

ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ ΚΡΗΤΗΣ  
ΤΜΗΜΑ ΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

---

ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ  
ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ  
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΕΝΩΣΗ: ΜΙΑ  
ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

---

ΑΓΓΕΛΑΤΟΥ ΜΑΡΙΑ  
ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΔΟΥΜΠΟΣ ΜΙΧΑΛΗΣ

Χανιά, 2016

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ .....</b>	<b>3</b>
<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....</b>	<b>4</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....</b>	<b>5</b>
1.1 ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΕΙΔΗ Σ&Ε.....	5
1.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ .....	6
1.2.1 Κύματα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων.....	6
1.2.2 Πορεία Σ&Ε από το 2000 έως σήμερα.....	12
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ.....</b>	<b>19</b>
2.1 ΚΙΝΗΤΡΑ Σ&Ε .....	19
2.2 ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ/ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ Σ&Ε.....	24
2.3 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ Σ&Ε.....	33
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ.....</b>	<b>39</b>
3.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	39
3.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ.....	45
3.3 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	46
3.4 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	47
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....</b>	<b>56</b>
3.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	56
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>58</b>

# ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Πρώτα απ' όλα θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα Καθηγητή της διπλωματικής εργασίας, κ. Μιχάλη Δούμπο για την εμπιστοσύνη που μου έδειξε αναθέτοντας μου την παρούσα εργασία, αλλά και για την πολύτιμη καθοδήγηση, βοήθεια και άψογη συνεργασία που είχαμε καθ' όλη τη διάρκεια εκπόνησης της.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους όσους με βοήθησαν για να φέρω εις πέρας την εργασία μου, καθώς και τους καθηγητές που με τίμησαν, συμμετέχοντας ως μέλη της εξεταστικής επιτροπής.

Τέλος, ένα μεγάλο ευχαριστώ οφείλω στους γονείς μου, Ξενοφών και Αθηνά, αλλά και στη γιαγιά μου Στέλλα για την ηθική και οικονομική τους στήριξη σε όλη τη διάρκεια των σπουδών μου, καθώς και για το κουράγιο και τη δύναμη που μου προσέφεραν για την ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας.

# ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στις μέρες μας, στις σύγχρονες αγορές οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν ένα φαινόμενο το οποίο βρίσκεται σε έξαρση, εξαιτίας της ανάγκης που έχει δημιουργηθεί για τη συγκέντρωση κεφαλαίων. Αυτό συμβαίνει, διότι οι εταιρείες που πραγματοποιούν Σ&Ε λαμβάνουν μεγάλη οφέλη από τέτοιου είδους συμφωνίες. Με αυτό τον τρόπο μπορούν να δραστηριοποιηθούν σε διαφορετικούς κλάδους, να γίνουν περισσότερο ανταγωνιστικές και να εδραιώσουν τη θέση τους σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον.

Στην παρούσα εργασία πραγματοποιείται μια ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών κάποιων εταιρειών που πραγματοποίησαν Σ&Ε από το 1997 έως και το 2015 και πως μια τέτοιου είδους συμφωνία επηρέασε τα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων ένα χρόνο μετά τη συμφωνία σε σχέση με ένα χρόνο πριν.

Στην επεξεργασία που πραγματοποιήθηκε χρησιμοποιήθηκαν 1691 εταιρείες – εξαγοραστές και 1953 εταιρείες – στόχοι, οι οποίοι δραστηριοποιούνται στην Ευρώπη. Η σύγκριση των χρηματοοικονομικών δεικτών έγινε με το πρόγραμμα SPSS χρησιμοποιώντας την μέθοδο πολυμεταβλητής ανάλυσης διασποράς (MANOVA) και τον έλεγχο υποθέσεων  $t$  για ζευγαρωτά δείγματα (Paired Sample T-test).

Στο πρώτο μέρος της εργασίας γίνεται λόγος για τις έννοιες των Σ&Ε, καθώς και μια ιστορική αναδρομή από τη δεκαετία που πρωτοεμφανίστηκαν έως και σήμερα. Έπειτα, στο δεύτερο μέρος παρουσιάζονται αναλυτικά τα κίνητρα τα οποία οδηγούν σε συμφωνίες Σ&Ε, οι παράγοντες επιτυχίας και αποτυχίας μιας συμφωνίας, ενώ καταγράφηκαν και τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα. Στο τρίτο μέρος, γίνεται αναλυτική παρουσίαση των χρηματοοικονομικών δεικτών που χρησιμοποιήθηκαν και των αποτελεσμάτων που εξήχθησαν. Τέλος, στο τέταρτο μέρος της εργασίας καταγράφονται τα συμπεράσματα που προέκυψαν.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

### 1.1 ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΕΙΔΗ Σ&Ε

Κάθε επιχείρηση έχει ως στόχο την αύξηση των κερδών της. Αυτό μπορεί να πραγματοποιηθεί με δύο τρόπους: (α) από την πώληση των προϊόντων της ή την παροχή υπηρεσιών που παρέχει ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται, δηλαδή την επέκταση των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων, (β) με την εξωτερική πολιτική που ακολουθεί. Η εξωτερική πολιτική κάθε επιχείρησης έχει σκοπό να τονώσει την μονοπωλιακή της δύναμη στις προκλήσεις που δέχεται από τις ανταγωνίστριες εταιρείες. Αυτό μπορεί να γίνει εφικτό με την απόκτηση μεριδίων, στρατηγικών συμμαχιών και με εξαγορές και συγχωνεύσεις.

Ως εξαγορά (acquisition) καλείται «η απόκτηση μέρους ή συνόλου μιας επιχείρησης από την άλλη και μπορεί να είναι πλήρης ή μειοψηφίας» (Πασιούρας et al, 2006). Η εξαγορά είναι πλήρης, όταν η εταιρεία εξαγοράζει 100% την εταιρεία στόχο, πλειοψηφίας – ελέγχου, όταν εξαγοράζει από το 50% - 99.9% ή μειοψηφίας, όταν το ποσοστό που εξαγοράζεται δεν ξεπερνά το 50%. Για την πραγματοποίηση της εξαγοράς αρκεί η επιχείρηση να πληρώσει με μετρητά ή με ανταλλαγή μετοχών της εταιρείας – στόχου ή με συνδυασμών και των δύο. Ωστόσο, οι εξαγορές αποσκοπούν στην αύξηση του μεριδίου της επιχείρησης, την είσοδο της σε νέες αγορές και τεχνολογίες και την προσπάθεια δημιουργίας μονοπωλιακού χαρακτήρα.

Ως συγχώνευση (merger) καλείται «η συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων από την οποία προκύπτει μια νέα επιχείρηση ανεξάρτητη από τις προηγούμενες, στην οποία μεταβιβάζονται τα περιουσιακά στοιχεία (ενεργητικό και παθητικό) των συμβαλλόμενων επιχειρήσεων» (Πασιούρας et al, 2006) . Έτσι, οι εταιρείες που συγχωνεύονται λειτουργούν ως μία εταιρεία η οποία αποτελεί μια ενιαία νομική οντότητα. Ο σκοπός των συγχωνεύσεων των εταιρειών είναι η απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου της αγοράς, προσέγγιση νέων πελατών, είσοδος σε νέες αγορές, απόκτηση τεχνογνωσίας, μείωση ανταγωνισμού και πολλά άλλα.

Συγκρίνοντας τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις μπορεί εύκολα να γίνει κατανοητό πως η συγχώνευση εταιρειών αφορά ξεκάθαρα την κοινή βούληση των συμβαλλόμενων εταιρειών για συνένωση με αποτέλεσμα να αυξάνονται τα κέρδη τους, να μειώνονται τα κόστη τους και να βελτιώνονται οι παραγωγικές διαδικασίες τους. Απεναντίας, η εξαγορά μπορεί να γίνει με φιλικό ή με επιθετικό τρόπο με την εταιρεία αγοραστή να αναλαμβάνει

όλες τις ευθύνες της εταιρείας στόχου όπως είναι τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού της.

Επιπρόσθετα, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να διακριθούν ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση, τη γεωγραφική της θέση καθώς, επίσης, και τη στάση της διοίκησης της επιχείρησης – στόχου. Έτσι, με βάση τον κλάδο της επιχειρηματικής δραστηριότητας διακρίνονται σε (Πασιούρας et al, 2006):

- Οριζόντιες συμφωνίες Σ&Ε, οι οποίες αφορούν επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο, όπως είναι για παράδειγμα δύο τράπεζες. Οι οριζόντιες Σ&Ε επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό την αύξηση της μονοπωλιακής θέσης της νέας εταιρείας, την αποτελεσματικότητα της, καθώς, και τον συντονισμό των επιμέρους επιχειρήσεων.
- Κάθετες συμφωνίες Σ&Ε, οι οποίες αφορούν εταιρείες που δρουν σε διαφορετικά επίπεδα της παραγωγής του ίδιου προϊόντος. Οι συμφωνίες αυτές διακρίνονται σε Σ&Ε προς τα εμπρός ή προς τα πίσω. Οι προς τα εμπρός Σ&Ε έχουν ως στόχο τη διατήρηση των κερδών μέσα στην επιχείρηση, ώστε να μη μοιράζονται στους επιμέρους εμπλεκόμενους της παραγωγικής διαδικασίας. Οι προς τα πίσω Σ&Ε αφορούν όλες τις επιμέρους δραστηριότητες που πραγματοποιούνται πριν την εκκίνηση της παραγωγικής διαδικασίας. Όλα αυτά αποσκοπούν στη μείωση του ανταγωνισμού, την ισχυροποίηση της θέσης της εταιρείας και τη βελτίωση της παραγωγικής διαδικασίας.
- Ανομοιογενείς συμφωνίες Σ&Ε, οι οποίες αφορούν εταιρείες οι οποίες δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς τομείς, παράγουν διαφορετικά προϊόντα και άλλα.

Με βάση τη γεωγραφική τους θέση διακρίνονται σε:

- Εγχώριες Σ&Ε, που αφορούν σε επιχειρήσεις που εδρεύουν στην ίδια χώρα και έχουν στόχο να αποφευχθούν εχθρικές εξαγορές
- Διασυννοριακές Σ&Ε, που αφορούν σε επιχειρήσεις που εδρεύουν σε διαφορετικές χώρες και πηγάζουν από την ανάγκη των εταιρειών να ισχυροποιήσουν τη θέση τους στις παγκόσμιες αγορές.

Με βάση τη στάση της διοίκησης της επιχείρησης – στόχου διακρίνονται σε:

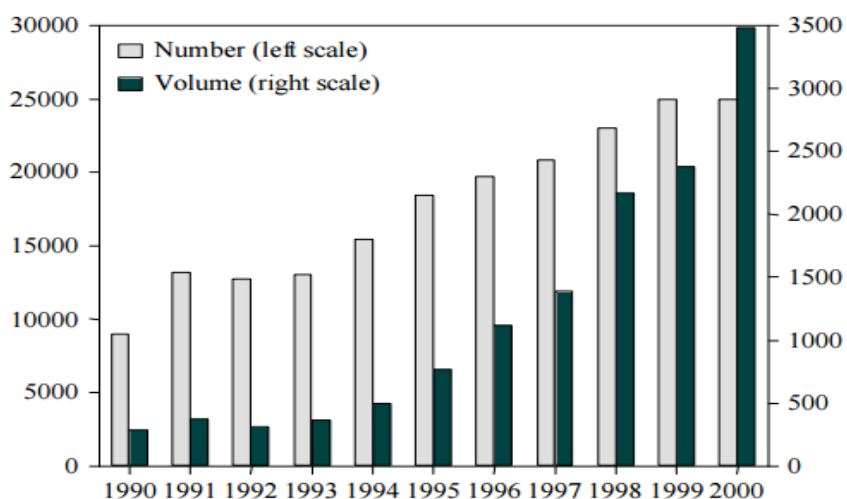
- Φιλικές Σ&Ε: Οι εταιρείες που τις πραγματοποιούν αποδέχονται με αμοιβαία ικανοποιητικούς όρους τη σύναψη της συμφωνίας
- Εχθρικές Σ&Ε: Η εταιρεία – στόχος δεν αποδέχεται τη σύναψη συμφωνίας και προσπαθεί με ποικίλους τρόπους να την αποφύγει, δηλαδή ακολουθεί διάφορες αμυντικές τακτικές ώστε να την παρεμποδίσει ή να την καθυστερήσει.

## **1.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ**

### **1.2.1 Κύματα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων**

Οι μεγάλες επιχειρήσεις κατείχαν μια ιδιαίτερη θέση στη διεθνή οικονομική σκηνή από τις αρχές της βιομηχανικής επανάστασης μέχρι και σήμερα. Οι οικονομίες κλίμακας, σύμφωνα με τις οποίες οι επιχειρήσεις στοχεύουν στη μείωση του μέσου κόστους της παραγωγής ανά μονάδα προϊόντος κατανέμοντας τα σταθερά έξοδα σε μεγαλύτερο όγκο παραγόμενων μονάδων, συνέβαλλαν καθοριστικά στην απόκτηση μεγαλύτερου πλεονεκτήματος των μεγάλων επιχειρήσεων σε σχέση με τις μικρότερες. Η πλειονότητα των επιχειρήσεων σε συνδυασμό με τις συνθήκες που δημιουργήθηκαν οδηγήθηκαν στην ανάπτυξη τους όχι μόνο σε εσωτερικό επίπεδο αλλά και στην ανάπτυξη της εξωτερικής τους πολιτικής με ποικίλους τρόπους με πιο σημαντικό μεταξύ τους τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις.

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις κάνουν την εμφάνισή τους στο τέλος του 19<sup>ου</sup> αιώνα. Ωστόσο από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 παρατηρήθηκε το μεγαλύτερο κύμα Σ&Ε με αποτέλεσμα μέχρι το 2000 να έχουν τριπλασιαστεί σε όλο τον κόσμο. Στο σχήμα 1.1 που παρατίθεται παρακάτω φαίνεται ο αριθμός και ο όγκος των συναλλαγών που πραγματοποιήθηκαν αυτή τη δεκαετία.



Σχήμα 1.1: Αριθμός και όγκος Σ&Ε (Πηγή: Kleinert και Klodt, 2002)

Κατά το παρελθόν υπήρξαν διάφορα κύματα συγχωνεύσεων, τα οποία διακρίνονται από ιδιαίτερα χαρακτηριστικά το καθένα. Ωστόσο, επειδή η στατιστική ανάλυση ήταν δύσκολη στο πέρασμα του χρόνου, έχουν θεσπιστεί συστηματικά στατιστικά για το πρόσφατο παρελθόν σε παγκόσμια κλίμακα. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση οι συγχωνεύσεις ξεκινούν γύρω στη δεκαετία του 1980, παρόλο που στη Δυτική Γερμανία άρχισαν στα μέσα του 1960. Πηγαίνοντας προς τα πίσω γίνεται ξεκάθαρο με βάση τα στατιστικά δεδομένα που υπάρχουν πως στις ΗΠΑ οι Σ&Ε ξεκίνησαν ήδη από το 1940. Με βάση όλα αυτά για τα τελευταία 100 χρόνια, μπορούν να εντοπιστούν τέσσερα κύματα Σ&Ε, ενώ αμφιλεγόμενο είναι το θέμα για τη διαμόρφωση ενός πέμπτου κύματος το οποίο αφορά την τελευταία δεκαετία του 20<sup>ου</sup> αιώνα έως και σήμερα. Παρακάτω παρουσιάζονται αναλυτικά τα πέντε αυτά κύματα (Kleinert και Klodt 2002).

- Το πρώτο κύμα Σ&Ε κάνει την εμφάνισή του από το 1897 ως το 1904. Αποτελεί την περίοδο της βιομηχανικής επανάστασης, η οποία εκμεταλλεύτηκε τις οικονομίες κλίμακας που προήλθαν από την ανάπτυξη της βαριάς βιομηχανίας. Όλα αυτά οδήγησαν στην δημιουργία μεγάλων εργοστασίων, τα οποία κυριαρχούν στην παλιά οικονομία των ΗΠΑ. Επιπλέον, οι συμφωνίες που έλαβαν χώρα την περίοδο αυτή ήταν

κυρίως οριζόντιες. Το γεγονός αυτό, είχε και πολιτικά αποτελέσματα τα οποία ήταν οι νόμοι Sherman και Clayton, σύμφωνα με τους οποίους απαγορεύτηκαν οι οριζόντιες συγχωνεύσεις διότι ενίσχυαν τη δύναμη της επιχείρησης στην αγορά.

- Το δεύτερο κύμα Σ&Ε εμφανίζεται από το 1920 και διαρκεί έως το 1929. Σε αυτή την περίοδο μετά την απαγόρευση των οριζόντιων συγχωνεύσεων κάνουν την εμφάνιση τους οι κάθετες Σ&Ε και κυριαρχούν. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία νέων επιχειρηματικών ομίλων σε σιδηροδρόμους και επιχειρήσεις κοινής ωφελείας, όπου με την ύπαρξη των δικτύων γεννήθηκαν νέες ευκαιρίες για την αξιοποίηση των οικονομιών κλίμακας.
- Το τρίτο κύμα Σ&Ε προσδιορίζεται από το 1965 έως το 1975, το οποίο χαρακτηρίζεται από την προσπάθεια επίτευξης οικονομιών κλίμακας μέσω της μαζικής βιομηχανικής παραγωγής καταναλωτικών αγαθών, με τη διαφοροποίηση των προϊόντων και την εξαγορά επιχειρήσεων που στόχευαν άλλες αγορές. Τον έλεγχο των συγχωνεύσεων αναλαμβάνει η Γερμανία το 1973, ενώ οι ΗΠΑ ενισχύουν τον έλεγχο τους με το βελτιωμένο νόμο των Hart – Scott – Rudino το 1976.
- Το τέταρτο κύμα παρουσιάστηκε από το 1984 έως το 1988 και έγινε λιγότερο αισθητό στις ΗΠΑ σε σχέση με την Ευρώπη, όπου έγινε προσπάθεια για τη συνένωση των ευρωπαϊκών αγορών με τη δημιουργία συγχωνεύσεων τεχνολογικών επιχειρήσεων. Το αποτέλεσμα αυτής της αντιμονοπωλιακής πολιτικής μετέτρεψε την Ευρώπη σε κυρίαρχο των συγχωνεύσεων.
- Το πέμπτο κύμα αρχίζει το 1995 και διαρκεί μέχρι σήμερα. Αυτό το νέο κύμα μπορεί να χαρακτηριστεί από την παγκοσμιοποίηση και τις ρυθμιστικές αλλαγές. Η παγκοσμιοποίηση οδηγεί στην επέκταση των αγορών και μετατρέπει τα πρώην εθνικά μονοπώλια σε διεθνείς ανταγωνιστές, ενώ ανοίγονται πολλές ευκαιρίες για να διεισδύσουν σε ξένες αγορές με τις διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις. Σε αυτό το κύμα, λοιπόν, μεγαλύτερες τάσεις Σ&Ε παρατηρούνται στις τηλεπικοινωνίες, τις τράπεζες, την αυτοκινητοβιομηχανία και την εμπορία πετρελαίου.

Επιπλέον, μεγαλύτερη τάση για Σ&Ε παρατηρείται στην Ευρώπη όπου ολοένα και αυξάνεται ο ανταγωνισμός, ενώ στις ΗΠΑ είναι απαραίτητο να βρεθούν κίνητρα για την πραγματοποίησή τους (Black, 1999). Οι Σ&Ε κατηγοριοποιούνται, επίσης, σε τρεις περιόδους.

- Την κλασσική περίοδο που χρονολογείται από τον 1890 ως το 1904 και χαρακτηρίζεται από οριζόντιες Σ&Ε και αφορούσαν επιχειρήσεις εκμετάλλευσης, οι οποίες αναλάμβαναν όλα τα έξοδα από την αγορά πρώτων υλών ως την πώληση του προϊόντος.
- Το δεύτερο κύμα που χρονολογείται από το τέλος του Α΄ Παγκόσμιου πολέμου ως το τέλος του 1920 και δεν αφορούσε ολικές εξαγορές, αλλά τμηματικές εξαγορές της εταιρίας – στόχου με αποτέλεσμα την ανάπτυξη των λειτουργιών της.
- Το τρίτο κύμα χρονολογείται από το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου πολέμου έως το 1960 και συνεχίζονται οι τμηματικές εξαγορές. Η κύρια διαφορά του με το προηγούμενο κύμα είναι η επέκταση σε νέες περιοχές ώστε να ενισχυθεί η ανταγωνιστική κατάσταση.

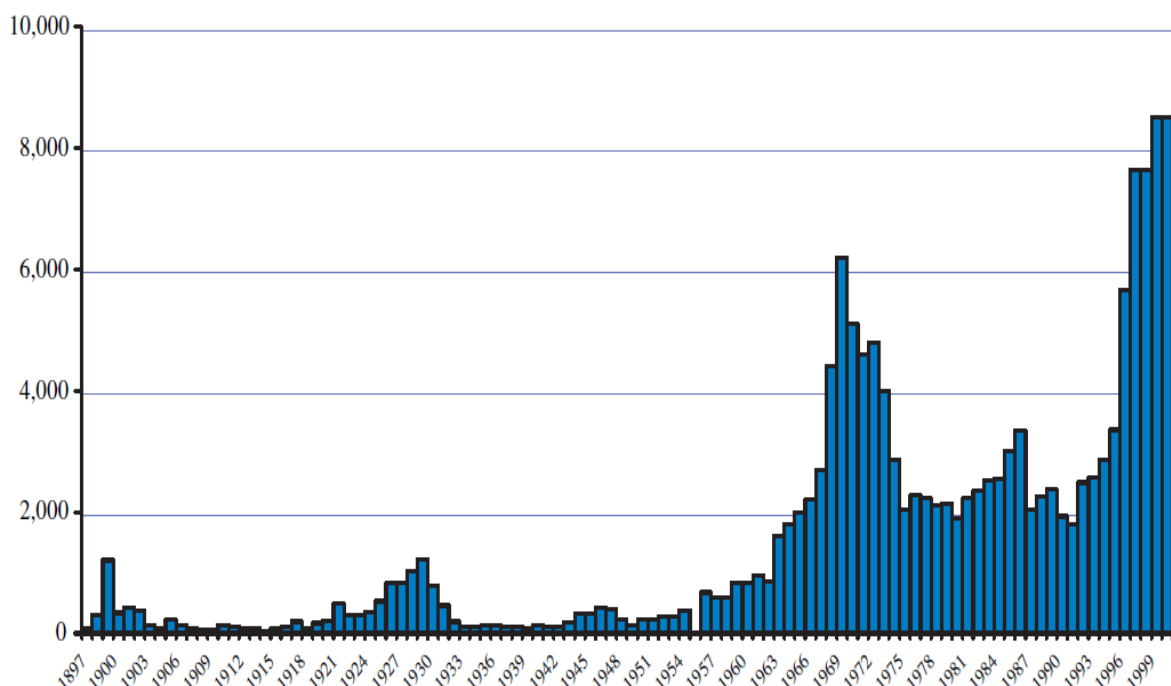
Κάθε κλάδος κυριαρχεί σε κάθε δεκαετία, ωστόσο από το 1970 και μετά φαίνονται με ακρίβεια οι κλάδοι που επικράτησαν στο παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 1.1: Κατηγορίες Σ&Ε με βάση τον τομέα δραστηριοποίησης

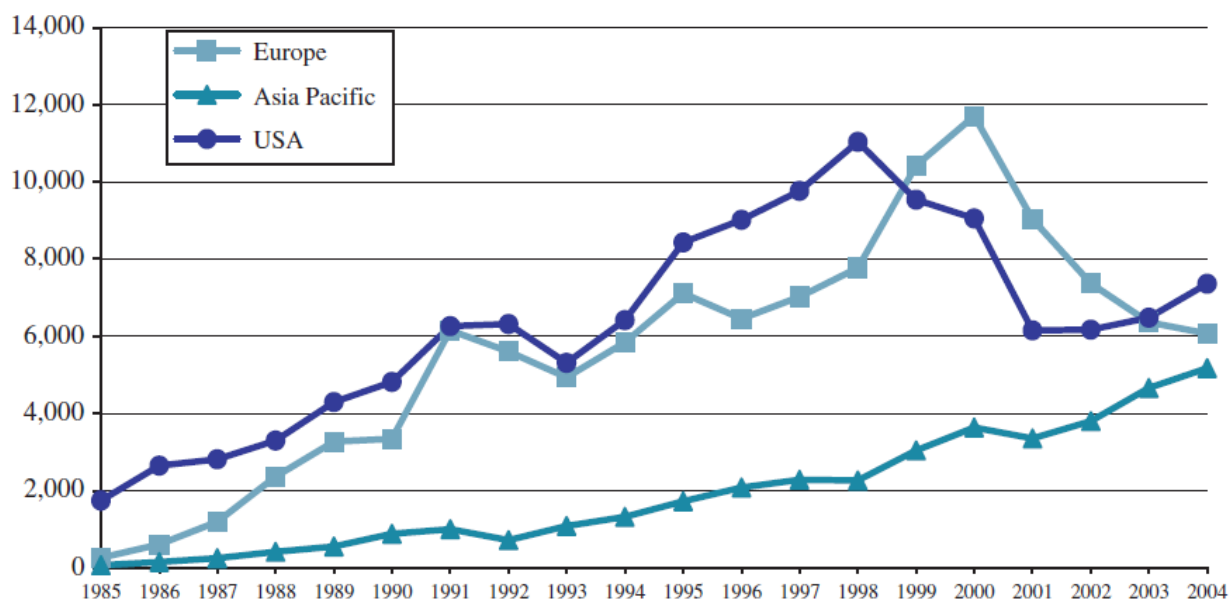


1970	1980	1990	2000
Αέριο, Πετρέλαιο	Χρηματοοικονομικοί Οργανισμοί	Αέριο, Πετρέλαιο	Τηλεπικοινωνίες
Κτηματομεσιτικές εταιρίες	Κλωστοϋφαντουργία	MME	Αυτοκινητοβιομηχανίες
Εμπορία Μηχανημάτων	Κατασκευαστικές Εταιρίες	Τράπεζες	Τράπεζες
Ένδυση	Τρόφιμα	Ξενοδοχειακές εγκαταστάσεις	Τρόφιμα

Στα σχήματα 1.2 και 1.3 που ακολουθούν γίνεται παρουσίαση του αριθμού των Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν σε διάφορες περιοχές. Όπως είναι εμφανές από το 1969 έως το 1999 παρατηρούνται μεγάλα κύματα Σ&Ε (Σχήμα 1.2) και στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη, ενώ στην Ασία παρατηρείται μια σχεδόν σταθερή αύξηση συγχωνεύσεων διαχρονικά. (Σχήμα 1.3)

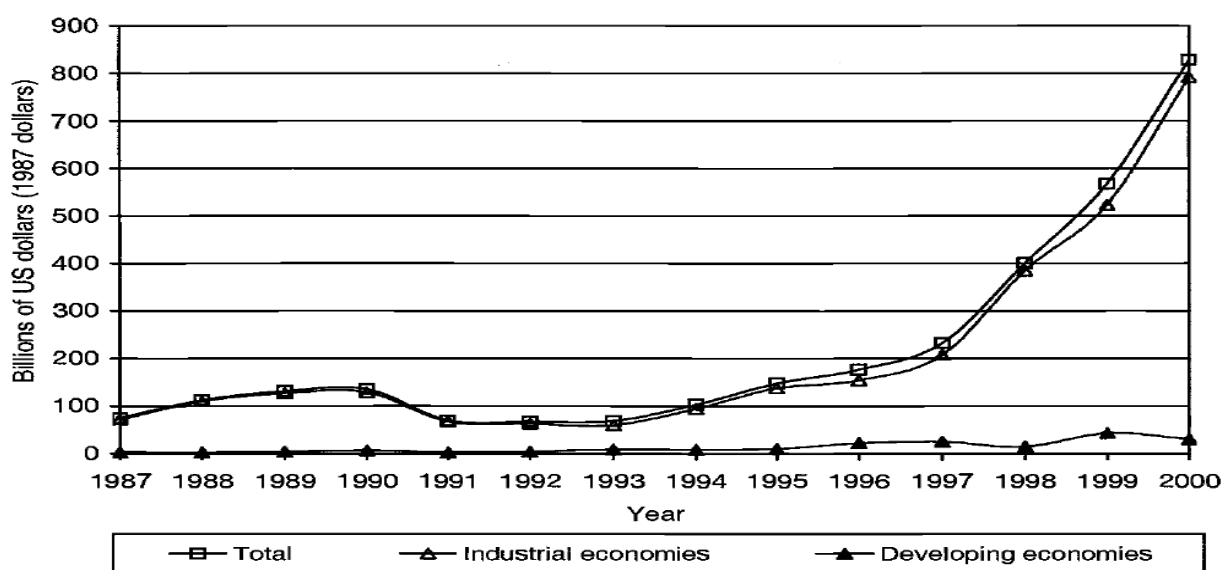


Σχήμα 1.2 : Κύματα Σ&Ε από το 1897 έως το 1999 στις ΗΠΑ (Πηγή: (Martynova & Renneboog, 2008))



Σχήμα 1.3: Παγκόσμια κύματα Σ&Ε από το 1985 (Πηγή: (Martynova & Renneboog, 2008))

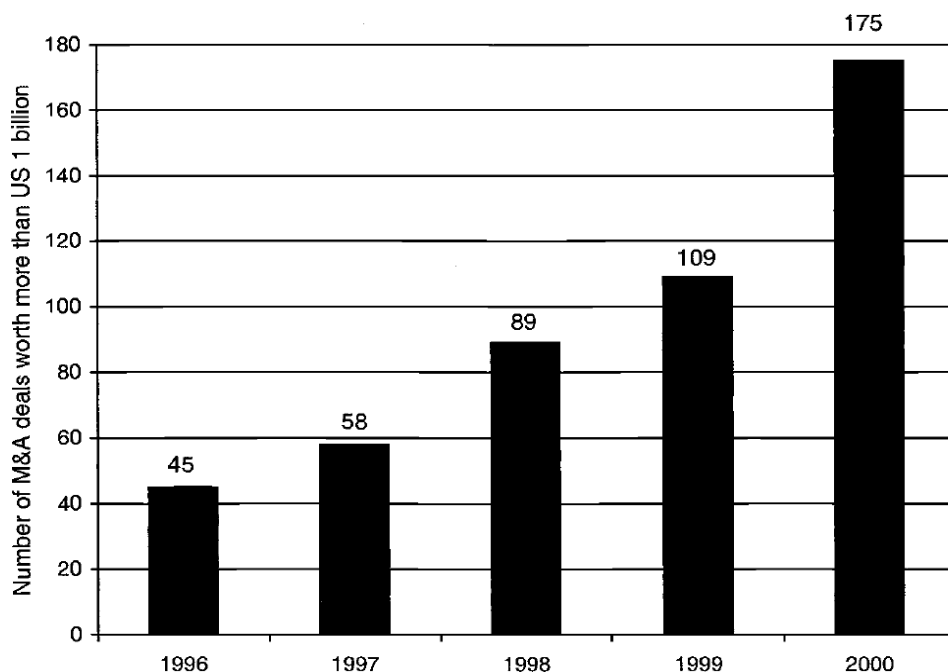
Έρευνα που πραγματοποιήθηκε από τον Evenett το 2004 εξετάζει την πορεία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών που έλαβαν χώρα από το 1987 έως το 2000. Στο σχήμα 1.4 καθίσταται σαφές πως το 1996 και έπειτα υπήρξε ραγδαία αύξηση των διασυνοριακών Σ&Ε και κορυφώθηκαν το 2000 αγγίζοντας το ποσό των 828 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Το προηγούμενο κύμα διασυνοριακών Σ&Ε που πραγματοποιήθηκε μεταξύ του 1987 έως το 1990 έφτασε τα 135 δισεκατομμύρια δολάρια, σαφέστατα αρκετά μικρότερο ποσό από εκείνο που ακολούθησε. Επιπλέον, οι αναπτυσσόμενες οικονομίες δεν έπαιξαν σχεδόν κανένα ρόλο στις Σ&Ε της δεκαετίας του 1980 και πιο μέτριο ρόλο στα πιο σύγχρονα κύματα Σ&Ε.



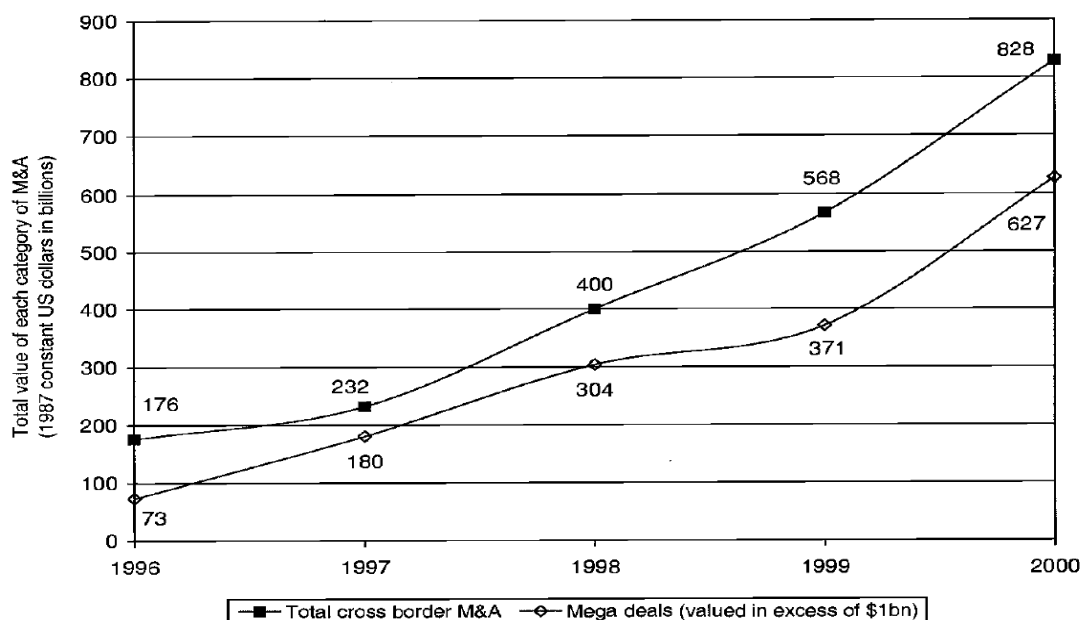
Σχήμα 1.4: Διασυνοριακές Σ&Ε από το 1987 έως το 2000. (Πηγή: (Evenett, 2004))

Επιπρόσθετα, ένα άλλο χαρακτηριστικό στοιχείο που έπαιξε καθοριστικό ρόλο στην εξέλιξη των διασυνοριακών Σ&Ε, κυρίως από το 1996 έως το 2000, ήταν τα λεγόμενα

«megadeals», δηλαδή η χρηματική αξία των συμφωνιών αυτών ξεπέρασε το ένα δισεκατομμύριο δολάρια. Ο αριθμός αυτών των συμφωνιών τετραπλασιάστηκε την πενταετία από το 1996 έως το 2000 (Σχήμα 1.5) ενώ η τιμή τους υπερτετραπλασιάστηκε (Σχήμα 1.6). (Evenett, 2004)



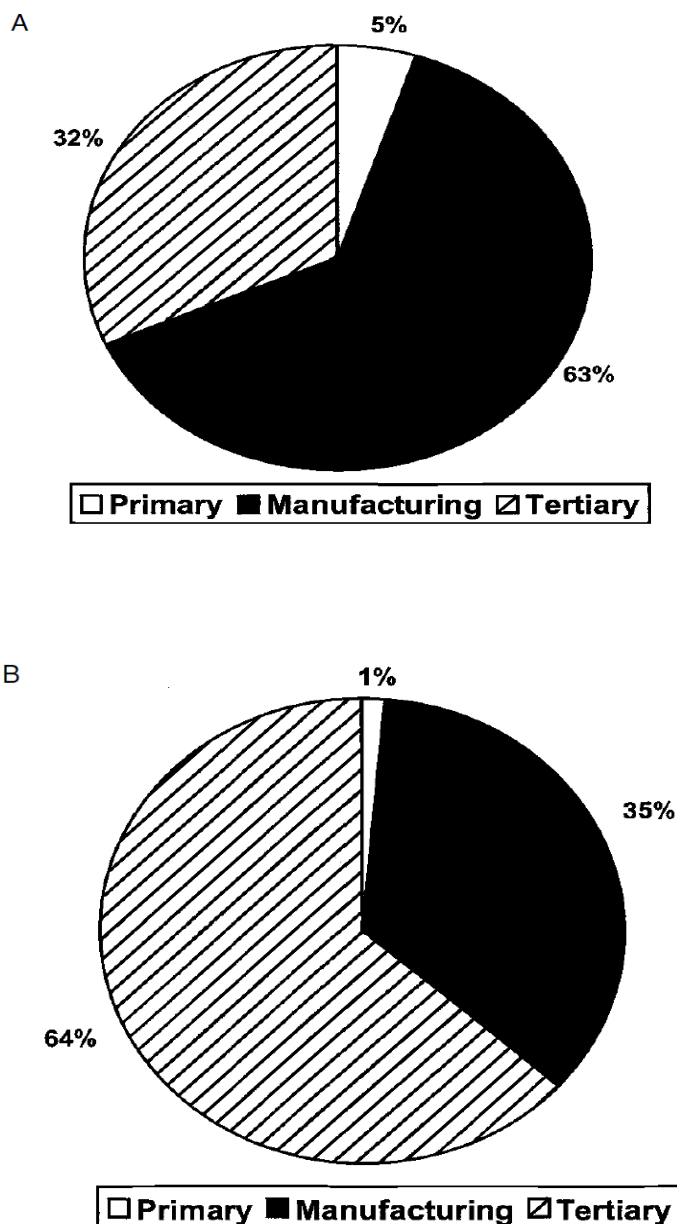
Σχήμα 1.5: Αριθμός συμφωνιών Σ&Ε που η αξία τους ξεπέρασε το 1 δις δολάρια από το 1996 ως το 2000 (Πηγή: (Evenett, 2004))



Σχήμα 1.6: Τα megadeals καθόρισαν την πορεία των Σ&Ε από το 1996 έως το 2000. (Πηγή: (Evenett, 2004))

Εξαιρετική σημασία, ωστόσο, παρουσιάζουν και οι τομείς των εταιρειών που πραγματοποίησαν διασυνοριακές Σ&Ε στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και 1990, συγκριτικά. Οι βιομηχανικές, διασυνοριακές Σ&Ε στα τέλη της δεκαετίας του 1990

αντιπροσωπεύουν μόνο το 35% της συνολικής αξίας των συναλλαγών τους, ενώ στα τέλη της δεκαετίας του 1980 αντιπροσωπεύουν το 63% του συνόλου (Σχήμα 1.7). Επιπλέον, τρεις διαφορετικοί τομείς υπηρεσιών (μεταφορές, αποθήκευση και επικοινωνίες) αντιπροσωπεύουν κάτι λιγότερο από το μισό του συνόλου των διασυνοριακών Σ&Ε στα τέλη της δεκαετίας του 1990. (Evenett, 2004)

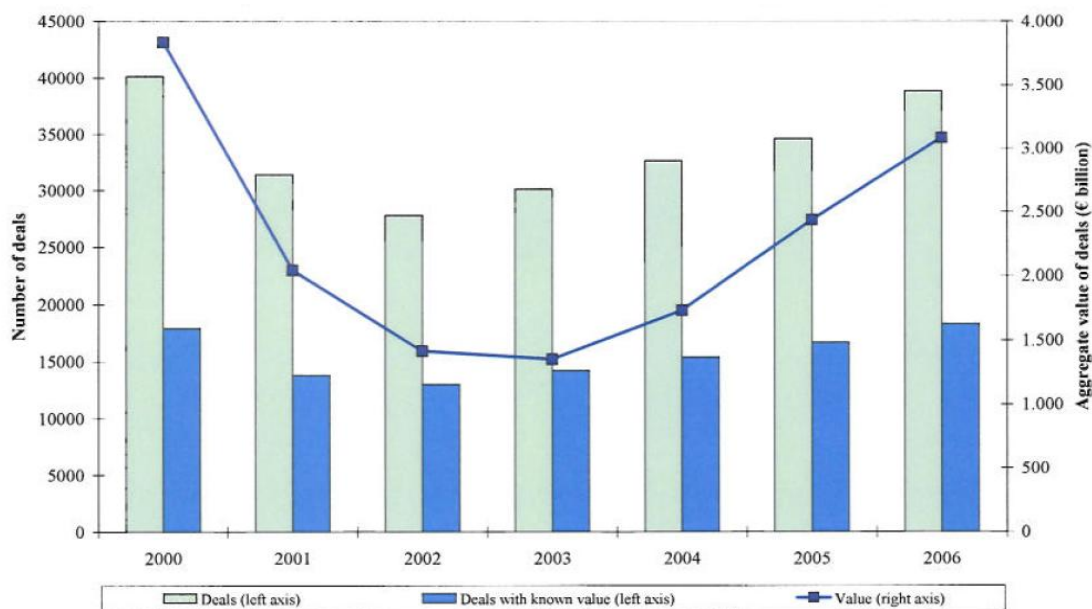


Σχήμα 1.7: Ποσοστά συμμετοχής στις συναλλαγές Σ&Ε, A: 1987-1990, B:1997-2000. (Πηγή: (Evenett, 2004))

### 1.2.2 Πορεία Σ&Ε από το 2000 έως σήμερα

Το τελευταίο παγκόσμιο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών, το οποίο έφτασε στο απόγειο του στην αλλαγή του αιώνα, έφτασε στο τέλος του το 2001 και ακολούθησαν δύο χρόνια σταθερής δραστηριότητας Σ&Ε. Ωστόσο, από το 2004 οι επιχειρήσεις έδειξαν ξανά

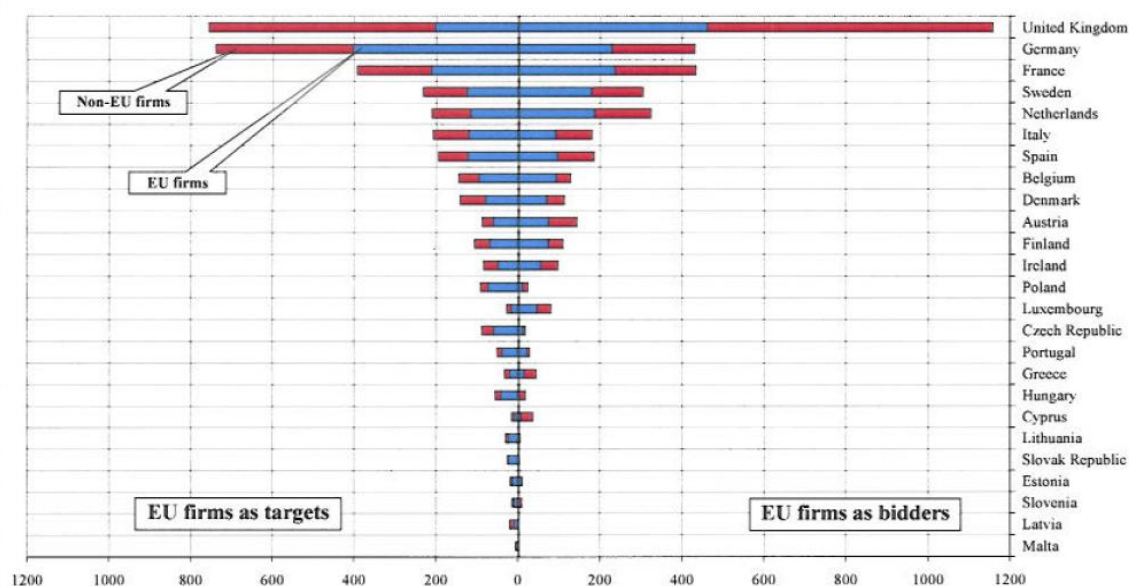
μια αυξανόμενη τάση στο να επενδύσουν σε νέες εταιρείες, γεγονός το οποίο αντικατοπτρίζεται τόσο σε ένα διαρκώς αυξανόμενο αριθμό παρατηρούμενων συμφωνιών όσο και στα υψηλά ποσά στα οποία έκλεισαν αυτές οι συμφωνίες. Στο σχήμα 1.8 παρουσιάζεται η ετήσια εξέλιξη των Σ&Ε από το 2000 σε σχέση με τον αριθμό και το σύνολο των ποσών που ολοκληρώθηκαν οι συμφωνίες. Ο αριθμός των συμφωνιών αυξήθηκε από 34.500 το 2000 στις 39.000 το 2006. Αυτό το χρονικό διάστημα, η αξία των συμφωνιών αυξήθηκε από 2.435 σε 3.082 δισεκατομμύρια ευρώ. Συγκριτικά με τον αριθμό των συμφωνιών του 2000, ελαφρώς ξεπέρασαν τις 40.000 και υπολογίστηκαν γύρω στα 3.800 δισεκατομμύρια ευρώ. Από το 2003, ο μέσος όρος της αξίας των συμφωνιών έχει σταθερά αυξηθεί. (Schmidt et al., 2007)



Σχήμα 1.8: Η εξέλιξη των συμφωνιών Σ&Ε παγκοσμίως (2000-2006). (Πηγή: (Schmidt et al., 2007))

Επιπρόσθετα, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει ο τρόπος με τον οποίο κινήθηκαν οι χώρες – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης ως εταιρείες στόχοι, αλλά και ως εξαγοραστές το 2006. Στο σχήμα 1.9, οι διασυννοριακές Σ&Ε είναι ισο-μοιρασμένες μεταξύ εταιρειών – στόχων που ανήκουν ή μη στην Ευρώπη. Το γεγονός αυτό γίνεται ξεκάθαρο στο δεξί μέρος του διαγράμματος, κυρίως για τα ισχυρά κράτη - μέλη (Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Πολωνία και Ισπανία). Παρόλα αυτά, υπάρχει μια ετερογένεια, η οποία εξαρτάται από τη χώρα προέλευσης του εξαγοραστή. Οι ουγγρικές, ελληνικές και λιθουανικές εταιρείες έδειξαν σχετικά υψηλή τάση στην πραγματοποίηση εξαγορών εκτός Ευρώπης, ενώ εσθονικές, πορτογαλικές, βέλγικες και τσέχικες εταιρείες επέλεξαν ευρωπαϊκές εταιρείες-στόχους. Ωστόσο, για πολλές από αυτές τις χώρες, ο απόλυτος αριθμός των συμφωνιών που πραγματοποίησαν είναι πολύ χαμηλός. Σε αντίθεση με το 60% των συμφωνιών που

ξεκίνησαν από εταιρείες που εδρεύουν στο Ηνωμένο Βασίλειο, στόχευσαν εταιρείες οι οποίες βρίσκονται εκτός Ευρώπης. (Schmidt et al., 2007)



Σχήμα 1.9: Διεθνής δραστηριότητα Σ&Ε των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης το 2006. (Πηγή: Schmidt et al., 2007)

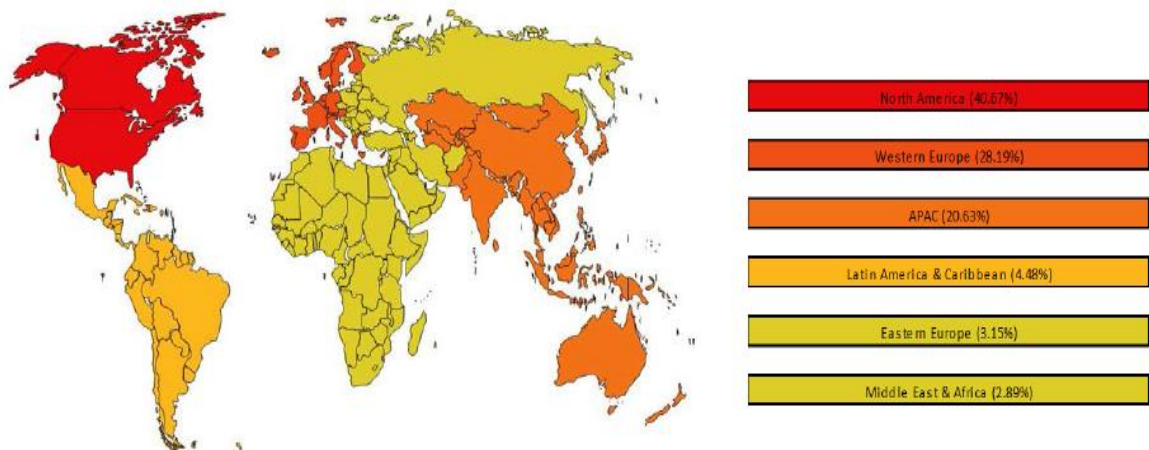
Από την άλλη πλευρά, τη δεκαετία του 2000 και συγκεκριμένα το έτος 2008 ξέσπασε η διεθνής οικονομική κρίση, η οποία επηρέασε και τον τομέα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Η πραγματοποίηση Σ&Ε την περίοδο αυτή φανέρωνε για την εταιρεία που πραγματοποιούσε τη συμφωνία οικονομική ευημερία. Από την έναρξη της κρίσης και μετά, οι διεθνείς ροές Σ&Ε στον τραπεζικό τομέα, οποίος παρουσιάζει ενδιαφέρον κατά την περίοδο αυτή, συρρικνώθηκαν σημαντικά σε σχέση με τα επίπεδα του 2007. Κατά την περίοδο 2007-2008, ο Ευρωπαϊκός χρηματοπιστωτικός τομέας κατέγραψε 292 ανακοινωθείσες προσφορές συνολικής αξίας 345 δισεκατομμυρίων ευρώ. Το 2009 καταγράφηκε μια απότομη πτώση στις οικονομικές συμφωνίες φτάνοντας το ποσό των 80 δισεκατομμυρίων ευρώ (Μόνο 49 συμφωνίες αφορούν τραπεζικούς στόχους.). Κατά τη διάρκεια του 2010, η αξία των συμφωνιών Σ&Ε μειώθηκε στα 50 δισεκατομμύρια ευρώ, από τα οποία τα 30 δισεκατομμύρια αφορούν τον τραπεζικό τομέα. (Beltratti & Paladino, 2013)

Αυτή η καθοδική τάση οφείλεται, κυρίως, τόσο στη χρηματοπιστωτική κρίση, όσο και στα μέτρα που δεν κατάφερε να πάρει κάθε κράτος για να την αντιμετωπίσει. Έτσι, οι τράπεζες που βρέθηκαν αντιμέτωπες με οικονομικές δυσκολίες λόγω της έλλειψης ρευστότητας ή ιδίων κεφαλαίων, έγιναν εύκολα στόχοι αγοραστών, ενώ οι τράπεζες που δεν επηρεάστηκαν από την κρίση, βρίσκονταν σε ισχυρότερη θέση σε περιπτώσεις Σ&Ε, με δεδομένη τη μείωση του αριθμού των ανταγωνιστών. Στην έρευνα τους, ωστόσο, οι Beltratti και Paladino (Beltratti & Paladino, 2013) απέδειξαν ότι τα αποτελέσματα τους ήταν αντίθετα με εκείνα μιας μακράς βιβλιογραφίας που προϋπήρχε, τα οποία παρουσιάζουν μια αρνητική απόδοση σε αγοραστές, όταν ανακοινώνεται μια εξαγορά. Η αγορά αντιδρά θετικά σε περιπτώσεις αβέβαιων στόχων, προφανώς για να εξαλείψει τη μείωση της αβεβαιότητας που σχετίζεται με την υλοποίηση της συμφωνίας.

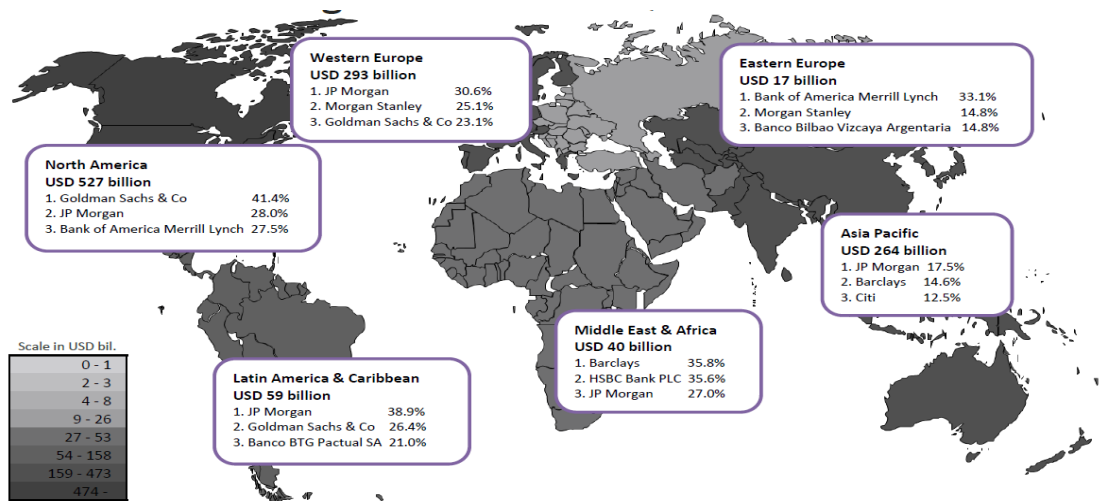
Πιο πρόσφατα στοιχεία για την πορεία των συγχωνεύσεων και των εξαγορών για τα έτη 2013, 2014 και 2015 έχουν εξαχθεί από το περιοδικό Bloomberg και συνοψίζουν όλα τα οικονομικά στοιχεία. Το σχήμα 1.10 αφορά τον όγκο των Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν το



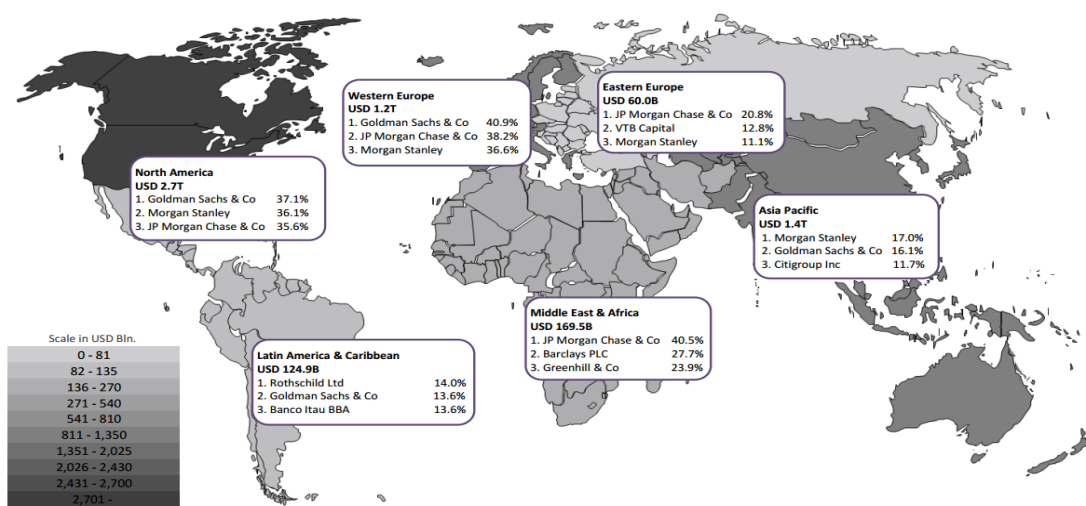
2013 παγκοσμίως. Τα ηνία των συμφωνιών κρατάει η Βόρεια Αμερική όπου πραγματοποιήθηκαν το 40,57% των συμφωνιών παγκοσμίως. Ακολουθούν η Δυτική Ευρώπη με 28,19% και η Νοτιοανατολική Ασία και η Αυστραλία με 20,63%. Στις τελευταίες θέσεις βρίσκονται η Λατινική Αμερική, η Ανατολική Ευρώπη, η Μέση Ανατολή και η Αφρική με χαμηλότερα ποσοστά. Στα σχήματα 1.11 και 1.12 παρουσιάζεται η αξία των συμφωνιών Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν ανά περιοχή το 2014 και το 2015 αντιστοίχως. Παρατηρείται ότι τα μεγαλύτερα ποσά για συμφωνίες Σ&Ε κατανεμήθηκαν στην Βόρεια Αμερική και τη Δυτική Ευρώπη, ενώ το 2015 αυξήθηκε κατά πολύ η αξία των συμφωνιών που πραγματοποιήθηκαν.



Σχήμα 1.10: Όγκος συμφωνιών Σ&Ε το 2013 ανά ήπειρο. (Πηγή: [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com))

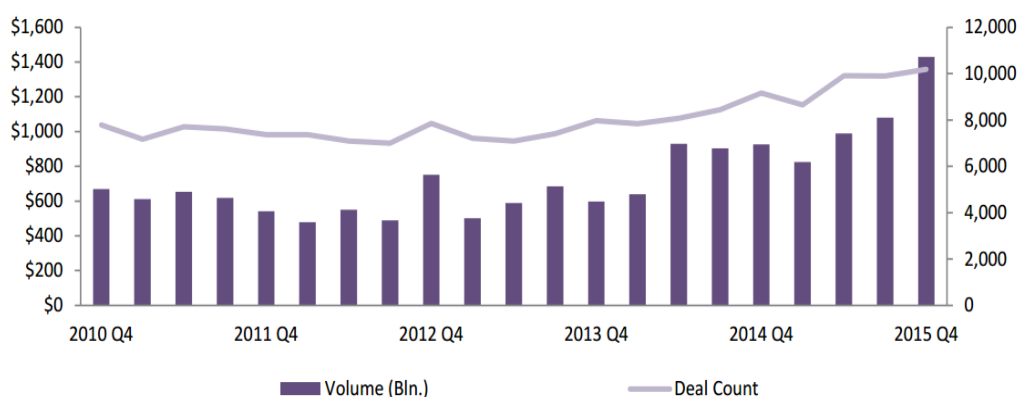


Σχήμα 1.11: Αξία συμφωνιών Σ&Ε το 2014 ανά ήπειρο. (Πηγή: [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com))



Σχήμα 1.12: Αξία συμφωνιών Σ&Ε το 2015 ανά ήπειρο. (Πηγή: [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com))

Επιπλέον, στο σχήμα 1.13 παρουσιάζεται ο όγκος και η τιμή των Σ&Ε από το 2010 έως το 2015, όπου μέχρι το 2012 πραγματοποιείται μια αυξομείωση του όγκου των Σ&Ε ενώ η αξία τους δεν ξεπερνά τα \$1,200 δισεκατομμύρια. Από το 2012 έως και το 2015 αυξάνεται τόσο ο όγκος των Σ&Ε όσο και η αξία τους, γεγονός που φανερώνει πιο αισιόδοξα αποτελέσματα.



Σχήμα 1.13: Αξία και όγκος Σ&Ε από το 2010 έως το 2015 (Πηγή: [www.bloomberg.gr](http://www.bloomberg.gr))

Τέλος, αξίζει να σημειωθούν οι μεγαλύτερες συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν τις τελευταίες 3 δεκαετίες όπως καταγράφονται στη διαδικτυακή εγκυκλοπαίδεια Wikipedia.

Πίνακας 1.2: Οι 10 μεγαλύτερες συμφωνίες Σ&Ε παγκοσμίως από το 1990 έως το 1999

Σειρά	Έτος	Αγοραστής	Εξαγοράζουσα εταιρεία	Αξία συναλλαγής (σε δισεκατομμύρια USD)	Προσαρμογή πληθωρισμού (σε δισεκατομμύρια 2016 USD)
1	1999	Vodafone Airtouch PLC	Mannesmann	202	287
2	1999	Pfizer	Warner-Lambert	90	128
3	1998	Exxon	Mobil	77,2	112
4	1998	Citicorp	Travelers Group	73	106
5	1999	SBC Communications	Ameritech Corporation	63	89
6	1999	Vodafone Group	AirTouch Communications	60	85
7	1998	Bell Atlantic	GTE	53,36	77
8	1998	BP	Amoco	53	77



9	1999	Qwest Communications	US West	48	68
10	1997	Worldcom	MCI Communications	42	62

Πίνακας 1.3: Οι 10 μεγαλύτερες συμφωνίες Σ&Ε παγκοσμίως από το 2000 έως το 2010

Σειρά	Έτος	Αγοραστής	Εξαγοράζουσα εταιρεία	Αξία συναλλαγής (σε δισεκατομμύρια USD)	Προσαρμογή πληθωρισμού (σε δισεκατομμύρια 2016 USD)
1	2000	Fusion: AOL Inc.	Time Warner	164,747	226
2	2000	Glaxo Wellcome Plc.	SmithKline Beecham Plc.	75,961	104
3	2004	Royal Dutch Petroleum Company	“Shell” Transport & Trading Co	74,559	93
4	2006	AT&T Inc.	BellSouth Corporation	72,671	85
5	2001	Comcast Corporation	AT&T Broadband	72,041	96
6	2009	Pfizer Inc	Wyeth	68	75
7	2000	Spin-off: Nortel Networks Corporation		59,974	82
8	2002	Pfizer Inc.	Pharmacia Corporation	59,515	78
9	2004	JPMorgan Chase & Co	Bank One Corporation	58,761	74
10	2008	InBev Inc.	Anheuser-Busch Companies, Inc.	52	57

Πίνακας 1.4: Οι 10 μεγαλύτερες συμφωνίες Σ&Ε παγκοσμίως από το 2010 έως το 2020 (Μέχρι και 31 Δεκεμβρίου 2015)

Σειρά	Έτος	Αγοράστρια	Εξαγοράζουσα εταιρεία	Αξία συναλλαγής (σε δισεκατομμύρια USD)	Προσαρμογή πληθωρισμού (σε δισεκατομμύρια 2016 USD)
1	2015	Pfizer	Allergan, Plc	160	160
=2	2013	Verizon Communications	Verizon Wireless	130	132
=2	2015	Dow Chemical	DuPont	130	130
3	2015	Anheuser-Busch InBev	SAB Miller	117,4	117
4	2015	Heinz	Kraft	100	100
5	2015	Charter Communications	Time Warner Cable	78,7	79

6	2015	Actavis	Allergan, Inc.	70,5	71
7	2015	Royal Dutch Shell	BG Group	70	70
8	2015	Dell	EMC Corporation	67	67
9	2015	Anthem Inc.	Cigna Corp	47	47

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

## ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

### 2.1 ΚΙΝΗΤΡΑ Σ&Ε

Η πραγματοποίηση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών πηγάζει από κάποια αίτια. Τα αίτια αυτά μπορούν να είναι είτε εσωτερικά είτε εξωτερικά. Τα εσωτερικά αίτια αφορούν τη μεγιστοποίηση του κέρδους των εταιριών ενώ τα εξωτερικά πηγάζουν από τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιούνται και τις μεταβολές στο μακροοικονομικό περιβάλλον. Παρόλα αυτά, έχουν πραγματοποιηθεί ποικίλες έρευνες στο πέρασμα του χρόνου για να βρεθούν τα κίνητρα των Σ&Ε ανάμεσα στις οποίες διακρίθηκαν τα κίνητρα συνεργίας – οικονομικά κίνητρα, τα κίνητρα αντιπροσώπευσης και κίνητρα αλαζονείας.

Το ισχυρότερο κίνητρο, ωστόσο, είναι αυτό της συνεργίας ή οικονομικό κίνητρο. Η συνεργία αφορά μια νέα επιχείρηση που προκύπτει από δύο άλλες, η οποία έχει τη δυνατότητα επίτευξης καλύτερων αποτελεσμάτων σε σχέση με τα αποτελέσματα που θα πετύχαινε κάθε επιχείρηση χωριστά. Αυτού του είδους η συνένωση επιτυγχάνει μεγαλύτερα κέρδη, τα οποία μπορούν να οριστούν και από την παρακάτω εξίσωση που αφορά τις παρούσες αξίες των επιχειρήσεων που συνενώνονται (Πασιούρας et al, 2006):

$$ΠΑ_{A+B} = ΠΑ_A + ΠΑ_B + ΠΑ_Σ$$

όπου,

$ΠΑ_{A+B}$ : άθροισμα των τριών παρακάτω ταμειακών ροών

$ΠΑ_A$ : παρούσα αξία των ταμειακών ροών της εταιρίας A

$ΠΑ_B$ : παρούσα αξία των ταμειακών ροών της εταιρίας B

$ΠΑ_Σ$ : πρόσθετες ταμειακές ροές που προκύπτουν από τη συνένωση

Ωστόσο, οι συνεργίες μπορούν να προκύψουν από οικονομίες κλίμακας, οικονομίες εύρους, βελτίωση θέσης επιχείρησης στην αγορά, αντικατάσταση μη αποτελεσματικής διοίκησης, διαφοροποίηση και άλλα χρηματοοικονομική οφέλη.

- Οι οικονομίες κλίμακας αφορούν κυρίως οριζόντιες Σ&Ε, αφού δίνουν τη δυνατότητα στην επιχείρηση να μειώσει το μέσο κόστος της παραγωγής ανά μονάδα προϊόντος κατανέμοντας τα σταθερά έξοδα σε μεγαλύτερο όγκο παραγόμενων μονάδων. Αν, όμως, πραγματοποιηθούν κάθετες ή ανομοιογενείς Σ&Ε οι συνεργίες που θα δημιουργηθούν θα προκύψουν από μειώσεις στα γενικά και διοικητικά έξοδα.

- Οι οικονομίες εύρους αποτελούν το δεύτερο σημαντικότερο κίνητρο για τη δημιουργία Σ&Ε. Η συνεργία που δημιουργείται πλεονεκτεί έναντι των δυο επιμέρους εταιριών που συνενώνονται, διότι με τις υπάρχουσες υποδομές επιτυγχάνεται επέκταση των δραστηριοτήτων της νέας μονάδας χωρίς να απαιτούνται υπέρογκα λειτουργικά κόστη. Έτσι, η συνένωση αυτή, μπορεί να γίνει εφικτή μέσω διασταυρωμένων πωλήσεων (cross selling) ή με τη διεύρυνση του χαρτοφυλακίου των προϊόντων της.
- Η θέση της επιχείρησης στην αγορά αντανακλάται σε τρεις παράγοντες, οι οποίοι είναι η διαφορετικότητα του προϊόντος της, οτιδήποτε εμποδίζει την είσοδο της στην αγορά και το μερίδιο αγοράς της. Για να επιτευχθεί, λοιπόν, η βελτίωση της θέσης της στην αγορά οφείλει να προσπαθήσει να επιτύχει αύξηση του μεριδίου της. Αυτό το κίνητρο συμβάλλει στην αύξηση του ανταγωνισμού της επιχείρησης και υπάρχει δυνατότητα αντικατάστασης της υπάρχουσας διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρίας από μια αποτελεσματικότερη.
- Όταν η διοίκηση μια εταιρίας είναι μη αποτελεσματική λόγω σπατάλης κεφαλαίου, μείωσης των εσόδων και ανεκμετάλλετων ευκαιριών για περιορισμό του κόστους, οδηγείται σε αντικατάσταση από μια νέα διοίκηση που θα δημιουργήσει αξία. Η εξαγορά αυτή δεν επιδιώκει τόσο την αύξηση του κέρδους της εταιρίας, αλλά αποτελεί κατά κύριο λόγο εξαγορά εξυγίανσης της, εφόσον πραγματοποιείται αλλαγή διοίκησης.
- Η διαφοροποίηση προσπαθεί να επιτύχει δύο επιδιώξεις. Αρχικά, να δραστηριοποιηθεί σε άλλες αγορές, γεγονός που συμβάλλει στη μείωση των συστηματικών κινδύνων που αντιμετωπίζει. Έπειτα, επιδιώκει διαφοροποίηση του προϊόντος της, ώστε να μειωθεί ο κίνδυνος που μπορεί να προκύψει από ελάττωση της ζήτησης του προϊόντος της.
- Άλλα χρηματοοικονομικά οφέλη που προκύπτουν από μια συμφωνία Σ&Ε είναι η αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας που επιτυγχάνεται, καθώς υπάρχει και η δυνατότητα αποφυγής της χρεοκοπίας. Επιπλέον, επιτυγχάνονται άλλες φορολογικές εξοικονομήσεις και αναπροσαρμογή αποσβέσεων.

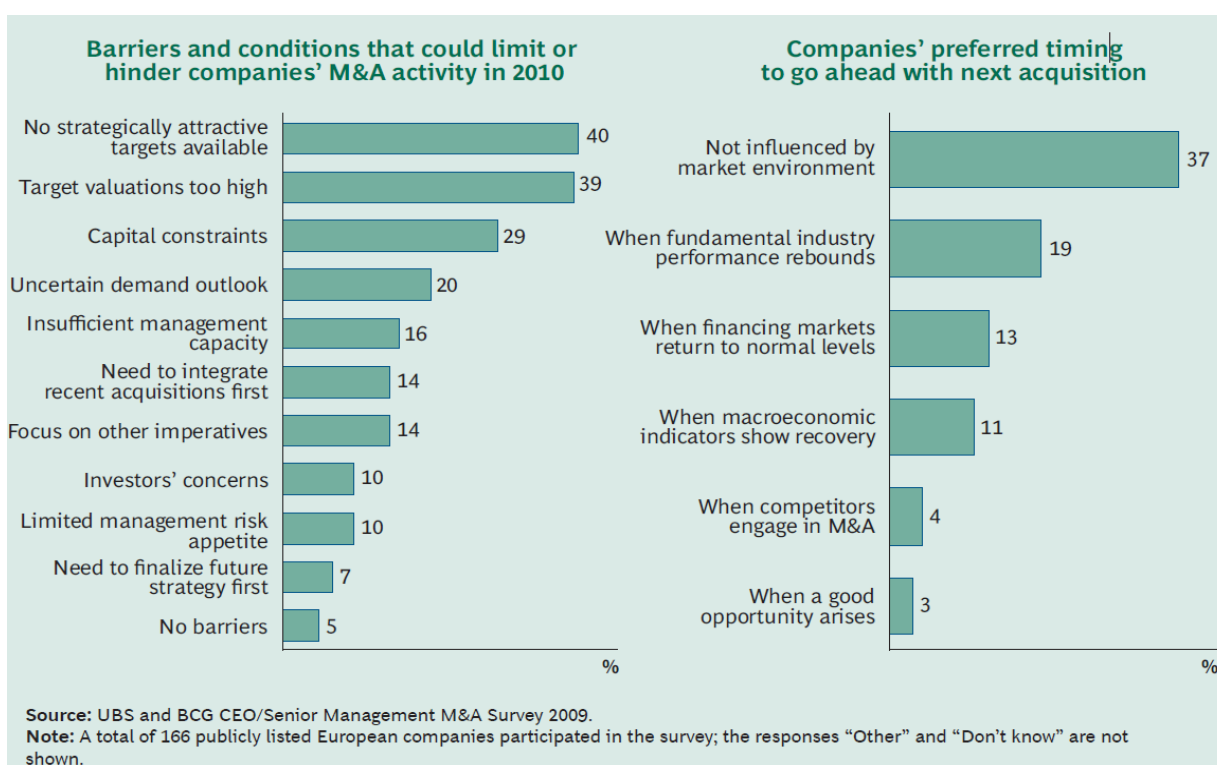
Εξίσου σημαντικό κίνητρο για Σ&Ε είναι το κίνητρο της αντιπροσώπευσης. Σύμφωνα με αυτό το κίνητρο μάνατζερ που διαθέτουν χαμηλά ποσοστά του κεφαλαίου της επιχείρησης επιδιώκουν την ατομικής τους ευπορία και όχι των μετόχων. Για το λόγο αυτό, στοχεύουν στην αύξηση των αποδοχών τους, διότι η νέα μεγαλύτερη εταιρία που προκύπτει απαιτεί μεγαλύτερο φόρτο εργασίας. Επιπλέον, στοχεύουν στην εξαγορά όλο και περισσότερων εταιριών με σκοπό να αυξήσουν τη δύναμη της εταιρίας τους για να κάνουν πιο δύσκολη μια πιθανή εξαγορά της.

Τα κίνητρα αλαζονείας ή υπερεκτίμησης των ικανοτήτων παίζουν σημαντικό ρόλο στις Σ&Ε. Η ματαιοδοξία αυτή οδηγεί τους μάνατζερ να εξαγοράζουν τις εταιρίες – στόχους παραπάνω από ότι θα έπρεπε και έτσι οδηγούνται σε λάθη. Τα κίνητρα αυτού του είδους βρίσκουν εύφορο έδαφος σε περιόδους ανόδου των εθνικών οικονομιών.

Τα κίνητρα τα οποία αναφέρθηκαν παραπάνω αποτελούν ένα βασικό κορμό με βάση τον οποίο κινείται μια εταιρεία. Ωστόσο εύκολα μπορεί να γίνει αντιληπτό ότι τα κίνητρα μεταβάλλονται ανάλογα με την περίοδο την οποία επιλέγεται να γίνει μια Σ&Ε, καθώς και με την περιοχή όπου θα πραγματοποιηθεί. Εξαιρετική σημασία παρουσιάζουν, επίσης, τα κίνητρα που οδήγησαν τις επιχειρήσεις σε εξαγορές και συγχωνεύσεις κατά την περίοδο όπου ξέσπασε η οικονομική κρίση. Πρωταρχικός στόχος των εταιρειών ήταν ο περιορισμός των δραστηριοτήτων που αποσκοπούσαν σε εξαγορές ή συγχωνεύσεις μέχρι να βρεθεί ένα κίνητρο εξαιρετικής σημασίας που θα τους οδηγούσε κυρίως στην αύξηση των κερδών και όχι το τόσο στην επέκταση της επιχείρησης. Μια έρευνα που πραγματοποιήθηκε το 2009 από τη

BCG, τα αποτελέσματα της οποίας παρουσιάζονται στο παρακάτω διάγραμμα, έδωσε τα εξής συμπεράσματα για τα κίνητρα των εταιρειών κυρίως για να αποφύγουν μια Σ&Ε λόγω της κρίσης (Kronimus et al, 2009):

- Το μεγαλύτερο εμπόδιο για Σ&Ε υπήρξε η απουσία στρατηγικά ελκυστικών στόχων-εταιρειών και αφορά το 40% των επιχειρήσεων.
- Το 39% των επιχειρήσεων θεώρησε τη τιμή των μετοχών αρκετά υψηλή, με αποτέλεσμα να κάνει τις εξαγορές ακριβότερες.
- Το 14% των επιχειρήσεων θεώρησε ότι δεν μπορούσε να προχωρήσει σε μια συμφωνία Σ&Ε, διότι άλλες εσωτερικές, επιχειρησιακές υποχρεώσεις υπήρξαν εμπόδιο.
- Ωστόσο μόνο το 29 % των εταιρειών είχαν ισοσκελισμένους ισολογισμούς ή περιορισμούς κίνησης των κεφαλαίων τους. Πτωτικό ποσοστό σε σχέση με το περσινό 37 %.
- Επίσης, το 10% πιστεύουν πως το ενδιαφέρον των επενδυτών σχετικά με τις Σ&Ε αποτελεί εμπόδιο, διότι όπως έδειξε και η έρευνα της BCG, οι επενδυτές αναζητούν εταιρίες για να χρησιμοποιήσουν την οικονομική τους δύναμη σαν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα κατά τη διάρκεια μιας πτώσης των τιμών των μετοχών.
- Παρόλα αυτά, υπάρχει ένα ρεύμα αβεβαιότητας, με το 20% των επιχειρήσεων να θεωρεί ότι μια αβέβαιη προοπτική της ζήτησης αποτελεί μείζον εμπόδιο για το κλείσιμο μιας συμφωνίας Σ&Ε.



Εικόνα 2.1: Πηγή (Kronimus et al, 2009)

Η παραπάνω έρευνα έδειξε πως σε περίοδο κρίσης, οι εταιρείες προβάλλουν κίνητρα που δύναται να εναντιωθούν σε μια συμφωνία Σ&Ε. Επί της ουσίας πρόκειται για μια περίοδο αβεβαιότητας, η οποία καθίσταται το ισχυρότερο εμπόδιο το οποίο αντικατοπτρίζεται στην πεποίθηση ορισμένων εταιρειών για την υπερεκτίμηση αυτού του

είδους των συμφωνιών, καθώς άλλες ανησυχούν περισσότερο για την προοπτική της ζήτησης.

Επιπρόσθετα, τα κίνητρα που αφορούν τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές παρουσιάζουν ενδιαφέρον, διότι απαιτείται εξονυχιστικός έλεγχος των ρίσκων και ισχυρά κίνητρα που πηγάζουν από τη θέληση για την είσοδο μιας επιχείρησης σε ξένες αγορές. Έτσι, η επιχείρηση επιδιώκει τη δημιουργία εξ ολοκλήρου θυγατρικών εταιρειών σε νέες γεωγραφικά αγορές, λαμβάνοντας υπ όψιν τους εσωτερικούς πόρους που διαθέτει, την τεχνογνωσία και σημαντικότερο όλων τα κόστη που θα προκύψουν, ώστε να μπορέσει να ανταπεξέλθει στα νέα δεδομένα. Τα κόστη αφορούν, κυρίως, την κατασκευή των εγκαταστάσεων, τη δημιουργία δικτύου με τους προμηθευτές, τους διανομείς αλλά και τις εκάστοτε τοπικές διοικήσεις, ώστε να ενταχθεί ομαλά στον νέο περιβάλλον. Επιπλέον, η εξαγορά μιας ήδη ξένης, υπάρχουσας εταιρείας δίνει τη δυνατότητα στην εξαγοράζουσα εταιρεία να αποκτήσει πόρους, όπως είναι οι βάσεις δεδομένων, η τεχνογνωσία και το ανθρώπινο δυναμικό, ωστόσο χάνει την επιρροή της και τον έλεγχο των περιουσιακών της στοιχείων. (Shimizu et al., 2004)

Υπάρχουσες έρευνες (Shimizu et al., 2004) δείχνουν ότι η επιλογή μιας διασυνοριακής Σ&Ε, ως τρόπος εισόδου σε ξένες αγορές, επηρεάζεται από παράγοντες στο επίπεδο της επιχείρησης, όπως η πολυεθνική και τοπική εμπειρία και η διεθνής στρατηγική, παράγοντες σε επίπεδο βιομηχανίας, όπως η τεχνογνωσία, η διαφήμιση και οι πωλήσεις αλλά και παράγοντες σε επίπεδο χώρας, όπως η ανάπτυξη στις αγορές της νέας χώρας και οι πολιτιστικές ιδιαιτερότητες μεταξύ των χωρών προέλευσης και υποδοχής. Με βάση αυτά, κάποιοι παράγοντες όπως το πόσο μεγάλη ή μικρή είναι η ανάπτυξη της νέας αγοράς, η μικρή πολιτιστική απόσταση μεταξύ της χώρας προέλευσης και υποδοχής και η τάση για αποφυγή της αβεβαιότητας στη χώρα προέλευσης αυξάνουν την πιθανότητα της εισόδου σε μια νέα αγορά μέσω της εξαγοράς. Επίσης, οι παράγοντες σε επίπεδο επιχείρησης, όπως ο βαθμός διαφοροποίησης των προϊόντων και της τοπικής εμπειρίας σε σχέση με το μέγεθος της επένδυσης και την καθυστερημένη είσοδο σε νέες αγορές, συμβάλλει θετικά στην πραγματοποίηση εξαγορών.

Σε στρατηγικό επίπεδο, ο τρόπος εισόδου σε ξένες αγορές επηρεάζεται από κίνητρα που δημιουργούνται από τις δράσεις για διαφοροποίηση. Εάν οι επενδυτές επιθυμούν συμπληρωματικούς πόρους, ένας σημαντικά καθοριστικός παράγοντας για την επιλογή είναι οι ιδιότητες των πόρων και η συμπληρωματικότητα τους με το τρέχον χαρτοφυλάκιο των πόρων της εταιρείας, καθώς και ο βαθμός ενσωμάτωσης στην εταιρεία – στόχο. Η ικανότητα του διαχωρισμού των συμπληρωματικών περιουσιακών στοιχείων από άλλα εξαρτάται από την οργανωτική μορφή της εταιρείας - στόχου. Ως εκ τούτου, αν η εταιρεία – στόχος έχει διαχωρίσει τα περιουσιακά της στοιχεία, τότε ο επενδυτής θα μπορούσε εύκολα να εξαγοράσει μόνο εκείνα τα στοιχεία, τα οποία παρουσιάζουν σημαντικό ενδιαφέρον. Αντίθετα, αν τα στοιχεία είναι αυστηρά ενσωματωμένα από την εταιρεία – στόχο, τότε μια πιο ορθολογική επιλογή θα ήταν να επενδύσει σε κοινοπραξία. (Shimizu et al., 2004)

Σε γενικές γραμμές, οι εταιρείες έχουν την τάση να κάνουν εξαγορές με τη στρατηγική πρόθεση να αποκτήσουν δύναμη στην αγορά, να επιτύχουν οικονομίες κλίμακας ή να ενσωματώσουν κάθετα συνδεδεμένες επιχειρήσεις για να εξοικονομήσουν το κόστος ένταξης στην αγορά ή εναλλακτικά να εξαγοράσουν συμπληρωματικούς πόρους και δυνατότητες οι οποίες βελτιώνουν την επενδύτρια εταιρεία και δίνουν θετικά πλεονέκτημα και στις δύο εταιρείες που συγχωνεύτηκαν. Την ίδια στιγμή, όμως, οι διεθνής συναλλαγές Σ&Ε οδηγούν σε περεταίρω διασυνοριακές επενδύσεις μέσα από την ανάγκη που δημιουργείται για

αναδιάρθρωση ή την αναβάθμιση των περιουσιακών στοιχείων ή τη στρατηγική μεγαλύτερης ανάπτυξης μέσω κάθετων ή οριζόντιων εξαγορών. (Caiazza & Volpe, 2013)

Επιπλέον, οι διασυννοριακές Σ&Ε χρησιμοποιούν ήδη υπάρχοντες πόρους προκειμένου να επιτύχουν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα στην νέα αγορά – στόχο ή να αποκτήσουν νέους πόρους στις νέες χώρες, ώστε να ενδυναμώσουν την ανταγωνιστικότητα τους στη χώρα προέλευσης. Όταν μια εταιρεία συγχωνεύεται ή εξαγοράζει μια ξένη εταιρεία, μπορεί να το κάνει με τον πιο φθηνό και γρήγορο τρόπο, ώστε να εξαγοράσει γνώσεις, brand names και τοπικές άδειες για να ενισχύσει τα δίκτυα της, να επεκτείνει την παραγωγή της και τις αγορές σε διεθνές επίπεδο, να κερδίσει μεγάλες αποδόσεις μέσω των συνεργειών, να αποκτήσει νέους πελάτες, νέα κανάλια διανομής, να έχει πρόσβαση σε πεπειραμένη διοίκηση και να απομακρύνει έναν ανταγωνιστή ή έναν δυνητικό ανταγωνιστή. (Caiazza & Volpe, 2013)

Επιπρόσθετα, μεγάλο ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα κίνητρα για το οποία πραγματοποιούνται εξαγορές και συγχωνεύσεις μεταξύ αεροπορικών εταιριών. Κατά τα τελευταία 20 χρόνια παρατηρήθηκε μεγάλη έξαρση των Σ&Ε στις αερομεταφορές. Η έξαρση αυτή οφείλεται στα παρακάτω κίνητρα (Engrīdου, 2012):

- Η μείωση του κόστους αποτελεί το βασικότερο κίνητρο Σ&Ε στις αεροπορικές εταιρείες. Η συγχώνευση μεταξύ δύο αεροπορικών μπορεί να μειώσει τα κόστη, καθώς καταργούνται τα διπλά κόστη των επιμέρους εταιρειών, μπορούν να μειώσουν ή να εξαλείψουν κόμβους και διαδρομές με μικρή κινητικότητα και ενώνουν τις τεχνολογίες τους. Επιπλέον, οι αεροπορικές εταιρείες δέχονται μεγάλες πιέσεις από τα μεγάλα κόστη για την κάλυψη των καυσίμων, ένα πρόβλημα που εύκολα μπορεί να ξεπεραστεί μετά από μια συγχώνευση, διότι η νέα εταιρεία μπορεί να μειώσει το κόστος του καυσίμου μειώνοντας τις περιττές ποσότητες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η συγχώνευση των America West και US Airways, όπου εξοικονόμησαν \$750 εκατομμύρια μετά τη συνένωση των πληροφοριών που αφορούσαν στην τεχνολογία και τα έξοδα διοίκησης.
- Δεύτερο βασικό κίνητρο είναι η δημιουργία οικονομιών κλίμακας. Οι οικονομίες κλίμακας υπάρχουν όταν τα κόστη τείνουν να αυξηθούν λιγότερο από τον αναλογικό δείκτη όταν αυξάνεται η παραγωγή. Ένας τρόπος για να επιτευχθεί αυτό, είναι να παραμείνει σταθερό το κόστος σε μεγαλύτερο όγκο παραγωγής. Όταν, λοιπόν, μια συγχώνευση πραγματοποιηθεί, οι οικονομίες υποτίθεται ότι προέρχονται από το μοίρασμα των υπηρεσιών όπως η διοίκηση, τα λογιστικά, η έρευνα και η ανάπτυξη. Ωστόσο, σε πολλές περιπτώσεις συγχωνεύσεων είναι αρκετά δύσκολο το εργατικό δυναμικό των δυο επιχειρήσεων να μπορέσει να συνεργαστεί σαν μια οντότητα. Παρόλα αυτά μια αεροπορική συγχώνευση έχει περισσότερες πιθανότητες να πετύχει, αν οι δυο αεροπορικές εταιρείες έχει παρόμοιους στόλους και κουλτούρα, αλλά και ισάξιο εργατικό δυναμικό. Χαρακτηριστικό παράδειγμα συγχώνευσης με κίνητρο τις οικονομίες κλίμακας αποτελεί η συγχώνευση της Air France και KLM SA το 2004. Με αυτή τη συμφωνία οι Air France-KLM SA έχουν κατακτήσει ένα μεγάλο μερίδιο της αγοράς της Ευρώπης που διαρκώς αυξάνεται, κυρίως σε πτήσεις μεγάλων αποστάσεων όπου οι πελάτες ταξιδεύουν στη business class.
- Τρίτο βασικό κίνητρο αποτελεί η δύναμη της εταιρείας στην αγορά. Η συγχώνευση μπορεί να αυξήσει την κερδοφορία με την αύξηση του μεριδίου αγοράς της νέας επιχείρησης. Ωστόσο, ένας αριθμός δυνητικών συγχωνεύσεων έχει απορριφθεί από τις αρχές, διότι θα έκαναν κατάχρηση της δύναμης τους στην αγορά., με αποτέλεσμα να έχουν αρνητικές επιπτώσεις στους καταναλωτές, τόσο στις παρεχόμενες υπηρεσίες όσο

και στις προσφερόμενες τιμές. Παρόλα αυτά, η αύξηση της δύναμης στην αγορά μετά από μια οριζόντια συγχώνευση θα οδηγήσει σε μείωση του συστηματικού κινδύνου. Με βάση όλα αυτά, οι Kim και Signal (1993) μελέτησαν τις συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν κατά καιρούς στις αεροπορικές εταιρείες και επεσήμαναν ότι έξι ως εννέα μήνες μετά τη συγχώνευση αυξήθηκαν σημαντικά τα ναύλα στο δρομολόγιο που επηρεάστηκαν από τη συγχώνευση. Από την άλλη μεριά, ο Morrison (1996) εξέτασε τρεις διαφορετικές συγχωνεύσεις, οι οποίες είναι Northwest-Republic, Trans World Airlines-Ozark και US Air-Piedmont. Σε σχέση με την πρώτη συγχώνευση παρατήρησε ότι υπήρξε μείωση των τιμών κατά 15%, ενώ στις άλλες δύο υπήρξε αύξηση των τιμών κατά 2,5% και 22,8% αντίστοιχα. Ωστόσο, οι Morrison και Winston (2000) ότι αύξηση των τιμών ή ο περιορισμένος ανταγωνισμός δεν επιδρούν σημαντικά σε μια συμφωνία Σ&Ε. Έτσι, έρευνες που ακολούθησαν έδειξαν ότι η αύξηση της τιμής μοιάζει με ανταγωνιστικό φράγμα εισόδου στην αγορά σε αντίθεση με τη συγχώνευση.

Εξίσου μεγάλο ενδιαφέρον παρουσιάζουν και τα κίνητρα που οδήγησαν τη Volvo το έτος 1993 να προβεί σε συγχώνευση με τη γαλλική εταιρεία Renault, αν και τελικά η συμφωνία οδηγήθηκε στο κενό (οι λόγοι αποτυχίας της συγχώνευσης θα αναφερθούν στην επόμενη ενότητα). Η Volvo, λοιπόν, αποσκοπούσε σε τρία βασικά σημεία για να προχωρήσει σε συγχώνευση. Αρχικά, το βασικότερο κίνητρο της αποτέλεσε η αύξηση των ανταγωνιστικών της πλεονεκτημάτων στην αγορά, καθώς η Volvo απευθύνεται σε συγκεκριμένο μερίδιο της αγοράς και ήθελε να αυξήσει το μερίδιο των πελατών της ώστε να κατακτήσει όλες τις οικονομικές βαθμίδες. Στη συνέχεια, επεδίωξε την βελτίωση της οικονομικής της δύναμης και την πραγματοποίηση αύξησης του κεφαλαίου της. Τέλος, η εκμετάλλευση των επιχειρηματικών αποδόσεων της Renault θα έδινε τη δυνατότητα στην Volvo να διεισδύσει στις προμήθειες, την έρευνα, την ανάπτυξη και την παραγωγή της πρώτης. (Bruner, 1998)

Με βάση όλα τα κίνητρα που προαναφέρθηκαν γίνεται σαφές πως ο λόγος για τον οποίο κάθε εταιρεία οδηγείται σε Σ&Α είναι εξέχουσας σημασίας, εφόσον από αυτόν εξαρτάται και το μέλλον της. Κάποιες φορές υπάρχουν κίνητρα, τα οποία δημιουργούν την ψευδαίσθηση στα απρόσεκτα στελέχη να προχωρήσουν σε καταστροφικές εξαγορές, ενώ κάποιες άλλες οδηγούν την τιμή της μετοχής της εταιρείας σε ραγδαία αύξηση και μεγάλα κέρδη.

## **2.2 ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ/ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ Σ&Ε**

Η επιτυχία ή αποτυχία μιας συμφωνίας συγχώνευσης ή εξαγοράς εξαρτάται από μια πληθώρα παραγόντων οι οποίοι επηρεάζονται τόσο από το εσωτερικό όσο και το εξωτερικό περιβάλλον. Η επιτυχία μιας τέτοιας συμφωνίας είναι το προσδοκώμενο αποτέλεσμα, ωστόσο πάντα υπάρχει η πιθανότητα αποτυχίας. Σημαντικός παράγοντας αποφυγής μιας αποτυχημένης συμφωνίας αποτελεί ο προσεκτικός σχεδιασμός των κινήσεων που ακολουθούνται και η εφαρμογή με ακρίβεια των παραγόντων που θα αναλυθούν παρακάτω (Παπαδάκης, 2007).



Ο βασικότερος παράγοντας όλων είναι η ύπαρξη στρατηγικού οράματος. Το στρατηγικό όραμα αποσκοπεί στη δημιουργία μακροπρόθεσμων ανταγωνιστικών προτερημάτων και συμβάλλει στην ενίσχυση των οικονομιών κλίμακας, στη διεύρυνση του τομέα δραστηριοποίησης της εταιρείας, την γνώση καθώς και το γεωγραφικό πεδίο. Αν το στρατηγικό όραμα στοχεύει στην επίτευξη οικονομιών κλίμακας τότε η επιχείρηση θέτει ως προτεραιότητες τη μεγαλύτερη αποδοτικότητα και τη μείωση των δαπανών, με αποτέλεσμα να πλεονεκτεί βάσει μεγέθους. Επιπλέον, οι συγχωνεύσεις που πραγματοποιούνται για την αύξηση του γεωγραφικού πεδίου στοχεύουν στην επέκταση σε περισσότερες και μεγαλύτερες αγορές. Ωστόσο, όποιο και αν είναι το όραμα της επιχείρησης, η πραγματική της ανάπτυξη πρέπει να είναι ο βασικός σκοπός και όχι τόσο η μείωση των δαπανών, γι' αυτό και το στρατηγικό όραμα αποτελεί ένα από τα πιο κρίσιμα ζητήματα.

Τη συνέχεια του στρατηγικού οράματος για επιτυχή συγχώνευση αποτελεί η οφειλόμενη επιμέλεια και αφοσίωση σε αυτό. Σημαντική λεπτομέρεια για να πραγματοποιηθεί είναι η τοποθέτηση μελών και των δύο επιχειρήσεων σε διαφορετικά λειτουργικά επίπεδα. Η επιμέλεια αφορά στη μελέτη των οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης, ενεργητικού και παθητικού, καθώς, επίσης, και των μη οικονομικών στοιχείων όπως είναι για παράδειγμα η συγχώνευση εταιριών που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς τομείς.

Επιπρόσθετα, η επιτυχία μιας συμφωνίας πηγάζει και από τη σωστή δομή της, αλλά και τον τρόπο χρηματοδότησης της. Η νέα επιχείρηση θα επιβαρυνθεί με υψηλές πληρωμές χρέους, γι' αυτό κρίνεται απαραίτητο να δομηθεί μια συμφωνία που θα προστατεύει τα συμφέροντα της και ένας κατάλληλος τρόπος χρηματοδότησης για να μην οδηγηθεί σε αποτυχία.

Μια επιτυχημένη συγχώνευση επιβάλλει τον κατάλληλο σχεδιασμό της πριν αυτή γίνει πραγματικότητα. Για το λόγο αυτό απαιτείται να παρθούν αποφάσεις ζωτικής σημασίας όπως είναι η νέα ηγεσία, το χρονοδιάγραμμα και η δομή για την αποπεράτωση της διαδικασίας. Αρχικά, πρέπει να τοποθετηθούν οι κατάλληλοι άνθρωποι στις σωστές θέσεις ώστε να κατανεμηθούν οι ρόλοι και οι ευθύνες ανάλογα. Οι συμμετέχοντες, έτσι, οφείλουν να συντονίσουν και να αναπτύξουν γρήγορα τις προσπάθειες επικοινωνίας για να καθορίσουν και τις εργασίες που πρέπει να εκτελεστούν από τους εργαζομένους χαμηλότερων επιπέδων. Η νέα διεύθυνση και το νέο Διοικητικό Συμβούλιο στις συγχωνεύσεις ίσων μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα εχθρότητας και να καθυστερήσει τη συμφωνία, πρόβλημα το οποίο αντιμετωπίζεται μόνο με απόδοση κοινών ευθυνών και με ανακοίνωση της νέας διοίκησης προτού ανακοινωθεί η συμφωνία. Έτσι, κρίνεται απαραίτητη η επιλογή του νέου διοικητικού συμβουλίου πριν κλειστεί η συμφωνία για να είναι έτοιμο να λάβει δράση αμέσως μετά τη σύναψη της. Επιπλέον, απαραίτητο είναι να γίνουν γνωστά πριν τη Σ&Ε, οι ημερομηνίες για την λήψη των αποφάσεων και την επίτευξη των στόχων, διότι με σωστό προγραμματισμό η επιτυχία της συμφωνίας γίνεται εφικτή.

Όσα αναφέρθηκαν προηγουμένως σε συνδυασμό με την ολοκλήρωση της διαδικασίας για τη σύναψη συμφωνίας οδηγούν σε επιτυχή Σ&Ε. Έτσι, κατά την ολοκλήρωση της πρέπει να υπάρχει σωστός προγραμματισμός και να επιτευχθεί η σωστή πραγματοποίηση του. Για το λόγο αυτό, είναι ωφέλιμο ο συνδυασμός των επιχειρήσεων που συγχωνεύτηκαν να διαθέτουν την απαραίτητη γνώση, τους πόρους καθώς και την αμοιβαία αφοσίωση ώστε να συμπορευθούν φτάνοντας ψηλά τη νέα εταιρία χωρίς να καταστρέψουν την πρόσθετη αξία κατά τη διαδικασία ολοκλήρωσης.

Επιπλέον, υπάρχουν πολλοί εξωτερικοί παράγοντες οι οποίοι μπορούν να επηρεάσουν μια επιτυχή Σ&Ε. Αρχικά, η οικονομική κατάσταση που επικρατεί μπορεί να μεταβληθεί ανά πάσα στιγμή, γεγονός που μπορεί να συμβάλλει για παράδειγμα στην απώλεια πελατών. Ωστόσο, υπάρχει η πιθανότητα μία εκ των δύο επιχειρήσεων που συγχωνευτήκαν να επηρεαστεί από τη τύχη ενός συνεργάτη και να παρεκτραπεί της πορείας της. Όλοι αυτοί οι παράγοντες είναι δύσκολο να προβλεφτούν και να αντιμετωπιστούν με αποτέλεσμα να επηρεάσουν μια επιτυχημένη συγχώνευση.

Από την άλλη μεριά εύκολα μπορεί μια συμφωνία Σ&Ε να οδηγηθεί σε αποτυχία έπειτα από τη συμβολή ορισμένων παραγόντων. Οι παράγοντες αυτοί σχετίζονται με το ανθρώπινο δυναμικό που συμμετέχει στη συμφωνία, από ανεπαρκή στοιχεία και πολλά άλλα.

Όπως προαναφέρθηκε, ο ανθρώπινος παράγοντας συμβάλλει καθοριστικά στην αποτυχία μιας συγχώνευσης δημιουργώντας δυσκολίες στην ενοποίηση των επιχειρήσεων. Αυτή η δυσκολία προκύπτει από την αδυναμία συνεργασίας των διευθυντικών στελεχών να εκκινήσουν της διαδικασίες ενοποίησης λόγω διαφορετικής κουλτούρας των εταιρειών, διαφορετικού τομέα δραστηριοποίησης, συστημάτων ελέγχου και χρηματοοικονομικών συστημάτων. Όλα αυτά έχουν ως αποτέλεσμα να χρονοτριβήσει αρκετά η διαδικασία και τελικά να μην καταλήξει σε συμφωνία.

Η σημαντικότερη αιτία αποτυχίας, ωστόσο, είναι η ανεπαρκής αξιολόγηση μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς. Η εταιρία που θα πραγματοποιήσει την εξαγορά κατά τον έλεγχο, υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να υπερεκτίμησε τα πλεονεκτήματα που θα αποκόμιζε από την εταιρία στόχο ή δεν υπολόγισε σωστά τα κόστη που θα προέκυπταν μετά τη συμφωνία. Επιπλέον, πολλές συμφωνίες Σ&Ε γίνονται με σκοπό την ανάπτυξη της δύναμης και του μεγέθους της επιχείρησης, με αποτέλεσμα την ανυπαρξία στρατηγικού οράματος. Η έλλειψη οράματος ελλοχεύει τον κίνδυνο να μην πραγματοποιηθούν οι αρχικοί σκοποί της συμφωνίας καθώς και σωστές συνεργίες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα τέτοιου τύπου άτυχων Σ&Ε είναι οι τράπεζες, οι οποίες εξαγοράζουν από φόβο μήπως το μικρό του μέγεθος τις θέσει ευάλωτες σε εξαγορές.

Άλλος ένα παράγοντας που συμβάλλει αρνητικά στην επίτευξη μιας συμφωνίας Σ&Ε είναι ο χρόνος που μεσολαβεί από την ανακοίνωση μέχρι την ολοκλήρωση της. Όσο πιο αργά δημιουργηθεί η νέα εταιρία, τόσο πιο αργά θα πραγματοποιηθούν και οι συνεργίες. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τη μείωση της πραγματικής αξίας, αφού το κεφάλαιο έχει κόστος ευκαιρίας και πρέπει να αρχίσει μέσα στο χρονοδιάγραμμα για να αποδώσει. Επιπλέον, υπάρχει το κόστος μειωμένης παραγωγικότητας των εργαζομένων, εφόσον είναι αρκετοί εκείνοι που κατέχουν καίριες θέσεις και από φόβο να μη χάσουν τα κεκτημένα τους αποχωρούν για να αναζητήσουν αλλού εργασία. Εκτός της απώλειας των εργαζομένων, υπάρχει πιθανότητα απώλειας προμηθευτών και πελατών. Οι προμηθευτές βρίσκονται σε κατάσταση αβεβαιότητας για τον αν η νέα επιχείρηση θα συνεχίσει τη συνεργασία και υπό ποιους όρους, με αποτέλεσμα να σπεύδουν στην αναζήτηση νέων πελατών σε περίπτωση διακοπής της συνεργασίας. Από τη δική τους μεριά οι πελάτες αναρωτιούνται αν η νέα επιχείρηση θα καλύπτει τις ανάγκες τους, ενώ οι ανταγωνιστές βρίσκουν την ευκαιρία να εκμεταλλευτούν την αγωνία τους και τους προσελκύουν. Βέβαια, η καθυστέρηση αυτή δίνει την ευκαιρία στους ανταγωνιστές να ενισχύσουν αυτοί τελικά τη δική τους θέση. Αυτό συμβαίνει λόγω της καθυστέρησης της ενοποίησης, όπου η εξαγοράζουσα εταιρία αφιερώνει ένα μέρος των πόρων της και της προσοχής της στις διαπραγματεύσεις, με αποτέλεσμα να καθυστερεί η δραστηριότητα της και οι ανταγωνιστές να την εκτοπίζουν και να δυναμώνουν τη θέση του στον κλάδο.

Επιπρόσθετα, σε πολλές περιπτώσεις επιχειρήσεις που σκοπεύουν να προβούν σε εξαγορές είναι διατεθειμένες να καταβάλλουν υπέρογκα ποσά για να τις πετύχουν. Αρκετές φορές, όμως, από την έλλειψη εξονυχιστικού ελέγχου της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης – στόχου ή από την αλαζονεία και την υπέρμετρη αυτοπεποίθηση των στελεχών για την απόφασή τους, η επιχείρηση κλείνει τη συμφωνία και βρίσκεται σε δυσχερή κατάσταση έχοντας να αντιμετωπίσει μια υπερχρεωμένη εταιρία – στόχο.

Τέλος, σημαντικό παράγοντα στην αποτυχία των Σ&Ε αποτελεί ο ρόλος των στελεχών. Στελέχη των δύο εταιριών και άτομα διαφόρων ειδικοτήτων, τα οποία δεν έχουν συνεργαστεί ξανά, διαπραγματεύονται, επεξεργάζονται τα διάφορα στοιχεία που έχουν στη διάθεσή τους και αναλύουν τις απόψεις του σχετικά με τη συμφωνία της Σ&Ε μέσα σε σχετικά σύντομο χρονικά διάστημα. Αυτή η χρονική πίεση οδηγεί συνήθως τη διαπραγμάτευση στο κενό και αποτυγχάνει, αφού κάθε στέλεχος εκφράζει την άποψή του που επικεντρώνεται σε συγκεκριμένο τομέα της επιχείρησης και έτσι δεν δύναται η δυνατότητα λεπτομερούς ανάλυσης των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων της συμφωνίας.

**Πίνακας 2.1: Παράμετροι Επιτυχίας/Αποτυχίας Σ&Ε**

ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ	ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ
Στρατηγικό όραμα	Ανθρώπινος παράγοντας
Αφοσίωση και επιμέλεια στο στρατηγικό όραμα	Ανεπαρκής αξιολόγηση των Σ&Ε
Σωστή δομή και τρόπος χρηματοδότησης	Ο χρόνος που μεσολαβεί από την ανακοίνωση μέχρι την ολοκλήρωση της Σ&Ε
Κατάλληλος σχεδιασμός συμφωνίας	Έλλειψη εξονυχιστικού ελέγχου της οικονομικής κατάστασης της εταιρείας – στόχου
	Ρόλος των στελεχών

Όλοι οι παράγοντες που προαναφέρθηκαν, αποτελούν τους βασικούς άξονες στους οποίους μπορεί να κινηθεί κανείς για να συνειδητοποιήσει αν μια επιχείρηση οδηγήθηκε σε μια επιτυχή ή αποτυχημένη συμφωνία Σ&Ε. Για τον προσδιορισμό της επιτυχίας μιας εξαγοράς μπορεί κανείς να το δει από πολλές οπτικές γωνίες. Αρχικά, μπορεί κανείς να αξιολογήσει τις Σ&Ε από την πλευρά της εταιρείας – στόχου ή της εταιρείας που θα προβεί στην εξαγορά ή, ακόμα, να την εξετάσει από την πλευρά του πλούτου των μετόχων. Στη συνέχεια, ένα ευρύ φάσμα ενδιαφερόμενων επηρεάζεται από μια εξαγορά, όπως είναι οι διευθυντές, οι εργαζόμενοι και οι πελάτες, διότι τα συμφέροντα των εν λόγω ενδιαφερόμενων αποκλίνουν και έτσι για μερικούς εξ αυτών μπορεί να είναι ευεργετική μια εξαγορά, ενώ για άλλους επιζήμια. Ωστόσο, η θεωρία των οικονομικών θεωρεί ότι οι μέτοχοι έχουν τον πρωταρχικό λόγο, διότι είναι οι ιδιοκτήτες της εταιρείας και εστιάζουν αρκετά στην αξία των μετοχών τους.

Σύμφωνα με έρευνα (Phalippou, Xu, & Zhao, 2014), οι οποίοι διερεύνησαν του παράγοντες επιτυχίας των εξαγορών και τον τρόπο με τον οποίο αντιδρούν οι εταιρείες –

στόχοι σε μια εξαγορά, δηλαδή αν την καλοδέχονται ή αντιστέκονται σε αυτή, χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 5.527 ανακοινωμένων εξαγορών εκ των οποίων μόλις το 78% είχε ολοκληρωθεί. Με αυτό το δείγμα των στατιστικών στοιχείων γίνεται ξεκάθαρο ότι η ιστορική αναδρομή της εταιρείας – στόχου μπορεί να επηρεάσει την πιθανότητα της επιτυχίας. Στον πίνακα που ακολουθεί, γίνεται εκτίμηση ενός μοντέλου λογιστικής παλινδρόμησης για την πιθανότητα μιας επιτυχημένης συμφωνίας. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι ίση με ένα αν η συμφωνία που ανακοινώθηκε ολοκληρώθηκε επιτυχώς, αλλιώς είναι μηδέν. Επιπλέον, παρουσιάζεται ο αριθμός των παλιότερων εξαγορών των εταιρειών – στόχων, ο οποίος έχει μια σημαντικά αρνητική επιρροή στην επιτυχία της συμφωνίας. Μια προσπάθεια για να εξαγοραστεί μια μη εξαγορασμένη εταιρεία – στόχος έχει 20% πιθανότητα να αποτύχει, ενώ η πιθανότητα αυξάνεται στο 35%, αν ο στόχος έχει πραγματοποιήσει τρεις εξαγορές παλαιότερα.

	Spec 1	Spec 2	Spec 3
Target pre3YR num of deals (log)	-0.6864*** (-8.43)	-0.6773*** (-7.82)	-0.8363*** (-7.76)
Acquirer size (log)	0.1351*** (5.31)	0.1536*** (6.17)	0.1804*** (4.94)
Relative size	-0.0538* (-1.92)	-0.0670** (-2.03)	-0.0629 (-1.33)
All cash deal (1/0)	-1.2566*** (-6.81)	-1.2936*** (-6.34)	-1.6425*** (-7.03)
Dormant period >1 year (1/0)	-0.2529*** (-2.87)	-0.2392** (-2.51)	0.0227 (0.14)
Conglomerate (1/0)	0.1788* (1.74)	0.2378** (2.33)	0.4287*** (2.66)
Tender offer (1/0)	1.2422*** (6.94)	1.2720*** (6.68)	1.6355*** (7.32)
Hostile (1/0)	-2.5266*** (-12.10)	-2.5133*** (-11.72)	-2.8094*** (-9.45)
Completed (1/0)	-0.7158*** (-4.89)	-0.7470*** (-5.64)	-0.5622*** (-3.65)
Acquirer pre3YR num of deals (log)	0.2301*** (4.09)	0.2244*** (3.82)	0.1136 (1.50)
Acquirer price run-up	0.1090 (1.61)	0.1169* (1.74)	0.2126** (2.53)
Acquirer sigma	-1.1524*** (-3.52)	-1.1958*** (-3.52)	-1.4310*** (-3.98)
Acquirer leverage		0.3854** (2.23)	-0.0318 (-0.09)
Acquirer past asset growth		1.1899** (2.33)	3.1611* (1.74)
Constant	1.2441*** (4.41)	0.8974*** (2.96)	0.3439 (0.78)
Other deal characteristics	Yes	Yes	Yes
Other acquirer characteristics	No	Yes	Yes
Year * industry fixed effects	No	No	Yes
Observations	5,527	5,297	4,440
Pseudo R <sup>2</sup>	0.149	0.155	0.263

Πίνακας 2.2: Παρουσιάζονται τα αποτελέσματα μιας λογιστικής παλινδρόμησης. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι μια πλασματική μεταβλητή, η οποία είναι ίση με ένα αν η προσφορά είναι επιτυχημένη, αλλιώς είναι μηδέν. Το δείγμα περιέχει όλες τις προσφορές που γίνονται από τις δημόσιες επιχειρήσεις για να

εξαγοράσουν άλλες δημόσιες εταιρείες στις ΗΠΑ ανάμεσα στο 1985 και το 2010. Τα τυποποιημένα σφάλματα ομαδοποιούνται στη χρονιά της εξαγοράς. Η αντιστοιχία των χαρακτηριστικών – z αναφέρονται στις παρενθέσεις, ενώ τα \*\*\*, \*\* και \* αναφέρονται στα επίπεδα 1%, 5% και 10% αντίστοιχα. (Phalippou, Xu, & Zhao, 2014)

Ωστόσο για να προχωρήσει κανείς σε μια συγχώνευση ή μια εξαγορά πρέπει να γνωρίζει πώς να μεταφράζει τις θεωρητικές συνεργίες σε πραγματικό κέρδος, πώς να αναγνωρίζει και να αντιμετωπίζει απρόβλεπτες συνέπειες, καθώς και πώς να προσαρμόζεται στα γεγονότα που πραγματοποιούνται. Ορισμένα από όλα αυτά μπορούν να προέλθουν και από λάθη που μπορούν να συμβούν, αλλά η αποτελεσματική μάθηση όλων αυτών απαιτεί συνεχή εξέταση της προόδου και των προβλημάτων και όλα αυτά μέσα σε ένα πλαίσιο προβληματισμού που ενισχύει τη συνεχή βελτίωση. Αυτό υποβοηθάτε από τη συνεχή και προσεκτική μελέτη δεδομένων. Επιπλέον, η επιτυχής καθοδήγηση για μια συμφωνία Σ&Ε απαιτεί μια σταθερή ροή επιχειρησιακών πληροφοριών σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο οργανώνεται ένα πλάνο για μια συμφωνία Σ&Ε αλλά και το πώς τα στελέχη αντιδρούν σε αυτό. (Marks & Mirvis, 2011) Αυτές οι πληροφορίες βοηθούν τα διευθυντικά στελέχη να παρακολουθούν την αποτελεσματικότητα της διαδικασίας που ακολουθείται, καθώς και να δίνουν περισσότερη προσοχή στα θέματα όπου θα επιδράσουν περισσότερο στην επιτυχή έκβαση της συμφωνίας.

Σύμφωνα με μια μελέτη (Marks & Mirvis, 2011) σχετικά με τα οφέλη από τις Σ&Ε, οι εταιρείες που πραγματοποιούν περισσότερες από μια εξαγορές ετησίως έχουν περισσότερα κέρδη από εκείνες που πραγματοποιούν μόνο μια. Επίσης, το 74% των συμφωνιών της έρευνας που πέτυχαν, όφειλαν την επιτυχία τους σε διευθυντές με πολύ μεγάλη πείρα στις Σ&Ε. Με βάση αυτό διαμορφώθηκαν τρία βασικά στοιχεία που μπορούν να οδηγήσουν μια συμφωνία Σ&Ε σε επιτυχία και είναι α) η περιοδική ενημέρωση των γεγονότων με την οποία οι διευθυντές επιτυγχάνουν τη διαρκή ενημέρωσή τους για οτιδήποτε συμβαίνει και είναι σε θέση να διαθέτουν δεδομένα άξια μελέτης για να προβούν σε νέες Σ&Ε, β) να μελετούν με μεγάλο βαθμό προσοχής όλες τις μεθόδους με τις οποίες συνδυάζονται οι εταιρείες και τις διαδικασίες που ακολουθούν, και τέλος, γ) να υπάρχει ένα μεταβατικό στάδιο πραγματοποίησης Σ&Ε ξεκινώντας κάνοντας μικρές εξαγορές αρχικά και αργότερα να κινείται σε μεγαλύτερες.

Επιπρόσθετα, μεγάλο ενδιαφέρον παρουσιάζει μια μελέτη (Hutson, 2000) που έγινε για Σ&Ε στην Αυστραλία και αφορά 245 στόχους εξαγορών την περίοδο από τον Ιανουάριο 1980 έως το Δεκέμβριο 1993, εκ των οποίων οι 200 ήταν επιτυχής ενώ οι 45 δεν πέτυχαν. Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν στην μελέτη αντλήθηκαν από βάσεις δεδομένων όπως είναι το Center for Independent Studies και το Corporate Adviser. Η περίοδος εξαγοράς ποικίλλει για κάθε εξαγορά, αλλά εξάγονται δύο υποπερίοδοι: α) η περίοδος μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας, η οποία αποτελείται από 30 μέρες διαπραγμάτευσης αμέσως μετά την προσφορά και β) την περίοδο μετά τη σύναψη της συμφωνίας, η οποία αποτελείται από την ημέρα της τελικής διαπραγμάτευσης μέχρι 30 μέρες μετά όπου να κλείσει η προσφορά. Για περιόδους προσφορών λιγότερο των 60 ημερών τηρούνται κάποιες προϋποθέσεις για να υπολογιστούν οι συμφωνίες στο δείγμα, δηλαδή η προσφορά ήταν 100% σε μετρητά, είχε ως στόχο την πλήρη κυριότητα της εταιρείας – στόχου, δεν υπήρχαν ανταγωνιστικές προσφορές, η προσφορά ήταν ανοιχτή για τουλάχιστον 30 μέρες διαπραγμάτευσης, η τιμή της προσφοράς ήταν τουλάχιστον 10 cents και τα αποτελέσματα της προσφοράς θα μπορούσαν να προσδιοριστούν με βεβαιότητα.

Στον παρακάτω πίνακα (Hutson, 2000) παρουσιάζονται πληροφορίες σχετικά με τις πριμοδοτήσεις για τις εξαγορές στο δείγμα. Το πριμ υπολογίζει τη διαφορά μεταξύ της τιμής προσφοράς και της τιμής της μετοχής πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς και εκφράζεται ως ποσοστό της τιμής πριν την ανακοίνωση. Η τιμή της μετοχής πριν την ανακοίνωση της συμφωνίας είναι επιθυμητή το λιγότερο δύο εβδομάδες πριν την προσφορά για να μην ανέβει η τιμή σε σχέση με αυτή που ήταν πριν από προσφορά. Η μέση τιμή των πριμ έχει υπολογιστεί με τη τιμή της μετοχής πριν την ανακοίνωση για 3 μήνες, 1 μήνα και 2 βδομάδες πριν την ημερομηνία της ανακοίνωσης. Ο μέσος όρος των πριμ δεν διαφέρει σημαντικά ανάμεσα στις επιτυχής και ανεπιτυχής προσφορές. Οι μέσες τιμές των πριμ είναι παρόμοιες για τις εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στην Αυστραλία κατά την περίοδο 1972-1985. Οι διάμεσες τιμές είναι σημαντικά χαμηλότερες από τις μέσες τιμές, υποδεικνύοντας μια ασυμμετρία των τιμών. Αυτή η ασυμμετρία φαίνεται να είναι πιο αισθητή στις αποτυχημένες προσφορές, όπου οι διάμεσες τιμές είναι σχεδόν υποδιπλάσιες των μέσων τιμών.

	Targets of successful bids		Targets of failed bids	
	Mean	Median	Mean	Median
3 months before announcement	40.5	34.5	42.5	27.6
1 month before announcement	38.9	31.4	40.2	28.6
2 weeks before announcement	37.4	30.9	6.1	20.0

**Πίνακας 2.3: Τα premiums 245 εξαγορών στην Αυστραλία. (Hutson, 2000)**

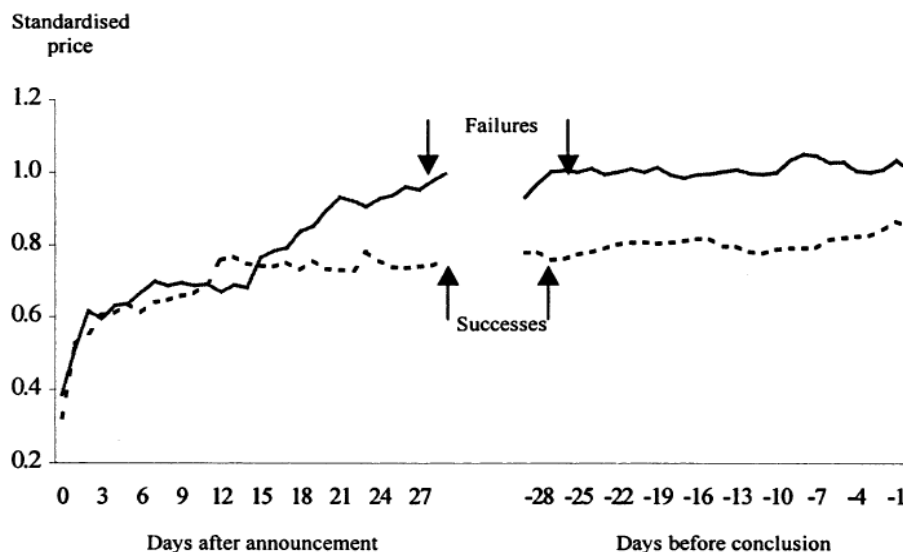
Στον επόμενο πίνακα (Hutson, 2000) παρουσιάζονται οι μέσες τυποποιημένες τιμές για τις εταιρείες - στόχους τόσο των επιτυχημένων όσο και των αποτυχημένων προσφορών. Η δεξιά πλευρά του πίνακα παρουσιάζει τη μέση τιμή των επιτυχιών και των αποτυχιών κατά τη διάρκεια των πρώτων 30 ημερών μετά την ανακοίνωση, και την πιθανότητα P, η οποία δείχνει τη τυποποιημένη τιμή των επιτυχημένων προσφορών που είναι διαφορετική από την τυποποιημένη προσφορά των αποτυχημένων. Η δεξιά πλευρά, από την άλλη, παρουσιάζει ισοδύναμα αποτελέσματα της αριστερής στήλης, αλλά για τις τελευταίες 30 μέρες πριν από τη λήξη της περιόδου της προσφοράς. Οι τιμές αυτές υπολογίζονται από τη σχέση:

$$x_d = (P_d - P_I) / (P_T - P_I)$$

Όπου  $x_d$  είναι η τυποποιημένη τιμή την ημέρα d κατά την περίοδο της προσφοράς,  $P_d$  είναι η τιμή της μετοχής την ημέρα d,  $P_T$  είναι η αρχική τιμή του στόχου 1 μήνα πριν την αναγγελία της προσφοράς. Η μέση τιμή τη μέρα της ανακοίνωσης, δηλαδή  $x_0$  είναι ίση με 0,324 για τις επιτυχημένες και 0,388 για τις αποτυχημένες προσφορές. Αυτό, πρακτικά σημαίνει ότι η μέση τιμή των επιτυχιών είναι 32% και των αποτυχιών 39%. Η μέση προσαύξηση είναι 68% για τους στόχους των επιτυχημένων προσφορών και 61% για των αποτυχημένων.

Post-announcement period				Pre-conclusion period			
Days after announcement	Average standardized price		<i>p</i> value	Days before conclusion	Average standardized price		<i>p</i> value
	Successes	Failures			Successes	Failures	
0	0.3244	0.3876	0.6720	-29	0.7781	0.9321	0.1803
1	0.5252	0.5133	0.9353	-28	0.7795	0.9695	0.0951
2	0.5556	0.6150	0.6717	-27	0.7588	1.0007	0.0508
3	0.6042	0.5954	0.9495	-26	0.7603	1.0042	0.0500
4	0.6108	0.6317	0.8777	-25	0.7729	1.0000	0.0402
5	0.6360	0.6367	0.9957	-24	0.7789	1.0097	0.0400
6	0.6136	0.6695	0.6720	-23	0.7890	0.9933	0.0647
7	0.6409	0.6978	0.6757	-22	0.8012	0.9993	0.0849
8	0.6471	0.6867	0.7558	-21	0.8056	1.0087	0.0882
9	0.6580	0.6939	0.7908	-20	0.8064	0.9994	0.1178
10	0.6658	0.6866	0.8778	-19	0.8027	1.0122	0.0813
11	0.6920	0.6902	0.9895	-18	0.8059	0.9921	0.1135
12	0.7588	0.6698	0.5221	-17	0.8092	0.9830	0.1648
13	0.7667	0.6885	0.5821	-16	0.8162	0.9918	0.1731
14	0.7477	0.6823	0.6582	-15	0.8158	0.9952	0.1330
15	0.7419	0.7650	0.8399	-14	0.7963	1.0014	0.1073
16	0.7398	0.7835	0.6794	-13	0.7960	1.0055	0.1027
17	0.7501	0.7914	0.6928	-12	0.7808	0.9963	0.0914
18	0.7304	0.8369	0.3281	-11	0.7758	0.9933	0.0943
19	0.7562	0.8522	0.3712	-10	0.7866	0.9981	0.1057
20	0.7333	0.8964	0.2114	-9	0.7904	1.0311	0.0774
21	0.7290	0.9315	0.1175	-8	0.7908	1.0490	0.0627
22							
23	0.7799	0.9034	0.3401	-6	0.8133	1.0249	0.1196
24	0.7555	0.9275	0.1362	-5	0.8177	1.0258	0.1193
25	0.7378	0.9368	0.1219	-4	0.8218	1.0019	0.1649
26	0.7354	0.9601	0.0766	-3	0.8249	0.9990	0.1553
27	0.7392	0.9527	0.0842	-2	0.8412	1.0064	0.2113
28	0.7421	0.9764	0.0662	-1	0.8651	1.0310	0.2262
29	0.7585	0.9958	0.0618	0	0.8499	1.0061	0.2554

Πίνακας 2.4 : Τυποποίηση επιτυχημένων και αποτυχημένων τιμών προσφοράς (Hutson, 2000)



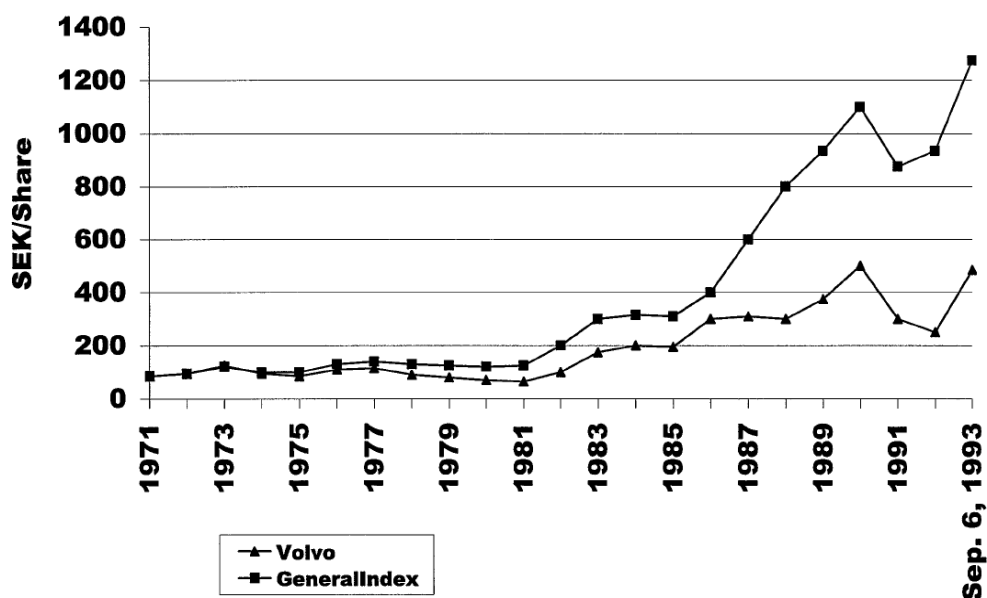
Σχήμα 2.1 : Οι τιμές από την ανακοίνωση μέχρι το κλείσιμο της συμφωνίας (Hutson, 2000)

Στην προηγούμενη ενότητα, αναφέρθηκαν τα κίνητρα που οδήγησαν τις εταιρείες αυτοκινήτων Volvo και Renault να προχωρήσουν σε συγχώνευση, μια συμφωνία, όμως, που δεν πραγματοποιήθηκε και οδηγήθηκε σε αποτυχία. Οι λόγοι για τους οποίους η συγχώνευση οδηγήθηκε σε αποτυχία μπορούν να εξηγηθούν από τη θεωρία των οικονομικών και είναι η αλαζονεία, τα θέματα διαχείρισης και διοίκησης της νέας εταιρείας, καθώς και η κλιμάκωση των δεσμεύσεων και τα αποτελέσματα της χρηματοδότησης. Τη μεγαλύτερη ευθύνη, ωστόσο φέρει, ο τότε υπεύθυνος της Volvo Gyllenhammar με τη στρατηγική που ακολούθησε, διότι απέτυχε από την έλλειψη στρατηγικού κινήτρου. Ο ίδιος, ωστόσο ο Gyllenhammar απέδωσε την αποτυχία του σε θέματα συμπεριφοράς, δηλαδή στο σωβινισμό της σουηδικής κουλτούρας και στην έχθρα που είχε απέναντι του. Εκείνη την περίοδο, ωστόσο ο Gyllenhammar, υπήρξε από τους πιο ακριβοπληρωμένους CEO της Σκανδιναβίας με αποτέλεσμα να έχει στρέψει τον επιχειρηματικό κλάδο εναντίον του. Αυτό είχε ως συνέπεια η συγχώνευση να αποτύχει για ψυχολογικούς και πολιτικούς λόγους. Ωστόσο, αυτός ο λόγος επί τη ουσίας δεν μπορεί να είναι ικανοποιητικός. Για παράδειγμα, αν η συγχώνευση της Renault και της Volvo γινόταν για να δώσει μεγάλη αξία στους μετόχους, είναι αμφίβολο ότι η υποτιθέμενη ζήλεια και μεγαλομανία των αντιπάλων του Gyllenhammar θα είχαν συντρίψει την πρόταση. (Bruner, 1998)

Πέρα από την προηγούμενη αιτιολόγηση, αρκετοί επενδυτές έδωσαν τους δικούς τους λόγους για τους οποίους απέτυχε η παραπάνω συγχώνευση. Κατά το διάστημα της διοίκησης του Gyllenhammar έπεσε η απόδοση των μετοχών της Volvo στη σουηδική χρηματιστηριακή αγορά, όπως φαίνεται στο παρακάτω σχήμα. Ο Gyllenhammar οδήγησε την εταιρεία σε μια σειρά από συμμαχίες εταιρειών και εξαγορών, οι οποίες απέτυχαν να βελτιώσουν τις αποδόσεις των επενδυτών όπως περίμεναν. Η στρατηγική συμμαχία με τη Renault, την οποία ο Gyllenhammar προσωπικά πρότεινε δεν πήγαινε καλά και οι επενδυτές υπέθεσαν, ότι ο Gyllenhammar δεν υποστήριζε τη συγχώνευση. Το 1993, λοιπόν, η πρόταση της συμφωνίας ήταν μια κακή συμφωνία, η οποία παρουσιάστηκε κακώς, δηλαδή οι όροι του συμβολαίου ήταν συγκεχυμένοι και οι προβλεπόμενες συνεργίες δεν ήταν δικαιολογημένες. Ωστόσο, έγινε γνωστό ότι οι συνεργίες δεν εκτιμήθηκαν από το προσωπικό της Volvo, αλλά από την Credit



Suisse First Boston και την Booz Allen and Hamilton, οι οποίες συμβούλευαν τον Gyllenhammar. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να δημιουργηθούν υποψίες ότι Gyllenhammar χειριζόταν τους επενδυτές και τους υπαλλήλους του. Έτσι, οι επενδυτές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι όλα όσα λάμβαναν χώρα δρομολογούσαν το σφετερισμό των κεφαλαίων της Volvo από το γαλλικό κράτος. Από αυτή την άποψη, η συμφωνία απέτυχε οικονομικώς (Bruner, 1998)



Σχήμα 2.2 : Απόδοση τιμών της Volvo σε σχέση με το δείκτη των μετοχών της Σουηδικής αγοράς (Bruner, 1998)

Αντίθετα, σε όσα προαναφέρθηκαν μια μελέτη που δημοσιοποίησε η ίδια η Volvo σχετικά με την αποτυχία, ισχυρίζεται ότι η χρυσή μετοχή και η αβεβαιότητα που επικρατούσε γύρω από την ιδιωτικοποίηση της Renault αποτέλεσαν την κινητήρια δύναμη για την κατάρρευση της συμφωνίας. Τέλος, στη συγκεκριμένη προσπάθεια συγχώνευσης, η οποία απέτυχε δόθηκαν πολλές εξηγήσεις από διαφορετικούς παράγοντες σχετικά με τους λόγους αποτυχίας. (Bruner, 1998)

## 2.3 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ Σ&Ε

Είναι γεγονός πως το πιο πρόσφατο κύμα Σ&Ε μαστίζει όλες τις βιομηχανικές χώρες του κόσμου και όπως αρμόζει σε μια παγκόσμια οικονομία, αποτελείται από ένα διαρκώς, αυξανόμενο ποσοστό διασυννοριακών εξαγορών. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές επιδρούν άλλοτε θετικά και άλλοτε αρνητικά στις εταιρείες που τις επιχειρούν. Στην συγκεκριμένη ενότητα παρουσιάζονται οι παράγοντες που καθορίζουν μια συμφωνία Σ&Ε προσοδοφόρα για μια επιχείρηση ή όχι.

Στα πλαίσια του Εθνικού Συνεδρίου Διοίκησης και Οικονομίας (ΕΣΔΟ) που πραγματοποιήθηκε το 2009 παρουσιάστηκαν αναλυτικά τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Αρχικά, ως σημαντικότερο όλων θεωρείται η μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετοχών. Αυτό το γεγονός συμβάλλει στην απόκτηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και οδηγεί στην άνοδο της τιμής της μετοχής. Στην περίπτωση όπου η νέα εταιρεία αυξήσει αρκετά τα κέρδη της τα επόμενα χρόνια, τότε παρατηρείται μια σταθερή άνοδος της μετοχής.

Η νέα εταιρεία που δημιουργείται μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά ενισχύει την ισχύ της θέση της στην αγορά και οξύνει τον ανταγωνισμό. Η θέση αυτή ενισχύεται με την παραγωγή νέων προϊόντων υψηλότερης ποιότητας και σε τιμές αρκετά ελκυστικές στον πελάτη. Απαραίτητη προϋπόθεση για να επιτευχθούν αυτά είναι η μείωση των δαπανών μισθοδοσίας του προσωπικού και η μείωση του κόστους λειτουργίας.

Επιπλέον, η αύξηση της αποτελεσματικότητας αποτελεί βασικό προσόν της νέας εταιρείας, όπου μια πτώση του οριακού κόστους μπορεί να προκαλέσει μεγιστοποίηση του κέρδους της εταιρείας και να οδηγηθεί σε αύξηση των πωλήσεων της. Η αύξηση, αυτή, οφείλεται τόσο στις οικονομίες κλίμακας, όσο και στη συμμετοχή της εταιρείας στην κεφαλαιαγορά όπου αυξάνεται ο ανταγωνισμός και μειώνονται οι προμήθειες για την αναδοχή της εισαγωγής των τίτλων στο χρηματιστήριο, τις προμήθειες των χρηματιστών και γενικότερα τα έξοδα συναλλαγής.

Ωστόσο, η ανάγκη που δημιουργείται, στις μέρες μας, για την ανάπτυξη χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων μεγάλου μεγέθους από συμφωνίες Σ&Ε προωθείται από την τεχνολογική πρόοδο, η οποία αυξάνεται από τις οικονομίες κλίμακας. Στην περίπτωση του τραπεζικού κλάδου, για παράδειγμα, είναι αρκετά δαπανηρό για μια τράπεζα να εισάγει τη διαδικτυακή τραπεζική από το παραδοσιακό δίκτυο μέσω υποκαταστημάτων, ενώ στην περίπτωση ενός μεγάλου ομίλου είναι αρκετά συμφέρον.

Ένα από τα βασικότερα πλεονεκτήματα των Σ&Ε αποτελεί ο χρόνος σύμφωνα με έρευνα του Chambers το 2001, η οποία δημοσιεύτηκε στο βιβλίο του Schleier. Η παραγωγή ενός προϊόντος αποτελεί μια χρονοβόρα και επίπονη διαδικασία, διότι κάθε εταιρεία βασίζεται αποκλειστικά και μόνο στις δικές της δυνάμεις για να ολοκληρώσει τις διαδικασίες που απαιτούνται και να εισάγει το προϊόν της στην αγορά. Η συγχώνευση ή η εξαγορά από μια άλλη εταιρεία θα βοηθήσει στην ελάττωση του χρόνου παραγωγής και της άμεσης εισόδου στην αγορά, έχοντας μια πιο εξειδικευμένη και σύγχρονη τεχνογνωσία, καθώς και μια νέα και σύγχρονη επιχειρηματική μονάδα. (Chambers, 2001)

Αρκετές φορές τα ισχυρά πλεονεκτήματα για μια συμφωνία Σ&Ε αντισταθμίζονται από ακόμα πιο ισχυρά μειονεκτήματα. Ένα από αυτά είναι η εξοικείωση του προσωπικού και οι σχέσεις που θα αναπτυχθούν με τους νέους συνεργάτες, τις νέες διαδικασίες, καθώς και τις νέες πολιτικές που θα ακολουθήσει η νέα διοίκηση. Το γεγονός, αυτό, μπορεί να οδηγήσει σε ζηλοτυπίες και εσωτερικό ανταγωνισμό, λόγω των προστριβών μεταξύ των εργαζομένων, ενώ το πλεονάζον προσωπικό οδηγείται σε απολύσεις, γεγονός που επιφέρει υψηλό κοινωνικό κόστος. (Κυριαζόπουλος, Ζησσόπουλος, & Σαριγιαννίδης, 2009)

Όπως είναι γνωστό, η πλειονότητα των εταιρειών αποτελείται από πολλούς μετόχους. Οι μέτοχοι της εταιρείας που πραγματοποιεί την εξαγορά βρίσκονται κερδισμένοι σε σχέση με εκείνους της εξαγορασθείσας όπου χάνουν. Αυτό συμβαίνει, διότι αποκτούν το μεγαλύτερο μέρος των μετοχών και έτσι έχουν το γενικό έλεγχο της νέας επιχείρησης και

παίρνουν πάντα τις τελικές αποφάσεις. Επίσης, η τιμή της μετοχής υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να υπολείπεται των υπολοίπων εταιρειών που δρουν στον ίδιο κλάδο.

Η ύπαρξη της πιθανότητας να μην επιτύχει η νέα εταιρεία είναι πολύ μεγάλη. Μια υπεραισιόδοξη πρόβλεψη για την αποδοτικότητα της νέας οντότητας ως αποτέλεσμα του συνδυασμού της λειτουργίας των δύο εταιρειών που συγχωνεύτηκαν, έχει ως αποτέλεσμα να η εξαγοράστρια εταιρεία να πληρώνει υπερβολικό τίμημα για την εξαγοράζουσα.

Επιπλέον, υποκαταστήματα ή εγκαταστάσεις και των δύο εταιρειών μετά από μια Σ&Ε υπάρχει πιθανότητα να μην χρειάζονται και να μην μπορούν να πωληθούν επικερδώς ή να μην είναι δυνατό να εκμισθωθούν. Σε μερικές περιπτώσεις κρίνεται απαραίτητη και η αγορά νέου εξοπλισμού, δηλαδή μια επιπλέον σπατάλη.

Αρκετά σημαντικός είναι και ο κλάδος, ο οποίος δραστηριοποιούνται οι εταιρείες που συγχωνεύονται. Στην περίπτωση όπου η αγορά είναι πλήρως ανταγωνιστική και ολοκληρωμένη, η νέα εταιρεία έχει πρόσβαση σε πολύ μικρό μερίδιο αγοράς και για να μπορέσει να το κατακτήσει θα πρέπει να προσφέρει υψηλή τεχνογνωσία και αρκετά διαφοροποιημένο προϊόν.

Πίνακας 2.5: Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα Σ&Ε

Πλεονεκτήματα Σ&Ε	Μειονεκτήματα Σ&Ε
Μεγιστοποίηση απόδοσης μετοχών	Δυσκολία ενοποίησης διαφορετικής κουλτούρας
Όξυνση ανταγωνισμού	Μέτοχοι εξαγορασθείσας χάνουν σε σχέση με της εξαγοράστριας που κερδίζουν
Αύξηση αποτελεσματικότητας	Εξαγοράστρια εταιρεία πληρώνει υπερβολικό τίμημα για την εξαγοράζουσα
Ανάπτυξη χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων μεγάλου μεγέθους	Μη επικερδής πώληση εγκαταστάσεων
Ελαχιστοποίηση χρόνου εισαγωγής στην αγορά	Σε πλήρως ανταγωνιστικές αγορές υπάρχει πρόσβαση σε μικρό μερίδιο της αγοράς

Σε έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί στη διεθνή βιβλιογραφία έχουν μελετηθεί εκτενώς τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Οι Gugler et al. το 2003 σε έρευνα τους μελέτησαν τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι συγχωνεύσεις, οι οποίες αυξάνουν την αποτελεσματικότητα των συγχωνευμένων εταιρειών, θα πρέπει να αυξάνουν τα κέρδη και τις πωλήσεις. Οι συγχωνεύσεις από την άλλη που αυξάνουν την ισχύ της εταιρείας στην αγορά, θα πρέπει να αυξάνουν κέρδη και να μειώσουν τις πωλήσεις, ενώ αν μειώνουν την αποδοτικότητα, θα πρέπει να μειώνουν τόσο την κερδοφορία όσο και τις πωλήσεις. Στον πίνακα 2.6 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα όλων των συγχωνεύσεων για τις οποίες οι αλλαγές της αποδοτικότητας μετά την συγχώνευση είναι μεγαλύτερες από εκείνες των αντίστοιχων βιομηχανιών, ενώ ο πίνακας 2.7 αναφέρει τα στοιχεία για τις συγχωνεύσεις που μειώνουν την κερδοφορία. Η μέση διαφορά μεταξύ των πραγματικών και των προβλεπόμενων πωλήσεων

είναι αρνητική και σημαντική για κάθε συγχώνευση. Η διαφορά μεταξύ των πραγματικών και των προβλεπόμενων κερδών για το έτος t15 είναι μεγαλύτερο των \$150 εκατομμυρίων για κερδοφόρες συγχωνεύσεις, μια διαφορά του 70% των πραγματικών κερδών του μέσου εξαγοραστή σε ένα δείγμα με χρόνο t15. Η διαφορά μεταξύ των πραγματικών και των προβλεπόμενων πωλήσεων σε t15 είναι \$2475 εκατομμύρια, 29.6% των πωλήσεων του μέσου αγοραστή σε t15. Αυτό είναι το μοτίβο που αναμένετε για τις συγχωνεύσεις που αυξάνουν την ισχύ της εταιρείας στην αγορά και, έτσι, το τελικό συμπέρασμα της έρευνας καταλήγει στο ότι η μέση κερδοφόρα συγχώνευση του δείγματος φαίνεται να έχει αυξήσει την ισχύ της εταιρείας στην αγορά. (Gugler et al., 2003)

Years after the merger	Number of observations	Profits Difference in Mn. \$	Sales Difference in Mn. \$	p-value
Panel A1. Mergers with profits changes above zero				
<i>t</i> + 1	1512	76.129	-92.148	0.013
<i>t</i> + 2	1276	97.129	-247.630	0.000
<i>t</i> + 3	981	117.517	-328.543	0.000
<i>t</i> + 4	857	140.957	-399.243	0.000
<i>t</i> + 5	706	152.181	-475.338	0.000
Panel A2. Mergers with profits changes below zero				
<i>t</i> + 1	1192	-83.419	-368.936	0.000
<i>t</i> + 2	998	-99.076	-555.640	0.000
<i>t</i> + 3	846	-113.522	-805.902	0.000
<i>t</i> + 4	660	-139.492	-937.575	0.000
<i>t</i> + 5	544	-157.147	-1023.821	0.000
Panel B1. Mergers with profits changes in top quartile				
<i>t</i> + 1	661	160.825	-191.652	0.017
<i>t</i> + 2	557	205.372	-554.697	0.000
<i>t</i> + 3	447	240.393	-600.628	0.000
<i>t</i> + 4	368	299.393	-821.384	0.000
<i>t</i> + 5	305	323.198	-817.953	0.004
Panel B2. Mergers with profits changes in lower quartile				
<i>t</i> + 1	664	-144.851	-666.086	0.000
<i>t</i> + 2	558	-171.933	-903.308	0.000
<i>t</i> + 3	450	-205.304	-1424.606	0.000
<i>t</i> + 4	377	-239.140	-1501.687	0.000
<i>t</i> + 5	308	-269.075	-1631.660	0.000
Panel C. Horizontal mergers with profits changes above zero				
<i>t</i> + 1	664	70.810	-20.014	0.684
<i>t</i> + 2	558	91.082	-157.492	0.048
<i>t</i> + 3	410	113.251	-249.082	0.030
<i>t</i> + 4	367	125.995	-252.037	0.058
<i>t</i> + 5	294	148.933	-238.859	0.183
Panel D. Vertical mergers with profits changes above zero				
<i>t</i> + 1	47	132.926	-192.295	0.451
<i>t</i> + 2	33	115.225	174.208	0.641
<i>t</i> + 3	29	84.576	287.980	0.499
<i>t</i> + 4	28	137.429	153.551	0.705
<i>t</i> + 5	25	161.787	710.515	0.240
Panel E. Conglomerate mergers with profits changes above zero				
<i>t</i> + 1	796	77.713	-146.062	0.008
<i>t</i> + 2	680	101.754	-344.146	0.000
<i>t</i> + 3	539	122.894	-424.531	0.000
<i>t</i> + 4	457	153.935	-551.364	0.001
<i>t</i> + 5	384	154.530	-735.240	0.000

Πίνακας 2.6: Έλεγχος των αποτελεσμάτων των συγχωνεύσεων στην ισχύ της αγοράς (Πηγή: (Gugler et al., 2003))

Years after the merger	Number of observations	Profits Difference in Mn. \$	Sales Difference in Mn. \$	p-value
Panel F. Horizontal mergers with profits changes below zero				
$t + 1$	519	-79.689	-182.776	0.002
$t + 2$	416	-97.804	-316.613	0.000
$t + 3$	334	-116.183	-522.617	0.000
$t + 4$	235	-117.672	-843.660	0.000
$t + 5$	185	-130.796	-669.969	0.003
Panel G. Vertical mergers with profits changes below zero				
$t + 1$	41	-87.076	-41.590	0.770
$t + 2$	39	-106.117	-210.288	0.504
$t + 3$	35	-121.891	-749.439	0.140
$t + 4$	29	-244.293	-1477.246	0.038
$t + 5$	17	-380.079	-2583.682	0.065
Panel H. Conglomerate mergers with profits changes below zero				
$t + 1$	627	-86.521	-544.284	0.000
$t + 2$	539	-99.820	-763.271	0.000
$t + 3$	471	-111.278	-1016.108	0.000
$t + 4$	392	-144.490	-949.741	0.000
$t + 5$	336	-160.265	-1138.591	0.000

Πίνακας 2.7: Συνέχεια πίνακα 2.6 (Πηγή: (Gugler et al., 2003))

Ο πίνακας 2.8 δείχνει τις αλλαγές στο ποσοστό του κέρδους της συγχώνευσης που πραγματοποιήθηκε από τη Volvo και τη Scania, όταν και οι δύο εταιρείες θα αύξαναν τις τιμές όλων των προϊόντων τους κατά 5%, 10% και 25% υποθετικά. Η υποθετική αύξηση της τιμής κατά 5% είναι κερδοφόρα σχεδόν σε όλες τις χώρες. Μόνο σε τέσσερις χώρες τα από κοινού λειτουργικά κέρδη της Volvo και της Scania μειώνονται ελαφρώς μετά την υποθετική αύξηση των τιμών. Οι υψηλότερες αυξήσεις του κέρδους βρέθηκαν στη Σουηδία, τη Νορβηγία, τη Φινλανδία, την Ιρλανδία και τη Δανία. Από την άλλη μια υποθετική αύξηση της τιμής κατά 10% είναι μη κερδοφόρα για εννέα χώρες. Για αγορές, όπου η τιμή αυξάνει τη κερδοφορία, είναι συχνά πιο επικερδής από την αύξηση κατά 5%. Το γεγονός αυτό είναι αξιοσημείωτο στη Σουηδία, τη Νορβηγία, τη Φινλανδία και τη Δανία. Αν η τιμή αυξηθεί κατά 25%, τότε μπορεί να είναι πιο επικερδής στη Σουηδία και η αύξηση του κέρδους είναι μεγαλύτερη. Η υποθετική, αυτή, αύξηση των τιμών πραγματοποιείται για να ελεγχθεί η ισχύς της νέας εταιρείας μετά τη συγχώνευση στην αγορά και να μπορέσουν να παρατηρηθούν τα πιθανά πλεονεκτήματα και τα σημεία στα οποία η συγχώνευση μπορεί να φανεί δυνητικά επιβλαβής. (Ivaldi & Verboven, 2005)

Price increase	Profit change of merging firms from alternative price increases		
	5	10	25
Austria	-0.70	-5.96	-35.09
Belgium	1.05	0.49	-8.63
Denmark	1.63	2.09	-2.25
Finland	2.51	2.98	-4.89
France	0.18	-1.40	-13.86
Germany	-0.23	-2.79	-19.70
Greece	1.39	-0.02	-14.49
Ireland	2.12	1.70	-10.02
Italy	-1.14	-7.63	-41.79
Luxembourg	-0.07	-1.51	-11.86
Netherlands	0.77	-2.47	-26.70
Norway	2.74	3.58	-2.37
Portugal	1.16	-0.12	-13.37
Spain	0.23	-2.05	-18.65
Sweden	2.95	4.91	5.67
United Kingdom	1.28	0.49	-11.04
European Union	1.00	-0.49	-14.32

Πίνακας 2.8: Υποθετικός έλεγχος ισχύς στην αγορά. (Πηγή: (Ivaldi & Verboven, 2005))

Επιπρόσθετα, προκείμενου να προσδιοριστούν τα δημόσια οφέλη από μια συγχώνευση, η Australian Competition and Consumer Commission (ACCC) παρέθεσε μια έρευνα σχετικά με αυτά. Ειδικά παραδείγματα, όπου το δημόσιο ωφελείται, είναι η βελτιωμένη εξυπηρέτηση πελατών, η μεγαλύτερη αποδοτικότητα των επιχειρήσεων, η προστασία της εργασίας, τα περιβαλλοντολογικά οφέλη και οτιδήποτε είναι αυτό το οποίο οδηγεί σε καλύτερη χρήση των πόρων. Με αυτό τον τρόπο, η ACCC αξιολογεί μια συγχώνευση αν είναι συμφέρουσα, εξετάζοντας σε κάθε περίπτωση τα θετικά χαρακτηριστικά, τις δυνατότητες εξέλιξης αναμένοντας ένα προκαθορισμένο αποτέλεσμα. (Avkiran, 1999)

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

## ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

### 3.1 Περιγραφή του δείγματος

Στην παρούσα εργασία έγινε χρήση δεδομένων τα οποία λήφθηκαν από τη βάση δεδομένων Zephyr, η οποία ανήκει στην εταιρεία Bureau Van Dijk (BvDEP). Αποτελεί την πιο διαδεδομένη και ολοκληρωμένη βάση δεδομένων που περιλαμβάνει πληροφορίες συμφωνιών και ένα μεγάλο εύρος οικονομικών στοιχείων εταιρειών παγκοσμίως, ενώ επίκεντρό της αποτελούν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές. Σύμφωνα με την τελευταία καταμέτρηση που πραγματοποιήθηκε περιλαμβάνει περίπου 1,4 εκατομμύρια συμφωνιών.

Το δείγμα της συγκεκριμένης εργασίας αποτελείται από 1990 συμφωνίες Σ&Ε που έλαβαν χώρα στην Ευρώπη από το 1997 μέχρι και το 2015, αφού επιλέχθηκαν, αρχικά, από ένα μεγαλύτερο δείγμα με βάση τα κριτήρια:

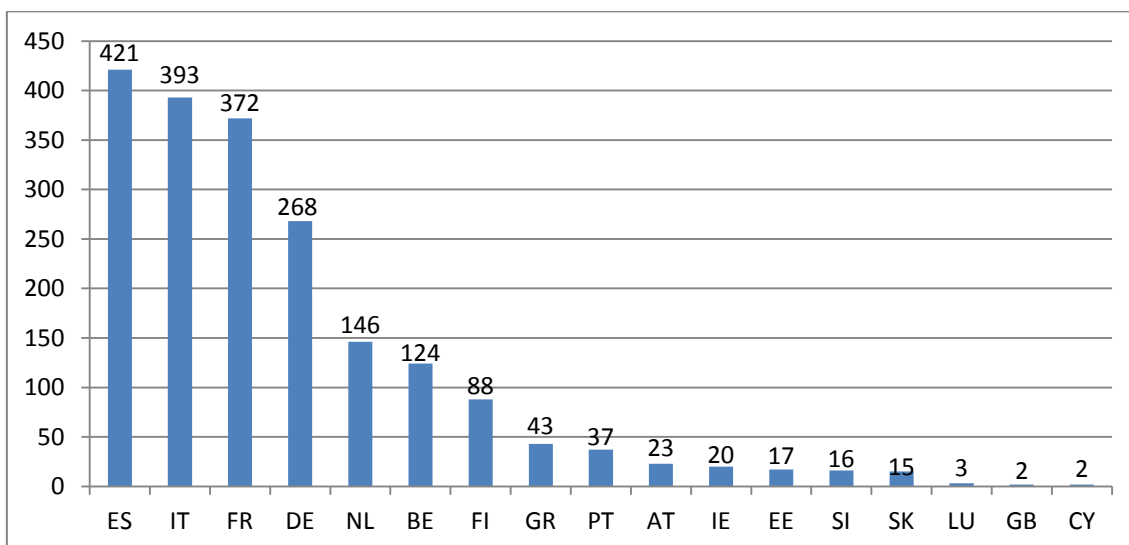
- Εξαγορά 100% (Acquisition 100%).
- Εξαγορά μεγαλύτερου ποσοστού (Acquisition increased).
- Συγχώνευση (Merger).

Τα χαρακτηριστικά τα οποία μελετήθηκαν είναι τα εξής:

- Η ημερομηνία ολοκλήρωσης της συμφωνίας.
- Η αξία της συμφωνίας.
- Το ποσοστό εξαγοράς.
- Ο κλάδος της εταιρείας στόχου.
- Η χώρα της εταιρείας που πραγματοποίησε εξαγορά.
- Η χώρα της εταιρείας στόχου.
- Το είδος της συμφωνίας (εξαγορά 100%, εξαγορά μεγαλύτερου ποσοστού, συγχώνευση).
- Ο τύπος της χρηματοδότησης.
- Η μέθοδος διακανονισμού.
- Αν η εταιρεία-στόχος είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο.
- Αν η εξαγοράζουσα εταιρεία είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο.

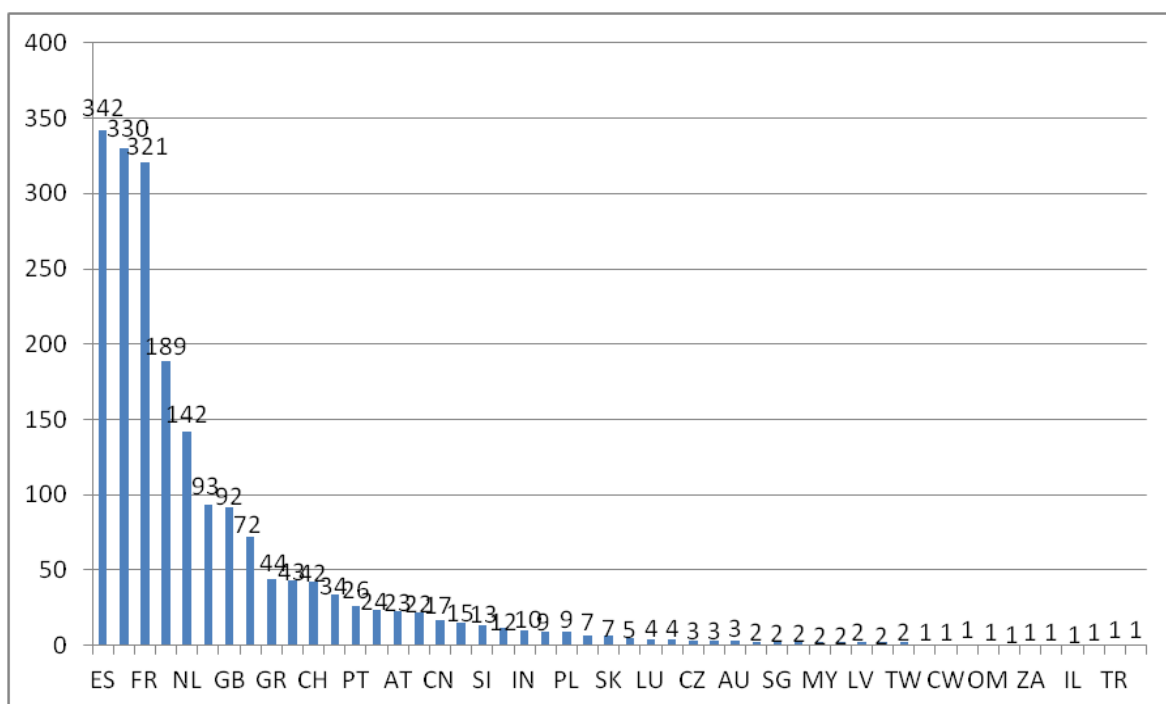
Στο παρακάτω γράφημα 3.1 παρουσιάζεται ο αριθμός των εταιρειών που πραγματοποίησαν εξαγορές σε σχέση με τη χώρα στην οποία εδρεύουν. Είναι ξεκάθαρο πως τις πρώτες θέσεις καταλαμβάνουν η Ισπανία, η Ιταλία, η Γαλλία και η Γερμανία με 421, 393, 372 και 268 εταιρείες αντίστοιχα. Λιγότερες εταιρείες από την Ελλάδα (43), την Πορτογαλία

(37) και την Αυστρία (23) προχώρησαν σε εξαγορές, ενώ ελάχιστες είναι εκείνες από τη Μεγάλη Βρετανία και την Κύπρο με 2 εταιρείες κάθε μια, όπου φαίνεται ξεκάθαρα η μεγάλη διαφορά από τις πρώτες χώρες.



Σχήμα 3.1: Κατάταξη αριθμού εταιρειών που πραγματοποίησαν εξαγορά ανά χώρα-έδρα.

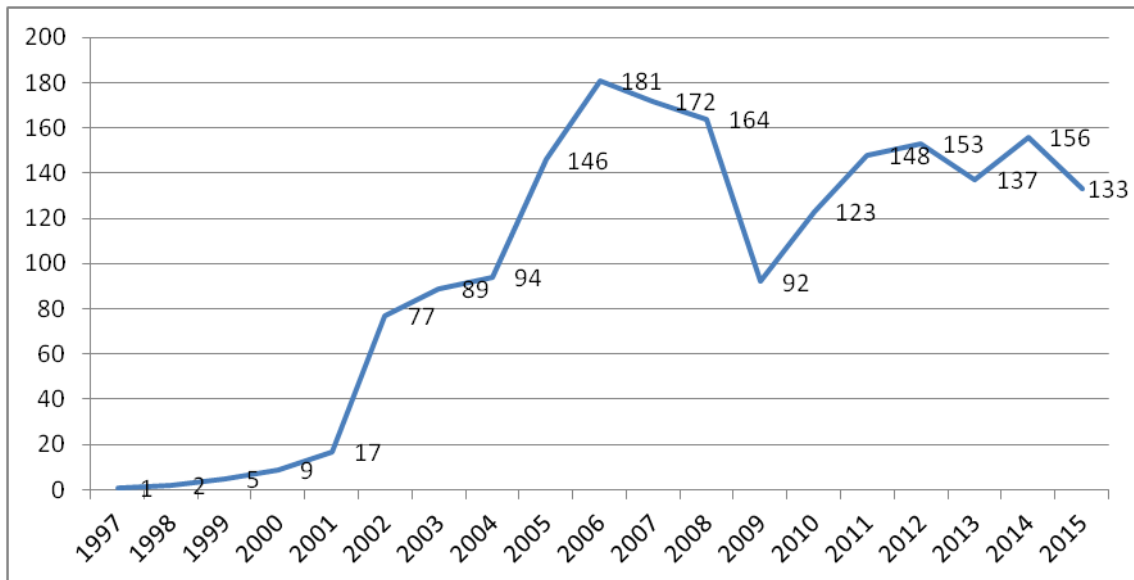
Έπειτα, έγινε κατάταξη των εταιρειών-στόχων για να εντοπιστεί ο μεγαλύτερος αριθμός στόχων από ποια χώρα προέρχεται. Όπως γίνεται αντιληπτό στο σχήμα 3.2, οι χώρες με τις περισσότερες εταιρείες στόχους είναι η Ισπανία, η Ιταλία, η Γαλλία και η Γερμανία με 342, 330, 321 και 189 επιχειρήσεις αντίστοιχα. Ακολουθούν με λιγότερες εταιρείες η Φινλανδία(72), η Ελλάδα(44) και η Ελβετία(42), ενώ τελευταίες με λιγότερο ενδιαφέρον από τους αγοραστές παρουσίασαν με 1 εταιρεία στόχο οι Ουγγαρία, Μονακό και Κροατία.



Σχήμα 3.2: Κατάταξη αριθμού εταιρειών που εξαγοράστηκαν ανά χώρα-έδρα.

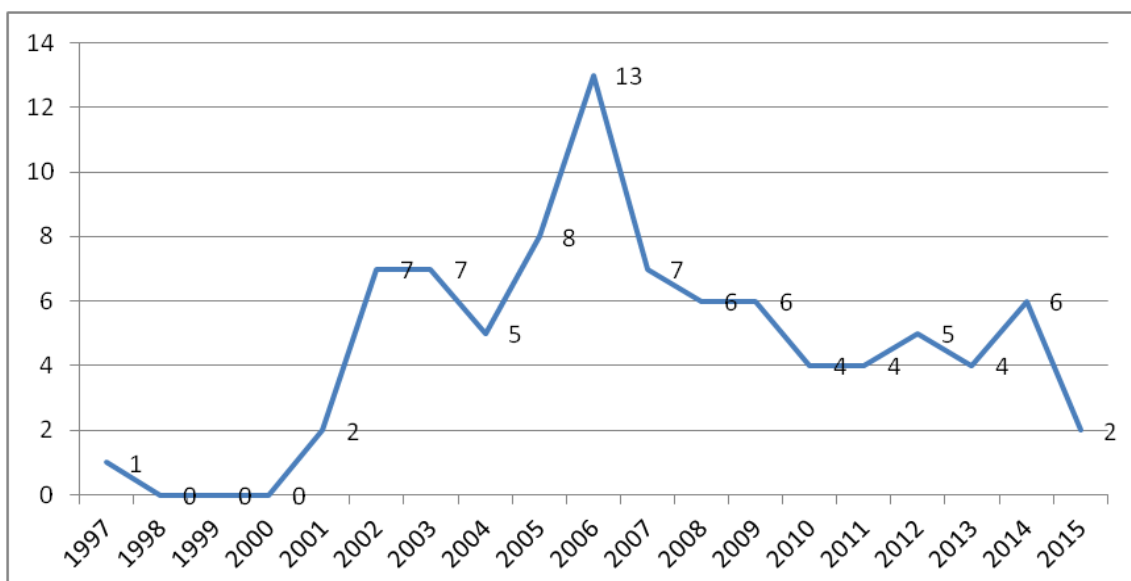


Στη συνέχεια, στο σχήμα 3.3 παρουσιάζεται η εξέλιξη των εξαγορών από το 1997 έως και το 2015. Μπορεί εύκολα να γίνει αντιληπτό πως υπάρχει μια μεγάλη εναλλαγή των συμφωνιών που πραγματοποιήθηκαν, ξεκινώντας από το 1997 με ελάχιστες συμφωνίες, οι οποίες κορυφώνονται το 2007 με 181 από αυτές. Έπειτα υπάρχει μια μεγάλη πτώση μέχρι το 2009, η οποία μπορεί να αιτιολογηθεί από το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης, ενώ από το 2009 έως και το 2015 φαίνεται μια περίοδος θετικής εξέλιξης.



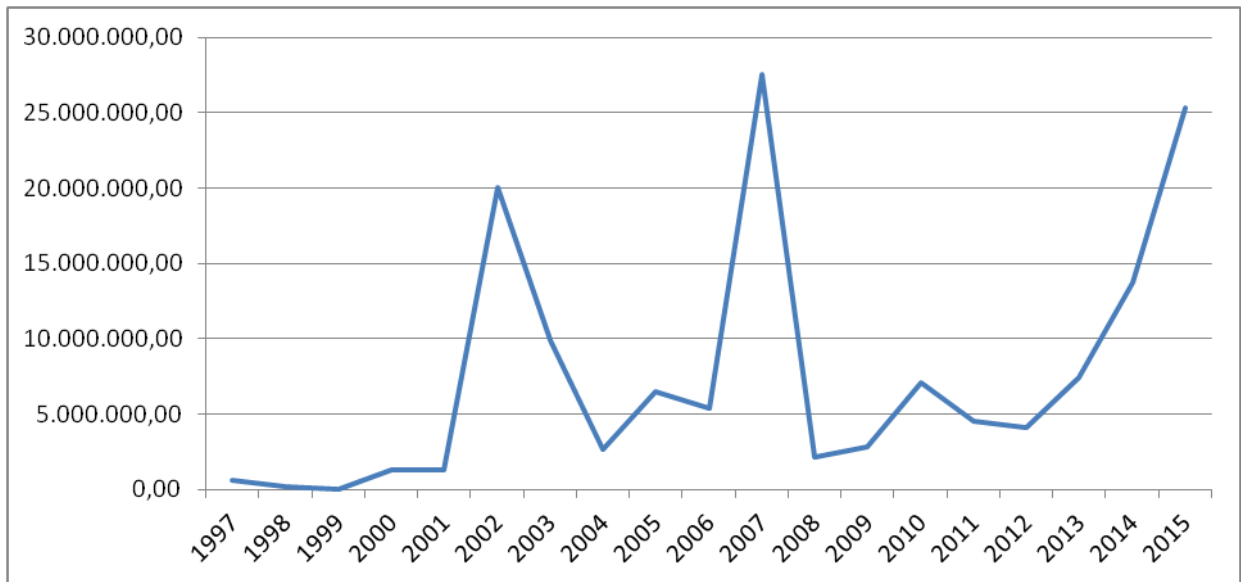
Σχήμα 3.3: Εξέλιξη εξαγορών από το 1997 έως το 2015.

Ιδιαίτερο, ωστόσο, ενδιαφέρον παρουσιάζουν και οι συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν από το 1997 έως και το 2015 και ακολουθούν στο σχήμα 3.4. Σε αντίθεση με τις εξαγορές, οι συγχωνεύσεις είναι πολύ λιγότερες, φτάνοντας στο απόγειο τους το 2006 με 13 συμφωνίες, ενώ τα τελευταία χρόνια παρουσιάζουν αισθητή πτώση. Αξίζει, επίσης, να σημειωθεί ότι από το 1998 έως και το 2000 δεν πραγματοποιήθηκε καμία συγχώνευση.



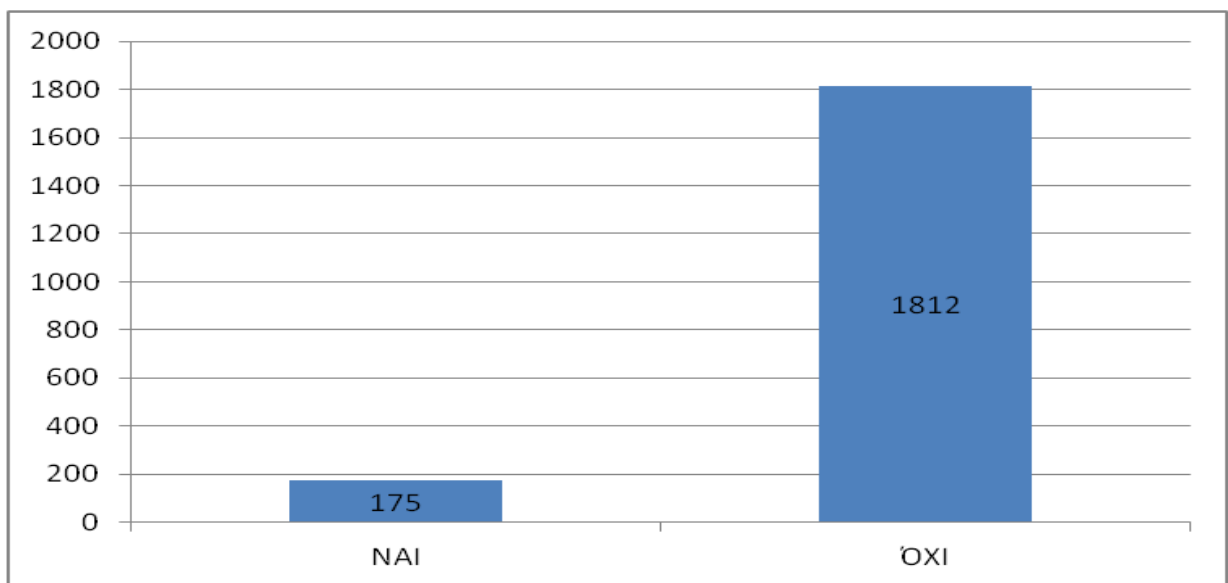
Σχήμα 3.4: Εξέλιξη συγχωνεύσεων από το 1997 έως το 2015.

Η αξία των συμφωνιών Σ&Ε αποτελεί σημαντικό χαρακτηριστικό τους και παρουσιάζεται στο παρακάτω σχήμα 3.5. Η χρονιά, κατά την οποία καταβλήθηκαν τα μεγαλύτερα ποσά για κλείσιμο συμφωνιών ήταν το 2007 και άγγιξε το ποσό των 27.527.750,01€, αμέσως μετά ακολουθεί το 2015 με 25.334.980,27€ και δείχνει ανοδική πορεία των αξιών, ενώ αρκετά καλή χρονιά ήταν και το 2002 με συνολική αξία συμφωνιών 20.040.036,20€.



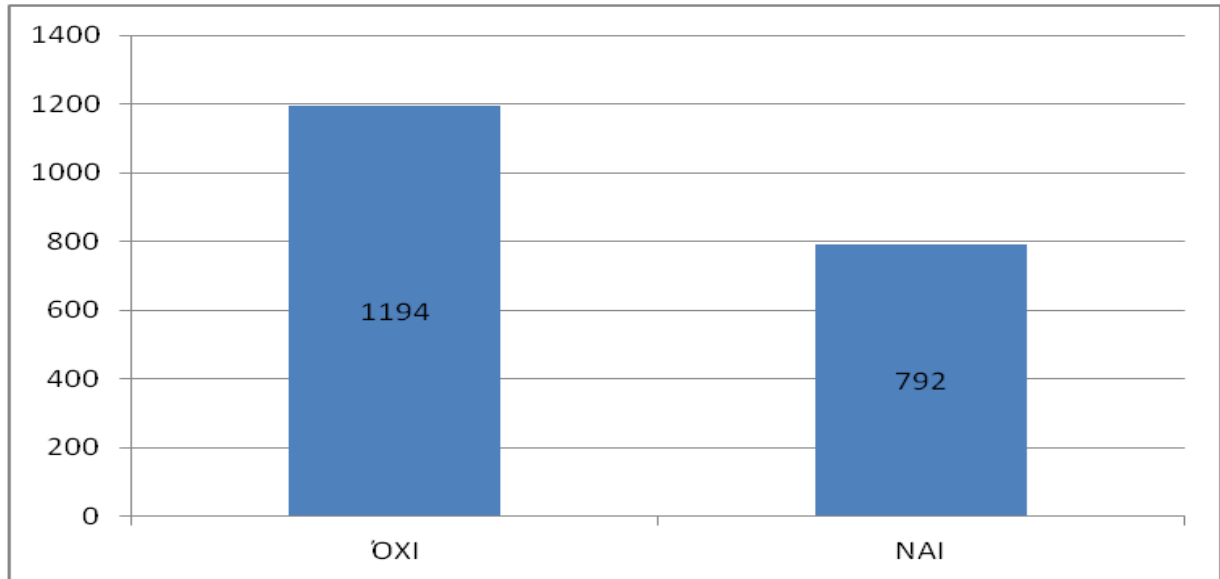
Σχήμα 3.2: Η αξία σε € των συμφωνιών από το 1997 έως το 2015.

Στη συνέχεια, ακολουθεί το γράφημα 3.6 με τις εταιρείες στόχους που έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο. Από τους στόχους μόνο 175 εταιρείες έχουν εισαχθεί, ενώ 1812 βρίσκονται εκτός.



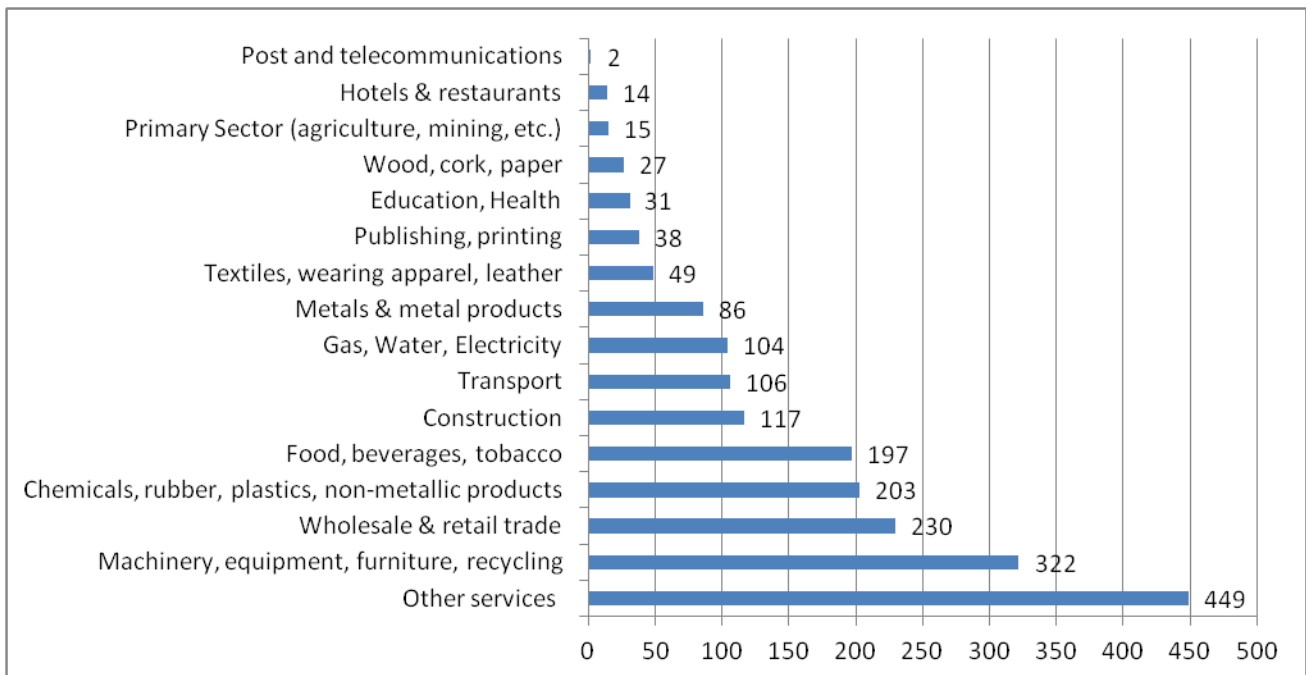
Σχήμα 3.6: Εισηγμένες εταιρείες-στόχοι στο χρηματιστήριο.

Έπειτα, ακολουθεί το γράφημα 3.7 όπου γίνεται παρουσίαση των εισηγμένων εταιρειών στο χρηματιστήριο όσων πραγματοποίησαν εξαγορές. Από τις εταιρείες αυτές μόνο 792 έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο, ενώ 1194 βρίσκονται εκτός.



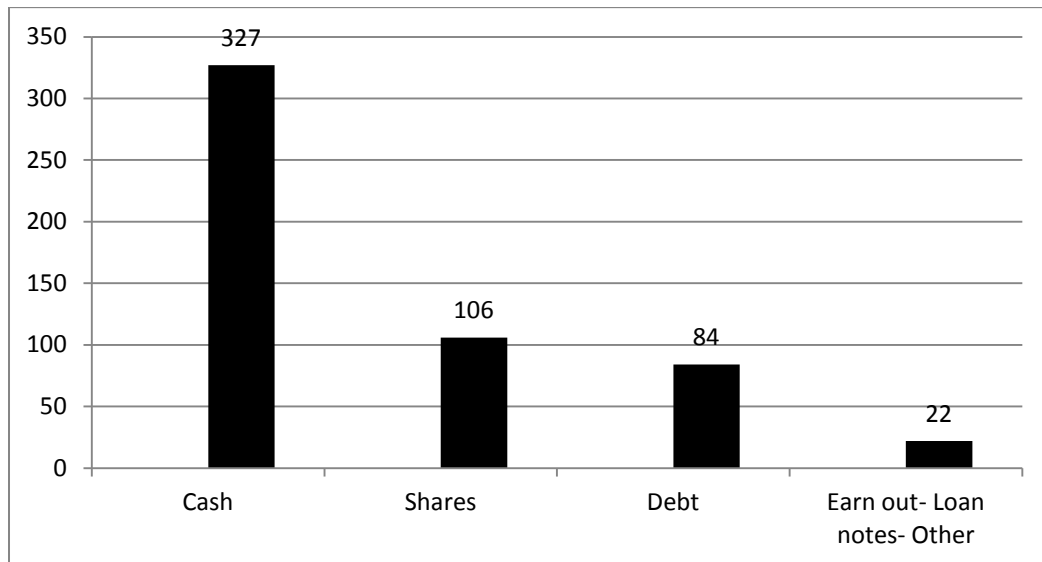
Σχήμα 3.7: Εισηγμένες εταιρείες που πραγματοποίησαν εξαγορές στο χρηματιστήριο.

Ακολουθεί το διάγραμμα 3.8 όπου φαίνονται οι τομείς στους οποίους δρουν οι εταιρείες μεταξύ των οποίων πραγματοποιήθηκε συμφωνία Σ&Ε. Χαρακτηριστικά στις πρώτες θέσεις βρίσκονται οι τομείς της μηχανικής με 322 εταιρείες, του λιανικού εμπορίου με 230 εταιρείες, ενώ στις τελευταίες θέσεις βρίσκονται οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο τομέα του πρωτογενούς τομέα με 15 εταιρείες και στο τομέα των τουριστικών καταλυμάτων και εστιατορίων με 14 εταιρείες.



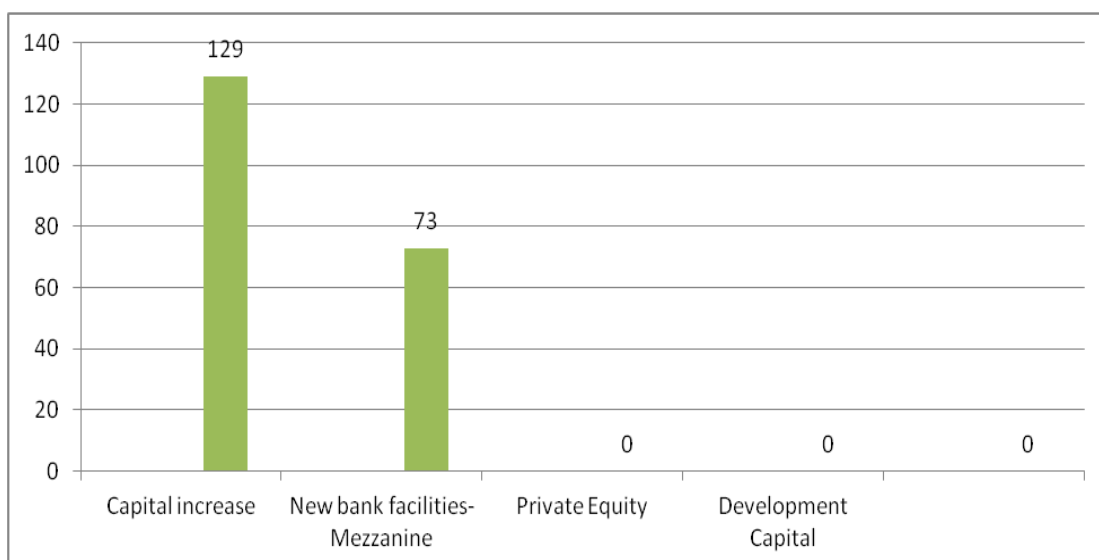
Σχήμα 3.8: Τομείς δραστηριοποίησης των εταιρειών-στόχων που συμμετείχαν στις συμφωνίες.

Στο διάγραμμα 3.9 παρουσιάζονται οι μέθοδοι πληρωμής των συμφωνιών. Η πλειοψηφία των εξαγορών πληρώθηκαν με μετρητά (cash), δηλαδή 327 συμφωνίες ενώ 106 με μετοχές. Από την άλλη 84 εταιρείες εξαγοράστηκαν με το χρέος που όφειλαν στους εξαγοραστές τους.



Σχήμα 3.9: Μέθοδος πληρωμής των συμφωνιών.

Τέλος, στο σχήμα 3.10 παρουσιάζονται οι μέθοδοι χρηματοδότησης των συμφωνιών. Η μέθοδος μέσω της αύξησης κεφαλαίου παίζει πρωταγωνιστικό ρόλο με 129 συμφωνίες, ενώ ακολουθούν 73 συμφωνίες οι οποίες χρηματοδοτήθηκαν μέσω κάποιου μεσάζοντα, όπως είναι για παράδειγμα μια τράπεζα.



Σχήμα 3.10: Μέθοδοι χρηματοδότησης των συμφωνιών

## 3.2 Ορισμός μεταβλητών

Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα εργασία αφορούν στα οικονομικά στοιχεία των συμφωνιών και είναι οι παρακάτω:

- **ROA using P/L before tax %:** Είναι η μεταβλητή που αφορά στην απόδοση του ενεργητικού, δηλαδή δείχνει πόσο κερδοφόρα είναι μια εταιρεία σε σχέση με το σύνολο του ενεργητικού της. Ο δείκτης Return On Assets (ROA) δίνει μια ιδέα για το πόσο αποτελεσματική είναι η διαχείριση στη χρησιμοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού της για να δημιουργήσει κέρδη.
- **Current ratio:** Είναι η γενική ρευστότητα της επιχείρησης και ο δείκτης που μετρά την ικανότητα της εταιρείας να εκπληρώσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, την απόδοση του κύκλου λειτουργίας της, καθώς και την ικανότητα της να μετατρέψει τα προϊόντα της σε χρήμα. Η ρευστότητα της εταιρείας θεωρείται ικανοποιητική όταν ο δείκτης παίρνει τιμές μεγαλύτερες του 2, ενώ για τιμές μικρότερες της μονάδας θεωρείται ανεπαρκής.
- **Solvency ratio %:** Είναι ο δείκτης φερεγγυότητας της επιχείρησης και αφορά στην ικανότητα της να ανταποκριθεί στα χρέη και όλες τις άλλες υποχρεώσεις της. Ο δείκτης φερεγγυότητας δείχνει αν οι ταμειακές ροές της εταιρείας είναι επαρκείς για να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Όσο μικρότερος είναι ο δείκτης φερεγγυότητας, τόσο μεγαλύτερη είναι και η πιθανότητα ότι θα αθετηθούν οι υποχρεώσεις της επιχείρησης.
- Το πηλίκο **Operating revenue/Total assets:** Αφορά στο πηλίκο της μεταβολής των πωλήσεων σε σχέση με τα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης. Η μεταβολή των πωλήσεων σχετίζεται με τις καθημερινές επιχειρηματικές δραστηριότητες της εταιρείας, ενώ τα περιουσιακά στοιχεία είναι τα στοιχεία της οικονομικής αξίας τα οποία δαπανήθηκαν σε μια χρονική περίοδο για να αποδώσουν ένα πλεονέκτημα στον ιδιοκτήτη.
- Το πηλίκο **Other operating expenses/Operating revenue:** Αφορά στο πηλίκο των λειτουργικών εξόδων σε σχέση με τη μεταβολή των πωλήσεων. Τα λειτουργικά έξοδα αφορούν σε μια κατηγορία δαπανών, τις οποίες αναλαμβάνει μια επιχείρηση εκτελώντας τις δραστηριότητες της. Όσο χαμηλότερα λειτουργικά έξοδα έχει μια εταιρεία τόσο μεγαλύτερες ικανότητες παρουσιάζει για να ανταγωνιστεί τους ανταγωνιστές της.
- **Ο λογάριθμος της μεταβολής των πωλήσεων (ln(Operating revenue))**
- **Ο λογάριθμος του ενεργητικού (ln(Total Assets)):** Είναι το σύνολο των οικονομικών στοιχείων που ανήκουν σε μια επιχείρηση, τα οποία έχουν χρηματική αξία και η εκμετάλλευσή τους παρέχει οικονομικά και άλλα οφέλη.

### 3.3 Στατιστική μεθοδολογία

Στην παρούσα εργασία πραγματοποιήθηκε μια προσπάθεια σύγκρισης οικονομικών στοιχείων εταιρειών που πραγματοποίησαν εξαγορές και εταιρειών που υπήρξαν στόχοι εξαγοράς. Αρχικά, συγκρίθηκαν τα οικονομικά στοιχεία ξεχωριστά για εξαγοραστές και στόχους ένα χρόνο πριν και ένα χρόνο μετά, προκειμένου να εκτιμηθούν οι αλλαγές που επέφερε η εξαγορά στους συμμετέχοντες. Στη συνέχεια, έγινε σύγκριση μεταξύ εξαγοραστών και στόχων μεταξύ τους για ένα χρόνο πριν και ένα χρόνο μετά την εξαγορά, ώστε να εκτιμηθεί ποια ομάδα εταιρειών (στόχοι ή εξαγοραστές) επηρεάστηκαν περισσότερο με βάση κάποιους παράγοντες, οι οποίοι ήταν το έτος της εξαγοράς, η χώρα και ο κλάδος δραστηριοποίησης της εταιρείας. Για το λόγο αυτό, χρησιμοποιήθηκαν δύο στατιστικές μέθοδοι προκειμένου να γίνει η σύγκριση. Αρχικά, έγινε διαχωρισμός των οικονομικών στοιχείων που αφορούσαν στον ένα χρόνο πριν και ένα χρόνο μετά τη συμφωνία τόσο για τους εξαγοραστές όσο και για τις εταιρείες στόχους χωριστά, με απώτερο σκοπό τη σύγκριση των δεδομένων αυτών για το πώς επηρέασε η συμφωνία τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης. Ο έλεγχος υποθέσεων που χρησιμοποιήθηκε είναι ο έλεγχος t για ζευγαρωτά δείγματα (**Paired-Sample T-Test**) του προγράμματος **SPSS**, ο οποίος επιτρέπει τη σύγκριση παρατηρήσεων δύο δειγμάτων με συνδυαστικό τρόπο, όπως είναι πριν από και μετά από παρατηρήσεις σχετικά με τα ίδια θέματα. Η μέθοδος λειτουργεί ως εξής:

- Έστω x οι παρατηρήσεις πριν από ένα γεγονός και y οι παρατηρήσεις μετά το γεγονός αυτό.
- Βήμα 1: Υπολογισμός της διαφοράς  $d_i = y_i - x_i$  μεταξύ των δύο παρατηρήσεων για κάθε ζεύγος.
- Βήμα 2: Υπολογισμός της μέσης διαφοράς  $\bar{d}$ .
- Βήμα 3: Υπολογισμός της τυπικής απόκλισης των διαφορών  $s_d$ , η οποία χρησιμοποιείται για να υπολογιστεί το τυπικό σφάλμα της μέσης διαφοράς:

$$SE(\bar{d}) = \frac{s_d}{\sqrt{n}}$$

- Βήμα 4: Υπολογισμός του t-στατιστικού στοιχείου με βάση τον τύπο:

$$T = \frac{\bar{d}}{SE(\bar{d})}$$

και την υπόθεση ότι ακολουθεί την t-κατανομή με n-1 βαθμούς ελευθερίας.

- Βήμα 5: Χρησιμοποιεί τον πίνακα της t-κατανομής για να συγκρίνει την τιμή T που προέκυψε από τους υπολογισμούς με την τιμή  $t_{n-1}$  της κατανομής. Αυτό θα δώσει την τιμή p, η οποία κρίνει την εγκυρότητα της σύγκρισης.

Επιπρόσθετα, για τη σύγκριση των οικονομικών στοιχείων των εξαγοραστών και των εταιρειών - στόχων μεταξύ τους χρησιμοποιήθηκε η πολυμεταβλητή ανάλυση διασποράς (**Multivariate Analysis of Variance (MANOVA)**), η οποία πραγματοποιήθηκε μέσω του προγράμματος **SPSS**. Η MANOVA λειτουργεί για πολλές εξαρτημένες μεταβλητές, δηλαδή συγκρίνει τη μέση τιμή δύο ή περισσότερων παραγόντων. Υπολογίζει μια τιμή F πολλών μεταβλητών (Wilks'λ) και βασίζεται στη σύγκριση του σφάλματος του πίνακα διακύμανσης/συνδιακύμανσης και στην επίδραση του. Η σύγκριση πολλών εξαρτημένων μεταβλητών επιτυγχάνεται με τη δημιουργία νέων εξαρτημένων μεταβλητών που μεγιστοποιούν τις διαφορές μεταξύ των στοιχείων που συγκρίνονται. (Stevens, 2002)

### 3.4 Αποτελέσματα

Αρχικά πραγματοποιήθηκε σύγκριση μεταξύ των οικονομικών στοιχείων των εξαγοραστών και των εταιρειών - στόχων χωριστά, ώστε να εξεταστεί η οικονομική τους κατάσταση πριν και μετά τη συμφωνία μέσω του ελέγχου t για ζευγαρωτά δείγματα (Paired Sample T test).

- Εξαγοραστές: Ο πίνακας 3.1 οδηγεί στην εξαγωγή σημαντικών συμπερασμάτων. Από την μέση τιμή της απόδοσης του ενεργητικού σχετικά με πριν και μετά το κλείσιμο της συμφωνίας μπορούμε να πούμε με μεγάλη βεβαιότητα ότι οι επιχειρήσεις που συμμετείχαν στην εργασία δεν κέρδισαν περισσότερα από την εξαγορά που πραγματοποίησαν. Αυτό, επίσης, είναι ξεκάθαρο και από τη τιμή του δείκτη φερεγγυότητας, όπου με μεγάλη βεβαιότητα οι εταιρείες δεν ήταν σε θέση να ανταποκριθούν σε όλες τις υποχρεώσεις τους. Ωστόσο, ο δείκτης ρευστότητας δεν παρουσιάζει σημαντική διαφοροποίηση πριν και μετά την εξαγορά. Επιπλέον, οι πωλήσεις ως προς το ενεργητικό των εξαγοραστών μειώθηκαν ελάχιστα σε σχέση με τις πωλήσεις ένα χρόνο πριν τη συμφωνία, γεγονός που σημαίνει ότι μειώθηκαν τα έσοδα των εταιρειών. Τέλος, η μεταβολή των πωλήσεων και το ενεργητικό αυξήθηκαν σημαντικά (τα αντίστοιχα επίπεδα σημαντικότητας είναι χαμηλότερα του 1%).

Πίνακας 3.1: Οικονομικοί δείκτες εξαγοραστών.

Μεταβλητές	Μέση τιμή ένα χρόνο πριν	Μέση τιμή ένα χρόνο μετά	p-values
Απόδοση Ενεργητικού	5,96	4,36	0,000
Δείκτης Ρευστότητας	1,55	1,54	0,879
Δείκτης Φερεγγυότητας	36,46	34,61	0,000
Πωλήσεις/Ενεργητικό	1,21	1,17	0,006
Λειτουργικά έξοδα/πωλήσεις	0,37	0,38	0,180
Λογάριθμος Πωλήσεων	12,84	13,03	0,000
Λογάριθμος Ενεργητικού	12,99	13,23	0,000

Αριθμός παρατηρήσεων: 1961

- Εταιρείες-στόχοι: Ο πίνακας 3.2 παρουσιάζει τα οικονομικά στοιχεία των στόχων ένα χρόνο πριν και μετά το κλείσιμο της συμφωνίας. Οι δείκτες ρευστότητας και φερεγγυότητας παρουσιάζουν αύξηση μετά τη συμφωνία. Επιπλέον, παρατηρείται μια μικρή μείωση των πωλήσεων ως προς το ενεργητικό, ενώ η απόδοση του ενεργητικού αυξάνεται αισθητά, χωρίς όμως η διαφορά που παρατηρείται να είναι στατιστικά σημαντική. Επιπρόσθετα, η μεταβολή των πωλήσεων παρουσιάζει μια μικρή μείωση σε σχέση με ένα χρόνο πριν το κλείσιμο της συμφωνίας.

Πίνακας 3.2: Οικονομικοί δείκτες εταιρειών-στόχων.

Μεταβλητές	Μέση τιμή ένα χρόνο πριν	Μέση τιμή ένα χρόνο μετά	p-values
Απόδοση Ενεργητικού	2,34	2,96	0,303
Δείκτης Ρευστότητας	1,63	2,68	0,000
Δείκτης Φερεγγυότητας	30,89	33,71	0,001
Πωλήσεις/Ενεργητικό	1,54	1,46	0,036
Λειτουργικά έξοδα/πωλήσεις	0,51	0,49	0,335
Λογάριθμος Πωλήσεων	10,94	10,71	0,000
Λογάριθμος Ενεργητικού	10,75	10,72	0,324

Αριθμός παρατηρήσεων: 1593

Με τη MANOVA έγινε σύγκριση των οικονομικών στοιχείων των εξαγοραστών και των εταιρειών – στόχων ένα χρόνο πριν από το κλείσιμο της συμφωνίας με βάση τον κλάδο, τη χώρα και το έτος όπου πραγματοποιήθηκε η συμφωνία. Οι εξαρτημένες μεταβλητές ήταν τα οικονομικά στοιχεία, ενώ οι ανεξάρτητες μεταβλητές το έτος, ο κλάδος και η χώρα. Όπως φαίνεται στον πίνακα 3.3, ο παράγοντας Y συγκρίνει τα οικονομικά στοιχεία των εξαγοραστών και των στόχων, ώστε να αξιολογηθούν οι μεταξύ τους διαφορές, χωρίς να λαμβάνεται υπ' όψιν κάποιος άλλος παράγοντας. Το ίδιο ισχύει και για τους κλάδους (sector) και τα έτη (year), όπου συγκρίνονται τα οικονομικά στοιχεία των δύο με βάση τον κλάδο δραστηριοποίησης και τη διαφορετικότητα τους στο χρόνο αντίστοιχα. Όσα αναφέρθηκαν αποτελούν απλές συγκρίσεις μεταξύ τους που ούτως ή αλλιώς αναμένεται να υπάρχουν διαφορές για τα συγκεκριμένα δεδομένα. Εξαιρετικής σημασίας αποτελούν οι αλληλεπιδράσεις μεταξύ των τριών παραγόντων, δηλαδή τον κλάδο, το έτος και τη χώρα. Έτσι, με βάση τον πίνακα Multivariate Tests μπορεί να εκτιμηθεί συνολικά η διαφορετικότητα των στοιχείων και όχι συγκεκριμένα. Για το λόγο αυτό, ελέγχουμε την τιμή p-value, όπου πρέπει να είναι  $p < 0.05$ , ώστε τα οικονομικά στοιχεία των εξαγοραστών να είναι εντελώς διαφορετικά από εκείνα των εταιρειών-στόχων όσον αφορά τον κλάδο (αλληλεπίδραση Y, sector) και τη χώρα (αλληλεπίδραση Y, country), όπου δραστηριοποιούνται οι εταιρείες, όπως και είναι αφού όλες είναι 0,000. Από την άλλη, δεν μπορούμε να πούμε το ίδιο για το έτος του πραγματοποιήθηκε η συμφωνία, δηλαδή ότι διαφέρουν τα οικονομικά στοιχεία των εταιρειών καθώς τα επίπεδα σημαντικότητας ξεπερνούν κατά πολύ το 0,05, δηλαδή  $0,779 > 0,05$  (αλληλεπίδραση Y, year).

**Πίνακας 3.3: Multivariate Tests**(Με βάση τον κλάδο, το έτος και τη χώρα, ένα χρόνο πριν τη συμφωνία)

Effect		F	p-value
Intercept	Pillai's Trace	1129,437	,000
	Wilks' Lambda	1129,437	,000
	Hotelling's Trace	1129,437	,000
	Roy's Largest Root	1129,437	,000
Y	Pillai's Trace	15,048	,000
	Wilks' Lambda	15,048	,000



	Hotelling's Trace	15,048	,000
	Roy's Largest Root	15,048	,000
Year	Pillai's Trace	1,810	,000
	Wilks' Lambda	1,812	,000
	Hotelling's Trace	1,814	,000
	Roy's Largest Root	3,874	,000
Sector	Pillai's Trace	4,580	,000
	Wilks' Lambda	4,639	,000
	Hotelling's Trace	4,693	,000
	Roy's Largest Root	14,556	,000
Country	Pillai's Trace	3,622	,000
	Wilks' Lambda	3,657	,000
	Hotelling's Trace	3,691	,000
	Roy's Largest Root	9,151	,000
Y * Year	Pillai's Trace	,893	,780
	Wilks' Lambda	,893	,779
	Hotelling's Trace	,893	,779
	Roy's Largest Root	1,946	,010
Y * Sector	Pillai's Trace	6,109	,000
	Wilks' Lambda	6,217	,000
	Hotelling's Trace	6,314	,000
	Roy's Largest Root	18,998	,000
Y * Country	Pillai's Trace	4,119	,000
	Wilks' Lambda	4,159	,000
	Hotelling's Trace	4,194	,000
	Roy's Largest Root	11,299	,000

Στον επόμενο πίνακα 3.4 παρουσιάζονται οι σχέσεις μεταξύ των εξαρτημένων μεταβλητών, δηλαδή των οικονομικών στοιχείων. Αρχικά, η απόδοση του ενεργητικού διαφέρει σημαντικά για εξαγοραστές και στόχους και επηρεάστηκε κυρίως από το κλάδο δραστηριοποίησης των εταιρειών, αφού το επίπεδο σημαντικότητας είναι μικρότερο του 1% (συγκεκριμένα 0,002), αλλά και από τον κλάδο των επιχειρήσεων  $p\text{-value} = 0,025$  (για την αλληλεπίδραση Y, sector)). Ωστόσο δεν μπορούμε να πούμε το ίδιο για τη χώρα και το έτος εφόσον τα αντίστοιχα επίπεδα σημαντικότητας είναι 0,228 (αλληλεπίδραση Y, country) και 0,444 (αλληλεπίδραση Y, year). Η ρευστότητα, ωστόσο, διαφέρει σημαντικά για τους δύο με βάση τη χώρα, ( $p\text{-value} = 0,000$  για την αλληλεπίδραση Y, country), ενώ το έτος και ο κλάδος δεν επηρέασαν τη μεταξύ τους διαφορά καθώς τα αντίστοιχα  $p\text{-values}$  είναι 0,322 (αλληλεπίδραση Y, year) και 0,228 (αλληλεπίδραση Y, sector). Από την άλλη, η φερεγγυότητα διαφέρει σημαντικά μεταξύ εξαγοραστών και στόχων, όταν λαμβάνεται υπόψη η χώρα (αλληλεπίδραση Y, country) και ο κλάδος (αλληλεπίδραση Y, sector) κάτι που επιβεβαιώνεται από τις μηδενικές τιμές των αντίστοιχων  $p\text{-values}$ , ενώ το έτος (αλληλεπίδραση Y, year) δεν επηρέασε καθόλου το συγκεκριμένο οικονομικό στοιχείο. Επιπλέον, γίνεται ξεκάθαρο ότι η αλληλεπίδραση του Y με το έτος δεν έχει κάποια ισχυρή επεξηγηματική ισχύ. Από την άλλη, ο κλάδος

(αλληλεπίδραση Y, sector) και η χώρα (αλληλεπίδραση Y, country) επηρέασαν τη διαφορά μεταξύ των δύο στις πωλήσεις, το ενεργητικό και στις πωλήσεις ως προς το ενεργητικό, αφού οι p-values και των τριών στοιχείων είναι 0,000.

**Πίνακας 3.4: Tests of Between-Subjects Effects**(Με βάση τον κλάδο, το έτος και τη χώρα, ένα χρόνο πριν τη συμφωνία)

Source	Dependent Variable	F	p-value
Corrected Model	Roa	2,368	,000
	CurrentRatio	2,622	,000
	SolvencyRatio	3,226	,000
	OperatingRevenueTotalAssets	7,686	,000
	lnOperatingRevenue	12,996	,000
	lnTotalAssets	14,061	,000
Intercept	Roa	14,519	,000
	CurrentRatio	86,875	,000
	SolvencyRatio	325,765	,000
	OperatingRevenueTotalAssets	148,891	,000
	lnOperatingRevenue	5387,570	,000
	lnTotalAssets	4890,021	,000
Y	Roa	3,373	,066
	CurrentRatio	,157	,692
	SolvencyRatio	,437	,508
	OperatingRevenueTotalAssets	,798	,372
	lnOperatingRevenue	79,607	,000
	lnTotalAssets	78,814	,000
Year	Roa	2,966	,000
	CurrentRatio	1,141	,304
	SolvencyRatio	1,952	,009
	OperatingRevenueTotalAssets	1,382	,130
	lnOperatingRevenue	2,346	,001
	lnTotalAssets	1,865	,015
Sector	Roa	2,296	,003
	CurrentRatio	1,557	,078
	SolvencyRatio	2,827	,000
	OperatingRevenueTotalAssets	11,177	,000
	lnOperatingRevenue	5,404	,000
	lnTotalAssets	6,364	,000
Country	Roa	1,712	,010
	CurrentRatio	5,017	,000
	SolvencyRatio	3,860	,000
	OperatingRevenueTotalAssets	4,440	,000
	lnOperatingRevenue	6,119	,000
	lnTotalAssets	4,975	,000

Y * Year	Roa	1,010	,444
	CurrentRatio	,667	,847
	SolvencyRatio	1,103	,342
	OperatingRevenueTotalAssets	,716	,797
	lnOperatingRevenue	,695	,820
	lnTotalAssets	,852	,638
Y * Sector	Roa	2,407	,002
	CurrentRatio	1,133	,322
	SolvencyRatio	3,040	,000
	OperatingRevenueTotalAssets	18,731	,000
	lnOperatingRevenue	3,781	,000
	lnTotalAssets	7,226	,000
Y * Country	Roa	1,241	,228
	CurrentRatio	3,212	,000
	SolvencyRatio	2,667	,000
	OperatingRevenueTotalAssets	6,856	,000
	lnOperatingRevenue	9,054	,000
	lnTotalAssets	7,512	,000
Error	Roa		
	CurrentRatio		
	SolvencyRatio		
	OperatingRevenueTotalAssets		
	lnOperatingRevenue		
	lnTotalAssets		
Total	Roa		
	CurrentRatio		
	SolvencyRatio		
	OperatingRevenueTotalAssets		
	lnOperatingRevenue		
	lnTotalAssets		
Corrected Total	Roa		
	CurrentRatio		
	SolvencyRatio		
	OperatingRevenueTotalAssets		
	lnOperatingRevenue		
	lnTotalAssets		

Ένα χρόνο μετά από το κλείσιμο της συμφωνίας πραγματοποιήθηκε σύγκριση των οικονομικών στοιχείων εξαγοραστών και στόχων με βάση τον κλάδο, το έτος και τη χώρα. Όπως φαίνεται στον πίνακα 3.5, τα οικονομικά στοιχεία των εξαγοραστών παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές σε σχέση με εκείνα των εταιρειών-στόχων όταν

λαμβάνεται υπόψη ο κλάδος (αλληλεπίδραση Y, sector) και η χώρα (αλληλεπίδραση Y, country), όπου δραστηριοποιούνται οι εταιρείες, αφού τα αντίστοιχα επίπεδα σημαντικότητας είναι μηδενικά. Από την άλλη, δεν μπορούμε να ισχυριστούμε το ίδιο για το έτος που πραγματοποιήθηκε η συμφωνία, δηλαδή ότι διαφέρουν τα οικονομικά στοιχεία των εταιρειών ( p-values=0,212 για την αλληλεπίδραση Y, year).

**Πίνακας 3.5 :Multivariate Tests**(Με βάση τον κλάδο, την χώρα και το έτος, ένα χρόνο μετά τη συμφωνία)

Effect		F	P-value
Intercept	Pillai's Trace	877,929	,000
	Wilks' Lambda	877,929	,000
	Hotelling's Trace	877,929	,000
	Roy's Largest Root	877,929	,000
Y	Pillai's Trace	16,991	,000
	Wilks' Lambda	16,991	,000
	Hotelling's Trace	16,991	,000
	Roy's Largest Root	16,991	,000
Year	Pillai's Trace	1,270	,031
	Wilks' Lambda	1,270	,031
	Hotelling's Trace	1,271	,031
	Roy's Largest Root	2,811	,000
Sector	Pillai's Trace	3,166	,000
	Wilks' Lambda	3,195	,000
	Hotelling's Trace	3,220	,000
	Roy's Largest Root	8,725	,000
Country	Pillai's Trace	3,102	,000
	Wilks' Lambda	3,147	,000
	Hotelling's Trace	3,191	,000
	Roy's Largest Root	8,453	,000
Y * Year	Pillai's Trace	1,113	,212
	Wilks' Lambda	1,113	,212
	Hotelling's Trace	1,113	,212
	Roy's Largest Root	2,390	,002
Y * Sector	Pillai's Trace	4,615	,000
	Wilks' Lambda	4,693	,000
	Hotelling's Trace	4,762	,000
	Roy's Largest Root	12,924	,000
Y * Country	Pillai's Trace	2,952	,000
	Wilks' Lambda	2,972	,000
	Hotelling's Trace	2,990	,000
	Roy's Largest Root	8,050	,000

Στον επόμενο πίνακα 3.6 παρουσιάζονται οι σχέσεις μεταξύ των εξαρτημένων μεταβλητών, δηλαδή των οικονομικών στοιχείων ένα χρόνο μετά το κλείσιμο της συμφωνίας. Αρχικά, για την απόδοση του ενεργητικού δεν μπορούμε να πούμε ότι διαφέρει μεταξύ εξαγοραστών και στόχων για κανένα από τους τρεις παράγοντες,  $p\text{-value}=0,87$  (για την αλληλεπίδραση Y, sector),  $0,85$  (για την αλληλεπίδραση Y, year) και  $0,330$  (για την αλληλεπίδραση Y, country). Στη συνέχεια, στο τμήμα του πίνακα που αφορά στην αλληλεπίδραση του έτους με το διαχωρισμό των εταιρειών ως εξαγοραστές και στόχους (Y) γίνεται ξεκάθαρο, ότι δεν μπορούμε να ισχυριστούμε με βεβαιότητα ότι διαφέρουν διαχρονικά μεταξύ τους. Η ρευστότητα, ωστόσο, διαφέρει σημαντικά μεταξύ εξαγοραστών και στόχων λαμβάνοντας υπόψη τη χώρα ( $p\text{-value} = 0,000$  για την αλληλεπίδραση Y, country). Αντίθετα, ο κλάδος δεν φαίνεται να αποτελεί σημαντικό επεξηγηματικό παράγοντα ( $p\text{-value} = 0,792$  για την αλληλεπίδραση Y, sector). Από την άλλη, η φερεγγυότητα διαφέρει σημαντικά μεταξύ εξαγοραστών και στόχων λαμβάνοντας υπόψη τον κλάδο των εταιρειών (αλληλεπίδραση Y, sector), ενώ η χώρα (αλληλεπίδραση Y, country) δεν επηρέασε καθόλου το συγκεκριμένο οικονομικό στοιχείο. Επιπλέον, ο κλάδος (αλληλεπίδραση Y, sector) και η χώρα (αλληλεπίδραση Y, country) επηρέασαν τη διαφορά μεταξύ των δύο στις πωλήσεις, στο ενεργητικό και στις πωλήσεις ως προς το ενεργητικό, αφού οι  $p\text{-values}$  και των τριών στοιχείων είναι  $0,000$ .

**Πίνακας 3.6: Tests of Between-Subjects Effects**(Με βάση τον κλάδο, το έτος και τη χώρα, ένα χρόνο μετά τη συμφωνία)

Source	Dependent Variable	F	p-value
Corrected Model	ROA	1,515	,001
	CurrentRatio	3,207	,000
	SolvencyRatio	2,096	,000
	OperatingRevenueTotalAssets	4,917	,000
	lnOperatingRevenue	12,128	,000
	lnTotalAssets	13,816	,000
Intercept	ROA	4,282	,039
	CurrentRatio	50,385	,000
	SolvencyRatio	230,425	,000
	OperatingRevenueTotalAssets	108,637	,000
	lnOperatingRevenue	3380,640	,000
	lnTotalAssets	3904,790	,000
Y	ROA	1,122	,290
	CurrentRatio	,000	,997
	SolvencyRatio	,504	,478
	OperatingRevenueTotalAssets	7,895	,005
	lnOperatingRevenue	76,070	,000
	lnTotalAssets	99,954	,000
Year	ROA	1,414	,115

	CurrentRatio	,945	,523
	SolvencyRatio	1,504	,079
	OperatingRevenueTotalAssets	1,072	,375
	lnOperatingRevenue	1,881	,014
	lnTotalAssetsO	1,154	,292
Sector	ROA	1,161	,299
	CurrentRatio	,840	,626
	SolvencyRatio	1,914	,021
	OperatingRevenueTotalAssets	6,157	,000
	lnOperatingRevenue	5,450	,000
	lnTotalAssets	7,103	,000
Country	ROA	1,581	,026
	CurrentRatio	6,895	,000
	SolvencyRatio	1,859	,004
	OperatingRevenueTotalAssets	2,877	,000
	lnOperatingRevenue	5,218	,000
	lnTotalAssets	3,521	,000
Y*Year	ROA	1,518	,085
	CurrentRatio	1,200	,260
	SolvencyRatio	,956	,504
	OperatingRevenueTotalAssets	1,175	,280
	lnOperatingRevenue	1,206	,255
	lnTotalAssets	1,269	,208
Y * Sector	ROA	1,547	,087
	CurrentRatio	,684	,792
	SolvencyRatio	3,480	,000
	OperatingRevenueTotalAssets	10,267	,000
	lnOperatingRevenue	4,678	,000
	lnTotalAssets	7,981	,000
Y * Country	ROA	1,124	,330
	CurrentRatio	3,247	,000
	SolvencyRatio	1,684	,052
	OperatingRevenueTotalAssets	6,228	,000
	lnOperatingRevenue	3,599	,000
	lnTotalAssets	4,254	,000
Error	ROA		
	CurrentRatio		
	SolvencyRatio		
	OperatingRevenueTotalAssets		
	lnOperatingRevenue		
	lnTotalAssets		
Total	ROA		

	CurrentRatio		
	SolvencyRatio		
	OperatingRevenueTotalAssets		
	lnOperatingRevenue		
	lnTotalAssets		
Corrected Total	ROA		
	CurrentRatio		
	SolvencyRatio		
	OperatingRevenueTotalAssets		
	lnOperatingRevenue		
	lnTotalAssets		

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα εργασία πραγματοποιήθηκε έχοντας ως στόχο την ανάλυση και μελέτη συγκεκριμένων οικονομικών δεικτών που αφορούσαν σε εξαγορές και αντικατόπτριζαν την οικονομική κατάσταση τόσο των εταιρειών που πραγματοποίησαν την εξαγορά, όσο και των στόχων. Για το λόγο αυτό, αρχικά, έγινε μια παρουσίαση των εννοιών που αφορούν στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές και αποτυπώθηκε η ιστορική τους εξέλιξη από την πρώτη τους εμφάνιση έως και σήμερα. Στη συνέχεια, έγινε ανάλυση των κινήτρων, των παραγόντων επιτυχίας και αποτυχίας, καθώς και των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων των Σ&Ε.

Πιο συγκεκριμένα, πραγματοποιήθηκαν συγκρίσεις για τα οικονομικά στοιχεία, όπως την απόδοση του ενεργητικού, το δείκτη φερεγγυότητας, το δείκτη ρευστότητας, τις πωλήσεις ως προς το ενεργητικό, το ενεργητικό και τις πωλήσεις, τα οποία αφορούσαν ένα χρόνο πριν και ένα χρόνο μετά το κλείσιμο της συμφωνίας τόσο για τους εξαγοραστές όσο και για τις εταιρείες-στόχους. Για το λόγο αυτό, χρησιμοποιήθηκε το πρόγραμμα SPSS όπου με τον έλεγχο υποθέσεων *t* για ζευγαρωτά δείγματα (Paired Sample T-test) συγκρίθηκαν χωριστά, τα οικονομικά στοιχεία των εξαγοραστών και των στόχων ένα χρόνο πριν και ένα χρόνο μετά τη συμφωνία. Ωστόσο, για να συγκριθούν μεταξύ τους στόχοι και εξαγοραστές χρησιμοποιήθηκε η πολυμεταβλητή ανάλυση διασποράς (MANOVA).

Τα δεδομένα των εταιρειών που χρησιμοποιήθηκαν ως δείγμα αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Zephyr και περιείχαν χρηματοοικονομικά στοιχεία για ένα δείγμα 1961 εξαγοραστών και 1593 εταιρειών-στόχων. Τα έτη που έλαβαν χώρα οι συμφωνίες είναι από το 1997 έως και το 2015.

Λαμβάνοντας, υπ' όψιν τα παραπάνω αποτελέσματα καταλήγουμε στα εξής συμπεράσματα. Αρχικά, η σύγκριση των οικονομικών στοιχείων των εξαγοραστών ένα χρόνο πριν και ένα χρόνο μετά τη συμφωνία έδειξε ότι η απόδοση του ενεργητικού και ο δείκτης φερεγγυότητας μειώθηκαν σημαντικά, με αποτέλεσμα οι εταιρείες να μην 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 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.

Η σύγκριση των στόχων με τους εξαγοραστές ένα χρόνο πριν τη συμφωνία, όπως και ένα χρόνο μετά, έδειξε ότι διαφέρουν σημαντικά ως προς τη φερεγγυότητα και τις πωλήσεων με βάση τον κλάδο, ενώ όσον αφορά το έτος δεν υπάρχει καμία επίδραση στα οικονομικά



στοιχεία των δύο. Στη συνέχεια, προσθέτοντας ένα ακόμη παράγοντα στη σύγκριση εξαγοραστών – στόχων, δηλαδή τη χώρα δραστηριοποίησης των εταιρειών παρατηρήσαμε ότι ο κλάδος και η χώρα έπαιξαν σημαντικό ρόλο στη διαφοροποίηση των οικονομικών στοιχείων μεταξύ τους, ενώ το έτος δεν συνέβαλε καθοριστικά στη διαφοροποίησή τους, τόσο ένα χρόνο πριν όσο και ένα χρόνο μετά τη συμφωνία.

Συνοπτικά, οι Σ&Ε παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο για την κερδοφορία των επιχειρήσεων, ωστόσο πολλές φορές τα αποτελέσματα τα οποία μπορούν να προκύψουν από διάφορες έρευνες μπορούν να αποδείξουν την αρνητική τους επιρροή τους στα οικονομικά τους στοιχεία.

# ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

## Ελληνική βιβλιογραφία:

Ζοπουνίδης, Κ. (2013). *Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικού Μάνατζμεντ*. Αθήνα: Κλειδάριθμος.

Κυριαζόπουλος, Γ., Ζησσόπουλος, Δ., & Σαριγιαννίδης, Ν. (2009). *Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων των τραπεζών στην διεθνή και ελληνική οικονομία*. Φλώρινα: Ελληνικό Συνέδριο Διοίκησης και Οικονομίας.

Παπαδάκης Βασίλης (2007). "Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία". Αθήνα : Εκδόσεις: Μπένου.

Πασιούρας Φώτιος, Δούμπος Μιχάλης, Ζοπουνίδης Κωνσταντίνος (2006). "ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ". Αθήνα: Εκδόσεις Κλειδάριθμος.

## Ξένη βιβλιογραφία:

Andre Kronimus, Alexander Roos, Daniel Stelter (2009, December). "M&A:Ready for lift off 'A survey of European companies' Merger and Acquisition Plans for 2010". *The Boston Consulting Group*.

Avkiran, N. K. (1999). The evidence on efficiency gains: The role of mergers and the benefits to the public. *Journal of Banking & Finance* , Vol. 23, σσ. 991-1013.

Beltratti, A., & Paladino, G. (2013). Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector. *Journal of Banking & Finance* , Vol. 37.

Bernard Black. (1999). "The first international merger wave and the fifth and last US wave". *University of Miami*.

Bruner, Robert. (1998, February). "An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault". *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, 125-166.

Caiazza, Rosa., & Volpe, Tiziana. (2013, November). "M&A process: a literature review and research agenda". *Business Process Management Journal*, Vol. 21 Iss 1 pp. 205 - 220.

Chambers J., *The art of friendly acquisition*, Schleier, C. (2001). "How to think like the world's greatest masters of M & A".

Evenett, S. (2004). The Cross-Border Merges and Acquisitions Wave of the Late 1990s. Στο R. Baldwin, & A. Winters, *Challenges to Globalization: Analyzing the Economics* (σσ. 411-470). Chicago: University of Chicago Press.

Evripidou, Loukia. (2012). "M&As in the airline industry: motives and systematic risk". *International Journal of Organizational Analysis*, Vol. 20 Iss: 4, pp.435 - 446

Gugler, K., Mueller, D., Yurtoglu, B., & Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: an international comparison. *International Journal of Industrial Organization* Vol. 21, pp. 625-653.

Hutson, Elaine. (2000). "Takeover targets and the probability of bid success: Evidence from the Australian market". *International Review of Financial Analysis*, Vol. 9, 45-65.

Ivaldi, M., & Verboven, F. (2005). Quantifying the effects from horizontal mergers in European competition policy. *International Journal of Industrial Organization* , Vol. 23, pp. 669-691.

Jorn Kleinert, Henning Klodt. (2002, January ). "Causes and Consequences of Merger Waves". *Kiel Insitut of World Economics*. Kiel Working paper No.1092.

Katsuhiko Shimizu, Michael A. Hitt, Deepa Vaidyanath, Vincenzo Pisano (2004). "Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future". *Journal of International Management*, Vol. 10, 307-353.

Kim, E.H. and Singal, V. (1993), "Mergers and market power: evidence from the airline industry". *The American Economic Review*, Vol. 83, pp. 549-569

Marks Mitchell Lee, & Mirvis Philip. (2011). "Merge Ahead: A Research Agenda to Increase Merger and Acquisition Success". *Springer Science+Business Media*, Vol. 26, 161-168.

Martynova, M., & Renneboog, L. (2008, January 12). "A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?". *Journal of Banking and Finance* , Vol. 32.

Morrison, S.A. (1996, September), "Airline mergers: a longer view", *Journal of Transport Economics and Policy*, Vol. 30, pp. 237-50.

Morrison, S.A and Winston, C. (2000), "The remaining role of government policy in the deregulated airline industry".

Phalippou, L., Xu, F., & Zhao, H. (2014, September). "Acquiring Acquirers". *Review of Finance*, 1489-1541.

Schmidt, J., Ilzkovitz, F., Meiklegohn, R., Garnier, G., Buelens, C., & Gomez Villalba, R. (2007, April). Mergers & Acquisitions NOTE. *DG ECFIN European Commission* (Vol. 4)

Stevens, J. P. (2002). *Applied Multivariate Statistics fot the social sciences*.

www.bloomberg.com (Global M&A Market Review-Financial Rankings-2013-2014-2015)