία: επιδόσεις και προοπτικές.

Καραμούζης, Ν. (2009β). Τα αίτια της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης και ο ρόλος του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Eurobank Research-Οικονομία & Αγορές. Τόμος IV. Τεύχος 8.

Κούζης, Γ, Σταμάτη Α, Μαντζουράνης, Α, Μπουκουβάλας Α, Καρακιουλάφη, Χ, (2008) Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Επιχειρήσεων, Επιπτώσεις στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις, Εμπειρική και θεωρητική ανάλυση, Αθήνα, Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ – ΑΔΕΔΥ

Κουφάρας, Γ. (2010). Η παγκόσμια οικονομική κρίση και οι χρηματοοικονομικές αγορές. Περιοδικό Χρήμα. Τεύχος: Ιανουάριος-Φεβρουάριος 2010.

Κρασανάκη, Α. (2008). Ναυτική Ιστορία Ελληνικού Έθνους.

Κρεμμύδας, Β. (1986). Ελληνική Ναυτιλία: 1776-1835. Εμπορική Τράπεζα Ελλάδος.

Κυριαζής Δ.(2007) Συγχωνεύσεις & Εξαγορές. Αθήνα.

Μεταξάς, Β. (1990), Η οικονομία των μεταφορών. Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήσης.

Ναυτικό Επιμελητήριο της Ελλάδος. Ναυτιλιακή Νομοθεσία.

Παζάρσκη, Μ, Αλεξανδράκης, Α, Μαντζάρης, Ι, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Επιχειρήσεων: Κατηγοριοποίηση των Κινήτρων τους υπό το πρίσμα της Θεωρίας της Επιχείρησης, Τμήμα Λογιστικής, ΤΕΙ Σερρών, ΕΣΔΟ 2010, 230- 248

Παπαδάκης, Β. (2002). Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική & Διεθνής Εμπειρία. Αθήνα: Εκδόσεις Ε. Μπένου.

Σουμπενιώτης Δημήτριος Ν., Ταμπακούδης Ιωάννης Α. (2017), Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Επενδύσεις. Εκδόσεις Αφοί Θ. Καραγιώργου Ο.Ε.

Ταμπακούδης, Ιωάννης Α, (2009), Εκτίμηση του οικονομικού αντίκτυπου των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα. Συγκριτική αξιολόγηση των αποτελεσμάτων με τις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και τη ηπειρωτική Ευρώπη, Διδακτορική Διατριβή για το 97 Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας, Εκδόσεις Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

Τράπεζα της Ελλάδος, (2016). Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016. Αθήνα: Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Ελλάδος

Υπουργείο Οικονομίας, Υποδομών, Ναυτιλίας και Τουρισμού, Υπουργείο-Ρόλος και Αρμοδιότητες

Χαρδούβελης, Γκ. (2009β). Η χρηματοοικονομική κρίση και το μέλλον της παγκόσμιας οικονομίας. Eurobank Research-Οικονομία & Αγορές. Τόμος IV. Τεύχος 8.

Χαρλαύτη, Τ. (2001). Ιστορία και Ναυτιλία: 16^{ος}-20^{ος} αιώνας. Αθήνα: Στάχυ.

Alexandrou, G., Gounopoulos, D., & Thomas, H. M. (2014). Mergers and Acquisitions in Shipping. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 61, 212-234.

Alpha Bank, (2009α). Οικονομικό Δελτίο. Τεύχος 110

Alphaliner. (2010, January). Top 100 at 1st Jan 2010

Angwin, D. (2004). ‘Speed in M&A integration: the first 100 days’, *European Management Journal*, 22, pp. 418–430.

Araujo de Souza Junior, D. / Beresford, A. / Pettit, S. (2003): Liner shipping companies and terminal operators: Internationalisation or globalisation, pp. 393-412.

Bergevin, P. M. (2002). *Financial Statement Analysis, An integrated Approach*. New Jersey: Prentice Hall

Betzerletou, M. (2015). Υψηλότερος ο ρυθμός ανάπτυξης για τις αναδυόμενες οικονομίες το 2015.

Branch, A.E. (1988). *Economics of Shipping Practice and Management*. Chapman & Hall.

Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. H. (1983), “The rationale behind interfirm tender offers: information or synergy?” *Journal of Financial Economics*

C. Kummer & U. Steger, (2008). “why merger and acquisition (m&a) waves reoccur: the vicious circle from pressure to failure”, *Strategic Management Review*, pp. 44 – 63

Corres, A. J. (2007). Greek Maritime Policy and the Discreet Role of Shipowners’ associations. *Maritime Transport: The Greek Paradigm*. Vol. 21, pp. 221-255

D. Alexander and C. Nobes, *Financial Accounting: An International Introduction*, (2001), Harlow: Financial Times, Prentice Hall.

Donald DePamphilis (2010), “Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities”. *Academic Press Advanced Finance Series*, imprint of Elsevier, Fifth Edition, ch 3 p. 143

«European Economy-Mergers and acquisitions» Supplement A, *Economy Trends*, No 12, European Commission, December 2001, σε παραπομπή από τη μελέτη ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (INE-ΓΣΕΕ), ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ ΚΑΙ ΣΤΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΚΕΣ ΣΧΕΣΕΙΣ (Θεωρητική και εμπειρική ανάλυση) υπό Κουζή Γ., Σταμάτη Α., Ματζουράνη Α., 2008.

Fred, David R, (2009), *Strategic Management, Concepts and Cases, Thirteenth Edition*, Upper Saddle River, Εκδόσεις Pearson Prentice Hall

Fusillo, M. (2009). Structural factors underlying mergers and acquisitions in liner shipping. *Maritime Economics and Logistics*, pp. 209-226.

Gouliemos, A.M. (1997). A critical review of contemporary Greek shipping policy: 1981-1996. *Transport Policy*. Vol. 4. No 4. pp. 247-255.

Grammenos, C.Th. (2002). Credit Risk, Analysis and Policy in Bank Shipping Finance. *The Handbook of Maritime Economics and Business*, London: LLP Publications. pp. 734-743.

Heaver, T. / Meersman, H. / Moglia, F. / Van De Voorde, E. (2000): Do mergers and alliances influence European shipping and port competition?, *Maritime Policy and Management*, 27 (4), pp. 363-373.

ICC International Maritime Bureau, (2014). Piracy and Armed Robbery Against Ships. Annual Report 2014. Διαθέσιμο στη: <<http://www.hellenicshippingnews.com/>>. Ανακτήθηκε στις 25 Μαΐου 2017

Jenssen, J.I. (2003). Innovation, capabilities and competitive advantage in Norwegian shipping. *Maritime Policy & Management: The flagship journal of international shipping and port research*. Vol. 30. No. 2. pp. 93-106.

Jickling, M. (2009). Causes of the Financial Crisis, CRS Report for Congress. Congressional Research Service. R40173.

Johnson, G., (1985). Corporate Strategy and Strategic Management, in P .Lawrence - K. Elliott. *Introducing Management*. London: Penguin. pp. 423.

Markides C., Daniel O., «International Acquisitions: Do they Create Value for Shareholders? », *European Management Journal*, Vol. 16, No.2, 1998.

Merikas, Andreas, G,Polemis, Dionysios, Triantafyllou, Anna,(2010) Mergers and acquisitions in shipping industry, *The Clute Institute Journal Of Applied Business Research*, Volume 27 , No 24 (2011)

Nam-Hoon Kang-Sara Johansson, “Cross-Border Mergers and Acquisitions: Their role in industrial globalization”, (2000), OECD, Paris.

Oxford University Press, (2007α). Gillespie: Foundations of Economics - Additional chapter on Business Strategy: PESTEL analysis of the macro environment.

Pikula, Deborah A, (1999) Mergers & Acquisitions: Organizational Culture & H R issues, Industrial Relations Centre, Ontario, Queen’s University

Polemis, S.M. (1995). *The History of Greek*.

- Porter, M. (1980). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: The Free Press.
- Prahalad, C. K. and Hamel, Gary (1990), "The core competence of the corporation", *Harvard Business Review*, Vol. 68(3), pp.79-99
- Ritchie, Pamela, (2006) *Mergers and acquisitions in the maritime transport industry 1996-2000*, American Society of Transportation and Logistics, Source Volume: 45 Source Issue: 2
- Roll, R. (1986), "The hubris hypothesis of corporate takeovers", *Journal of business*, pp.197-216
- Samitas, A.G. and Kenourgios, D.F., 2007, Impact of Mergers and Acquisitions on Stock Returns of Tramp Shipping Firms, *International Journal of Financial Services Management* 2:4, 327–343.
- Soubeniotis D., Mylonakis J., Fotiadis T., Chatzithomas L. and Mertzimekis C. (2006), "Evaluation of mergers and acquisitions in Greece", *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol.1, pp.92-104
- Stanford Research Institute, (1978). *Corporate Planning in Shipping: Relating Theory to Practice*. Part 2: Corporate Strategy, in C.A. Rich. *Maritime Policy and Management*. Vol. 5. pp. 41.
- Stopford, M., (2009). *Maritime Economics*. 3rd Ed. New York: Routledge. pp. 511.
- Stopford, M. (1997). *Maritime Economics*. Routledge. pp. 155.
- Thanopoulou, H.A. (1995). The growth of fleets registered in the Newly-Emerging maritime countries and maritime crises. *Maritime Policy and Management*. Vol. 22, pp.51-62.
- Theotokas, I. (2007). On top of world shipping: Greek shipping companies organization and management in Pallis, A., *Maritime Transport: The Greek Paradigm*, Elsevier, *Research in Transportation Economics*. Vol. 21. pp. 63-93.
- Theotokas, I. Lagoudis, I.N. (2007). Competitive advantage in the Greek shipping industry: A supply chain management approach", in Pallis, A., *Maritime Transport: The Greek Paradigm*, Elsevier, *Research in Transportation Economics*, Vol. 21. pp. 95-120.
- Theotokas, I. and Halraftis, G. (2009). *Leadership in world shipping. Greek family firms in international business*. London: Palgrave MacMillan.
- Theotokas, I. Thanopoulou, H.A. and Constantelou, A. (2010). Leading by following: innovation and post-war strategies of Greek shipowners. *International Journal of Maritime History*. XXII. No. 2. pp. 199-255.
- Thomson Reuters SDC, *Mergers and Acquisitions Database*, Thomson Reuters.
- Tuch, Christian and O'Sullivan, Noel, (2007), The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence, *International Journal of Management Reviews*

UNCTAD, (2008). *Developments in International Seaborne Trade. Review of Maritime Transport*. New York and Geneva: United National Publication.

UNCTAD, (2014). *Review of Maritime Transport*. New York and Geneva: United National Publication.

Wikipedia. SWOT. Διαθέσιμο στη: <http://en.wikipedia.org/wiki/SWOT_analysis>. Ανακτήθηκε στις 3 Μαΐου 2017

World Trade Organization (2013). *WTO Annual Report 2013*, WTO Secretariat. World Trade Organization (2014). *WTO Annual Report 2014*, WTO Secretaria

Yeo, H. (2012). Impacts of the board of directors and ownership structure on consolidation strategies in shipping industry. *The Asian Journal of Shipping and Logistics*, 28(1), 19-40.

Yeo, H. (2013). Geography of Mergers and Acquisitions in the Container Shipping Industry. *Asian Journal of Shipping and Logistics*, 29(3), 291-314.

Ying, L. S. (2015, December 14). Corporate: Cover story: Sailing On. *The Edge Singapore*

