

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ

ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ

ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΓΟΡΑΣΤΡΙΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Τζιβιάς Κωνσταντίνος

Διπλωματική Εργασία που υποβλήθηκε στο Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών
του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην Ναυτιλία

Πειραιάς

Μάρτιος 2012

ΔΗΛΩΣΗ ΑΥΘΕΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Το άτομο το οποίο εκπονεί την Διπλωματική Εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στην βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (εμπορικός, μη κερδοσκοπικός ή εκπαιδευτικός), της φύσης του υλικού, που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες ή χάρτες), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος, που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή στη γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου .

Η παρούσα Διπλωματική Εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την Τριμελή Εξεταστική Επιτροπή που ορίστηκε από τη ΓΣΕΣ του Τμήματος Ναυτιλιακών Σπουδών Πανεπιστημίου Πειραιώς σύμφωνα με τον Κανονισμό Λειτουργίας του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στην Ναυτιλία.

Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- Μερίκας Ανδρέας (Επιβλέπων)
- Θαλασσινός Ελευθέριος
- Σαμιώτης Γεώργιος

Η έγκριση της Διπλωματικής Εργασίας από το Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών του Πανεπιστημίου Πειραιώς δεν υποδηλώνει αποδοχή των γνώμων του συγγραφέα.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Πραγματοποιώντας ένα όνειρο ζωής αλλά και αποκτώντας ένα σημαντικό εφόδιο επαγγελματικής εξέλιξης θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τους καθηγητές που είχα την τιμή να γνωρίσω και στη συνέχεια να συνεργαστώ προκειμένου να ολοκληρωθεί η συγκεκριμένη μελέτη Ανδρέα Μερικά και Ελευθέριο Θαλασσινό καθώς επίσης και τον Δρ Διονύσιο Πολέμη για την πολύτιμη παροχή βοήθειας του.

Αφιερώνω τη παρούσα διπλωματική εργασία στους γονείς μου Αθανάσιο και Θεοχαρούλα .

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	8
ABSTRACT	9
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο.....	12
1.1 ΟΡΙΣΜΟΙ, ΕΙΔΗ	12
1.2 ΤΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΠΟΥ ΩΘΟΥΝ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ	16
1.2.1 ΝΕΟΚΛΑΣΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ	16
1.2.1.1 ΣΥΝΕΡΓΙΑ (SYNERGY)	16
1.2.1.2 ΜΕΙΩΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	21
1.2.1.3 ΑΥΞΗΣΗ ΑΓΟΡΑΙΑΣ ΔΥΝΑΜΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ Ή ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΜΟΝΟΠΩΛΙΑΚΩΝ ΣΥΝΘΗΚΩΝ ΑΓΟΡΑΣ	24
1.2.2 ΟΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ (MANAGERIAL THEORIES).....	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο.....	27
2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....	27
2.1.1 ΚΥΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΙΣ Η.Π.Α	28
2.1.2 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΗΝ ΕΕ	34
2.1.3 Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ	35
2.2. ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ	37
2.2.1 ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΙΣ ΗΠΑ	38
2.2.2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΕΝΩΣΗ	39
2.2.3 ΔΙΚΑΙΟ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	40
2.2.4 ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο.....	47
3.1 ΤΑ ΟΦΕΛΗ ΤΩΝ ΕΠΙΤΥΧΗΜΕΝΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	47
3.2 ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....	50

3.3. ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΗ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΜΕΣΩ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	59
3.4 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ	65
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4ο.....	68
4.1 Η ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ.....	68
4.2 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ	71
4.3 Η ΕΛΛΗΝΟΚΤΗΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ	73
4.4 Η ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΤΗΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑ.....	75
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5ο.....	76
5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	76
5.1.1 ΣΚΟΠΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ.....	77
5.1.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ	77
5.1.2.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΙΚΤΩΝ.....	78
5.1.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΔΕΙΚΤΩΝ.....	80
5.2 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΜΕΓΕΘΩΝ.....	82
5.3 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ & ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	84
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	95
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	101

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1 – Οι μεγαλύτερες συγχωνεύσεις και εξαγορές μέχρι το 2000 στις ΗΠΑ.....	32
Πίνακας 2 Διακυμάνσεις Ναύλων	70
Πίνακας 3 Αριθμός των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων από το 1998 – 2011.....	75
Πίνακας 4 Εξαγοράζουσες εταιρείες , εταιρείες στόχοι	83
Πίνακας 5	84
Πίνακας 6.....	85
Πίνακας 7.....	86
Πίνακας 8.....	88
Πίνακας 9.....	90

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσης μελέτης είναι να διερευνήσει ζητήματα που σχετίζονται με τις Συγχωνεύσεις και τις Εξαγορές στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις,

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές αποτελούν στρατηγικές μέσω των οποίων οι επιχειρήσεις, συμπεριλαμβανομένων και των ναυτιλιακών, επιδιώκουν να ενισχύσουν τα ανταγωνιστικά τους πλεονεκτήματα και να ισχυροποιήσουν την θέση τους στην αγορά. Ωστόσο, μια πράξη Συγχώνευσης ή Εξαγοράς δεν έχει πάντα τα επιθυμητά αποτελέσματα. Υπάρχουν κρίσιμοι παράγοντες που επηρεάζουν την επιτυχία ή την αποτυχία της.

Στο πρώτο μέρος της παρούσης μελέτης πραγματοποιείται η βιβλιογραφική επισκόπηση ενώ το δεύτερο μέρος περιλαμβάνει την ανάλυση των δεδομένων. Αρχικά γίνεται λόγος για τα είδη των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών καθώς και των κινήτρων που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε τέτοιες πράξεις. Στην συνέχεια πραγματοποιείται μια ιστορική αναδρομή στα «κύματα» συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ, στην Ευρώπη και στην Ελλάδα ενώ παράλληλα παρουσιάζεται ο ρόλος των Επιτροπών Ανταγωνισμού για τις εν λόγω περιοχές. Σε επόμενο στάδιο, γίνεται αναφορά στα οφέλη των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών, στις αιτίες που οδηγούν στην αποτυχία τους καθώς και τις κινήσεις που πρέπει να γίνουν προκειμένου να αποφευχθεί κάτι τέτοιο. Στο τελευταίο κομμάτι πραγματοποιείται η ειδίκευση στην ναυτιλιακή βιομηχανία και πως αυτή αντιμετωπίζει μια πράξη Συγχώνευσης ή Εξαγοράς.

Η οικονομική ανάλυση περιλαμβάνει ένα δείγμα δώδεκα ναυτιλιακών εταιρειών οι οποίες και εξαγόρασαν άλλες με τη μέθοδο *Independent T-Test* εστιάζοντας στα οικονομικά τους αποτελέσματα ένα χρόνο πριν αλλά και ένα χρόνο μετά την συγχώνευση.

Λέξεις – Κλειδιά

Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Ναυτιλία

ABSTRACT

The purpose of this thesis is to analyze issues related to Mergers and Acquisitions in shipping industry.

Mergers and acquisitions are strategies through of which companies, including shipping companies, seek to enhance their competitive advantages and strengthen their position in the market. However, a merger or acquisition does not always have the desirable results. Many critical factors may affect either their success or failure.

The first part of this study carries out the literature review while the second one consists of the data analysis. Firstly, the types of Mergers and Acquisitions are mentioned as well as the incentives that lead firms in such acts. Then, a throwback to the "wave" of mergers in the U.S., Europe and Greece is represented, whilst the role of the Competition Commission for these areas. To continue with, we refer to the benefits of the mergers and acquisitions, the reasons behind failure and what can be done in order to prevent failure. In the last part, there is a specialization in maritime industry.

Key Words

Acquisitions and mergers

Maritime Industry

Η αξία μιας εταιρείας είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών εισροών ρευστού.

Από τη Θεωρία Οικονομίας

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η σύγχρονη κοινωνία διαρκώς μεταμορφώνεται και μαζί με εκείνη αλλάζει και η λειτουργία των επιχειρήσεων. Οι εταιρείες χρησιμοποιούν διάφορες μεθόδους προκειμένου να ισχυροποιήσουν την θέση τους στην αγορά και συγχρόνως να επιτύχουν μεγαλύτερο ποσοστό κέρδους το οποίο θα εξασφαλίσει την μακροβιότητα στην αγορά στην οποία λειτουργούν. Για να μπορέσει λοιπόν η κάθε επιχείρηση να επιτύχει τους στόχους αυτούς, θα πρέπει να ακολουθήσει μια στρατηγική και ένα συγκεκριμένο πλάνο management το οποίο θα είναι απολύτως προσαρμοσμένο στις ανάγκες και τις ιδιαιτερότητες της.

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές αποτελούν στρατηγικές μέσω των οποίων οι επιχειρήσεις μπορούν να ενισχύσουν τα ανταγωνιστικά τους πλεονεκτήματα. Οι στρατηγικές αυτές προσφέρουν πλεονεκτήματα που σχετίζονται με την μείωση του κόστους και συνεπώς και αύξηση των κερδών, την εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος, την αποδυνάμωση του ανταγωνισμού και γενικότερα με μια σειρά από οφέλη που ενισχύουν τις επιχειρηματικές τους ικανότητες..

Ωστόσο, η διαδικασία των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών δεν συνεπάγεται πάντα με την επιτυχία. Ενδέχεται, αν η διοίκηση δεν δώσει την δέουσα σημασία σε πρωταρχικούς παράγοντες να έχει ανεπιθύμητη έκβαση. Αυτοί οι λόγοι είναι άμεσα συνδεδεμένοι με την ανεπαρκή αξιολόγηση καθώς και τον ανεπαρκή σχεδιασμό της διαδικασίας. Παράλληλα θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη έμφαση στον ανθρώπινο παράγοντα καθώς η διαφορετικότητα στην κουλτούρα των δύο επιχειρήσεων μπορεί να δημιουργήσει δυσκολίες στην ενοποίηση και τελικά το όλο εγχείρημα να καταλήξει σε αποτυχία.

Όλες αυτές οι εξελίξεις δεν θα μπορούσαν να αφήσουν ανεπηρέαστη την ναυτιλιακή βιομηχανία. Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε ένα έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον, γεγονός που τις ωθεί στη εξεύρεση μεθόδων μέσω των οποίων θα ενισχύσουν τα ανταγωνιστικά τους πλεονεκτήματα. Έρευνες έχουν δείξει ότι οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις, παρά το γεγονός ότι δρουν σε μια αγορά με ιδιαιτερότητες, ωστόσο, δεν παρουσιάζουν διαφοροποιήσεις σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις

αναφορικά με τη στρατηγική των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών. Με αυτό τον τρόπο, πρωτεύων στόχος των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, μέσα από αυτές τις επενδυτικές κινήσεις είναι η ισχυροποίηση της θέσης τους στην αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο

1.1 ΟΡΙΣΜΟΙ, ΕΙΔΗ

Οι έννοιες της «συγχώνευσης» και της «εξαγοράς» συχνά προκαλούν σύγχυση καθώς μοιάζουν όμοιες. Ωστόσο, παρουσιάζουν διαφορετική εννοιολογική σημασία. Ως «συγχώνευση» θεωρείται η συνένωση δύο ή περισσότερων οργανισμών σε ένα μεγαλύτερο. Τέτοιες ενέργειες είναι συνήθως εθελοντικές και οδηγούν σε ένα νέο όνομα του οργανισμού (συνήθως συνδυάζοντας τα ονόματα των δύο αρχικών). Από την άλλη πλευρά, ως «εξαγορά» αναφέρεται η αγορά ενός οργανισμού από έναν άλλο. Σε μια τέτοια περίπτωση, ο οργανισμός που πραγματοποιεί την αγορά διατηρεί τον έλεγχο έναντι της εξαγοραζόμενης (Rasheed, 2010).

Τα είδη των συγχωνεύσεων και των εξαγορών κατηγοριοποιούνται με διάφορα κριτήρια όπως:

A) Με βάση την συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας ή τον λεγόμενο βαθμό ολοκλήρωσης (Pikula, 1999):

- Κάθετη συγχώνευση (vertical merger).

Στην περίπτωση αυτή, ένας οργανισμός συγχωνεύεται με έναν από τους προμηθευτές του (backward merger) ή με έναν από τους πελάτες ή/και τους λιανοπωλητές του (forward merger). Εξαιτίας του γεγονότος ότι η εξαγοραζόμενη εταιρεία βρίσκεται κάτω από την εταιρική ομπρέλα της απορροφείσας εταιρείας, η αλληλεπίδραση μεταξύ των δύο βρίσκεται σε εταιρικό επίπεδο. Η στρατηγική της «συγχώνευσης προς τα πίσω» (backward merger), είναι κατάλληλη όταν οι προμηθευτές μιας εταιρείας είναι αναξιόπιστοι ή δεν μπορούν να ανταποκριθούν στις ανάγκες της. Από την άλλη, η στρατηγική της «συγχώνευση προς τα εμπρός» (forward merger) είναι

κατάλληλη όταν μια εταιρεία επιθυμεί την απευθείας πώληση των προϊόντων ή/και υπηρεσιών του προς τους πελάτες της (Fred ,2011).

- Οριζόντια συγχώνευση (Horizontal merger).

Η περίπτωση αυτή αφορά την συγχώνευση εταιρειών που βρίσκονται στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας.

- Συσχετισμένες συγχωνεύσεις (concentric merger).

Αφορούν τις συγχωνεύσεις που γίνονται ανάμεσα σε εταιρείες που παρουσιάζουν παρόμοια παραγωγή ή κατανομή της τεχνολογίας (ένα παράδειγμα αποτελεί η συγχώνευση ενός κατασκευαστή αυτοκινήτων και ενός κατασκευαστή μοτοσικλετών). Σε αυτού του τύπου τις συγχωνεύσεις υπάρχει η τάση συνδυασμού ορισμένων λειτουργιών καθώς και των διαφόρων τμημάτων τεχνολογίας και μάρκετινγκ. Αυτό οδηγεί στην ανταλλαγή γνώσης και εμπειρίας μεταξύ των δύο εταιρειών.

- Ασυσχετίστες συγχωνεύσεις (conglomerate merger).

Η περίπτωση αυτή αφορά την συγχώνευση οργανισμών που βρίσκονται σε κλάδους δραστηριότητας που δεν συνδέονται άμεσα μεταξύ τους. Η εταιρεία εισέρχεται σε ένα διαφορετικό κλάδο δραστηριότητας σε σύντομο χρονικό διάστημα και στοχεύει στην μείωση των χρηματοοικονομικών κινδύνων από την διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

B) Με βάση την στάση/ διάθεση (mood) της συγχώνευσης και εξαγοράς(Tuch and O'Sullivan 2007).

- Φιλικές (friendly)

Τέτοιες είναι οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές, που προκύπτουν, ύστερα από τη συμφωνία μεταξύ των διοικήσεων και των δυο εμπλεκόμενων πλευρών και τη δημοσιοποίηση στους μετόχους αυτών ότι εγκρίνουν αυτό το είδος συγκέντρωσης. Συνήθως γίνεται σύσταση στους μετόχους να εγκρίνουν και αυτοί τη συμφωνία, σύμφωνα με τις νόμιμες διαδικασίες, ενώ και το αντίτιμο της συμφωνίας έχει καθοριστεί από κοινού.

- *Εχθρικές (hostile)*

Τέτοιες είναι οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές, που προκύπτουν, όταν υπάρχει μεγάλη διαφορά των δυο εμπλεκόμενων πλευρών. Στην περίπτωση αυτή η εξαγοράζουσα επιχείρηση προχωράει στην υλοποίηση των σχεδίων της είτε μέσω δημόσιας προσφοράς

στους μετόχους, είτε αποκτώντας σιγά-σιγά και αθόρυβα πακέτα μετοχών της εξαγοραζόμενης ή με συνδυασμό και των δυο παραπάνω στρατηγικών.

Οι «εχθρικές» συγχωνεύσεις ή εξαγορές θεωρούνται ως πειθαρχικές και στοχεύουν σε εταιρείες της οποίας οι managers απέτυχαν να επιτύχουν τους αντικειμενικούς στόχους των μετόχων. Από την άλλη οι «φιλικές» χαρακτηρίζονται ως συνεργατικές.

Γ) Ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η συγχώνευση ή εξαγορά (Σούκος, 2010).

Ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η συγχώνευση ή η εξαγορά είναι ένα άλλο είδος διάκρισης. Έτσι η πρόσφορα γίνεται με μετρητά, είτε σε μετρητά της αγοράζουσας εταιρείας ενώ ενδεχομένως να περιλαμβάνει και τα δύο από αυτά.

Δ) Βάσει της φύσης της αγοραζόμενης εταιρείας (Σούκος, 2010)

Δηλαδή αν η επιχείρηση – στόχος είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο (public) ή όχι (private). Συνήθως χρειάζεται μεγαλύτερη προσφορά για τις επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

Ε) Βάσει του τόπου δραστηριοποίησης της αγοραζόμενης εταιρείας σε σχέση με την αγοράζουσα.

Όταν η αγοραζόμενη δραστηριοποιείται στην ίδια χώρα με την αγοράζουσα τότε έχουμε εγχώρια συγχώνευση ή εξαγορά ενώ όταν συμβαίνει το αντίστροφο δηλαδή όταν η αγοράζουσα εταιρεία δραστηριοποιείται σε διαφορετική χώρα από αυτή της αγοράζουσας τότε έχουμε διεθνή συγχώνευση ή εξαγορά (cross boarder).

Δύο ειδικές περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι (Παπαδάκης, 2002):

- *Η μοχλευμένη εξαγορά (Leveraged Buy Out).*

Η μορφή αυτή εξαγοράς έχει το χαρακτηριστικό ότι η χρηματοδότηση της προέρχεται κατά ένα πολύ μεγάλο ποσοστό (τουλάχιστον 75%) από τραπεζικό δανεισμό και όχι από τα ίδια κεφάλαια της εξαγοράστριας εταιρείας, για αυτό και ονομάζεται μοχλευμένη. Θεωρείται ως ένας από τους πλέον επιθετικούς τρόπους μεγέθυνσης της εξαγοράστριας επιχείρησης με ταυτόχρονη ανάληψη ιδιαίτερα υψηλού ρίσκου, καθώς συνηθίζεται οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης να ωθούνται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, με έντονα αρνητικές συνέπειες σε περιπτώσεις αποτυχίας της επιχειρηματικής αυτής προσπάθειας. Με σκοπό τη μείωση του κινδύνου, η μοχλευμένη εξαγορά

θεωρητικά πρέπει να χρησιμοποιούνται περισσότερο για ώριμες εταιρείες με προβλέψιμες ταμειακές ροές παρά για καινούργιες επιχειρήσεις με υψηλό κίνδυνο.

- *Η εξαγορά επιχειρήσεων από την διοίκηση τους (Management Buy – Out)*

Στην περίπτωση αυτή, η οποία είναι συγγενική με την προηγούμενη, μια επιχείρηση εξαγοράζεται από τα διευθυντικά της στελέχη. Σε περιπτώσεις μεγάλων επιχειρήσεων, οι οποίες και έχουν υψηλή κεφαλαιοποίηση, επειδή η εξαγορά ολόκληρης της επιχείρησης είναι πολύ δύσκολο να χρηματοδοτηθεί από τα διευθυντικά στελέχη, η εξαγορά αναφέρεται σε μια θυγατρική ή παραγωγική μονάδα της επιχείρησης.

Στο σημείο αυτό κρίνεται απαραίτητο να παραθέσουμε τον παρακάτω πίνακα που αποτελεί ένα μικρό γλωσσάριο των εξαγορών και περιλαμβάνει πολύτιμα στοιχεία για την κατανόηση του φάσματος των εξαγορών.

- ✓ Μαύρος Ιππότης (Black Knight): Μια εταιρεία που επιχειρεί την επιθετική εξαγορά μιας άλλης
- ✓ Λευκός Ιππότης (White Knight): Μια Τρίτη εταιρεία που παρεμβαίνει είτε εξαγοράζοντας, είτε συγχωνεύόμενη με το «θύμα», ώστε να αποτρέψει την εξαγορά από τον Μαύρο Ιππότη
- ✓ Απόκρουση Καρχαριών (Shark repellent): Οι κινήσεις του «θύματος», με στόχο την αποθάρρυνση των εξαγοραστών (π.χ. αύξηση του ποσοστού ψήφων που χρειάζονται για την έγκριση της προσφοράς).
- ✓ Άμυνα Πακμαν (Pac man Defense): Η εταιρεία που είναι το αντικείμενο της προσφοράς κάνει μια αντιπροσφορά για την εξαγορά του ίδιου του υποψήφιου εξαγοραστή.
- ✓ Κώνειο (Poison Pill): Το θύμα προχωρά στην εξαγορά ή στην συγχώνευση με άλλη εταιρεία με τρόπο που να γίνεται οικονομικά ή διορθωτικά λιγότερο ελκυστική στον υποψήφιο αγοραστή.
- ✓ Χρυσή Μετοχή (Golden Share): Το δικαίωμα που διατηρεί το κράτος σε ορισμένες ιδιωτικοποιήσεις να προβάλλει βέτο σε ορισμένες σημαντικές αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου.
- ✓ Σκαντζόχοιρος (Porcupine): Μια σύνθετη συμφωνία μεταξύ προμηθευτών, πελατών και πιστωτών, που δυσκολεύει την ενσωμάτωση της εταιρείας στις δραστηριότητες ενός πιθανού εξαγοραστή.

- ✓ Χρυσό Αλεξίπτωτο (Golden Parachute): Οι όροι στα συμβόλαια των διευθυντών που καθιστούν εξαιρετικά δαπανηρή την απόλυσή τους σε περίπτωση εξαγοράς της εταιρείας.

1.2 ΤΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΠΟΥ ΩΘΟΥΝ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Οι Παζάρσκις, Αλεξανδράκης, Μαντζάρης (2010) αναλύουν τα κίνητρα πίσω από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές βάσει δύο θεωριών: την νεοκλασική (neoclassical theories) και την διοικητική (managerial theories).

1.2.1 ΝΕΟΚΛΑΣΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ

Σύμφωνα με τις νεοκλασικές θεωρίες (neoclassical theories) ο μοναδικός, κύριος και μακροχρόνιος στόχος κάθε επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους της (profit maximization) και οι ενέργειές της που συμβάλλουν σε αυτό. Η επίτευξη του μέγιστου κέρδους είναι εφικτή με τρεις τρόπους (I) μέσω της συνεργίας (synergy), (II) μέσω της μείωσης του κινδύνου (risk reduction theory) και (III) μέσω της δημιουργίας μονοπωλιακών συνθηκών αγοράς ή της αύξησης της αγοραίας δύναμης της επιχείρησης (monopoly theory or market power theory).

1.2.1.1 ΣΥΝΕΡΓΙΑ (SYNERGY)

Ως συνεργία (synergy), για τα επιχειρηματικά δεδομένα νοείται η επίτευξη ενός ανώτερου και καλύτερου τελικού αποτελέσματος από τη συνεργασία δύο τουλάχιστον συμβαλλόμενων μερών (επιχειρήσεις) που δεν θα είχε επιτευχθεί καθόλου ή θα είχε επιτευχθεί σε μικρότερο βαθμό από τις ενέργειές τους ξεχωριστά και χωρίς την επικείμενη σύμπραξη των δύο επιχειρήσεων.

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

Η αξία της συνδυασμένης επιχειρηματικής δράσης των δύο επιχειρήσεων, που εμπεριέχει και την αξία της συνεργίας, μπορεί να αποτυπωθεί μαθηματικά ως εξής:

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

όπου,

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

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

A_Ψ = η αξία της επιχείρησης Ψ πριν την Σ&Ε,

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

Η συνεργία μπορεί περαιτέρω να κατηγοριοποιηθεί, σύμφωνα με τρεις πτυχές της επιχειρηματικής δραστηριότητας: τη χρηματοοικονομική συνεργία (financial synergy), τη λειτουργική συνεργία (operational synergy) και τη διοικητική συνεργία (managerial synergy). Στη συνέχεια, αυτές παρατίθενται σε σειρά ανάλογα με το βαθμό σημαντικότητάς τους ως αίτια που οδηγούν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.

A. Χρηματοοικονομική συνεργία

Ως χρηματοοικονομική συνεργία (financial synergy) νοείται η επίτευξη ενός καλύτερου οικονομικού αποτελέσματος λόγω μείωσης του συνολικού κόστους κεφαλαίου δύο ή περισσότερων εμπλεκόμενων επιχειρήσεων που έκαναν μια

συγχώνευση ή εξαγορά προκειμένου να επιτύχουν το καλύτερο δυνατό οικονομικό αποτέλεσμα, ενέργεια η οποία και δεν θα μπορούσε να επιτευχθεί σε τέτοιο υψηλό βαθμό με διαφορετικό τρόπο. Το γεγονός αυτό οφείλεται κατά κύριο λόγο στο ότι η επιχείρηση που θα έχει εξέλθει από μια τέτοια πράξη μπορεί να διαπραγματευτεί και να επιτύχει καλύτερους όρους χρηματοδότησης, με δεδομένη πλέον την νέα αυξημένη της κεφαλαιακή βάση και φερεγγυότητα. Στην περίπτωση δε που οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις στη συγχώνευση και εξαγορά ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους προϊόντος, τότε λόγω μη συσχετιζόμενων δραστηριοτήτων και λόγω μείωσης του συνολικού επιχειρηματικού κινδύνου μπορεί να επιτύχουν ακόμη χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης.

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

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

Τέλος, χρηματοοικονομική συνεργία έχουμε και στην περίπτωση που υπάρχουν οφέλη λόγω φοροαπαλλαγών ή αποσβέσεων Τα πλεονεκτήματα αυτά προκύπτουν λόγω

φορολογικών νομοθετημάτων ή λογιστικών χειρισμών των συγχωνεύσεων και εξαγορών, ενώ ποικίλουν ανάλογα με την εκάστοτε νομοθεσία της χώρας όπου γίνεται η πράξη της συγχώνευσης.

Το πιο συνηθισμένο πλεονέκτημα είναι η παροχή δυνατότητας μακροχρόνιων αποσβέσεων στην εξαγοράζουσα επιχείρηση λόγω της συγχώνευσης, που συχνά είναι τόσο συμφέρουσα, ώστε πολλές φορές κάνει προτιμότερη μια πράξη συγχωνεύσεων και εξαγορών από το κόστος αντικατάστασης και αγοράς νέων μηχανημάτων. Επίσης, μέσω μιας πράξης συγχώνευσης δύναται να υπάρξει επιπλέον μείωση του φορολογητέου εισοδήματος πέραν των αποσβέσεων. Γιατί εάν μια επιχείρηση εξαγοραστεί, που θα θεωρηθεί ότι έχει σημαντικά ενσώματα ή ασώματα περιουσιακά στοιχεία, ενώ έχει συσσωρευμένες ζημιές από προηγούμενες χρήσεις, τότε είναι ιδιαίτερα συμφέρουσα η συγχώνευση και εξαγορά για μια κερδοφόρα επιχείρηση, γιατί αφενός δεν θα πληρώνει φόρους μέχρι να εξισωθούν οι ζημιές που απέκτησε με τη συγχώνευση - εξαγορά, αφετέρου δύναται να εκποιήσει τα όποια περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης για να αποκομίσει επιπρόσθετο όφελος.

B. Λειτουργική συνεργία

Ως λειτουργική συνεργία (operational synergy) καλείται η μείωση του κόστους που προκύπτει από το συνδυασμό των λειτουργιών δύο ή περισσότερων εμπλεκόμενων επιχειρήσεων που έκαναν μια συγχώνευση. Η μείωση αυτή του κόστους μπορεί να οφείλεται είτε σε οικονομίες κλίμακας (economies of scale) είτε σε οικονομίες σκοπού-εύρους (economies of scope), οι οποίες προκύπτουν (και οι δύο κατηγορίες) τόσο από οριζόντιες όσο και από κάθετες συγχωνεύσεις.

Οι οικονομίες κλίμακας λόγω συγχωνεύσεων και εξαγορών προκύπτουν όταν η νέα εταιρία μπορεί να εκτελέσει μια λειτουργία πιο αποτελεσματικά (με μικρότερο κόστος) από ότι προηγουμένως, όταν την εκτελούσαν οι δύο εταιρίες ξεχωριστά. Ως πηγές οικονομιών κλίμακας μπορούμε να αναφέρουμε: την εξειδίκευση εργασίας, την κοινή εκμετάλλευση τεχνολογικού εξοπλισμού, την τεχνογνωσία εφαρμογής πετυχημένου σχεδίου μάρκετινγκ, την παράλληλη χρήση σε δίκτυα διανομής, κ.ά. Επίσης, θα πρέπει να τονιστεί ιδιαίτερα και η μεταφορά τεχνολογίας-τεχνογνωσίας που

προήλθε από έρευνα και ανάπτυξη (R&D) της μίας επιχείρησης στην άλλη (και γενικότερα του συνόλου γνώσεών της (know-how) σε διάφορες διαδικασίες, αφού αυτή ευθύνεται για την πραγματοποίηση οικονομικών κλίμακας.

Από την άλλη πλευρά, οι οικονομίες σκοπού-εύρους αναφέρονται στην διευρυμένη ικανότητα της νέας επιχείρησης με το άθροισμα των συνδυασμένων εισροών που έχει και που δεν θα υπήρχε χωρίς την συγχώνευση να αναπτύξει και να προωθήσει προς πώληση στην αγορά νέα προϊόντα ή υπηρεσίες, ως αποτέλεσμα του συγκερασμού των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων των δυο προγενέστερων επιχειρήσεων.

Γ. Διοικητική συνεργία

Ως διοικητική συνεργία (managerial synergy) νοείται η δημιουργία συνεργίας από την αποτελεσματικότερη διοίκηση μιας επιχείρησης μετά από μια ενέργεια συγχώνευσης, που δεν θα μπορούσε να προκύψει σε τέτοιο βαθμό χωρίς την συγχώνευση - εξαγορά των δύο συγχωνευόμενων επιχειρήσεων ξεχωριστά.

Προσδιορίζεται δε κατά κύριο λόγο από μειωμένη διαφορική αποτελεσματικότητα της διοίκησης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης σε σχέση με την εξαγοράζουσα επιχείρηση (που επιλύεται με τη μετεμφύτευση νέων αξιών και κατευθυντήριων αρχών στην διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Επίσης, από εσωτερική πληροφόρηση για μη εκμεταλλευμένη ή υποτιμημένη περιουσία της επιχείρησης λόγω αναποτελεσματικής διοίκησης (που μπορεί να εκμεταλλευθεί με κατάλληλη αξιοποίησή της ή, πολύ απλά, την πώλησή της, συνήθως κατά τεμάχια). Ακόμη, από θεώρηση ότι η από κοινού άσκηση της διοίκησης και λειτουργίας σε μια νέα ενιαία επιχείρηση με σύμπραξη των δύο διοικήσεων των επιχειρήσεων θα μπορούσε να προσδώσει επιπλέον αξία στις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες.

Η μειωμένη διαφορική αποτελεσματικότητα της διοίκησης μιας επιχείρησης που επιδέχεται περιθώρια βελτίωσης και αποτελεσματικότητας αποτελεί ένα σημαντικό, αλλά ιδιαίτερα υποκειμενικό κίνητρο συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ επιχειρήσεων. Η τεκμηριωμένη παράθεση και υποστήριξη των πλεονεκτημάτων για να αποδείξει η διοίκηση μιας επιχείρησης ότι θα πρέπει να εμπλακεί σε μια συγχώνευση ή εξαγορά για αυτό το σκοπό είναι αρκετά δύσκολη κατά την υποστήριξή της προς τους μετόχους της

επιχείρησης. Αποτέλεσε δε κατά πολλούς ερευνητές σημείο ιδιαίτερης και σοβαρής κριτικής, αφού κατέληξαν ότι κάτι τέτοιο δεν υφίσταται για την πλειοψηφία των περιπτώσεων.

Πρέπει να σημειωθεί ότι η διαφορετική διοικητική αποτελεσματικότητα συναντάται κυρίως ως κίνητρο συγχωνεύσεων ή εξαγορών μεταξύ επιχειρήσεων, που ανήκουν είτε στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας (οριζόντιες συγχωνεύσεις), είτε σε συναφείς κλάδους (ομοκεντρικές συγχωνεύσεις) και αυτό γιατί οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ίδιο ή σε συναφείς κλάδους με αυτόν που ανήκει μια επιχείρηση-στόχος για συγχωνεύσεις και εξαγορές, παρουσιάζουν μεγαλύτερες πιθανότητες να είναι και οι υποψήφιοι αγοραστές της, αφού διαθέτουν πείρα για τον εντοπισμό επιχειρήσεων που παρουσιάζουν χαμηλότερες επιδόσεις, αλλά και διοικητική τεχνογνωσία για τη βελτίωση των επιδόσεων αυτών.

Τέλος, εκτός από την αναποτελεσματική διοίκηση για συγχώνευση ή εξαγορά, ένας άλλος παράγοντας είναι η εσωτερική πληροφόρηση-εκτίμηση που μπορεί να διαθέτουν κάποιοι δυνητικοί αγοραστές ότι υπάρχει κάποιο στοιχείο του ενεργητικού με υποτιμημένη αξία. Συνεπώς, όταν η τρέχουσα αξία του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης, που είναι και εισηγμένη σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, είναι μικρότερη κατά πολύ από τη λογιστική της αξία, τότε η επιχείρηση αυτή είναι άμεσα υποψήφια για πιθανή συγχώνευση.

1.2.1.2 ΜΕΙΩΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Η επίτευξη του μέγιστου κέρδους για μια επιχείρηση είναι εφικτή μέσω της μείωσης του κινδύνου (risk reduction theory). Δηλαδή, σε ένα μη πεπερασμένο πλήθος περιπτώσεων που αντιμετωπίζει θεωρητικά μια επιχείρηση, η μείωση του κινδύνου για πράξεις που την οδηγούν σε επιχειρηματική αποτυχία, την οδηγεί μακροπρόθεσμα στην επιχειρηματική επιτυχία. Θεωρώντας μια πράξη συγχωνεύσεων και εξαγορών ως μια επενδυτική απόφαση, υπάρχει ο αντίστοιχος κίνδυνος, ο οποίος μπορεί να διακριθεί: (i) στον γενικό ή αγοραίο ή συστηματικό κίνδυνο, (ii) στον ειδικό ή επιχειρησιακό ή μη συστηματικό κίνδυνο και (iii) χρηματοοικονομικός κίνδυνος (financial risk)

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

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

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

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

Προσπαθώντας να απαντήσουμε αρχικά στο πρώτο ερώτημα, για το εάν δηλαδή είναι δυνατόν και κατά πόσο να μειωθεί ο μη συστηματικός κίνδυνος μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών, οι απόψεις των διαφόρων μελετητών διαχρονικά δίστανται. Αφ' ενός, υπάρχουν αυτοί που υποστηρίζουν ότι είναι δυνατόν να μειωθεί ο μη συστηματικός κίνδυνος και η λύση σε αυτό είναι η διαφοροποίηση της επιχείρησης με δραστηριότητες σε διάφορες αγορές προϊόντων, τόσο με ομοκεντρικές όσο και με διαγώνιες συγχωνεύσεις και εξαγορές. Αφ' ετέρου, υπάρχουν αυτοί που υποστηρίζουν ότι δεν είναι δυνατόν κάτι τέτοιο και το αποκλείουν είτε κατηγορηματικά είτε γιατί δεν υπάρχουν ξεκάθαρες ενδείξεις προς αυτή την κατεύθυνση.

Εάν επιχειρήσουμε να απαντήσουμε στη συνέχεια στο δεύτερο ερώτημα που τέθηκε, βλέπουμε ότι και εδώ υπάρχει μια διάσταση απόψεων για το εάν μπορεί αυτή η αλλαγή μέσω της διαφοροποίησης επενδύσεων με συγχωνεύσεις και εξαγορές να οδηγήσει σε αύξηση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων που την εφαρμόζουν. Γιατί εάν και πολλοί πρεσβεύουν ότι είναι εφικτό κάτι τέτοιο, έστω και με κάποιους λογικούς περιορισμούς ως προϋποθέσεις, υπάρχει στον αντίποδα της θέσης αυτής μια εντελώς διαφορετική άποψη και κάθετη σε αυτές τις πεποιθήσεις.

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

1.2.1.3 ΑΥΞΗΣΗ ΑΓΟΡΑΙΑΣ ΔΥΝΑΜΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ Ή ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΜΟΝΟΠΩΛΙΑΚΩΝ ΣΥΝΘΗΚΩΝ ΑΓΟΡΑΣ

Οι νεοκλασικές θεωρίες (neoclassical theories) πρεσβεύουν ότι ο μοναδικός, κύριος και μακροχρόνιος στόχος κάθε επιχείρησης, που είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους της (profit maximization) και οι ενέργειές της που συμβάλλουν σε αυτό, μπορεί να επιτευχθεί και μέσω της δημιουργίας μονοπωλιακών συνθηκών αγοράς ή της αύξησης της αγοραίας δύναμης της επιχείρησης (monopoly theory or market power).

Σύμφωνα με τη μονοπωλιακή θεωρία οι συγχωνεύσεις και εξαγορές θεωρούνται ως το μέσο για να επιτευχθεί η σχετική κυριαρχία της επιχείρησης στην αγορά προϊόντος που δραστηριοποιείται, δημιουργώντας εικονικά ή πραγματικά μονοπώλιο.

Σε καταστάσεις μονοπωλίου, όπως είναι γνωστό, η τιμή είναι ελεγχόμενη και η επιχείρηση έχει την δυνατότητα να πραγματοποιήσει υπερκέρδη. Από την άλλη, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν πολλές φορές το γρηγορότερο δρόμο για διεύθυνση και κυριαρχία σε μια αγορά. Έτσι, μια τέτοια δραστηριότητα μπορεί να οδηγήσει μια επιχείρηση άμεσα σε έλεγχο αγοράς προϊόντος με κοινή εκμετάλλευση υπάρχοντων δικτύων διανομής ή διαφορετικών εμπορικών σημάτων στην εγχώρια ή διεθνή αγορά.

Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, η επίτευξη του μέγιστου κέρδους και ο έλεγχος της αγοράς είναι εφικτά, τόσο σε περιπτώσεις οριζόντιων όσο και μη οριζόντιων συγχωνεύσεων και εξαγορών. Δηλαδή, έχουμε ταυτόχρονη εξάλειψη του αγοραίου ανταγωνισμού σε περισσότερες από μία αγορές προϊόντος. Επιπλέον, μια επιχείρηση μπορεί όχι μόνο να εξαλείψει τους ανταγωνιστές της μέσω μιας διαδικασίας συγχώνευσης και εξαγοράς, αλλά ταυτόχρονα να αποθαρρύνει και όσους θέλουν να εισέλθουν στο χώρο όπου αυτή δραστηριοποιείται, ακόμη και να τοποθετήσει φραγμούς εισόδου για τους νεοεισερχόμενους.

Ο Porter (1985) αναφέρθηκε στα πλεονεκτήματα των μονοπωλιακών κερδών χαρακτηρίζοντας τα “αλληλεξαρτήσεις ανταγωνιστών” (competitor interrelationships). Η ίδια έννοια αποδίδεται ως “συνεργία συμπαιγνίας” (collusive synergies). Οι συνεργίες αυτές δεν αντιπροσωπεύουν κέρδη που επιτυγχάνει η επιχείρηση με την

αποτελεσματικότητά της, αλλά είναι κέρδη που προέρχονται από προνομιακή αποκομιδή κεφαλαίων από τα εισοδήματα των καταναλωτών του προϊόντος της.

Σε αντιπαράθεση με τα παραπάνω, άλλοι μελετητές υποστηρίζουν ότι η θεωρία για δημιουργία μονοπωλιακών συνθηκών στην αγορά, όπως απέδειξαν με τις έρευνες τους, δεν είναι ιδιαίτερα δόκιμη και σωστή. Τα αποτελέσματα που βρήκαν έδειξαν ότι σε ελάχιστες περιπτώσεις μη οριζόντιων συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορεί να επιτευχθούν μονοπωλιακά οφέλη. Επίσης, είναι γεγονός ότι στις περισσότερες χώρες υπάρχουν αντιμονοπωλιακοί νόμοι (antitrust laws) που προσπαθούν να αποτρέψουν την εμφάνιση τέτοιων καταστάσεων.

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

1.2.2 ΟΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ (MANAGERIAL THEORIES)

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

Η θεωρία αυτή που αναπτύχθηκε και υποστηρίχθηκε αρχικά από τον Baumol (1959) και τους McGuire et al. (1962) και προκάλεσε έντονες επικριτικές αντιδράσεις και αντιπαραθέσεις. Από τους κύριους υποστηρικτές της θεωρίας αυτής υπήρξε ο Mueller

(1969), που κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι μισθοί των διοικητικών στελεχών και οι επιβραβεύσεις που λαμβάνουν (υπό τη μορφή των ιδιαίτερων αμοιβών (bonus), των δικαιωμάτων σε μετοχές (stock options), κ.ά.) τείνουν να συνδέονται περισσότερο με το μέγεθος ή τις αλλαγές στο μέγεθος μιας επιχείρησης, παρά με τα κέρδη της επιχείρησης.

Ακραία πραγματική εφαρμογή σε αυτό είναι η περίπτωση της αμερικάνικης εταιρείας “A. H. Robins Co.” όπου μια επιχείρηση εξαγοράστηκε από αυτή σύμφωνα με την γνώμη και την τεκμηρίωση ενός ανώτερου διοικητικού στελέχους, μόνο και μόνο επειδή το στέλεχος αυτό ήθελε να προσθέσει άλλη μια εικόνα στο γραφείο του που να απεικονίζει το συμβάν και το γεγονός ότι αυτός ήταν υπεύθυνος για την εν λόγω Σ&Ε, ανάμεσα σε άλλες εικόνες με Σ&Ε που είχε διευθετήσει (Zonana, 1975).

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

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

Εντούτοις, όμως, πάλι δεν μπορούμε να αμελήσουμε το κοινά αποδεκτό γεγονός ότι οι επιχειρήσεις γενικά συμπεριφέρονται ορθολογικά, όπως “ένα προσαρμοζόμενο ορθολογικό σύστημα” (adaptively rational system). Δηλαδή, μια επιχείρηση είναι αυτονόητο ότι διαχρονικά μαθαίνει από τα λάθη της και την εμπειρία της. Επομένως, σε κάθε περίπτωση που θα υπήρχε μια δεδομένη πιθανότητα ενός μάνατζερ από

υπερβάλλουσα υπερηφάνεια είτε αλαζονεία να θελήσει να κάνει μια τέτοια ενέργεια με πράξη συγχώνευσης - εξαγοράς, τότε κάποιιο άλλο στέλεχος θα το αντιλαμβανόταν είτε λόγω παλαιότερης εμπειρίας είτε λόγω προσωπικής λογικής σύνδεσης των γεγονότων και θα το κατήγγειλε άμεσα, με αποτέλεσμα να μην σημειωθεί τελικά η εν λόγω πράξη.

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

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο

2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Έχει παρατηρηθεί ότι οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές έρχονται «κατά κύματα» (merger waves). Οι οικονομολόγοι και ιστορικοί αναφέρονται σε πέντε «κύματα συγχωνεύσεων» στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής τα οποία ξεκινούν από την δεκαετία του 1890. Στο Ηνωμένο Βασίλειο κάνουν την εμφάνιση τους την δεκαετία του 1960 ενώ στην υπόλοιπη Ευρώπη εμφανίζονται στην δεκαετία του 1990.

2.1.1 ΚΥΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΙΣ Η.Π.Α^{1,2}

- *Πρώτη Περίοδος, 1904 έως 1983.*

Το πρώτο κύμα πιστεύεται ότι πυροδοτήθηκε από τον συνδυασμό της αύξησης της χρηματιστηριακής αγοράς και την εισαγωγή της Sherman Antitrust Act (1890) που σχεδιάστηκε για να απαγορεύσει κάθε σύμβαση που θα περιόριζε τις εμπορικές συναλλαγές μεταξύ πολιτειών και χωρών αλλά, από την άλλη, δεν σχεδιάστηκε με τέτοιο τρόπο ώστε να περιορίσει το αυξανόμενο φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Ακόμη χειρότερα, η Sherman Antitrust Act έδινε κίνητρα στις επιχειρήσεις να μπορούν να σχηματιστούν σε μονοπώλια χωρίς ρυθμιστική παρέμβαση. Φυσικά, πολλές εταιρείες προσπάθησαν να επωφεληθούν από αυτή την κατάσταση, που είχε ως αποτέλεσμα την δημιουργία του πρώτου κύματος συγχωνεύσεων και εξαγορών στις ΗΠΑ. Κατά την διάρκεια αυτού του κύματος, 1800 επιχειρήσεις εξαφανίστηκαν ενώ πρώην 171 ανταγωνιστικές επιχειρήσεις μετατράπηκαν ουσιαστικά σε μονοπώλια. Αυτό που ουσιαστικά συνέβη ήταν μια πλήρη αναδιάρθρωση του βιομηχανικού τοπίου στις ΗΠΑ.

- *Δεύτερη Περίοδος, 1919 – 1929.*

Αυτή η περίοδος χαρακτηρίζεται από την περαιτέρω ενοποίηση της βιομηχανίας καθώς και από την σημαντική αύξηση της κάθετης ολοκλήρωσης. Οι μεγάλοι κατασκευαστές αυτοκινήτων προέκυψαν από αυτή την περίοδο.

Το Δεύτερο Κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών υποδείκνυε ότι το ρυθμιστικό καθεστώς και πάλι άλλαζε. Τα δικαστήρια των ΗΠΑ κατέστησαν σαφές ότι θα διέλυαν τις επιχειρήσεις που είχαν μονοπωλιακούς ελέγχους στις βιομηχανίες τους, όπως συνέβη το 1911 με την διάλυση της Standard Oil. Ο John D. Rockefeller ίδρυσε την Standard Oil στο Πίτσμπουργκ της Πενσυλβάνια το 1868, η οποία γρήγορα επεκτάθηκε στις ΗΠΑ δημιουργώντας πολλές θυγατρικές. Η εταιρεία αυτή ήταν γνωστή για τις «άγριες» επιχειρηματικές πρακτικές της που οδήγησαν πολλούς ανταγωνιστές της εκτός λειτουργίας. Ωστόσο, το 1911, το Ανώτατο Δικαστήριο των ΗΠΑ αποφάσισε να αναλάβει δράση και κατηγόρησε την Standard Oil για μεροληπτικές πρακτικές και

¹ Martin Lipton, «Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries», York University, September 14, 2006

² SIAN OWEN, «The history and mystery of merger waves: A UK and US perspective», School of Banking and Finance, University of New South Wales, May 2006

εκτενή έλεγχο της αγοράς. Όλα αυτά ήταν αποδεκτά σύμφωνα με την Sherman Act, αλλά το ρυθμιστικό πλαίσιο των ΗΠΑ άρχισε να αλλάζει και η μονοπωλιακή συμπεριφορά δεν ήταν πλέον αποδεκτή.

Η Standard Oil έχασε την μάχη με την δικαιοσύνη και αναγκάστηκε να διαλύσει τριάντα τρεις από τις πιο σημαντικές θυγατρικές της και να προβεί σε διανομή των μετοχών στους υφιστάμενους μετόχους. Επίσης, απαγορεύτηκε στην εταιρεία να δημιουργήσει μια νέα εταιρεία όπου θα γίνονταν αποδέκτης των μετοχών, καθιστώντας ουσιαστικά αδύνατο για τον Rockefeller να διατηρήσει τον έλεγχο των θυγατρικών. Η διάλυση της Standard Oil ήταν το πρώτο βήμα για την νομοθεσία σχετικά με τις συγχωνεύσεις, η οποία και εισήχθη το 1914 από την Clayton Act.

Αυτή η Πράξη τέθηκε σε εφαρμογή ειδικά για την αντιμετώπιση των αδυναμιών της προηγούμενης νομοθεσίας και ενθάρρυνε τις εταιρείες στην δημιουργία ολιγοπωλίων αντί μονοπωλίων. Για μια ακόμη φορά οι εταιρείες επωφεληθήκαν επιφέροντας το Δεύτερο Κύμα συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ. Όπως συνέβη και με το Πρώτο Κύμα, η χρηματιστηριακή αγορά άρχισε να αναδεικνύει εταιρείες που ήταν σε θέση να εκδίδουν μετοχικό κεφάλαιο ως έναν τρόπο χρηματοδότησης συγχωνεύσεων με αποτέλεσμα οι συγχωνεύσεις να συνεχίζουν να αποτελούν μια σχετικά εύκολη πρακτική. Το Δεύτερο Κύμα είχε απότομο τέλος με την έλευση της Μεγάλης Ύφεσης (1929) που προκάλεσε την πτώση του χρηματιστηρίου στις ΗΠΑ και σταμάτησε την δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών με διαδικασίες που κρατούσαν λιγότερο από μία μερα..

Το επίπεδο των συγχωνεύσεων και εξαγορών παρουσίασε διακυμάνσεις κατά την δεκαετία του 1940 και 1950 χωρίς όμως να παρουσιάζουν τα ακραία επίπεδα που χαρακτήριζαν τα προηγούμενα κύματα. Το 1950 η Celler-Kefauver Act εισήχθη και, αποτελούσε παράταση της Clayton Act, βάσει της οποίας απαγορεύονταν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που ήταν σχεδιασμένες με σκοπό να παραχωρήσει μια εταιρεία σημαντικό βαθμό από την αγοραστική της δύναμη. Αποτέλεσμα αυτού ήταν οι οριζόντιες αγοραπωλησίες να περιοριστούν κατά πολύ φθάνοντας στο ελάχιστο. Αυτή η Πράξη (Celler-Kefauver Act) ήταν το πρώτο βήμα αναφορικά με τους νόμους που ισχύουν παγκόσμια σήμερα για τις συγχωνεύσεις, δίνοντας έμφαση στην διατήρηση των επιλογών των καταναλωτών στην αγορά.

- *Τρίτη Περίοδος, 1955 έως 1969 – 73.*

Ήταν η περίοδος όπου η έννοια της «ασυσχέτιστης συγχώνευσης» λαμβάνει χώρα στην αμερικάνικη διοίκηση. Μεγάλες «ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις» δημιουργήθηκαν όπως αυτές των IT&T (Harold Geneen), LTV (Jimmy Ling), Teledyne (Henry Singleton) και Litton (Tex Thornton). Οι Geneen, Ling, Singleton και Thornton αντιμετωπίστηκαν σαν οραματιστές και ήρωες αυτής της νέας έννοιας της οργάνωσης των επιχειρήσεων. Με αυτό τον τρόπο, πολλές καθιερωμένες επιχειρήσεις δραστηριοποιήθηκαν σε νέες βιομηχανίες και περιοχές. Η δύναμη αυτής της τάσης καταδεικνύεται από το γεγονός ότι ο αριθμός των εταιρειών που δραστηριοποιήθηκαν σε ετερογενής δραστηριότητες (conglomerate merger) αυξήθηκε από 8,3% το 1959 σε 18,7% το 1969. Πιστεύεται ότι αυτό ήταν αποτέλεσμα της Celler-Kefauver Act, η οποία μετέτρεψε τις οριζόντιες συγχωνεύσεις σε μη δημοφιλής πρακτικές. Η πετρελαϊκή κρίση του 1973 οδήγησε σε μια απότομη αύξηση του πληθωρισμού και η παγκόσμια οικονομική ύφεση σηματοδότησε το τέλος του κύματος αυτού.

- *Τέταρτη Περίοδος, 1974-80 έως το 1989.*

Σε γενικές γραμμές αναφέρεται ως το Κύμα συγχωνεύσεων της δεκαετίας του 1980 και αναφέρεται στην περίοδο από το 1984 έως το 1989. Ωστόσο, υπήρχαν οιωνοί αυτής της περιόδου από το 1974 όταν η πρώτη μεγάλη εχθρική προσφορά (hostile bid) έλαβε χώρα από την Morgan Stanley για λογαριασμό της Inco που επιθυμούσε να εξαγοράσει την ESB. Αυτή η επιτυχημένη εχθρική προσφορά άνοιξε τον δρόμο για μεγάλες επενδυτικές τράπεζες να προχωρήσουν σε εχθρικές προσφορές. Επιπλέον, χαρακτηρίζεται από την εκτεταμένη χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου (junk bonds) για τη χρηματοδότηση των εξαγορών τύπου LBOs. Στην Ευρώπη κατά το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1980, οι εταιρείες προετοιμάζονταν για την Κοινή Αγορά μέσω των διασυνοριακών (cross – boarder) οριζόντιων συγχωνεύσεων.

Είναι σαφές ότι η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται από εχθρικές εξαγορές. Στις ΗΠΑ, εταιρείες που θεωρούνταν άθικτες, καθώς το μέγεθος τους τις καθιστούσε αξιόπιστες και ασφαλής, έγιναν στόχοι ανεπιθύμητων προσφορών για εξαγορά και αγωνίστηκαν σθεναρά για να την σωτηρία τους. Πιστεύεται ότι ένας λόγος που συνέβη αυτό ήταν το γεγονός ότι η κυβέρνηση των ΗΠΑ έγινε πιο διαλλακτική αναφορικά με τους περιορισμούς των συγχωνεύσεων που το προηγούμενο ρυθμιστικό πλαίσιο είχε θέσει σε εφαρμογή. Μια άλλη εναλλακτική προσέγγιση είναι αυτή που αντιπροσώπευε

την ειδίκευση μετά την εκτεταμένη διαφοροποίηση (diversification) και την έκταση του κύματος του 1960. Πολλές εταιρείες που ήταν ιδιαίτερα δραστήριες κατά την διάρκεια του προηγούμενου κύματος, βρέθηκαν μπροστά σε μια σειρά από σοβαρές και μεγάλες δυσκολίες που συνδέονταν άμεσα με την διαχείριση μιας εταιρείας που δραστηριοποιούνταν σε διαφορετικές αγορές και σε διαφορετικές χώρες. Πολλοί τέτοιοι όμιλοι (με ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις) απέτυχαν στο σύνολο τους και το κύμα της δεκαετίας του 1980 είδε την επιστροφή των οριζόντιων συγχωνεύσεων. Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι η δεκαετία του 1980 βρήκε τις εταιρείες αντιμέτωπες με μια σειρά από κρίσεις όπως ήταν η απελευθέρωση της αγοράς, οι σοβαρές αλλαγές στο κόστος των εισροών όπως είναι το πετρέλαιο και η ταχεία ανάπτυξη της τεχνολογίας.

Μια άλλη πιο παραδοσιακή προσέγγιση αναφορικά με το κύμα συγχωνεύσεων αυτής της περιόδου, σχετίζεται άμεσα με την αναποτελεσματικότητα των διευθυντικών στελεχών. Οι ανεπαρκής μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης σε συνδυασμό με το φτωχά οργανωμένο σύστημα διοίκησης, επέτρεψε την εταιρική κακοδιαχείριση να ακμάσει καθ' όλη την διάρκεια της δεκαετίας του 1970 και 1980. Εάν οι χρηματιστηριακές αγορές ήταν πραγματικά αποδοτικές και αποτελεσματικές, κάθε εταιρεία με ανεπαρκές management θα είχε αναγνωριστεί, η τιμή της μετοχής θα έπεφτε και η εταιρεία θα οδηγούνταν σε χρεοκοπία. Ωστόσο, οι χρηματιστηριακές αγορές δεν είναι ολοκληρωτικά αποτελεσματικές και η ανάγκη για εταιρικό έλεγχο έρχεται να καλύψει το κενό. Οι εταιρείες με ανεπαρκή διευθυντικά στελέχη, κατά κάποιο τρόπο υποτιμούνται, και αυτό τις μετατρέπει σε ελκυστικό στόχο για εξαγορά. Αφού η αγορά ολοκληρωθεί, οι ανεπαρκείς διευθυντές (managers) θα απομακρυνθούν και η συνολική αποδοτικότητα της αγοράς θα βελτιωθεί.

Το κύμα συγχωνεύσεων της δεκαετίας του 1980 χαρακτηρίζεται επίσης και από την ένταση του χρέους των χρηματοδοτούμενων συναλλαγών. Η χρήση του χρέους στις συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν αποτελούσε καινοτομία αλλά ήταν ιδιαίτερα διαδεδομένη πρακτική κατά την διάρκεια αυτής της περιόδου καθώς οι μοχλευμένες εξαγορές (Leveraged Buy – Out) μετατράπηκαν σε δημοφιλείς μορφές εξαγοράς. Η χρήση των ομολόγων υψηλού κινδύνου (junk bonds) μετέτρεπαν τις μεγάλες εταιρείες σε πιθανούς στόχους προς εξαγορά αυξάνοντας με αυτό τον τρόπο την ένταση της εχθρότητας (hostility) στις συναλλαγές.

- *Πέμπτη Περίοδος, 1993 έως 2000.*

Το πρόσφατο αυτό κύμα χαρακτηρίζεται από την αλματώδη αύξηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών αναφορικά με αριθμό των συναλλαγών αλλά και με την αξία αυτών. Το κύμα αυτό οδήγησε στην επανάσταση για εταιρική διακυβέρνηση που συνεχίζεται μέχρι και σήμερα. Κατά την διάρκεια αυτού του κύματος και κάτω από την πεποίθηση ότι «το μέγεθος μετράει» δημιουργήθηκαν εταιρείες καινοφανούς μεγέθους. Επικρατούσε μια γενική άποψη περί ανταγωνισμού που ανέφερε ότι οι επιχειρήσεις, προκειμένου να μπορέσουν να παραμείνουν ανταγωνιστικές, θα πρέπει να είναι μεγάλες σε μέγεθος. Αυτή η άποψη σε συνδυασμό με ένα σχετικά περιορισμένο αντιμονοπωλιακό περιβάλλον οδήγησε σε συνδυασμούς εταιρειών που άλλοτε θα θεωρούνταν αδιανόητοι. Οι μεγαλύτερες σε αξία συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν μέχρι το 2000 στην Αμερική παρουσιάζονται στον παρακάτω Πίνακα.

Πίνακας 1 – Οι μεγαλύτερες συγχωνεύσεις και εξαγορές μέχρι το 2000 στις ΗΠΑ

Έτος	Αγοραστής	Εταιρεία Στόχος	Αξία
2000	America On Line	Time Warner	\$201δισ
1999	MCI WorldCom	Sprint	\$127 δισ
2000	Pfizer	Warner Lambert	\$90 δισ
1998	Exxon	Mobil	\$86 δισ
2000	GlaxoWelcome	SmithKlineBeecham	\$76 δισ
1998	Citycorp	Travelers Group	\$73 δισ

Πηγή: Βασίλης Μ. Παπαδάκης, «Στρατηγική των Επιχειρήσεων», Τόμος Α' Αθήνα 2002

Ένα άλλο χαρακτηριστικό των ετών αυτών ήταν η αύξηση του αριθμού των συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ επιχειρήσεων που εδρεύουν και δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές χώρες. Είναι ενδεικτικό ότι σταδιακά παύουν να υπάρχουν αμερικάνικες, γερμανικές ή ιαπωνικές επιχειρήσεις και αρχίζουν να

δημιουργούνται πολυδαίδαλοι όμιλοι εταιρειών όπως αυτή της Chrysler και Daimler Benz το 1998.

Σε παγκόσμιο επίπεδο αξιοσημείωτες ήταν οι συγχωνεύσεις της Citibank και της Travelers (1998, 72,56 δισεκατομμύρια δολάρια) , της Exxon και Mobil (1998, 86 δισεκατομμύρια δολάρια), της Boeing και McDonnell Douglas το 1997, της AOL και Time Warner (2000, 201 δισεκατομμύρια δολάρια) καθώς και εκείνη της Vodafone με την Mannesmann (1999, 148 δισεκατομμύρια δολάρια). Ένα επίσης σημείο άξιο λόγου είναι ότι, σε παγκόσμιο επίπεδο, το 1992 ο όγκος των συναλλαγών άγγιζε τα 342 δισεκατομμύρια δολάρια ενώ το 2000 έφτασαν τα 3,3 τρισεκατομμύρια δολάρια.

Τα χαρακτηριστικά του πέμπτου κύματος ήταν³:

- Εξαγορές οι οποίες γίνονταν με σκοπό την επίτευξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μέσω της απόκτησης πόρων και ικανοτήτων (Θεωρία Πόρων και Ικανοτήτων)
- Ανάπτυξη κλάδων νέων τεχνολογιών (διαδίκτυο, καλωδιακή και δορυφορική τηλεόραση, τηλεπικοινωνίες)
- Δημιουργία υπερεθνικών οργανισμών, όπως Ε.Ε. (νομισματική ένωση), NAFTA, Παγκοσμίου Οργανισμού Εμπορίου
- Παγκοσμιοποίηση προϊόντων, υπηρεσιών και κεφαλαιαγορών
- Απορρύθμιση και απελευθέρωση αγορών, ιδιωτικοποιήσεις κλάδων όπως τραπεζικά ιδρύματα, επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας και υγείας κτλ (deregulation & liberalization of markets)
- Αναδιάρθρωση κλάδων που ήταν σε φάση ωριμότητας, όπως τράπεζες, αυτοκινητοβιομηχανία, βιομηχανία τροφίμων, κλπ.
- Επικράτηση της αρχής της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων (shareholder maximization value) σε περισσότερες χώρες από τις Αγγλοσαξονικές χώρες (Η.Π.Α., Ηνωμένο Βασίλειο)

³ Θεοδώρου Ευαγγελία, «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Τεχνικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Κρήτης, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Ασφαλιστικής, Άγιος Νικόλαος, 2009

2.1.2 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΗΝ ΕΕ

4

Δύο κύματα μπορούμε να αναγνωρίσουμε στην Ε.Ε., το πρώτο, σχετικά μικρό, κατά την περίοδο 1987-1992 και ένα σημαντικά μεγαλύτερο στην περίοδο 1995-2001. Κατά το πρώτο κύμα η αξία των συγχωνεύσεων αυξήθηκε από 21 δισεκατομμύρια USD το 1985 σε 158 δισεκατομμύρια USD το 1989, προτού να πέσει σε 90 δισεκατομμύρια USD το 1992. Έπειτα αυξήθηκε, με το δεύτερο κύμα, σε 1.083 δισεκατομμύρια USD το 2000 προτού να κατακρημυνισθεί σε 462 δισεκατομμύρια USD το 2001. Έτσι, τα δύο πρόσφατα ρεύματα είναι παράλληλα με αυτά της ίδιας περιόδου για τις Η.Π.Α., με τη διαφορά βέβαια ότι το κύμα της δεκαετίας του 1980 είναι κατά πολύ μικρότερο από των αντίστοιχο του των Η.Π.Α. Παράλληλα, φαίνεται ότι ένα τρίτο κύμα αναπτύσσεται στην Ε.Ε. από το 2004 και μετά. Συγκεκριμένα το 2002 οι συγχωνεύσεις και εξαγορές έφτασαν το 600 δισεκατομμύρια USD παρουσιάζοντας αύξηση 30%. Οι πιο πολλές εξ αυτών πραγματοποιήθηκαν στη Μ. Βρετανία με 237 δισεκατομμύρια USD. Το 2003 υπήρξε μικρή αύξηση σε σχέση με το 2002 με μεγέθη της τάξεως των 618 δισεκατομμύρια USD, εκ των οποίων το 14% αφορούσε στον κλάδο Ενέργειας που κατείχε και το μεγαλύτερο ποσοστό, ενώ η αξία των 220 δισεκατομμύρια USD προερχόταν από τη Μ. Βρετανία. Αντίθετα το 2004 οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ευρώπη δείχνουν να ανακάμπτουν παρουσιάζοντας ραγδαία αύξηση της τάξης του 36% φτάνοντας τα 841 δισεκατομμύρια USD με τον κλάδο ενέργειας να πρωταγωνιστεί (ποσοστό 21% επί των συνολικών συγχωνεύσεων και εξαγορών) και την Μ. Βρετανία να αποτελεί πάλι το συνήθη τόπο όπου συμβαίνουν οι περισσότερες εξαγορές με 311 δισεκατομμύρια USD. Το 2005 η άνοδος συνεχίζεται με εντυπωσιακά μεγέθη της τάξης του 37% φτάνοντας τα 1,2 δισεκατομμύρια USD περίπου, με τον τομέα Ενέργειας να συνεχίζει να βρίσκεται στην πρώτη θέση με ποσοστό 15% και φυσικά η Μ. Βρετανία να βρίσκεται στην κορυφή με 350 δισεκατομμύρια USD.

⁴ Θεοδώρου Ευαγγελία, «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Τεχνικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Κρήτης, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Ασφαλιστικής, Άγιος Νικόλαος, 2009

2.1.3 Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Στην Ελλάδα οι συγχωνεύσεις και εξαγορές συναντούσαν σημαντικά εμπόδια κατά το παρελθόν: μικρό αριθμό εταιρειών εισηγμένων στο ΧΑΑ, ισχυρή παρουσία κρατικής ιδιοκτησίας και οικογενειακής οργάνωσης των επιχειρήσεων, κατακερματισμός, περιορισμένα όρια και προοπτικές της εγχώριας αγοράς, έλλειψη κατάλληλου θεσμικού πλαισίου. Με την δημιουργία της Ενιαίας αγοράς το 1986, που οδήγησε σε ένα κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ευρώπη, η ελληνική οικονομία επηρεάστηκε σημαντικά. Έτσι, μεταξύ το 1987 και 1994, το 9% περίπου του ενεργητικού της ελληνικής βιομηχανίας έγινε αντικείμενο συγχωνεύσεων και εξαγορών, με το ποσοστό αυτό να φτάνει το 13 – 24% στους κλάδους τροφίμων, ποτών, πλαστικών και μη μεταλλικών ορυκτών. Ανάλογα, αλλά απροσδιόριστα ποσοστά εκτιμάται ότι σημειώθηκαν και σε κλάδους υπηρεσιών. Μάλιστα, κατά την περίοδο 1985 – 1993, οι περισσότερες ξένες επενδύσεις στην Ελλάδα έγιναν μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών. Στην αμέσως επόμενη περίοδο (1994 – σήμερα) οι συγχωνεύσεις και εξαγορές ελληνικών επιχειρήσεων από ξένες φαίνεται να συνυπάρχουν με σημαντικές άμεσες ξένες επενδύσεις όπως στην κινητή τηλεφωνία, στα καζίνο, στα σουπερμάρκετ, στα έργα του Γ' ΚΠΣ.

Ιστορικά, πρώτη σημαντική των εξαγορών και συγχωνεύσεων σε εθνικό επίπεδο παρατηρήθηκε στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Και αυτό γιατί η σχεδιασμένη οικονομική ενοποίηση των χωρών της τότε ΕΟΚ και το επακόλουθο άνοιγμα των αγορών ανάγκασε τις έως τότε έντονα οικογενειακές και προσωποπαγείς ελληνικές επιχειρήσεις να προχωρήσουν σε συμμαχίες, έτσι ώστε να ισχυροποιήσουν τη θέση τους σε τοπικό και κυρίως σε διεθνές επίπεδο.

Στα μέσα της δεκαετίας του 1990, η τάση αυτή φάνηκε να ανακόπτεται με τον αριθμό των εξαγορών και συγχωνεύσεων να βαίνει ολοένα μειούμενος. Ωστόσο από τέλος της δεκαετίας η τάση αυτή άλλαξε ριζικά και παρατηρήθηκε το πρώτο μεγάλο «κύμα εξαγορών». Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε σε πολύ βαθμό η πρωτοφανής άνθηση που γνώρισε η ελληνική κεφαλαιαγορά το 1998 και κυρίως το 1999, δίνοντας για πρώτη φορά στις ελληνικές επιχειρήσεις τη δυνατότητα να αντλήσουν πολύ υψηλά για τα

ελληνικά δεδομένα επενδυτικά κεφάλαια, που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για εξαγορές και συγχωνεύσεις στο εσωτερικό και εξωτερικό και να τις βοηθήσουν να απαντήσουν και να προσαρμοστούν αποτελεσματικότερα στην παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος, κεφαλαίου, αγαθών και υπηρεσιών.

Παρόλο την μικρή σχετικά αξία των διενεργούμενων συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα, η αύξηση του αριθμού τους τα τελευταία χρόνια δείχνει ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις έχουν πλέον αντιληφθεί ότι η δράση τους ξεφεύγει πλέον από τα στενά ελληνικά όρια και σύντομα θα δείχνει ανταγωνιστική πίεση από το εξωτερικό. Το γεγονός μάλιστα ότι ειδικά η ελληνική αγορά θεωρείται η πλέον κατακερματισμένη σε πολυάριθμες μικρές επιχειρήσεις σε όλους τους κλάδους, καθιστά πιο επιτακτική τη συνένωση των μικρών επιχειρήσεων σε ισχυρότερους ομίλους.

Ένα άλλο στοιχείο που θα πρέπει να τονιστεί είναι ότι τα τελευταία σχετικά χρόνια παρατηρείται ένα φαινόμενο άγνωστο, για τα ελληνικά δεδομένα, αλλά ωστόσο, γνωστό και αρκετά διαδεδομένο στις ΗΠΑ, και στις υπόλοιπες χώρες του δυτικού κόσμου. Η στρατηγική της «επιθετικής εξαγοράς» κάνει αισθητή την εμφάνιση της στα επιχειρηματικά δρώμενα και απειλεί να μεταβάλλει τον επιχειρηματικό χάρτη, όπως τον γνωρίζαμε, θέτοντας νέους όρους στο επιχειρηματικό παιχνίδι.

Η αρχή έγινε το 1998 όταν η ΜΕΤΚΑ (εταιρεία που δραστηριοποιείται στον κλάδο των μεταλλικών κατασκευών) εξαγοράστηκε από τον όμιλο Μυτιληναίου, μετά από συνεχείς αγορές μειοψηφικών πακέτων μετοχών της. Η αντίδραση της ΜΕΤΚΑ υπήρξε μάλλον χαλαρή και εντάχθηκε χωρίς προβλήματα στον όμιλο Μυτιληναίου. Στην συνέχεια έχουμε την εξαγορά μέσω χρηματιστηρίου της αλευροβιομηχανίας Μύλοι Αγίου Γεωργίου, από τον μεγαλύτερο ανταγωνιστή της, την εταιρεία Κυλινδρόμυλοι Λούλη. «Θύματα» επιθετικής εξαγοράς ήταν επίσης η ασφαλιστική εταιρεία Ευρωπαϊκή Πίστη (από την Ασπίς Πρόνοια) καθώς και το βαφείο – φινιστήριο Γ. Γιανούσης (από τα Κλωστήρια Ναούσης) και η Goody's από την ΔΕΛΤΑ.

Ίσως το πιο ενδιαφέρον παράδειγμα επιθετικής εξαγοράς στην Ελλάδα να αποτελεί η εξαγορά της Τράπεζας Εργασίας από τον Όμιλο της EFG Eurobank. Το 1999 σημειώθηκε σημαντικό κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών, με επιπτώσεις σε όλους τους κλάδους. Ειδικά στον τραπεζικό τομέα, εμφανίζονται αξιοσημείωτες αλλαγές στα μερίδια αγοράς των τραπεζών, με σημαντική άνοδο των μεριδίων των ιδιωτικών ομίλων.

Όπως είδαμε παραπάνω, τα κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών αφορούν χρονικές περιόδους που χαρακτηρίζονται από πολυάριθμες πράξεις συνενώσεων, η αξία των οποίων επίσης, ήταν εξαιρετικά υψηλή. Σε κάθε περίπτωση αυτά τα κύματα ακολουθούνται από περιόδους ύφεσης. Η σημαντικότερη, ίσως, αιτία⁵ για την εμφάνιση των εταιρικών συνενώσεων σε κύματα εικάζεται πως είναι η ύπαρξη απρόσμενων και ιδιαίτερα ισχυρών κλονισμών σε κάποιο ή κάποιους επιχειρηματικούς κλάδους, οι οποίοι με την σειρά τους ωθούν τις επιχειρήσεις του αντίστοιχου ή αντίστοιχων κλάδων σε αναδόμηση, κυρίως μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών. Παραδείγματα τέτοιων γεγονότων – «κλονισμών» θεωρούνται οι τεχνολογικές καινοτομίες, οι σημαντικές αυξομειώσεις στην προσφορά πρώτων υλών (πχ πετρέλαιο), η ένταση του διεθνή ανταγωνισμού, οι οικονομικές μεταρρυθμίσεις και η άρση των νομοθετικών περιορισμών.

2.2. ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ⁶

Η Αρχή Προστασίας Ανταγωνισμού ή απλά Αρχή/Επιτροπή Ανταγωνισμού είναι σε πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες μια ανεξάρτητη αρχή που φροντίζει για την τήρηση των κανόνων του ανταγωνισμού. Η πρώτη στην ιστορία είναι η αμερικανική Federal Trade Commission δημιουργήθηκε το 1914 σαν απάντηση στην αυξανόμενη δύναμη μονοπωλίων και καρτέλ στις ΗΠΑ.

Οι αρχές ανταγωνισμού εφαρμόζουν το Δίκαιο κατά των περιορισμών του Ανταγωνισμού και μεριμνούν για την εφαρμογή της εκάστοτε Πολιτικής του Ανταγωνισμού. Τα κύρια μέσα που έχουν στη διάθεσή τους είναι η δυνατότητα να απαγορεύουν συμφωνίες, συμπεριφορές και πρακτικές και η επιβολή προστίμων στις

⁵ Ιωάννης Α. Ταμπακούδης, «Εκτίμηση του οικονομικού αντίκτυπου των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα. Συγκριτική αξιολόγηση των αποτελεσμάτων με τις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και τη ηπειρωτική Ευρώπη», Διδακτορική Διατριβή για το Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας, Μάρτιος 2009

⁶ Νίκος Βέττας, Γιάννης Κατσουλάτος, «Πολιτική Ανταγωνισμού & Ρυθμιστική Πολιτική», ΤΥΠΩΘΥΤΩ – ΓΙΩΡΓΟΣ ΔΑΡΔΑΝΟΣ

επιχειρήσεις που παραβιάζουν το νόμο. Επίσης έχουν την αρμοδιότητα να εγκρίνουν ή να απαγορεύουν συγχωνεύσεις μεταξύ επιχειρήσεων.

Σε αγορές με ιδιαιτερότητες (τεχνική φύση, ιδιαίτερη σημασία για τη χώρα) υπάρχουν συνήθως ειδικές ρυθμιστικές αρχές, π.χ. για τις τηλεπικοινωνίες.

Τα καθήκοντα των αρχών ανταγωνισμού δεν πρέπει να συγχέονται με τα καθήκοντα της Αγορανομίας. Η τελευταία δεν ασχολείται με θέματα ανταγωνισμού, παρά μόνο με ζητήματα εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς (έλεγχος μέτρων και σταθμών, ποιότητα προϊόντων κλπ.).

Επεμβαίνουν σε περιπτώσεις παραβίασης της νομοθεσίας είτε αυτεπαγγέλτως είτε μετά από καταγγελία. Επειδή η συλλογή αποδείξεων για τις κατηγορίες κατά των επιχειρήσεων γίνεται όλο και πιο δύσκολη, καθώς οι τελευταίες φροντίζουν να μην αφήνουν έγγραφα που να αποδεικνύουν τις απαγορευμένες συμφωνίες μεταξύ τους (π.χ. καθορισμό τιμών, σχηματισμό καρτέλ), οι ρυθμιστικές αρχές εξοπλίζονται ανά τον κόσμο με διαρκώς ισχυρότερες ανακριτικές εξουσίες. Επίσης εφαρμόζουν συχνά προγράμματα επιείκειας (leniency programme) για όποιο μέλος μιας απαγορευμένης συμφωνίας ή σύμπραξης καταγγείλει τα υπόλοιπα μέλη. Ιδιαίτερα δύσκολος είναι ο ρόλος τους κατά τον έλεγχο των συγχωνεύσεων. Πρέπει κατά το νόμο να προβλέψουν αν μια προγραμματισμένη συγχώνευση μεταξύ δύο επιχειρήσεων θα δημιουργήσει μονοπώλιο και θα περιορίσει τον ανταγωνισμό στην αγορά στο μέλλον και ανάλογα να την επιτρέψουν ή να την απαγορεύσουν. Η δυσκολία έγκειται στο στοιχείο της πρόβλεψης, αφού πολλές φορές η πρόγνωση για την εξέλιξη στην αγορά και στον ανταγωνισμό μόνο με ασθενείς υποθέσεις μπορεί να γίνει, γιατί οι εξελίξεις στην αγορά είναι απρόβλεπτες⁷.

2.2.1 ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΙΣ ΗΠΑ

Στις ΗΠΑ το ρόλο της Επιτροπής Ανταγωνισμού έχουν η Federal Trade Commission (FTC) και το Υπουργείο Δικαιοσύνης (Department of Justice, DoJ). Από

⁷ www.wikipedia.org

αυτές μόνο η FTC έχει την αρμοδιότητα να επιβάλλει πρόστιμα και να ελέγχει συγχωνεύσεις. Το Υπουργείο Δικαιοσύνης μπορεί να στραφεί μόνο δικαστικά ως απλός διάδικος εναντίον επιχειρήσεων που παραβιάζουν τη νομοθεσία περί ανταγωνισμού. Για τις τηλεπικοινωνίες ρυθμιστική αρχή είναι η Federal Communications Commission.

Ο έλεγχος συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ ξεκινάει με το Clayton Act – Section 7 (1914)⁸ το οποίο αναμορφώθηκε και ισχυροποιήθηκε από το Celler – Kefauver Act (1950) και απαγορεύει συγχωνεύσεις οι οποίες «μειώνουν σημαντικά τον ανταγωνισμό». Με τις Οδηγίες για Συγχωνεύσεις του 1984, 1992 και 1997, αναγνωρίζεται για πρώτη φορά η σημασία των δυνητικών ωφελειών στην αποτελεσματικότητα ως στοιχείο «άμυνας» (absolute defense) – τυπικά το στοιχείο αυτό ενσωματώθηκε τελικά το 1997 – όπως και η λοιπή μεθοδολογία αξιολόγησης συγχωνεύσεων, συμπεριλαμβανομένων των περιπτώσεων που υπάρχει έντονη καινοτομική δραστηριότητα (innovation markets) κτλ

2.2.2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΕΝΩΣΗ

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση το ρόλο ασκεί η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Κομισιόν) μέσω της Γενικής Διεύθυνσης Ανταγωνισμού (Directorate General for Competition, DG Competition).

Ο έλεγχος συγχωνεύσεων προστέθηκε σχετικά αργά στη νομοθεσία Πολιτικής Ανταγωνισμού της ΕΕ. Έτσι, ενώ ο έλεγχος συμπαιγνιών και καταχρηστικής εκμετάλλευσης δεσπόζουσας θέσης χρονολογείται από το 1957, μόνο το 1989 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Διεύθυνση IV) κατάφερε να πείσει τα κράτη – μέλη να υιοθετήσουν τη Ρύθμιση για τον Έλεγχο των Συγχωνεύσεων. Η αναμόρφωση του 1997 έγινε για να εκσυγχρονιστεί η ρύθμιση εν αναμονή του κύματος συγχωνεύσεων που θα δημιουργούσε η είσοδος του ευρώ και η νομισματική ενοποίηση. Επίσης με την αναμόρφωση του 1997 η ΕΕ άλλαξε τους όρους που πρέπει να πληρούνται για να είναι η Επιτροπή αρμόδια για μια συγχώνευση, κάνοντας στόχο συγχωνεύσεις με Ευρωπαϊκή διάσταση.

⁸ Αναφορά έχει γίνει και στον κεφάλαιο αναφορικά με τα κύματα συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ.

Μέχρι πρόσφατα η έμφαση στην Ευρωπαϊκή ρύθμιση συγχωνεύσεων δίνονταν στην έννοια της «κυρίαρχης ή δεσπόζουσας επιχείρησης ή επιχείρησης με κυρίαρχη/δεσπόζουσα θέση στην αγορά» (dominant market position). Σύμφωνα με την ρύθμιση, ο «ουσιώδης έλεγχος» (substantive test) στην περίπτωση ελέγχου συγχωνεύσεων είναι ο εξής: «μια συγχώνευση η οποία δημιουργεί ή ενδυναμώνει μια κυρίαρχη θέση με αποτέλεσμα να εμποδίσει (μειώσει) τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό μεταξύ των επιχειρήσεων στην Ευρωπαϊκή αγορά ή σε ένα σημαντικό της τμήμα θα θεωρηθεί μη συμβατή με την κοινή αγορά».

Κατά πόσο μια συγχώνευση δημιουργεί ή ενδυναμώνει μια κυρίαρχη θέση μπορεί να αξιολογηθεί μόνο σε σχέση με κάποια αγορά προϊόντος και γεωγραφική αγορά, οπότε η διαδικασία ορισμού αυτών έχει πάρει κεντρικό ρόλο στον έλεγχο συγχωνεύσεων. Βασικοί παράγοντες που εξετάζονται στην αξιολόγηση του κατά πόσο μια συγχώνευση δημιουργεί κυρίαρχη θέση περιλαμβάνουν:

- Τα μερίδια αγοράς των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται
- Τα μερίδια αγοράς τω άλλων επιχειρήσεων (και επομένως έμμεσα το βαθμό συγκέντρωσης) και
- Τον δυνητικό ανταγωνισμό και τα εμπόδια εισόδου

Επίσης, σύμφωνα με το άρθρο 2(1)(b) του Νόμου 4064/89, οι επιδράσεις στην αποτελεσματικότητα μπορούν να συνυπολογιστούν εφόσον, η συγχώνευση δε μειώνει την ευημερία των καταναλωτών.

2.2.3 ΔΙΚΑΙΟ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Στην Ελλάδα γενική αρχή ανταγωνισμού είναι η Επιτροπή Ανταγωνισμού. Ειδική ρυθμιστική αρχή για τις αγορές των τηλεπικοινωνιών και των ταχυδρομικών υπηρεσιών είναι η Εθνική Επιτροπή Τηλεπικοινωνιών και Ταχυδρομείων.

Ο νόμος 703/1977 και οι τροποποιήσεις του αποτελεί την νομοθετική βάση για τον έλεγχο των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα. Η είσοδος της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Ένωση αλλά και ο αυξημένος διεθνής ανταγωνισμός που είχαν να

αντιμετωπίσουν οι ελληνικές επιχειρήσεις, αποτέλεσαν τα βασικά κριτήρια για την θέσπιση αυτού του Νόμου που αφορά τις συγχωνεύσεις (ή συγκεντρώσεις).

Κάτω από αυτό το πλαίσιο, ο Νομοθέτης έκρινε ότι κάθε φύσεως Συγκεντρώσεις αποτελούσαν αναγκαία προϋπόθεση για την αύξηση του μεγέθους των επιχειρήσεων, τη δημιουργία οικονομιών κλίμακας και κατ' επέκταση, τη δημιουργία ισχυρών ελληνικών επιχειρήσεων για την αντιμετώπιση του διεθνούς ανταγωνισμού. Έτσι, οι συγκεντρώσεις δεν θεωρούνται γενικά ότι δημιουργούν σημαντικά προβλήματα στον ανταγωνισμό σε αντίθεση με τις πρακτικές που υποδεικνύουν «Κατάχρηση Δεσπόζουσας Θέσης». Η πολιτική αυτή βέβαια, προϋπήρχε στην Ελλάδα και πριν την εισαγωγή του ν. 703/1977. Οι νόμοι 4002/1959 και 1928/1972 βοηθούσαν στην ισχυροποίηση των ελληνικών επιχειρήσεων μειώνοντας την φορολογία της συγχωνευμένης επιχείρησης.

Το 1991 έχουμε την εισαγωγή δύο τροποποιήσεων του αρχικού νόμου, οι οποίες προσδιορίζουν τα «κατώφλια» (Notification Thresholds) για την γνωστοποίηση των συγκεντρώσεων στην Επιτροπή Ανταγωνισμού και παράλληλα ο έλεγχος εκείνων των συγκεντρώσεων (Preventive Control Rule), οι οποίες μπορούσαν να ισχυροποιήσουν τη δύναμη των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων στη ελληνική αγορά και έτσι να μειώσουν τον ανταγωνισμό στον κλάδο στον οποίο λειτουργούσαν⁹.

Τα βασικά κριτήρια για την γνωστοποίηση και των έλεγχου των συγκεντρώσεων ήταν και συνεχίζουν να είναι το μερίδιο της αγοράς των προϊόντων και υπηρεσιών στα οποία αναφέρεται η συγκέντρωση και ο συνολικός τζίρος των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων στην υπό συζήτηση συγκέντρωση. Με βάση αυτά, εάν το συνολικό μερίδιο αγοράς ξεπερνούσε το 10% την συγκεκριμένη αγορά προϊόντος ή ο συνολικός τζίρος των επιχειρήσεων ξεπερνούσε τα 10 εκατομμύρια ευρώ, τότε οι επιχειρήσεις είχαν την υποχρέωση να γνωστοποιήσουν τη συγκέντρωση στην Επιτροπή Ανταγωνισμού μέχρι και 30 ημέρες από την πραγματοποίηση της τελευταίας (Post – Merger Notification). Παράλληλα, εάν το συνολικό μερίδιο αγοράς ξεπερνούσε το 35% και ο συνολικός τζίρος τα 75 εκατομμύρια ευρώ, τότε αυτές οι υποθέσεις έπρεπε να υπαχθούν στο καθεστώς ελέγχου για περαιτέρω ανάλυση των τυχών επιπτώσεων που πιθανόν να είχαν στις συγκεκριμένες αγορές προϊόντων.

⁹ Νόμος 1934/1991

Η τροποποίηση 2000/1991 απλά μειώνει τα κατώφλια στο καθεστώς ελέγχου συγκεντρώσεων από 35% σε 30% για το μερίδιο αγοράς και από 75 σε 65 εκατομμύρια ευρώ για το συνολικό τζίρο. Στο ίδιο μήκος κύματος είναι και οι τροποποιήσεις οι οποίες εισάγονται από το 1995 και μετά, με τη μόνη διαφορά ότι νομοθετούνται δυο βασικές αλλαγές οι οποίες δεν υπήρχαν τα προηγούμενα χρόνια.

Η πρώτη αλλαγή εμφανίζεται με την τροποποίηση του ν. 2296/1995. Με βάση το άρθρο 4β, οι επιχειρήσεις είναι υποχρεωμένες να γνωστοποιούν τη συγκέντρωση πριν την πραγματοποίηση της μέσα σε 10 εργάσιμες μέρες από την σύναψη της αρχικής συμφωνίας, ή την δημοσίευση της προσφοράς ή της ανταλλαγής ή την απόκτηση συμμετοχής που εξασφαλίζει τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης εταιρείας (Pre- Merger Notification), εάν το συνολικό μερίδιο αγοράς ξεπερνάει το 25% ή ο συνολικός κύκλος εργασιών ξεπερνάει τα 50 εκατομμύρια ευρώ και ταυτόχρονα ο κύκλος εργασιών δυο τουλάχιστον από τις επιχειρήσεις που συμμετέχουν στην συγκέντρωση ξεπερνάει τα 5 εκατομμύρια ευρώ. Με βάση το άρθρο 4^α, για χαμηλότερα μερίδια αγοράς (10%) και συνολικούς τζίρους (10 εκ. ευρώ), συνεχίζει να ισχύει αυτό που προϋπήρχε τα προηγούμενα χρόνια, δηλαδή απλή γνωστοποίηση (Post – Merger Notification).

Σύμφωνα με την παραπάνω τροποποίηση οριοθετήθηκε το πλαίσιο για την αντιμετώπιση των συγκεντρώσεων στην Ελλάδα. Ο νόμος εστιάζεται στο μέγεθος των επιχειρήσεων και στο κατά πόσο αυτό μπορεί να έχει ουσιαστικό ρόλο στην μείωση του ελεύθερου ανταγωνισμού. Επιπλέον ο ορισμός της συγκέντρωσης εμπλουτίζεται σε σχέση με αυτόν του ν. 703/1997. Ο έλεγχος συγκεντρώσεων αναφέρεται σε συγκέντρωση κάθε μορφής επιχειρήσεων δηλαδή είτε Α.Ε., είτε Ε.Π.Ε., είτε Ατομικών Επιχειρήσεων είτε οποιουδήποτε συνδυασμού μεταξύ αυτών των τριών τύπων εταιρειών. Συγκέντρωση επίσης συνιστά και η απόκτηση ελέγχου από ένα φυσικό πρόσωπο, εφόσον αυτό ελέγχει ήδη τουλάχιστον μια άλλη επιχείρηση.

Παράλληλα από το 1965 και μετά, ο έλεγχος συγκεντρώσεων αποτελεί μια διαδικασία, που είναι δυνατόν να διέλθει από δύο στάδια. Στο πρώτο στάδιο, η επιτροπή ανταγωνισμού αποφασίζει εάν η υπό εξέταση συγκέντρωση περιορίζει τον ανταγωνισμό ή όχι και η απόφαση της γίνεται γνωστή μετά από δύο μήνες από την γνωστοποίηση της συγκέντρωσης. Σε ένα δεύτερο στάδιο, οι υπουργοί Εθνικής Οικονομίας και Ανάπτυξης, έχουν το δικαίωμα να επιτρέψουν μια συγκεκριμένη συγκέντρωση, έχει ήδη απαγορευτεί

από την επιτροπή, προς όφελος του εθνικού συμφέροντος. Με το δεύτερο στάδιο ελέγχου, εισάγονται έξω – ανταγωνιστικά κριτήρια κατά την εξέταση των συγκεντρώσεων επιχειρήσεων. .

Σε συνδυασμό με τα παραπάνω, η τροποποίηση του ν. 2741/1999 αυξάνει τα κατώφλια τόσο για την ομάδα των επιχειρήσεων με βάση το άρθρο 4α, όσο και για τις επιχειρήσεις με βάση το άρθρο 4β. Για τις πρώτες, το κατώφλι του συνολικού μεριδίου αγοράς των προϊόντων ή υπηρεσιών παραμένει το ίδιο, ενώ αυξάνεται το κατώφλι του συνολικού τζίρου από 10 σε 15 εκατομμύρια ευρώ. Όσον αφορά στις δεύτερες, το κριτήριο του συνολικού μεριδίου αγοράς παραμένει και σε αυτές το ίδιο, ενώ ο συνολικός τζίρος από τις επιχειρήσεις της υπό εξέτασης συγκέντρωσης έχουν κάθε μια στην εθνική αγορά τζίρο 7 εκατομμύρια ευρώ αντί των 5 εκατομμυρίων που ίσχυε.

Τέλος, η τροποποίηση του ν. 2837/2000 εισάγει τη δεύτερη ουσιαστική αλλαγή μετά τον νόμο του 1995. Καταρχήν, καταργείται η υποχρέωση απλής γνωστοποίησης για τις επιχειρήσεις που υπάγονται στο άρθρο 4α, ενώ παράλληλα αυξάνονται τα κατώφλια του κύκλου εργασιών και του μεριδίου της αγοράς για την υποχρέωση της προηγούμενης γνωστοποίησης. Ειδικότερα, υποχρέωση σε προηγούμενη γνωστοποίηση της συγκέντρωσης και συνακόλουθα υποχρέωση μη πραγματοποίησης της συγκέντρωσης μέχρι τη σχετική έγκριση της υπέχουν οι επιχειρήσεις όταν α) με τη συγκέντρωση αποκτάται μερίδιο αγοράς τουλάχιστον 35% ή β) ο συνολικός κύκλος εργασιών των συμμετεχουσών στην συγκέντρωση επιχειρήσεων στην εθνική αγορά δεν υπολείπεται των 150 εκατομμυρίων ευρώ και δύο τουλάχιστον από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις πραγματοποιούν κάθε μια χωριστά κύκλο εργασιών άνω των 15 εκατομμυρίων ευρώ. Με άλλα λόγια, οι επιχειρήσεις οι οποίες έχουν συνολικό μερίδιο αγοράς χαμηλότερο του 35% και ο συνολικός κύκλος εργασιών είναι μικρότερος των 150 εκατομμυρίων ευρώ, δεν είναι υποχρεωμένες να γνωστοποιούν τη συγκέντρωση στην επιτροπή ανταγωνισμού. Εξυπακούεται ότι για όλες τις άλλες συγκεντρώσεις που ξεπερνούν τα παραπάνω κατώφλια, οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις είναι υποχρεωμένες να τις γνωστοποιούν μέσα σε 10 εργάσιμες μέρες από την αρχική συμφωνία. Η τελευταία τροποποίηση, με την οποία η Επιτροπή ανταγωνισμού προσπάθησε να μειώσει τον όγκο των υποθέσεων υπό εξέταση, αποτελεί και σημερινή θέση της Επιτροπής ανταγωνισμού σε σχέση με τον έλεγχο συγκεντρώσεων στην Ελλάδα.

Όσον αφορά στην διαδικασία Ουσιώδους Ελέγχου των συγκεντρώσεων που εξετάζονται από την Ελληνική Επιτροπή Ανταγωνισμού, αυτή ακολουθεί από το 1995, σε μεγάλο βαθμό, τη διαδικασία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, αν και σύμφωνα με το άρθρο 4 του Νόμου 703 σχετικά με τις συγκεντρώσεις, η Επιτροπή πρέπει να αξιολογήσει κατά πόσο υπάρχει «σημαντικός περιορισμός του ανταγωνισμού ιδίως με την δημιουργία ή ενδυνάμωση μιας δεσπόζουσας θέσης» σε σχέση με κάποια αγορά προϊόντος και γεωγραφική αγορά. Η διαδικασία ορισμού της σχετικής αγοράς έχει πάρει κεντρικό ρόλο στον έλεγχο και οι βασικοί παράγοντες που εξετάζονται στη αξιολόγηση περιλαμβάνουν:

- Τα μερίδια αγοράς των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται
- Τα μερίδια αγοράς των άλλων επιχειρήσεων (και επομένως έμμεσα τον βαθμό συγκέντρωσης) και
- Τον δυνητικό ανταγωνισμό και τα εμπόδια εισόδου.

2.2.4 ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ¹⁰

Στην Ελλάδα, η διαδικασία συγχώνευσης - μετατροπής επιχειρήσεων (ανωνύμων εταιριών, ΕΠΕ, ή επιχειρήσεων άλλου νομικού τύπου), ρυθμίζεται κατά τρόπο αυστηρό (με γραφειοκρατικές διατυπώσεις) από τις διατάξεις των νόμων Κ.Ν. 2190/1920, όσον αφορά στις ανώνυμες εταιρείες, (όπως τροποποιηθείς με τον Ν3604 /2007, ισχύει σήμερα), σε συνδυασμό με τις διατάξεις ΝΔ1297/1972 και 2166/1993, (όπου θεσπίζονται φορολογικά κίνητρα που ευνοούν την ανάπτυξη του φαινομένου των μετασχηματισμών

¹⁰ Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ – ΑΔΕΔΥ, «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Επιχειρήσεων, Επιπτώσεις στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις, Εμπειρική και θεωρητική ανάλυση», Εκδόσεις ΚΑΜΠΥΛΗ ADV, Αθήνα 2008

επιχειρήσεων) αλλά και με την συνδρομή άλλων διατάξεων για εταιρείες άλλου νομικού τύπου.

Σύμφωνα με το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο, οι κύριοι τρόποι μετασχηματισμού των επιχειρήσεων, διακρίνονται σε συγχωνεύσεις, όπως αυτές διακρίνονται σε διάφορες κατηγορίες και σε εξαγορές επιχειρήσεων.

Συγχώνευση καλείται η συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων σε μια, και συντελείτε όταν μια επιχείρηση αγοράζει μια άλλη και την απορροφά σε μια ενιαία επιχειρησιακή δομή, διατηρώντας την αρχική εταιρική ταυτότητα της συγχωνευόμενης επιχείρησης. Ειδικότερα οι συγχωνεύσεις διακρίνονται στους κάτωθι τύπους:

- *Συγχώνευση με απορρόφηση*

Συγχώνευση με απορρόφηση, όπως ρυθμίζεται από τα άρθρα 68 -77 Κ.Ν. 2190/1920, είναι η πράξη με την οποία μια ή δύο ανώνυμες εταιρείες (απορροφούμενες), οι οποίες λύνονται χωρίς να προηγηθεί εκκαθάριση, μεταβιβάζουν σε άλλη υφιστάμενη εταιρεία (απορροφούσα) το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό), έναντι απόδοσης στους μετόχους τους μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφούσα εταιρεία και ενδεχόμενης καταβολής χρηματικού πόσου προς συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται. Το ποσό αυτό δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών που αποδίδονται στους μετόχους των απορροφημένων εταιρειών και αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών, την αξία της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας των εταιριών αυτών.

Εκτός από την απλή απορρόφηση, πρέπει να σημειωθεί ότι και η ιδιαίτερη περίπτωση της απορρόφησης ανώνυμης εταιρείας από άλλη ανώνυμη εταιρεία, η οποία κατέχει το σύνολο (100%) των μετοχών της πρώτης (άρθρο 78 του ΚΝ 2190/1920).

Επίσης, η εξαγορά μιας ή περισσότερων ανώνυμων εταιρειών από άλλη ανώνυμη εταιρεία εξομοιώνεται με απορρόφηση (άρθρο 79 ΚΝ 2190/1920).

- *Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας*

Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας είναι η πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες, οι οποίες λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, μεταβιβάζουν σε ανώνυμη εταιρεία, την οποία συνιστούν, το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό), έναντι απόδοσης στους μετόχους τους μετοχών εκδιδόμενων από την νέα εταιρεία και ενδεχομένως μεταβολής ενός χρηματικού ποσού προς

συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται. Το ποσό αυτό δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών που αποδίδονται στους μετόχους των εταιρειών που λύνονται και , αθροιστικά με την αξία αυτών, την αξία της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας αυτών των εταιρειών.

- *Διάσπαση ανώνυμων εταιρειών*

Διάσπαση ανωνύμων εταιρειών συντελείτε όταν μια ανώνυμη εταιρεία (διασπώμενη), χωρίς να περάσει στο στάδιο της εκκαθάρισης, και χωρίς να γίνει διανομή της περιουσίας της, λύεται και όλα τα περιουσιακά της στοιχεία (ενεργητικό και παθητικό), μεταβιβάζονται σε άλλες υφιστάμενες ή συνιστώσες ανώνυμες εταιρείες (που καλούνται επωφελούμενες), ενώ μετά την ολοκλήρωση της διάσπασης, η διασπώμενη εταιρεία παύει να υπάρχει.

Οι εξαγορές, από την άλλη πλευρά, αφορούν στη μεταβίβαση του συνόλου ή του πλειοψηφικού πακέτου της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης (εξαγοραζόμενη) σε μια άλλη (εξαγοράζουσα), που καταβάλλει το αντίστοιχο τίμημα. Η μεταβίβαση αυτή πραγματοποιείται συνήθως είτε με αγορά/ανταλλαγή μετοχών μέσω χρηματιστηρίου είτε με καταβολή μετρητών, ενώ είναι σε αρκετές περιπτώσεις ικανή και η αγορά του μειοψηφικού πακέτου μετοχών να εξασφαλίσει την αγοράζουσα επιχείρηση ουσιαστικά έλεγχο, εάν με τη πράξη αυτή επηρεάζεται η Διοίκηση της επιχείρησης ή υφίσταται κατακερματισμός των υπολοίπων μεριδίων ιδιοκτησίας.

Ειδικότερα, η εξαγορά ανώνυμων εταιρειών, όπως εξομοιώνεται με την μορφή συγχώνευσης με απορρόφηση, σπανίζει στην πράξη, ενώ πολύ συχνά, σε παγκόσμιο αλλά και σε εθνικό επίπεδο, χρησιμοποιείται η μέθοδος της εξαγοράς του χαρτοφυλακίου των μετοχών μιας ανώνυμης εταιρείας, που σημαίνει ότι η εξαγοραζόμενη εταιρεία εξακολουθεί να υφίσταται ως ιδιαίτερο νομικό πρόσωπο και με την εξαγορά των μετοχών της, απλά με την εξαγορά αυτή «αλλάζει χέρια».

Για την εξαγορά των επιχειρήσεων με την μέθοδο αυτής της απόκτησης του χαρτοφυλακίου των μετοχών τους εφαρμόζονται κυρίως οι ακόλουθες πρακτικές:

Κατά την πρώτη, και συνήθως εφαρμοζόμενη διαδικασία, οι δύο ενδιαφερόμενες εταιρείες, μετά από μια προπαρασκευαστική περίοδο , συμφωνούν από κοινού για το αντίτιμο της εξαγοράς.

Κατά την δεύτερη διαδικασία, ένα φυσικό ή νομικό πρόσωπο, δηλώνει δημόσια στους μετόχους της υπό αγορά ανώνυμης εταιρείας, ότι προτίθεται να αγοράσει τις μετοχές τους σε τιμή μεγαλύτερη εκείνης του χρηματιστηρίου, με σκοπό να θέσει υπό έλεγχο την εταιρεία (διαδικασία δημόσιας προσφοράς).

Τέλος, κατά τα τελευταία έτη εφαρμόζεται και η τακτική της εχθρικής εξαγοράς. Στην περίπτωση αυτή, η διοίκηση της υπό αγορά εταιρείας δεν διαθέτει το πλειοψηφιακό πακέτο των μετοχών της εταιρείας την οποία διοικεί. Έτσι, μια άλλη εταιρεία αγοράζει τμηματικά, μέσω χρηματιστηρίου, μετοχές της υπό αγορά εταιρείας σε τρόπο ώστε να αποτρέπει την διοίκηση της εταιρείας και να την αποκτήσει.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο

3.1 ΤΑ ΟΦΕΛΗ ΤΩΝ ΕΠΙΤΥΧΗΜΕΝΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Αν η δομή της αγοράς παραμείνει ανταγωνιστική, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές υποτίθεται ότι έχουν δύο οφέλη αποτελεσματικότητας. Το ένα σχετίζεται με το management, ενώ το άλλο συνδέεται με μείωση του κόστους συναλλαγών. Τα οφέλη αυτά χρειάζεται να σταθμιστούν έναντι του πιθανού κόστους που προέρχεται από τις πιθανές ανεπάρκειες που μπορεί να είναι η συνέπεια της συγκέντρωσης¹¹.

Τα οφέλη συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε τρία επίπεδα. Το πρώτο είναι το βραχυπρόθεσμο, το δεύτερο είναι το μεσοπρόθεσμο και το τρίτο είναι το μακροπρόθεσμο επίπεδο.

Στο βραχυπρόθεσμο επίπεδο, τα οφέλη αποτελούν:

¹¹ Miroslav M. Jovanovic, «Διεθνής Οικονομική Ολοκλήρωση, Όρια και Προοπτικές», Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 2002

- Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή. Αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες για την αύξηση της τιμής της μετοχής και τη δημιουργία υπεραξίας στους μετόχους.

- Μείωση του δείκτη P/E. Ο δείκτης P/E, πολλαπλασιαστής των κερδών της επιχείρησης, είναι ένας ευρέως διαδεδομένος χρηματοοικονομικός δείκτης. Η «χρηστική» αξία του εν λόγω δείκτη, εντοπίζεται στο γεγονός ότι παριστάνει το «premium», το οποίο είναι διατεθειμένος ο επενδυτής να πληρώσει για κάθε χρηστική μονάδα κέρδους που επιτυγχάνει η επιχείρηση. Σε πολλές περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών, το δυναμικό κίνητρο είναι η μείωση του δείκτη P/E της εξαγοράστριας εταιρείας ιδιαίτερα σε περιπτώσεις μειωμένης κερδοφορίας.

- Οι συνεργίες που δημιουργούνται σε θέματα ρευστότητας. Πολλές επιχειρήσεις οι οποίες αντιμετωπίζουν προβλήματα σε δείκτες ρευστότητας επιδιώκουν τη συνένωση με κάποια εταιρεία η οποία διαθέτει πιο «υγιή» χρηματοοικονομική διάρθρωση.

- Τα φορολογικά οφέλη που προκύπτουν, είτε μέσω της αλλαγής της κλίμακας φορολόγησης επί των κερδών, είτε μέσω της αύξησης του ορίου αποθεματικών, είτε μέσω ενός συνδυασμού των δύο παραπάνω παραγόντων.

Αντίστοιχα, τα μεσοπρόθεσμα οφέλη παρουσιάζονται ως εξής:

- Αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης. Η αύξηση των μεγεθών του ενοποιημένου, πλέον, ισολογισμού οδηγεί σε μεγαλύτερο ύψος ιδίων κεφαλαίων, μειώνοντας τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν τόσο οι μέτοχοι, όσο και οι δανειστές της επιχείρησης (προμηθευτές, χρηματοοικονομικοί οργανισμοί κ.α)

- Μείωση του συνολικού δανεισμού του νέου σχήματος με παράλληλη βελτίωση της χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης σε μεσοπρόθεσμο επίπεδο.

Τέλος, τα οφέλη σε μακροπρόθεσμο επίπεδο μπορούν να συνοψιστούν ως εξής:

- Δημιουργία και εκμετάλλευση οικονομικών κλίμακας και φάσματος που εμφανίζονται σε επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους. Οι οικονομίες κλίμακας μεταφράζονται σε οικονομική αξία, μέσω του αυξημένου μεγέθους και της αυξημένης παραγωγικής ικανότητας, την οποία αποκτά η επιχείρηση για το χαρτοφυλάκιο των αγαθών ή/και υπηρεσιών της. Επιπλέον, σε μακροχρόνιο επίπεδο, επιτυγχάνεται αύξηση της ανταγωνιστικότητας της επιχείρησης σε επίπεδο τόσο κλάδου όσο και αγοράς, ενώ

ταυτόχρονα η επιχείρηση αυξάνει τη διαπραγματευτική της ικανότητα σε επίπεδο προμηθειών ενδιάμεσων υποπροϊόντων. Με αυτό τον τρόπο, η επιχείρηση επιτυγχάνει τη μείωση του λειτουργικού της κόστους με παράλληλη αύξηση των περιθωρίων κέρδους της. Αντίστοιχα, οι οικονομίες φάσματος επιτρέπουν στην επιχείρηση να κινηθεί σε νέες «κατευθύνσεις» προϊόντων και σε νέους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας. Έτσι, η επιχείρηση επεκτείνει το χαρτοφυλάκιο των προϊόντων της καλύπτοντας ολοένα και μεγαλύτερο μέρος (φάσμα) των καταναλωτικών αναγκών μιας οικονομίας, ενώ ταυτόχρονα επεκτείνεται σε νέες αγορές αυξάνοντας έτσι το ρυθμό ανάπτυξης της και μειώνοντας την εξάρτηση της από συγκεκριμένες αγορές και προμηθευτές.

- Μακροχρόνια ενδυνάμωση της επιχείρησης μέσω της μειωμένης έντασης του ανταγωνισμού που αναπτύσσεται σε έναν κλάδο. Σε μια αγορά ολιγοπωλιακής διάρθρωσης δύο σημαντικοί «παίκτες» έχουν συμφέρον να ενώσουν τις δυνάμεις τους, παρά να αναλωθούν σε έναν πόλεμο μεταξύ τους, ο οποίος πιθανόν να μην οδηγήσει σε κάποιο τελικό νικητή, μέσω της μείωσης των τιμών των τελικών προϊόντων.

- Απόκτηση αποκλειστικής τεχνολογικής γνώσης αλλά και ειδικών επιχειρηματικών ικανοτήτων – δεξιοτήτων. Επιχειρήσεις μικρού μεγέθους, λόγω της άμεσης επαφής μεταξύ των διοικητικών στελεχών, αναπτύσσουν ένα «ομαδικό κεφάλαιο» (team capital) σημαντικής δυναμικής, το οποίο η μεγάλη επιχείρηση, λόγω του μεγέθους της, δεν μπορεί να το επιτύχει (λειτουργεί σε αυτήν την περίπτωση το μεγάλο μέγεθος ως αντικίνητρο για την ανάπτυξη ομαδικού πνεύματος εργασίας).

- Δημιουργούνται δυνατότητες συνεργίας μέσω του μεγαλύτερου μεγέθους, μεταξύ των δύο επιχειρήσεων, το οποίο κατά τη διάρκεια της αρχικής διαπραγμάτευσης δεν μπορούσε να υπολογιστεί και να συνεκτιμηθεί στην αποτίμηση της αρχικής συμφωνίας. Παρόλα αυτά, σε μακροχρόνιο επίπεδο ανακαλύπτονται σταδιακά νέοι επιχειρηματικοί σχεδιασμοί, οι οποίοι μπορούν να οδηγήσουν σε επιπρόσθετα στρατηγικά οφέλη.

- Δημιουργούνται μεγάλοι πολυσχιδείς επιχειρηματικοί όμιλοι, οι οποίοι είναι ικανοί να ανταποκριθούν σε νέες μελλοντικές συγχωνεύσεις κ εξαγορές. Με αυτό τον τρόπο, οι επιχειρήσεις ανταποκρίνονται στις συνεχώς αυξανόμενες συνθήκες ανταγωνισμού, ενώ παράλληλα είναι σε θέση να διαχειριστούν καταστάσεις ανεπιθύμητων προτάσεων συνεργασίας/ επιθετικής εξαγοράς (από άλλη επιχείρηση

ανταγωνιστή). Έτσι, η επιχείρηση ουσιαστικά επιτυγχάνει την μείωση της μεταβλητότητας – κινδύνου σε μια αθέλητη εξαγορά.

- Δυνατότητες μεγαλύτερου ρυθμού ανάπτυξης, οι οποίες δημιουργούνται σε πολλές περιπτώσεις μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών για την επιχείρηση.

3.2 ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Ο δρόμος των συγχωνεύσεων και εξαγορών δεν είναι πάντα ομαλός. Τα μεγαλεπήβολα αυτά εγχειρήματα συχνά αποτυγχάνουν. Παρακάτω θα αναλυθούν οι λόγοι εκείνοι που οδηγούν την προσπάθεια εφαρμογής στρατηγικής ανάπτυξης μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών σε αποτυχία .

- Ανεπαρκής Αξιολόγηση – υπερεκτίμηση προσδοκώμενων συνεργειών.

Όταν μια επιχείρηση εξετάζει την απόφαση εφαρμογής στρατηγικής ανάπτυξης μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών, συνήθως εισέρχεται σε μια διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης – στόχου, κατά τη οποία αποτιμά τα οφέλη που θα της αποφέρει μια τέτοια κίνηση και τα κόστη που θα δημιουργηθούν. Πολλές φορές, όμως αυτή η διαδικασία αποδεικνύεται ανεπαρκής, αφού ένας μεγάλο αριθμός επιχειρήσεων βρίσκεται προ εκπλήξεων μετά τη συγχώνευση ή εξαγορά, ανακαλύπτοντας ότι υπερεκτίμησε τα οφέλη που θα αποκόμιζε ή υποτίμησε τα κόστη που θα απέρρεαν.

Αρχικά, θα γίνει αναφορά στην υπερεκτίμηση των ωφελειών που η επιχείρηση – αγοραστής αναμένει να καρπωθεί από τη συγχώνευση της με την επιχείρηση – στόχο. Όσον αφορά στο κόστος που δημιουργείται μετά την συγχώνευση ή εξαγορά θα γίνει σαφής αναφορά παρακάτω, ωστόσο, επιγραμματικά μπορεί να αναφερθεί ότι αφορά κυρίως τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι δυο επιχειρήσεις κατά την προσπάθεια της ενοποίησης τους.

Ένας από τους βασικότερους λόγους που μια επιχείρηση αποφασίζει να εφαρμόσει στρατηγική ανάπτυξης μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η πιθανότητα να επιτευχθεί ένα ή περισσότερα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα, δηλαδή ικανότητες που δεν έχουν άλλες ανταγωνίστριες επιχειρήσεις και είναι πολύ δύσκολο να μιμηθούν. Για να πραγματοποιηθεί αυτό, η επιχείρηση πρέπει να εξασφαλίσει την ύπαρξη συνεργειών. Η συνεργεία αφορά την επίτευξη απόδοσης μεγαλύτερης από αυτή που θα είχαν οι δύο

επιχειρήσεις αν λειτουργούσαν χωριστά και παίρνει τη μορφή οικονομίων κλίμακας και φάσματος, βελτίωσης δικτύου διανομής, βελτίωσης των ακολουθούμενων διαδικασιών και αύξησης του μεριδίου αγοράς και του ποσοστού κερδών. Η συνεργεία μπορεί επίσης αν προέρχεται και από πηγές που είναι δύσκολο να περιγραφούν ή να υπολογιστούν όπως από την κουλτούρα της εταιρείας, την μοναδική της ιστορία, την φήμη της ή την τεχνογνωσία που κατέχει.

Ωστόσο, η εκτίμηση ότι η συγχώνευση δύο εταιρειών θα δώσει ώθηση στις πωλήσεις και στα κέρδη τους, καθότι το μερίδιο αγοράς που ελέγχουν θα είναι πλέον μεγαλύτερο μπορεί να αποδειχθεί λανθασμένη. Και αυτό γιατί η προβλεπόμενη αύξηση των εσόδων φαίνεται να παρουσιάζει τρομακτική δυσκολία στον υπολογισμό, διότι εξαρτάται από εξωτερικές παραμέτρους, οι οποίες συχνά είναι πέραν του ελέγχου του μάνατζμεντ. Η πελατεία της εξαγορασθείσας εταιρείας μπορεί να αντιδρά διαφορετικά σε διαφορετικές τιμές και χαρακτηριστικά προϊόντων. Ομοίως και οι ανταγωνιστές είναι πολύ πιθανόν να μειώσουν τις τιμές τους, ή να προχωρήσουν κι αυτοί σε συγχωνεύσεις, έτσι ώστε να ανταποκριθούν στις νέες συνθήκες του ανταγωνισμού.

Από την άλλη πλευρά, υπάρχει ο κίνδυνος η συγχώνευση ή εξαγορά δύο εταιρειών να γίνεται αποκλειστικά με το κριτήριο της μεγέθυνσης και με έλλειψη στρατηγικού οράματος. Πολλές επιχειρήσεις, κυρίως στον τραπεζικό τομέα, έχουν την τάση να εξαγοράζουν άλλες επειδή αυτή είναι η τάση της αγοράς ή από φόβο μήπως το μικρό μέγεθος τους τις καταστήσει ευάλωτες σε εξαγορές. Στις περιπτώσεις αυτές η αναίτια εξαγορά ή συγχώνευση και η ανεπαρκής αξιολόγηση των εμπλεκόμενων εταιρειών όχι μόνο δεν αποφέρει συνέργειες αλλά πολύ συχνά οδηγεί στο αντίθετο αποτέλεσμα, βάζοντας σε κίνδυνο τις προοπτικές του όλου εγχειρήματος.

Καθίσταται επομένως φανερό ότι υπάρχουν πολλές δυσκολίες στην ακριβή εκτίμηση ύπαρξης συνέργειας και του οφέλους που ενδεχομένως θα αποφέρει. Υπάρχει ακόμα και το ενδεχόμενο να υπάρχει δυνατότητα συνέργειας, όμως τα διοικητικά στελέχη να αδυνατούν να την αντιληφθούν και συνεπώς να μην είναι σε θέση να κατευθύνουν τη δραστηριότητα των επιχειρήσεων ώστε να επιτύχουν.

Ως ένα ενδεικτικό παράδειγμα μπορεί να αναφερθεί η περίπτωση της Coca – Cola. Η εταιρεία, με δεδομένη την επιτυχία της στο τομέα των αναψυκτικών, αποφάσισε το 1975 να δοκιμάσει τις δυνατότητες της στον τομέα του κρασιού, εξαγοράζοντας τρεις

επιχειρήσεις που παρήγαγαν κρασί. Το σκεπτικό γι' αυτή την κίνηση διαφοροποίησης ήταν ότι μπορούσε να εκμεταλλευτεί την επιτυχία που ήδη είχε στο marketing για να επικρατήσει και στην αγορά κρασιού. Δυστυχώς, οι εκτιμήσεις της δεν ήταν σωστές και διαπίστωσε μετά από οριακά κέρδη επτά ετών ότι η διαφορά των δύο προϊόντων δεν ήταν μόνο στο περιεχόμενο τους αλλά και στο κοινό που απευθύνονταν, στη τιμολογιακή τους πολιτική και φυσικά στο δίκτυο διανομής τους. Μετά από οκτώ χρόνια, το 1983, αναγκάστηκε να τις πουλήσει.

- Υπερβολικό χρέος.

Μια επιχείρηση που αποφασίζει να εξαγοράσει μια άλλη, είναι διατεθειμένη να πληρώσει πολλά για να το κατορθώσει, ιδιαίτερα, αν είναι πεπεισμένη ότι αυτή η κίνηση θα της αποφέρει μεγάλο όφελος. Όμως, συνήθως, είτε λόγω ελλιπούς ανάλυσης και εξονυχιστικού ελέγχου των οικονομικών της επιχείρησης που εξαγοράζεται, είτε λόγω υπερβολικής αυτοπεποίθησης των στελεχών της για την απόφασή τους, η επιχείρηση πριν το κλείσιμο της συμφωνίας βρίσκεται σε μια θέση όπου δε γνωρίζει την ακριβή αξία που έχει η επιχείρηση – στόχος.

Αν οι μετοχές της επιχείρησης – στόχος διακινούνται στο χρηματιστήριο, κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων αυξάνεται η τιμή της μετοχής της. Προκειμένου να εξασφαλίσει την περιουσία – στόχο, η επιχείρηση – αγοραστής είναι πρόθυμη να διαθέσει υψηλή υπεραξία (premium) στους μετόχους της πρώτης, το οποίο συνεπάγεται μεγάλα έξοδα. Αν μάλιστα δε διαθέτει τα ρευστά που απαιτούνται, στρέφεται σε άλλου είδους χρηματοδότηση, συνήθως δανεισμός από τράπεζες και μέσω junk bonds (ομόλογα με υψηλό επιτόκιο, διότι πρόκειται για αβέβαιη επένδυση, αφού εξαρτάται από την επιτυχία ή την αποτυχία της εξαγοράς). Επίσης ενδέχεται να ακολουθήσει και ανορθόδοξους τρόπους χρηματοδότησης για την αγορά των μετοχών, να χρησιμοποιήσει, για παράδειγμα, ίδιους χρηματικούς πόρους, οι οποίοι όμως αρχικά προορίζονταν για άλλες δραστηριότητες.

Αν η απόδοση της επιχείρησης – στόχου αντικατοπτριζόταν στην αξία που είχαν στο χρηματιστήριο οι μετοχές της, για να αποφέρει κέρδη, μετά την εξαγορά της, θα πρέπει η απόδοση της να αυξηθεί τουλάχιστον κατά το ποσοστό της υπεραξίας που πλήρωσε η επιχείρηση – αγοραστής για να την εξαγοράσει. Επιπλέον, το χρέος που έχει δημιουργηθεί από το δανεισμό πρέπει να αποπληρωθεί. Για να πραγματοποιηθεί αυτό,

θυσιάζονται πόροι που αλλιώς θα χρησιμοποιούνταν για μακροπρόθεσμες επενδύσεις, κυρίως για έρευνα και ανάπτυξη και για αύξηση του κεφαλαίου της επιχείρησης. Αν μάλιστα η εξαγοράζουσα διανύει και περίοδο μειωμένων κερδών, θα δυσκολευτεί να αποπληρώσει το χρέος και μπορεί να οδηγηθεί ακόμα και σε χρεοκοπία.

Σύμφωνα με τον Mark Sirower στην διδακτορική του διατριβή που αφορούσε τη σχέση μεταξύ υπεραξίας, εξαγοράς και συνέργειας, «αν μια επιχείρηση πληρώνει υψηλή υπεραξία για μια ευκαιριακή εξαγορά, πρέπει να γνωρίζει ότι κατά πάσα πιθανότητα δεν θα έχει επιτυχία. Δεν θα αποπληρώσει το κόστος του κεφαλαίου, διότι οι συνέργειες είναι δύσκολο να επιτευχθούν, ακόμα και με μια σωστή στρατηγική. Μόλις η επιχείρηση έχει ξεπεράσει το 25%, που θεωρείται η κατώτερη υπεραξία, τότε πραγματικά ρισκάρει». Καταλήγει λέγοντας ότι «για να αποσβεστεί μια υπεραξία των τάξης του 50%, η επιχείρηση – αγοραστής, που άρχισε να έχει συνέργειες στο δεύτερο χρόνο, θα πρέπει να αυξήσει την απόδοση της καθαρής θέσης της επιχείρησης – στόχου κατά 12% το δεύτερο χρόνο και να το διατηρήσει για τα επόμενα εννέα χρόνια». Μπορούμε να κατανοήσουμε ότι, η πληρωμή υψηλής υπεραξίας για την εξαγορά μιας επιχείρησης – στόχου, έχει περισσότερες πιθανότητες να οδηγήσει την επιχείρηση – αγοραστή στη συσσώρευση χρέους, παρά στην αύξηση των κερδών της ακόμα και αν εξετάσουμε το θέμα μακροπρόθεσμα.

Οι Jarrod McDonald, Max Coulthard, και Paul de Lange¹² παραθέτουν εκτός των άλλων και τους παρακάτω λόγους ως αιτίες που οδηγούν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές σε αποτυχία αυτοί είναι:

- Δυσκολίες επικοινωνίας και ηγεσίας ενδόμυχα στον οργανισμό
- Κακή ενσωμάτωση και εκτέλεση του σχεδιασμού

Ο σχεδιασμός αποτελεί έναν κρίσιμο παράγοντα που θα διαδραματίσει βασικό ρόλο στην αποτυχία ή την επιτυχία μιας συγχώνευσης. Ωστόσο, πολλές επιχειρήσεις δεν έχουν επαρκή σχέδια δράσης ως προς την συγχώνευση. Ένα σημαντικό μειονέκτημα της διαδικασίας σχεδιασμού είναι ότι μπορεί να αποπροσανατολίσει από τις καθημερινές δραστηριότητες της επιχείρησης. Μπορεί ενδεχομένως να αποτύχει στην αντιμετώπιση

¹² Jarrod McDonald, Max Coulthard, and Paul de Lange (2005), «PLANNING FOR A SUCCESSFUL MERGER OR ACQUISITION: LESSONS FROM AN AUSTRALIAN STUDY», Journal of Global Business and Technology, Volume 1, Number 2, Fall 2005

σοβαρών προβλημάτων που σχετίζονται ιδιαίτερα με θέματα προσωπικού (σαφής αναφορά θα γίνει παρακάτω). Ένα άλλο μειονέκτημα είναι ότι συχνά ο ανεπαρκής σχεδιασμός περιέχει μη ρεαλιστικές προσδοκίες για την συγχώνευση και τις προσδοκίες που αναμένονται από αυτή. Είναι βέβαιο ότι αυτός ο τελευταίος λόγος είναι άμεσα συνδεδεμένος με την ανεπαρκή αξιολόγηση της επιχείρησης – στόχου στην οποία αναφερθήκαμε πρωτύτερα. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι περιλαμβάνει ένα γενικότερο σύνολο σχεδιασμού που περιλαμβάνει από τα στάδια της αξιολόγησης της επιχείρησης – στόχους έως και το τελικό στάδιο της ενοποίησης.

- Ο ρόλος των στελεχών.

Προβλήματα για την επιχείρηση μπορεί να δημιουργηθούν και κατά την διαδικασία των διαπραγματεύσεων. Τα προβλήματα αυτά, ενώ δεν είναι έντονα ή ακόμα και εμφανή αρχικά, είναι δυνατόν αργότερα να ενταθούν και να οδηγήσουν σε αποτυχία. Όπως είναι φυσικό, στις διαπραγματεύσεις κυρίαρχο ρόλο έχουν τα στελέχη της επιχείρησης – αγοραστή. Βασικό ρόλο κατέχουν και ένα πλήθος άλλων ατόμων με διάφορες ειδικότητες, είτε από την ίδια εταιρεία είτε ανεξάρτητα από αυτή. Τα εν λόγω άτομα, που συνήθως δεν έχουν συνεργαστεί ποτέ μεταξύ τους, καλούνται να αναλύσουν, να επεξεργαστούν και να παρουσιάσουν από κοινού την άποψη τους για την επικείμενη απόφαση που πρέπει να ληφθεί από την επιχείρηση, σε σύντομο χρονικό διάστημα. Όμως, πολλές φορές, αδυνατούν να οργανώσουν αποτελεσματικά τους υπόλοιπους αναλυτές και να δημιουργήσουν το κλίμα συνεργασίας που απαιτείται. Κατά συνέπεια η ανάλυση τους ενδέχεται να μην έχει συνοχή και να αγνοούνται κάποια άλλα θέματα που προκύπτουν από την συγχώνευση ή εξαγορά.

Η έλλειψη συνοχής οφείλεται στο ότι κάθε στέλεχος μελετά από την δική του οπτική γωνία την ελκυστικότητα της συγχώνευσης ή εξαγοράς και δεν προσπαθεί να την αντιμετωπίσει ως σύνολο. Κάτω από αυτό το σκεπτικό, συχνά συγκεντρώνονται πολλές απόψεις που αφορούν διαφορετικούς τομείς της επιχείρησης και όχι μια σφαιρική ανάλυση, όπως θα ήταν αναγκαίο. Επιπλέον, οι αναλυτές αγνοούν ορισμένα θέματα, διότι υπολογίζουν ότι θα τα επιλύσουν οι αρμόδιοι, μετά την συγχώνευση ή εξαγορά. Τα θέματα αυτά όμως μπορεί να είναι ζωτικής σημασίας για το νέο βήμα της επιχείρησης, όπως για παράδειγμα κατά πόσο οι δύο επιχειρήσεις είναι συμβατές οργανωτικά και οι δυσκολίες που ενδέχεται να παρουσιαστούν κατά την διαδικασία ενοποίησης.

Κατά την πορεία των διαπραγματεύσεων, και τα δύο συμβαλλόμενα μέρη βρίσκονται σε κατάσταση αβεβαιότητας, όσον αφορά στο αποτέλεσμα της συμφωνίας. Μπορεί να συμφωνήσουν στα περισσότερα θέματα ημερήσιας διάταξης και να διαφωνήσουν ή να αφήσουν για αργότερα κάποια θέματα που τους δυσκολεύουν. Όμως όταν έρθει η στιγμή να αντιμετωπίσουν αυτά τα θέματα, οι δυσκολίες που αγνόησαν μπορεί να γίνουν αιτία αποτυχίας της συμφωνίας.

Τι είναι όμως αυτό που επισπεύδει τη διαδικασία των διαπραγματεύσεων και πιθανότητα οδηγεί σε λάθος εκτιμήσεις που μπορεί να αποβούν καταστροφικές; Πρώτον, μόλις διαρρεύσει η πληροφορία ότι οι επιχειρήσεις εξετάζουν το ενδεχόμενο της συγχώνευσης ή εξαγοράς, επικρατεί κλίμα αβεβαιότητας. Το εργατικό δυναμικό και των δύο επιχειρήσεων θορυβείται και στην αγορά οι ανταγωνιστές προβαίνουν σε κινήσεις για να αντιμετωπίσουν τον επικείμενο κίνδυνο. Τα αποτελέσματα είναι τα στελέχη να προσπαθούν να κλείσουν το θέμα όσο γίνεται γρηγορότερα, με την τελική επίτευξη της συμφωνίας. Δεύτερον, τα στελέχη της επιχείρησης – αγοραστή, που πιθανότατα έχει προτείνει ή ασχοληθεί ιδιαίτερα με την υιοθέτηση αυτής της συμφωνίας, είναι φυσικό να έχουν ταυτιστεί με αυτή και να επιθυμούν να γίνει, ακόμα και αν οι προβλέψεις είναι δυσοίωνες. Για να αποφευχθούν αντιρρήσεις, επισπεύδουν την διαδικασία και κλείνουν τη συμφωνία. Τέλος, σε μια διαδικασία συγχώνευσης ή εξαγοράς, πολλοί είναι εκείνοι που θα επωφεληθούν αν τελικά πραγματοποιηθεί, άσχετα με το αν είναι απόλυτα συμφέρουσα ή όχι. Τίθεται δηλαδή, θέμα συμφερόντων.

Μελετώντας τον ρόλο των στελεχών των δύο επιχειρήσεων σε μια διαδικασία συγχώνευσης ή εξαγοράς, συμπεραίνουμε ότι φέρουν σημαντικό μέρος της ευθύνης για μια πιθανή αποτυχία της.

- Δυσκολίες ενοποίησης – ο ανθρώπινος παράγοντας

Ένας βασικός λόγος αποτυχίας μιας στρατηγικής ανάπτυξης μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η αδυναμία γρήγορης και επιτυχούς ενοποίησης των δύο επιχειρήσεων. Η προσπάθεια ένωσης δύο εταιρειών αφορά την ένωση δύο διαφορετικών ειδών εταιρικής κουλτούρας, χρηματοοικονομικών συστημάτων και συστημάτων ελέγχου. Αφορά επίσης την προσπάθεια δημιουργίας αποτελεσματικής συνεργασίας μεταξύ των διοικητικών στελεχών των δύο επιχειρήσεων. Πρόκειται για μια διαδικασία μάλλον χρονοβόρα και με αμφίβολα αποτελέσματα.

Εκτός από την περίπτωση όπου οι δύο επιχειρήσεις αποδεικνύονται μη συμβατές ως προς την στρατηγική που ακολουθούν, έμφαση δίνεται στη περίπτωση όπου ο ανθρώπινος παράγοντας είναι εκείνος που ευθύνεται για την αποτυχία. Όταν μιλάμε για τον ανθρώπινο παράγοντα, αναφερόμαστε στο ανθρώπινο δυναμικό των επιχειρήσεων και στην εταιρική κουλτούρα που το διακρίνει. Με όρο εταιρική κουλτούρα εννοούμε το σύνολο των συμβόλων, αξιών, ιδεολογιών και υποθέσεων που λειτουργούν, συχνά ασυνείδητα, ώστε να καθοδηγούν και να διαμορφώνουν την ατομική και εταιρική συμπεριφορά.

Η Rita Salame¹³ στο θέμα του ανθρώπινου παράγοντα περιλαμβάνει και την έλλειψη πλήρους εκπαίδευσης. Η έλλειψη εκπαίδευσης δεν αφορά μόνο τους εργαζομένους αλλά και τα στελέχη των επιχειρήσεων που εμπλέκονται στην συγχώνευση. Η κατάρτιση αποτελεί βασικό συστατικό στην ορθολογική διαδικασία της συγχώνευσης. Το βασικό ζήτημα με την εκπαίδευση του προσωπικού είναι ότι δημιουργεί έναν φαύλο κύκλο διότι τα ανώτερα στελέχη που εμπλέκονται στην συγχώνευση δεν επιθυμούν την εμπλοκή των διευθυντών προσωπικού, εξαιτίας του γεγονότος ότι έχουν άγνοια σε θέματα συγχωνεύσεων. Όμως θα πρέπει να υπάρχει σαφή αντίληψη για τις επιπτώσεις της συγχώνευσης στο ανθρώπινο δυναμικό καθώς μετά την διαδικασία πολλά στοιχεία θα αλλάξουν όπως η οργάνωση, ενδεχόμενες απολύσεις, καθώς και ο ρόλος των εργαζομένων στην νέα εταιρεία.

Η αβεβαιότητα που θα επικρατεί μεταξύ των υπαλλήλων των επιχειρήσεων, κυρίως της επιχείρησης – στόχου, έχει παρατηρηθεί ότι οδηγεί σε μια συμπεριφορά που χαρακτηρίζεται από πτώση ηθικού, άγχους, αύξηση απουσιών από την εργασία και μειωμένη παραγωγικότητα. Αυτό συμβαίνει κυρίως όταν οι εταιρείες που συγχωνεύονται ήταν σκληροί ανταγωνιστές, με αποτέλεσμα οι εργαζόμενοι της εξαγορασθείσας εταιρείας να νιώθουν ηττημένοι, φοβισμένοι και συχνά προδομένοι. Οφείλεται επίσης στο γεγονός ότι οι εργαζόμενοι στην εξαγορασθείσα εταιρεία δεν γνωρίζουν ποιος θα είναι ο ρόλος τους στην νέα εταιρεία, σε ποιον θα απευθύνονται καθώς επίσης και πως θα ταιριάζουν οι προσωπικοί και επαγγελματικοί τους στόχοι στην κουλτούρα του νέου οργανισμού.

¹³ Rita Salame (2006), «Why Do Mergers Fail? What Can Be Done to Improve their Chances of Success?», 2006

Όσον αφορά στα υψηλά ιστάμενα στελέχη, μειώνεται η αίσθηση του καθήκοντος τους και η διάθεση συνεργασίας με τα στελέχη της επιχείρησης – αγοραστή, λόγω του ότι βρίσκονται αντιμέτωπα με την αλλαγή του τρόπου που λειτουργούσαν ως εκείνη τη στιγμή και μετέωρα, σε σχέση με τις αρμοδιότητες που θα έχουν στο εξής, εν όψει της επικείμενης αναδιάρθρωσης των λειτουργιών της επιχείρησης – στόχου. Ορισμένες φορές τα στελέχη αυτά, όπως εξάλλου και εργαζόμενοι, έρχονται αντιμέτωποι με το αίσθημα της απώλειας της αναγνώρισης της αξίας τους. Φοβούνται ότι η νέα εποχή που ξεκινά μετά την εξαγορά, διαγράφει αυτόματα όλα τα προηγούμενα επιτεύγματα τους και θα πρέπει από την αρχή να αποδείξουν την αξία τους.

Τέλος, όσον αφορά στις πολυεθνικές επιχειρήσεις και τις εξαγορές και συγχωνεύσεις που κάνουν, προκύπτει το πρόβλημα της διαφοράς της εθνικής κουλτούρας. Μεγάλες διαφορές εντοπίζονται στο τρόπο διεξαγωγής της εργασίας, στην διοίκηση, στη θέση των απλών υπαλλήλων, στους κανόνες εργασίας, στην δύναμη των πελατών και των προμηθευτών. Συνεπώς, η ασυμβατότητα της εθνικής κουλτούρας μπορεί να είναι ακόμα ένα λόγος αποτυχίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Για όλους τους λόγους που αναφέρθηκαν παραπάνω, το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της ανακοίνωσης μιας συμφωνίας συγχώνευσης ή εξαγοράς, και στη ολοκλήρωση των διαδικασιών ενοποίησης διευρύνεται πολύ περισσότερο από ότι είχε αρχικά προβλεφθεί. Αυτή η εξέλιξη έχει ιδιαίτερα αρνητικό αντίκτυπο επί της αποτελεσματικής πραγματοποίησης της συγχώνευσης, λόγω της επίδρασης της σε πέντε κρίσιμα μέτωπα:

➤ Αύξηση κόστους κεφαλαίου. Όσο πιο αργά δημιουργηθεί ο νέος οργανισμός, τόσο πιο αργά θα επιτευχθούν και οι συνέργειες. Για την συγχώνευση και εξαγορά όμως δεσμεύτηκαν κεφάλαια που πρέπει να αρχίσουν μέσα στο προγραμματισμένο χρονικό διάστημα να αποδίδουν. Καθυστερήσεις στην πραγματοποίηση συνεργειών συνεπάγεται και μείωση της πραγματικής αξίας τους, δεδομένου ότι το κεφάλαιο έχει κόστος (opportunity cost)

➤ Κόστος μειωμένης παραγωγικότητας εργαζομένων. Η περίοδος μέχρι και την ενοποίηση είναι για τους εργαζομένους ένα χρονικό διάστημα άγχους και φόβου πως τα κεκτημένα εργασιακά τους δικαιώματα (συνεργάτες, αναγνώριση, εργασιακές συνθήκες

ακόμα και η θέση τους) μπορεί να χαθούν. Κάτω από αυτή την πίεση είναι δυνατόν να αποχωρήσουν εργαζόμενοι – κλειδιά, εάν βρουν αλλού εργασία.

➤ Απώλεια σημαντικών προμηθευτών και πελατών. Αβεβαιότητα αισθάνονται και οι προμηθευτές αλλά και οι πελάτες της επιχείρησης. Οι προμηθευτές αναρωτιούνται εάν θα εξακολουθούν να έχουν εμπορική συνεργασία και με την νέα επιχείρηση και εάν οι όροι της θα είναι οι ίδιοι. Εξετάζουν και το ενδεχόμενο συνεργασίας με άλλους πελάτες για να μη βρεθούν προ δυσάρεστων εκπλήξεων, αν η νέα επιχείρηση τους ζητήσει τη διακοπή της συνεργασίας τους.

Οι πελάτες, ομοίως, βρίσκονται αντιμέτωποι με το ερώτημα εάν ο νέος οργανισμός που θα προκύψει από την συγχώνευση θα συνεχίσει να συνεργάζεται μαζί τους στην ίδια βάση συνεργασίας. Καραδοκούντες ανταγωνιστές μπορεί να εκμεταλλευτούν αυτή την αγωνία των πελατών και να τους προσελκύσουν. Για παράδειγμα, όταν η Arvin Meritor αγόρασε από την Volvo την ομάδα παραγωγής αξόνων για βαριά οχήματα, η συμπεριφορά της στο πλαίσιο της νέας επιχείρησης όπου εντάχθηκε απέναντι στους πελάτες της τώρα πια – (Volvo)- άλλαξε. Ενώ πριν ενδιαφέρονταν για την κατασκευή εξαρτημάτων ακριβώς με τα τεχνικά χαρακτηριστικά που η Volvo επιθυμούσε για αυτά, μετέπειτα λάμβανε σοβαρά υπ'όψιν τόσο το κόστος της παροχής εξειδικευμένων εξαρτημάτων, όσο και τους άλλους πελάτες που απέκτησε και που πιθανώς να δυσαρεστηθούν από τις μηχανικές αλλαγές που η Volvo επιθυμούσε να επιβάλλει στην μονάδα αυτή, συνηθισμένη από τη συμπεριφορά της, όταν της άνηκε, στη βάση της τότε συνεργασίας τους.

➤ Κίνδυνος από τους ανταγωνιστές να ενισχύσουν τελικά αυτοί την δική τους θέση. Όσο περισσότερες δυσχέρειες αντιμετωπίζονται κατά την διάρκεια της διαδικασίας ενοποίησης, τόσο μεγαλύτερος και ο χρόνος για τον οποίο αφιερώνει η εξαγοράζουσα ένα μέρος των πόρων και της προσοχής της στη διαδικασία διαπραγματεύσεων και της μετέπειτα ενσωμάτωσης της εξαγοραζόμενης. Στερεί δε τους πολύτιμους αυτούς πόρους από τη βασική της δραστηριότητα, δίνοντας στους ανταγωνιστές της τη μοναδική ευκαιρία να την εκτοπίσουν και να ενισχύσουν την δική τους θέση στον κλάδο.

➤ Αβεβαιότητα των μετόχων. Η παράταση της περιόδου ενοποίησης αποτελεί ένδειξη αδυναμίας της εξαγοράζουσας να ενεργήσει σύμφωνα με το πρόγραμμα.

3.3. ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΗ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΜΕΣΩ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ¹⁴

Έχοντας αναφέρει και αναλύσει τους βασικότερους λόγους αποτυχίας μιας στρατηγικής ανάπτυξης μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών, στην συνέχεια θα εξετάσουμε τι πρέπει να κάνει η επιχείρηση – αγοραστής για να αποφύγει τα προβλήματα που προκύπτουν κατά το σχεδιασμό και την εφαρμογή της στρατηγικής αυτής κίνησης. Αναλύοντας τον τρόπο με τον οποίο αυτή θα πρέπει να δράσει, θα αναφερθούμε στην αντιμετώπιση των επιμέρους προβλημάτων, τα οποία και συναντήσαμε στην προηγούμενη ανάλυση.

A. Έλεγχος (screening) της επιχείρησης – στόχου

Όπως ήδη έχει αναφερθεί, όταν μια επιχείρηση αποφασίζει να αναπτυχθεί και επιλέγει να το κάνει αυτό μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών με μια άλλη επιχείρηση, εισέρχεται σε μια διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης – στόχου: αποτιμά τα οφέλη και τα κόστη από την συγχώνευση ή εξαγορά. Σε αυτή ακριβώς τη διαδικασία πρέπει να επικεντρώσει την προσοχή της, για να μπορέσει να αποφύγει προβλήματα και να σημειώσει επιτυχία στην προσπάθεια της.

Η διαδικασία ελέγχου (screening) πρέπει να ξεκινά από την στιγμή που η επιχείρηση θέτει επί τάπητος την ανάγκη ανάπτυξης – επέκτασης. Είναι πολύ χρήσιμη, διότι, αρχικά, συμβάλλει στην αύξηση της γνώσης που έχει η επιχείρηση για πιθανές επιχειρήσεις – στόχους. Επίσης, οδηγεί σε μια πιο ρεαλιστική εκτίμηση των προβλημάτων της συγχώνευσης ή εξαγοράς, ιδιαίτερα όσον αφορά στην ενοποίηση των δύο επιχειρήσεων.

Η επιχείρηση πρέπει να ακολουθήσει τα ακόλουθα τρία βήματα, κατά την διαδικασία ελέγχου:

¹⁴ Βασίλης Παπαδάκης, «Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», Τόμος Α΄, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2002

➤ Εκτίμηση των λόγων για τους οποίους οδηγείται σε συγχώνευση ή εξαγορά και αξιολόγηση της αναγκαιότητας αυτής της στρατηγικής. Παράλληλα, ορισμός των χαρακτηριστικών της ιδεατής επιχείρησης – στόχου.

Με αυτό τον τρόπο, μπαίνει στη διαδικασία εμβάθυνσης στους λόγους που την οδηγούν σε ανάπτυξη μέσω συγχωνεύσεων ή εξαγορών και είναι σε θέση να αναθεωρήσει την απόφαση της, αν διαπιστώσει ότι τελικά δεν είναι συμφέρουσα ή δεν είναι η πλέον ενδεδειγμένη στρατηγική ανάπτυξης της. Επιπλέον, προσδιορίζει τα στοιχεία που επιθυμεί να έχει μια επιχείρηση – στόχος και αποφεύγει σπατάλη ενέργειας για τη μελέτη επιχειρήσεων που δεν τα έχουν.

➤ Σύνταξη της λίστας των πιθανών υποψηφίων επιχειρήσεων και κατάταξη τους, ανάλογα με:

1. Την οικονομική τους θέση
2. Τη θέση τους στην αγορά προϊόντος
3. Το ανταγωνιστικό τους περιβάλλον
4. Τις διοικητικές τους ικανότητες
5. Την εταιρική τους κουλτούρα

Η μελέτη αυτών των χαρακτηριστικών οδηγεί στον εντοπισμό των δυνατών και αδύνατων σημείων κάθε υποψήφιας επιχείρησης, του μεγέθους της πιθανής συνέργειας, των πιθανών προβλημάτων ενοποίησης και της συμβατότητας στην κουλτούρα των δύο επιχειρήσεων.

➤ Τέλος, επιλογή εκείνης της υποψήφιας επιχείρησης που ανταποκρίνεται στις απαιτήσεις του αγοραστή, αφού έχει λάβει υπόψη της τη γνώση των ειδικών αναλυτών που εμπλέκονται σε διαδικασίες τέτοιου είδους.

Μετά την πραγματοποίηση των δύο πρώτων βημάτων, η επιχείρηση – αγοραστής είναι πλέον σε θέση να κάνει την επιλογή της, στηριζόμενη στις συμβουλές των ειδικών που ασχολούνται με τις συγχωνεύσεις ή εξαγορές, και φυσικά στη γνώση των στελεχών της.

Ένα ακόμα ιδιαίτερα σημαντικό σημείο είναι η επαρκής αξιολόγηση απόδοσης του στόχου. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, ένας από τους βασικότερους λόγους αποτυχίας

μέσω συγχωνεύσεων ή εξαγορών είναι η υπερεκτίμηση των μελλοντικών ωφελειών. Η διαδικασία ελέγχου της εκάστοτε επιχείρησης – στόχου, όταν γίνεται σωστά, βοηθά στην εξάλειψη αυτού του προβλήματος.

Μέσω της επαρκούς αρχικής αξιολόγησης, επιτυγχάνεται ο εντοπισμός των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων που θα προκύψουν από την ενοποίηση των λειτουργιών των δύο επιχειρήσεων, καθώς και των ωφελειών που αυτά συνεπάγονται. Όσο πιο διεξοδικά πραγματοποιείται η διαδικασία ελέγχου, τόσο πιο εύκολα μπορούν να συγκεντρωθούν τα απαραίτητα στοιχεία που αποδεικνύουν αν ενδέχεται να δημιουργηθούν ή όχι ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα από τη συγχώνευση δραστηριοτήτων των δύο επιχειρήσεων. Επίσης, οι αναλυτές είναι σε θέση να αξιολογήσουν τα οφέλη που θα αποφέρει η δημιουργία ή η βελτίωση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Μπορούν δηλαδή, να εκτιμήσουν τις χρηματικές εισροές που θα προκύψουν για την επιχείρηση – αγοραστή μετά την συγχώνευση ή εξαγορά.

Μία επιπλέον εργασία, που μπορεί να γίνει μέσω της διαδικασίας της αρχικής αξιολόγησης, είναι ο υπολογισμός της αξίας που θα προστεθεί στην επιχείρηση, αν κάνει την συγχώνευση ή εξαγορά. Με την μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας (net present value), είναι σε θέση να εκτιμήσει την τιμή αγοράς της επιχείρησης – στόχου και να βεβαιωθεί ότι όντως θα προστεθεί αξία στην επιχείρηση. Υπολογίζοντας τις χρηματικές ροές που θα έχει η επιχείρηση – στόχος διαχρονικά, μπορούμε να διαπιστώσουμε αν η συγχώνευση ή εξαγορά είναι κερδοφόρα επένδυση.

Τέλος, ο ενδελεχής έλεγχος της επιχείρησης – στόχου οδηγεί στην αποφυγή της συσσώρευσης χρέους. Η προσεκτική επιλογή επιχειρήσεων – στόχων και η αποτελεσματική εκτίμηση τους μπορούν να παρέχουν στην επιχείρηση χρήσιμες πληροφορίες σχετικά με την τιμή που θα πρέπει να δώσει για να εξαγοράσει αυτή που θα επιλέξει. Υπήρχε σαφής αναφορά, σε προγενέστερο σημείο, για το πόσο σημαντικό είναι να μην πληρωθεί ένα υπερβολικά μεγάλο τίμημα για την αγορά μιας επιχείρησης.

B. Διευκόλυνση διαδικασίας ενοποίησης

1. Ο ρόλος της κουλτούρας

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, μια επιχείρηση που επιλέγει να κάνει μια συγχώνευση ή εξαγορά, αντιμετωπίζει προβλήματα κατά την ενοποίηση της με την επιχείρηση – στόχο. Τα προβλήματα αυτά συνήθως πηγάζουν από την έλλειψη συμβατότητας στο είδος της εταιρικής κουλτούρας, που χαρακτηρίζει τις δύο επιχειρήσεις. Σύμφωνα με μελέτη αναφορικά με την εταιρική κουλτούρα «είναι απαραίτητο να κατανοήσουμε μια εταιρική κουλτούρα, πριν να προσπαθήσουμε να την μεταβάλλουμε.». το ερώτημα που τίθεται είναι πως μπορεί η επιχείρηση να κατανοήσει την κουλτούρα που διακρίνει την επιχείρηση – στόχο της;

Η ανάγνωση της εταιρικής κουλτούρας μιας επιχείρησης πριν από μια συγχώνευση ή εξαγορά μπορεί να επιτευχθεί μέσω της παρατήρησης του τρόπου λειτουργίας της, της ιεραρχικής της δομής και των εργασιακών σχέσεων που υφίστανται. Επίσης, μια πιο εμπειριστατωμένη έρευνα θα γίνονταν μέσω συνεντεύξεων των στελεχών της, από όπου είναι δυνατόν να αποκομίσει χρήσιμες πληροφορίες, εκ των έσω. Τέλος, μέσω ερωτηματολογίων των υπαλλήλων της, ώστε να μπορέσουν να σχηματίσουν άποψη για τον τρόπο σκέψης τους και αντιμετώπισης του νέου εργασιακού καθεστώτος που ενδέχεται να επιβληθεί. Με αυτούς τους τρόπους μπορεί η επιχείρηση να βολιδοσκοπήσει το αποτέλεσμα ενοποίησης των δύο επιχειρήσεων και να διαπιστώσει αν υπάρχει περίπτωση επιτυχούς συνεργασίας.

Επιπλέον, χρήσιμος θα ήταν ένας «έλεγχος κουλτούρας», (culture audit) για την συγκέντρωση πληροφοριών. Πρόκειται για ένα αντικειμενικό μέσο σύγκρισης των δύο ειδών εταιρικής κουλτούρας, συζήτησης ομοιοτήτων και διαφορών τους, καθώς και αναγνώρισης του είδους του «γάμου» που είναι προτιμότερο. Ο έλεγχος αυτός συμβάλλει στην αποτελεσματική προσέγγιση των ανθρώπινων πόρων και στην εκτίμηση διαφορών στις πρακτικές και τα συστήματα αξιών διαχρονικά, εξασφαλίζεται, λοιπόν, η αξιόπιστη κρίση σε σχέση με την επιτυχία ή αποτυχία που μπορεί να έχει οποιοδήποτε πρόγραμμα ενοποίησης. Ένας τέτοιος έλεγχος αποδεικνύεται ιδιαίτερα χρήσιμος στον εντοπισμό παραπληροφόρησης, που πολλές φορές οδηγεί τις επιχειρήσεις σε λάθος κατεύθυνση κατά τις αναζητήσεις τους.

2. *Είδη ενοποίησης*

Βέβαια, η επιτυχία μιας ενοποίησης εξαρτάται και αναμφισβήτητα από το είδος συγχώνευσης ή εξαγοράς που πρόκειται να πραγματοποιηθεί και τις επιπτώσεις που θα έχει στην κουλτούρα της επιχείρησης – στόχου. Συναντάμε συνήθως τριών ειδών ενοποιήσεις – ‘πάντρεμα’ επιχειρήσεων:

- Ανοικτός «γάμος» (extension mergers): η επιχείρηση – αγοραστής δεν σκοπεύει να μεταβάλλει τον τρόπο λειτουργίας της επιχείρησης- στόχου και συνεπώς δεν τίθεται θέμα αλλαγής κουλτούρας.
- Συνεργατικές συγχωνεύσεις ή εξαγορές (collaborative mergers): η επιχείρηση – αγοραστής αποσκοπεί στην ανταλλαγή στοιχείων με την επιχείρηση – στόχο, τόσο όσον αφορά στον τρόπο λειτουργίας τους και όσο αφορά την κουλτούρα τους, ώστε να υιοθετηθούν τα καλύτερα στοιχεία και των δύο επιχειρήσεων. Ένας επίσης δόκιμος όρος γι’ αυτό το είδος ενοποίησης είναι «μοντέρνος γάμος».
- Επανασχεδιαστικές συγχωνεύσεις ή εξαγορές (redesign mergers): η επιχείρηση – αγοραστής επιθυμεί να πραγματοποιήσει μια αναδιάρθρωση στην λειτουργία και κατ’ επέκταση στην κουλτούρα της επιχείρησης – στόχου, ώστε να την προσαρμόσει στα δικά της δεδομένα και στις δικές της απαιτήσεις. Πρόκειται για ένα «παραδοσιακό γάμο».

Από τα παραπάνω είδη γάμων, το πιο σπάνιο είναι ο «ανοικτός γάμος», το πιο συμφέρον είναι ο «μοντέρνος γάμος» και οι περισσότερες συγχωνεύσεις καταλήγουν σε «παραδοσιακό γάμο». Ακόμα και αν η αντίληψη της επιχείρησης – αγοραστής αφορά «μοντέρνο γάμο», η αντιμετώπιση των εργαζομένων στην επιχείρηση – στόχο συχνά οδηγεί σε «παραδοσιακό γάμο». Για να αποφευχθούν τέτοιου είδους παρεξηγήσεις, είναι απαραίτητο να γίνεται σωστή πληροφόρηση των εργαζομένων και να εξασφαλίζεται η αποδοχή τους, ώστε αντί να στέκονται εμπόδιο στην εξέλιξη της συγχώνευσης, να συμβάλλουν και αυτοί με τον τρόπο τους στην καλύτερη διεξαγωγή της.

3. *Πώς να ενοποιήσουμε διαφορετικές κουλτούρες.*

Μερικοί παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη κατά τον καθορισμό του βαθμού ενοποίησης των δύο επιχειρήσεων συνδέονται με τον τύπο των επιχειρήσεων αυτών και τα αισθήματα των εργαζομένων της εξαγοραζόμενης απέναντι στην δική τους και στην εξαγοράστρια εταιρεία. Αν οι δύο επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε σχετικούς μεταξύ

τους κλάδους, ο εξαγοραστής έχει να επιδείξει σημαντικές επιτυχίες σε συγχωνεύσεις ή εξαγορές κατά το παρελθόν και η εταιρική κουλτούρα είναι ισχυρότερη αυτής της εξαγοραζόμενης και προτιμότερη στο πλαίσιο του νέου οργανισμού, ακολουθείται μεγαλύτερος βαθμός ενοποίησης. Αν αντίθετα, οι δύο επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε κλάδους που δεν σχετίζονται άμεσα μεταξύ τους, η εξαγορά γίνεται λόγω διαφορετικού τρόπου σκέψης και των διαφορετικών διαδικασιών που εφαρμόζει η εξαγοραζόμενη και τις οποίες ο εξαγοράζων θέλει να εκμεταλλευτεί και οι εργαζόμενοι της επιχείρησης – στόχου νιώθουν υπερηφάνεια για το όνομα και τις αξίες της επιχείρησης τους ή είναι εχθρικοί έναντι του εξαγοράζοντα, ένας υψηλός βαθμός αυτονομίας θα ήταν προτιμότερος.

4. Αντιμετώπιση εργαζομένων της επιχείρησης – στόχου

Αυτή είναι μια πολύ σημαντική παράμετρος για την επιτυχία της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Θα πρέπει να καταβληθεί κάθε δυνατή προσπάθεια ώστε το προσωπικό της επιχείρησης – στόχου να παραμείνει ευχαριστημένο και μετά τη συγχώνευση ή εξαγορά. Υπάρχουν ενέργειες που ενδείκνυνται για την επίτευξη του συγκεκριμένου στόχου. Δεσπόζουσας σημασίας είναι οι αρχικές ενέργειες που θα πραγματοποιηθούν μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς, καθώς αυτές δημιουργούν τα πρώτα μηνύματα (σήματα) και μπορούν να ανυψώσουν το ηθικό των εργαζομένων της επιχείρησης – στόχου.

Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα της σημασίας των πρώτων αυτών σημάτων είναι αυτό της Sanyo όταν εξαγόρασε της Warwick Electronics. Το πρώτο πράγμα που έκαναν τα στελέχη της Sanyo ήταν να καλέσουν όλους τους υπαλλήλους της Warwick Electronics σε ένα πάρτι γνωριμίας. Παράλληλα, υπήρξε άμεση δέσμευση για βελτίωση του χώρου εργασίας και το παλιό κτήριο της Warwick Electronics ανακαινίστηκε πλήρως.

Ένα δεύτερο σημείο το οποίο πρέπει να προσεχθεί είναι η διαδικασία ανάπτυξης επικοινωνίας που θα δημιουργηθεί με τους «νέους» εργαζόμενους. Η επικοινωνία δε θα πρέπει να βασιστεί αποκλειστικά σε τυπικά κανάλια επικοινωνίας (όπως αφίσες ή ενημερωτικά φυλλάδια) αλλά και σε άτυπες μορφές όπως η τηλεφωνική επαφή, οι μη προγραμματισμένες συναντήσεις, η πρόσωπο με πρόσωπο συζήτηση, η ύπαρξη ενός συμβούλου που θα απαντά στα ερωτήματα των εργαζομένων. Η μεγάλη χρησιμότητα

των άτυπων μορφών έγκειται στο ότι εξασφαλίζουν την άμεση ανατροφοδότηση και κατά συνέπεια την αμφίδρομη ενημέρωση τόσο των εργαζομένων για τις προθέσεις της διοίκησης και της στάσης απέναντι τους, όσο και των διοικητικών στελεχών που χειρίζονται τη διαδικασία ενοποίησης και τους πραγματικούς προβληματισμούς των εργαζομένων και τους φόβους τους για απώλεια των συνηθειών τους και των κεκτημένων τους (απώλεια συνεργατών, αλλαγή εργασιακών συνθηκών, μεταφορά σε άλλες πόλεις, ακόμη και απώλεια εργασίας). Ουσιαστικά με αυτόν τον τρόπο η επιχείρηση – αγοραστής θα καταφέρει να εξασφαλίσει την αρμονική συνεργασία των υπαλλήλων της επιχείρησης – στόχου καθώς θα δείξει πραγματικό ενδιαφέρον για αυτούς. Ακόμα και σε περίπτωση απολύσεων η επιχείρηση μπορεί να βρεθεί στο πλευρό των εργαζομένων, καθώς ο τρόπος που συμπεριφέρεται στους απολυμένους αποτελεί ένδειξη στους εναπομείναντες εργαζόμενους αν και πόσο η επιχείρηση δείχνει πραγματικό ενδιαφέρον για το ανθρώπινο δυναμικό της. Η παροχή βοήθειας προς τους πρόσφατα απολυθέντες να βρουν εκ νέου εργασία, όπως η διενέργεια σεμιναρίων και εκπαίδευσης για την ενίσχυση των προσόντων τους γίνεται προς αυτή τη κατεύθυνση. Ακριβώς με αυτό τον τρόπο ενήργησε η Novartis δημιουργώντας ένα ταμείο βοήθειας που διαχειρίζονταν κεφάλαιο ύψους 71 εκατομμυρίων δολαρίων και το οποίο είχε σκοπό να χρηματοδοτήσει τις επιχειρηματικές δραστηριότητες των υπαλλήλων που απέλυσε.

3.4 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Από το 2003, η δραστηριότητα σχετικά με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές-συμπεριλαμβανομένου των διασυνοριακών συναλλαγών (cross – boarder deals) – είχε αρχίσει να κλιμακώνεται σε ΗΠΑ, Ευρώπη και Ασία. Το 2004 το κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών αυξήθηκε σε 71% σε σχέση με το 2002. Συγκεκριμένα, οι εξαγορές στις ΗΠΑ ανήλθαν το 2004 σε 1,1 τρισεκατομμύρια δολάρια έναντι 517 δισεκατομμυρίων δολαρίων το 2002. Η ευρωπαϊκή δραστηριότητα ακολουθούσε επίσης όμοια κατεύθυνση. Η αξία των ευρωπαϊκών πλειοδοτών ανήλθαν το 2002 στα 758 δισεκατομμύρια δολάρια. Από τις αρχές του 2002 έως το 2005, οι διασυνοριακές (cross – border) συγχωνεύσεις ή εξαγορές αντιπροσώπευαν περισσότερο από το 43% των

συνολικών από ευρωπαίους πλειοδότες και το 13% των συνολικών συγχωνεύσεων και εξαγορών από αμερικάνικες εταιρείες. Ο συνολικός όγκος των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών από κινέζικες εταιρείες αυξήθηκε από 3 δισεκατομμύρια δολάρια το 2002 σε 19 δισεκατομμύρια το 2005¹⁵.

Το έτος 2005¹⁶ πρόκειται να καταγραφεί ως ένα αξιοσημείωτο έτος καθώς ο όγκος των συγχωνεύσεων και εξαγορών είχε αυξηθεί 38%, αγγίζοντας τα 2,9 τρισεκατομμύρια δολάρια μέσα στο 2005 σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Η εξαγορά της χρονιάς ήταν αυτή της Gillette από την Procter & Gamble Co. έναντι 60,8 δισεκατομμυρίων δολαρίων.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη άγγιξαν το 1,1 τρισεκατομμύριο δολάρια, το υψηλότερο σημείο τους από το 2000, σύμφωνα με τους πρώτους υπολογισμούς.

Ο όγκος των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στην Ασία και στον Ειρηνικό έφθασε το ποσό-ρεκόρ των 474,3 δισεκατομμυρίων δολαρίων, σημειώνοντας αύξηση 46%, έναντι 324,5 δισεκατομμυρίων δολαρίων το 2004.

Οι αρχικές δημόσιες εγγραφές μετοχών παγκοσμίως αυξήθηκαν 23% σε 169,6 δισεκατομμύρια δολάρια. Η Ευρώπη, η Αφρική και η Μέση Ανατολή παρουσίασαν τη μεγαλύτερη δραστηριότητα με 66,8 δισεκατομμύρια δολάρια. Η περιοχή της Ασίας και του Ειρηνικού, εξαιρουμένης της Ιαπωνίας, κέρδισαν το προβάδισμα έναντι των ΗΠΑ, αγγίζοντας το ποσό-ρεκόρ των 42,4 δισεκατομμυρίων δολαρίων, συμπεριλαμβανομένης της μεγαλύτερης αρχικής δημόσιας εγγραφής του έτους, την πώληση μετοχών αξίας 9,2 δισεκατομμυρίων δολαρίων από την κρατική China Construction Bank.

Ο όγκος των συγχωνεύσεων και εξαγορών εντός των ΗΠΑ αυξήθηκε 30% έναντι 886,2 δισεκατομμυρίων δολαρίων το 2004. Οι τηλεπικοινωνίες ήταν ο πιο δραστήριος τομέας φέτος με το συνολικό όγκο συγχωνεύσεων και εξαγορών να αγγίζει τα 185 δισεκατομμύρια. Ακολούθησε ο τομέας της υγειονομικής φροντίδας με 119 δισεκατομμύρια δολάρια.

¹⁵ Marina Martynova and Luc Renneboog, «TAKEOVER WAVES: Triggers, Performance and Motives», Tilburg University and European Corporate Governance Institute, September 2005

¹⁶ Πηγή: Ναυτεμπορική, 27 Δεκεμβρίου 2005

Οι βρετανικές επιχειρήσεις εξαγόρασαν τις περισσότερες αμερικανικές εταιρείες, με δραστηριότητα 26,3 δισεκατομμύρια δολάρια το 2005, ενώ ο Καναδάς εξελίχθηκε στο μεγαλύτερο δέκτη αμερικανικών επενδύσεων, αγγίζοντας τα 20,5 δισεκατομμύρια δολάρια.

Ωστόσο, ο όγκος των αμερικανικών συγχωνεύσεων και εξαγορών συρρικνώθηκε κατά 16% από 44 δισεκατομμύρια το 2004. Επίσης μειώθηκε ο αριθμός των συναλλαγών σε 216 έναντι 231 κατά το προηγούμενο έτος. Στην Ευρώπη ο όγκος των εξαγορών και των συγχωνεύσεων σημείωσε αύξηση 49% έναντι των 729,5 δισεκατομμυρίων δολαρίων το 2004. Η δραστηριότητα της Ανατολικής Ευρώπης σχεδόν διπλασιάστηκε, φθάνοντας το ποσό-ρεκόρ των 117,4 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η Ρωσία και η Τουρκία ήταν οι πιο δραστήριες αγορές.

Αναφορικά με το έτος 2011, το παγκόσμιο ρεκόρ εξαγορών και συγχωνεύσεων στον ενεργειακό κλάδο κατέρριψε ο κινεζικός όμιλος Sinopec, θέτοντας σε δεύτερη μοίρα ανταγωνιστές του, όπως η Exxon Mobile και η BP. Συγκεκριμένα, από τον Ιούνιο του 2011 ο κινεζικός γίγαντας στον κλάδο ενέργειας πραγματοποίησε 11 εξαγορές και συγχωνεύσεις εταιριών ανά την υφήλιο, συνολικής αξίας 10,4 δισ. δολαρίων¹⁷

Ωστόσο, σε παγκόσμιο επίπεδο ρεκόρ πτώσης σημείωσαν στο τέταρτο τρίμηνο του έτους 2011 οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις λόγω παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Συγκριμένα, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις του δ' τριμήνου υποχώρησαν 32% στα 375,3 δισ. δολάρια σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, με 41% πτώση στην Ευρώπη. Το 2010 η παγκόσμια δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών είχε καταγράψει άνοδο μόλις 3,3%. Οι προμήθειες επενδυτικών συναλλαγών υποχώρησαν 8% στα 72,6 δισεκατομμύρια δολάρια για το 2011 έναντι του 2010 σε διεθνές επίπεδο. Στην Ευρώπη οι προμήθειες έφτασαν τα 2,57 δισ. δολάρια, καταγράφοντας το χειρότερο τρίμηνο από το 2000¹⁸.

¹⁷ Πηγή: www.express.gr

¹⁸ Πηγή: www.reporter.gr

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4ο

4.1 Η ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ¹⁹,

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν κυρίαρχες εταιρικές στρατηγικές. Η κινητήρια δύναμη πίσω από τις στρατηγικές, σε διεθνές επίπεδο, είναι το έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον στο οποίο λειτουργούν οι επιχειρήσεις, το οποίο τις υποχρεώνει να αναζητήσουν τρόπους για να μειώσουν το κόστος, να δημιουργήσουν οικονομίες κλίμακας, να αυξήσουν το μερίδιο αγοράς και να αυξήσουν την αποδοτικότητα και κερδοφορία τους

Η πρακτική αυτή δεν θα μπορούσε να αφήσει ανεπηρέαστη την ναυτιλιακή βιομηχανία. Η διεθνοποίηση των αγορών κατά τις τελευταίες δεκαετίες έχει οδηγήσει στην απαίτηση για μεγαλύτερη δυνατότητα μεταφοράς εμπορευμάτων μεταξύ των εμπλεκόμενων χωρών. Το γεγονός αυτό οδηγεί σε μια διαρκώς αυξανόμενη ζήτηση για θαλάσσιες μεταφορές. Σε διεθνές επίπεδο, το 90% των μεταφερόμενων αγαθών γίνεται μέσα από τους θαλάσσιους δρόμους. Όπως ήταν αναμενόμενο οδήγησε σε σημαντικές διορθωτικές αλλαγές στην ναυτιλιακή βιομηχανία. Αυτές οι αλλαγές σχετίζονται άμεσα με την δημιουργία συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Ο νέος αιώνας, λόγω της αυξανόμενης ζήτησης για θαλάσσιες υπηρεσίες, ξεκίνησε με ένα μακρύ κατάλογο παραγγελιών για νέα πλοία. Οι υψηλοί ναύλοι προσέφεραν στους πλοιοκτήτες οικονομική ευημερία αλλά και την δυνατότητα να επεκτείνουν τις επιχειρήσεις τους μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Δεδομένου του γεγονότος ότι η ναυτιλιακή βιομηχανία χαρακτηρίζεται από έντονο ανταγωνισμό, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις προσανατολίζονται στην ορθολογική οργάνωση των δραστηριοτήτων τους, στην δημιουργία οικονομιών κλίμακας, στην μείωση του κόστους και κατά συνέπεια στην μείωση των χρηματοοικονομικών τους κινδύνων. Όλα αυτά έρχονται σε συνάρτηση με την επιδίωξη της εταιρείας να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις

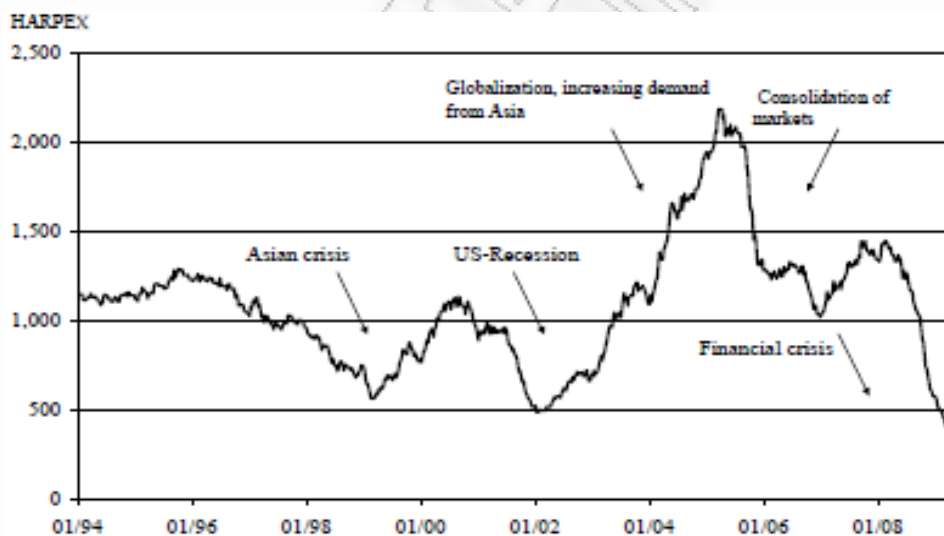
¹⁹ Christian Kammlott , Dirk Schiereck , «Ship of fools or passage to profit? – The value implications of M&A in the international shipping industry», November 2010

των πελατών, στην αντιμετώπιση της παγκόσμιας ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες αλλά και στην καθιέρωση των εταιρειών ως βασικούς παράγοντες της αγοράς²⁰.

Στις μέρες μας, η διεθνοποίηση αποτελεί ένα από τα πλέον πολυσυζητημένα φαινόμενα στο πλαίσιο των παγκόσμιων οικονομικών εξελίξεων. Υπάρχει απαίτηση για αυξημένες μεταφορικές υπηρεσίες μεταξύ των ευρύτερων περιοχών της Ευρώπης, Βόρειας και Νότιας Αμερικής αλλά και της Ασίας. Ενισχύεται η ζήτηση για θαλάσσιες μεταφορικές υπηρεσίες, προκειμένου να καλυφθεί η ζήτηση για πρώτες ύλες, ημικατεργασμένα και τελικά προϊόντα..

Χρησιμοποιώντας σαν παράδειγμα το ύψος των ναύλων στην ναυτιλία εμπορευματοκιβωτίων (container shipping), μπορεί να ειπωθεί ότι η ναυτιλιακή βιομηχανία πάντα υπόκειται σε διακυμάνσεις όπως παρουσιάζεται στην παρακάτω εικόνα.

Πίνακας 2 Διακυμάνσεις Ναύλων



Πηγή: Christian Kammlott , Dirk Schiereck , «Ship of fools or passage to profit? – The value implications of M&A in the international shipping industry», November 2010

²⁰ Merikas Andreas, G.Polemis Dionysios, Triantafyllou Anna, «Mergers and acquisitions in shipping industry», July 2011

Η αυξανόμενη πίεση του διεθνούς ανταγωνισμού σε συνδυασμό με την εξάρτηση από την διεθνή οικονομική κατάσταση, είχαν αντίκτυπο στην ναυτιλιακή βιομηχανία αναφορικά με τα περιθώρια κέρδους καθώς και την ανάληψη χρηματοοικονομικών κινδύνων. Συγκεκριμένα, οι μεγαλύτερες ναυτιλιακές εταιρείες έχουν ανταποκριθεί σε αυτό το φαινόμενο με την δημιουργία συνεργασιών όπως οι παραδοσιακές συμμαχίες ή μέσω μεγαλύτερων πλοίων. Παρά το γεγονός, ότι τα πλοία μεγάλου μεγέθους συνεισφέρουν στην δημιουργία οικονομιών κλίμακας, και ως εκ τούτου μειώνουν το κόστος, ωστόσο, απαιτούν επενδύσεις μεγάλου κεφαλαίου. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερη απαίτηση για απόδοση καθώς τα πάγια έξοδα, το κόστος καυσίμων και των διοικητικών εξόδων δημιουργούν σημαντικές πιέσεις στις ναυτιλιακές εταιρείες για επίτευξη του στόχου τους. Σε αντίθεση με αυτό βρίσκονται οι ακανόνιστες ταμειακές ροές, η πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα σε περιόδους ύφεσης καθώς και προβλήματα που σχετίζονται με την αξιοποίηση της ικανότητας των μεγάλων πλοίων.

Για τον λόγο αυτό, διάφορες ναυτιλιακές εταιρείες έχουν προχωρήσει στην ενδυνάμωση της ανταγωνιστικής τους σχέσης μέσα από την δημιουργία στρατηγικών συμμαχιών και συγχωνεύσεων και εξαγορών. Κατά συνέπεια πολλές συγχωνεύσεις και εξαγορές έλαβαν χώρα στην ναυτιλιακή βιομηχανία τα τελευταία χρόνια. Αυτές οι τάσεις της αγοράς αναφορικά με την σύγκληση έχει επηρεάσει και άλλους τομείς της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Εναλλακτικές συνεργασίες μεταξύ ναυτιλιακών εταιρειών, λιμενικών βιομηχανιών, καθώς και εταιρειών της εφοδιαστικής αλυσίδας, έχουν οδηγήσει στην διαμόρφωση μιας ξεχωριστής κουλτούρας αναφορικά με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές ενδόμυχα στην ναυτιλιακή βιομηχανία. Παράμετροι όπως η δύναμη στην αγορά, οι τάσεις της εφοδιαστικής αλυσίδας και της φιλοσοφίας «πόρτα – πόρτα» (door – to- door) έχουν διαδραματίσει σημαντικό ρόλο.

Ωστόσο, οι τομείς θα πρέπει να εξετάζονται χωριστά. Αρχικά, οι συγχωνεύσεις στον τομέα των logistics είναι δεδομένο ότι δημιουργούν θετικό πλεόνασμα για όλους τους μετόχους όπως αναγνωρίζεται από τις εμπειρικές μελέτες. Σε δεύτερο επίπεδο, οι συγχωνεύσεις μεταξύ ναυτιλιακών εταιρειών φαίνεται να διχάζει τους ακαδημαϊκούς αναλυτές.

4.2 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ²¹.

Οι Panayides και Gong (2002) παρέχουν μια συνοπτική επισκόπηση του φαινομένου. Ανέφεραν ότι η ενοποίηση έχει λάβει χώρα σε όλους τους τομείς της ναυτιλίας, κάνοντας λόγο όχι μόνο σε γνωστές συγχωνεύσεις εταιρειών που δραστηριοποιούνται στην ναυτιλία τακτικών γραμμών (Liner shipping) αλλά επίσης παρέχοντας παραδείγματα για εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην αγορά των δεξαμενοπλοίων (tanker), της χύδην φορτηγού ναυτιλίας (dry bulk), στην αγορά ψυγείων αλλά και διαχείριση πλοίων από τρίτους (third party ship management). Συμφώνησαν στο συμπέρασμα των Midoro και Pitto (2003) ότι οι συμμαχίες δεν ήταν λειτουργικές εξαιτίας προβλημάτων με την κατανομή των αρμοδιοτήτων και την αστάθεια, υποδεικνύοντας τις συγχωνεύσεις και εξαγορές ως έναν προτεινόμενο δρόμο για ανάπτυξη.

Ο Brooks (200b) κατέληξε στο συμπέρασμα, μετά από μια σειρά από λεπτομερές μελέτες – περιπτώσεων στην ναυτιλιακή, εναέρια και σιδηροδρομική βιομηχανία, ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές προσφέρουν στρατηγικά πλεονεκτήματα διαφορετικά από αυτά που προσφέρουν οι συμμαχίες αλλά συγκλίνει στην άποψη πως, και οι δύο περιπτώσεις, δημιουργούν αξία για τους παίκτες εκείνους που επιλέγουν αυτή την πορεία ανάπτυξης έναντι της οργανικής στρατηγικής ανάπτυξης «κάντο μόνος». Δεν είναι ότι η μια στρατηγική είναι καλύτερη από την άλλη, καθεμία προσφέρει μοναδικά πλεονεκτήματα στα διοικητικά στελέχη (managers) που επιδιώκουν να δημιουργήσουν και να διατηρήσουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για τις επιχειρήσεις τους.

Ωστόσο, οι Midoro και Pitto (2000, 39) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι «η σημερινή δομή των στρατηγικών συμμαχιών στον τομέα της ναυτιλίας τακτικών γραμμών είναι εγγενώς ανεπαρκής να αποδώσει τα αναμενόμενα αποτελέσματα τα οποία, με τη σειρά τους, υπονομεύουν σε μεγάλο βαθμό τη σταθερότητα τους». Απέδωσαν την αιτία του φαινομένου αυτού στην αυξημένη πολυπλοκότητα και στον ανταγωνισμό ενδόμυχα της συμμαχίας και ευελπιστούσαν, ως εκ τούτου, ότι οι συγχωνεύσεις θα αποτελούσαν τον δρόμο για την ανάπτυξη για της εταιρείες που

²¹ Dionysios Polemis, Prof. Andreas G. Merikas, «Measuring Post-Merger and Acquisition Performance of Corporations in the Maritime Transport Sector», Department of Maritime Studies, University

δραστηριοποιούνται στην ναυτιλία τακτικών γραμμών έως ότου δημιουργούνταν περισσότερο αποτελεσματικές και σταθερές συμμαχίες.

Οι Heaver et al. (2000) διερεύνησαν το πλήρες εύρος μεταξύ των ναυτιλιακών εταιρειών, των λιμανιών, των εταιρειών φορτοεκφορτώσεων, και των εταιρειών εσωτερικών μεταφορών. Τοποθέτησαν τις συγχωνεύσεις έναντι των συμμαχιών και άλλων μορφών συνεργασίας ως τα εργαλεία εκείνα με τα οποία οι παίκτες μεγιστοποιούν τα κέρδη τους, αυξάνουν το μερίδιο αγοράς, ή αποκτούν τον έλεγχο έναντι ενός ευρύτερου πεδίου της εφοδιαστικής αλυσίδας. Παρέχουν παραδείγματα της πλειοψηφίας και της μειοψηφίας των επενδύσεων στο λιμάνι και στους τερματικούς σταθμούς από τους μεταφορείς, και έφτασαν στο συμπέρασμα ότι η ισορροπία των δυνάμεων μεταξύ των παιχτών έχει μετατοπιστεί προς όφελος των μεταφορέων, αμφισβητώντας τον μελλοντικό ρόλο των λιμένων στην βιομηχανία. Ως μονοπάτια ανάπτυξης για κάθε βιομηχανία, είναι επίσης οι συσχετισμένες και ασυσχέτιστες κινήσεις διαφοροποίησης.

Ωστόσο, τα τελευταία δεκαπέντε χρόνια, στις συνδυασμένες μεταφορές, η σχέση αγοραστή – πωλητή στην ναυτιλία εμπορευματοκιβωτίων (container shipping) έχει γίνει λιγότερο συναλλακτική και περισσότερο υπό την μορφή συνεργασιών καθώς το ενδιαφέρον για την διαχείριση της εφοδιαστικής αλυσίδας έχει έρθει στο προσκήνιο για τους ιδιοκτήτες φορτίων. Καθώς η αξιοπιστία είναι κρίσιμος παράγοντας στην πώληση υπηρεσιών μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων, η οικοδόμηση της εμπιστοσύνης μεταξύ των μερών είναι ουσιαστικής σημασίας για την στρατηγική του JIT (Just – In – Time). Έχει ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη στρατηγικών συμμαχιών μεταξύ των μεταφορέων και των κατασκευαστών. Με αυτόν τον τρόπο, είναι πολύ πιθανό οι μεταφορείς να αναζητήσουν την εξασφάλιση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μέσω της απόκτησης υπηρεσιών Logistics ή μπορεί να οδηγήσει σε μειοψηφικές συμμετοχές μεταξύ φορτωτών και μεταφορέων ή μεταξύ εταιρειών Logistics και μεταφορέων.

Οι Μερίκας Ανδρέας , Πολέμης Διονύσιος, και Τριανταφύλλου Άννα ²² κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ο ναυτιλιακός κλάδος δεν παρουσιάζει διαφορές σε σχέση με τους άλλους κλάδους. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές έχουν πειθαρχικά κίνητρα, καθώς η περιορισμένη κερδοφορία, η αύξηση της αποδοτικότητας του

²² Merikas Andreas, G,Polemis Dionysios, Triantafyllou Anna, «Mergers and acquisitions in shipping industry», July 2011

κεφαλαίου και η εταιρική λειτουργικότητα παρουσίαζαν σημαντική σημασία όπως σε αυτή στην οποία αναφέρθηκαν οι Tzoannos & Samuels (1972), Owen (1997), Trimbath et al (2001) and Dickerson et al (2002), οι οποίοι κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι στόχοι για συγχώνευση αποτελούν οι επιχειρήσεις εκείνες που είναι αναποτελεσματικές και μη κερδοφόρες, σε αντίθεση με τις επιχειρήσεις – αγοραστές που είναι εταιρείες περισσότερο αποδοτικές και κερδοφόρες.

Τα αποτελέσματα της έρευνας τους για δύο ομάδες της ίδιας βιομηχανίας, έδειξαν ότι η εταιρεία-στόχος ήταν για την εταιρεία – αγοραστή μια επένδυση που θα οδηγούσε στην διατήρηση της ανάπτυξης και της εξέλιξης της επιχείρησής τους. Θα πρέπει επίσης να επισημανθεί ότι η πιθανότητα να ολοκληρωθεί η εξαγορά αυξάνεται, όταν για την αγορά η επιχείρηση – στόχος, θεωρείται υποτιμημένη, ενισχύοντας με αυτό τον τρόπο τα ευρήματα των Myers and Majluf, (1984). Από την άλλη πλευρά, ο πιθανός αγοραστής αγνοεί εκείνες τις επιχειρήσεις – στόχους των οποίων τα χρέη είναι υψηλά σε σχέση με το κεφάλαιο ή η δομή του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης βασίζεται σε ίδια κεφάλαιο.

4.3 Η ΕΛΛΗΝΟΚΤΗΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ

Η Ελλάδα είναι ένα από τα ισχυρότερα και πιο σημαντικά ναυτικά κράτη του κόσμου και η εμπορική της ναυτιλία αποτελεί τον στυλοβάτη της εθνικής οικονομίας.

Επί σειρά ετών, ο ελληνόκτητος στόλος κατέχει την πρώτη θέση παγκοσμίως. Σύμφωνα με τα ετήσια στατιστικά στοιχεία που δημοσιεύει η Ελληνική Επιτροπή Ναυτιλιακής Συνεργασίας του Λονδίνου, ο ελληνόκτητος στόλος με 4.161 πλοία άνω των 1.000 κοχ τον Φεβρουάριο του 2009 αντιπροσώπευε το 8,2% του παγκοσμίου στόλου σε αριθμό πλοίων, το 15,2% σε DWT και το 13,2% σε κόρους ολικής χωρητικότητας²³.

Το 2011 η ελληνόκτητος στόλος απαρτιζόταν από 4.717 πλοία και χωρητικότητας 256.174.051 dwt με μέσο όρος ηλικίας τα 15,92 χρόνια. Τα στοιχεία αυτά

²³ Ναυτικό Επιμελητήριο Ελλάδος.

διαμορφώνονται διαφορετικά το 2010 καθώς ο συνολικός αριθμός των πλοίων ήταν 4.665 , χωρητικότητας 242.802.092 dwt και με μέσο όρο ηλικίας τα 16, 4 χρόνια.

Ωστόσο, είναι άξιο προσοχής ότι ο αριθμός των ναυτιλιακών επιχειρήσεων έχει αυξηθεί σε 762 το 2011 έναντι 758 το 2010. Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία και των οικονομιών κλίμακας, η ελληνική ναυτιλία, όπως στους ναυτιλιακούς τομείς άλλων χωρών, θα έπρεπε να συγκεντρωθεί σε λιγότερα χέρια.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει την εξέλιξη των ναυτιλιακών επιχειρήσεων από το 1998 έως το 2011²⁴.

Πίνακας 3 Αριθμός των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων από το 1998 – 2011

GROUP	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
A (25+ vsls)	19	19	23	19	24	25	31	26	28	29	32	31	31	34
B (16-24 vsls)	11	25	22	29	25	31	36	36	30	35	32	35	33	37
C (9-15 vsls)	68	76	85	82	84	69	59	52	64	63	70	80	80	65
D (5-8 vsls)	149	143	140	134	128	138	141	131	137	126	125	123	103	111
E (3-4 vsls)	196	166	189	172	170	158	155	157	146	165	159	161	171	165
F (1-2 vsls)	483	325	376	349	318	308	311	288	288	307	340	343	340	350
Total number of companies	926	754	835	785	749	729	733	690	693	725	758	773	758	762

Πηγή : PETROFIN

Παρά το γεγονός ότι ο αριθμός των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων το 2011 αυξήθηκε σε σχέση με το 2010, ο παραπάνω πίνακας μας βοηθάει να δούμε ολόκληρη την πορεία των εταιρειών κατά την διάρκεια των τελευταίων δεκαετησάρων ετών. Η Ομάδα Α (με επιχειρήσεις που διαχειρίζονται περισσότερα από 25 πλοία)

²⁴ Ted Petropoulos, The anatomy of Greek shipping – insights and prospects, Head, Petrofin Research (PSMI), For Nafs, July 2011

παρουσιάζει αυξητική πορεία καθώς αυξήθηκαν από 19 σε 31. Μεγάλη εντύπωση προκαλεί η Ομάδα Β (εταιρείες που διαχειρίζονται 16- 24 πλοία) όπου παρουσιάζει την μεγαλύτερη αύξηση. Καθ' όλη την διάρκεια των δεκατεσσάρων ετών παρουσιάζουν αυξητική πορεία καθώς το 1998 αριθμούσαν τις 11 εταιρείες ενώ το 2011 έφτασαν τις 33. Η Ομάδα C (επιχειρήσεις που διαχειρίζονται 9-15 πλοία) παρουσιάζει διάφορες διακυμάνσεις φθάνοντας το 2011 να αριθμούν τις 65 εταιρείες. Η Ομάδα D (επιχειρήσεις που διαχειρίζονται 5-8 πλοία) επίσης παρουσιάζει διακυμάνσεις. Η πορεία της σε γενικές γραμμές παρουσιάζεται πτωτική με μόνη εξαίρεση από το 2002- 2004 που αυξήθηκαν από 128 σε 141 καθώς και 2005 – 2006 που αυξήθηκαν από 131 σε 137. Η Ομάδα E (επιχειρήσεις που διαχειρίζονται 3-4 πλοία) παρουσιάζει σε γενικές γραμμές πτωτική πορεία και το 2011 αριθμούσε τις 165 εταιρείες. Τέλος, η Ομάδα F (οι μονοβάπορες εταιρείες ή διαχείρισης 2 πλοίων), αποτελεί την ραχοκοκαλιά της ελληνόκτητης ναυτιλίας. Αποτελούν την πλειοψηφία των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων αλλά παρόλα αυτά παρουσιάζουν πτώση. Το 1998 αριθμούσαν τις 483 εταιρείες ενώ το 2011 ήταν 350.

Ο Ted Petropoulos²⁵ αναφέρει χαρακτηριστικά σχετικά με τις συγχωνεύσεις των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων, ότι οι φιλοδοξίες των Ελλήνων πλοιοκτητών επισκιάζονται μόνο από τα παραφουσκωμένα εγώ τους. Ως εκ τούτου, ακόμα και εταιρείες που βρίσκονται στα πρόθυρα της καταστροφής, προτιμούν να παλέψουν μόνες τους, παρά να προχωρήσουν σε συγχώνευση με άλλες ώστε να μειώσουν το κόστος και να βελτιώσουν τις προοπτικές επιβίωσης τους.

4.4 Η ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΤΗΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑ

Δεν βλέπει συγχωνεύσεις και εξαγορές μεγάλων, η Drewry, σύμφωνα με το τελευταίο ενημερωτικό της σημείωμα, παρά το γεγονός πως βρίσκονται στο κόκκινο, και το 2012 θα αποδειχθεί εξαιρετικά ζημιογόνο. Η Drewry, επίσης, δεν βλέπει

²⁵ Ted Petropoulos, The anatomy of Greek shipping – insights and prospects, Head, Petrofin Research (PSMI), For Nafs, July 2011

εκκωφαντικές χρεοκοπίες και θυμίζει πως οι μεγάλοι παικτες κατάφεραν να επιβιώσουν το 2009 ανατρέποντας τα προγνωστικά. Δεν αποκλείει όμως την χρεοκοπία μικρών.

Εν τω μεταξύ ανησυχητικά είναι τα στοιχεία της Alphaliner όσον αφορά τους παροπλισμούς καθώς τον Ιανουάριο του 2012 η παροπλισθείσα χωρητικότητα έφθασε τα 210 πλοία και 526.000 teu καταγράφοντας θεαματική αύξηση της τάξης του 28% σε ένα μήνα, με τα περισσότερα πλοία που παροπλίζονται να είναι τα μικρομεσαία με μέσο όρο τα 2.500 teu, καθώς οι εταιρείες έχουν προχωρήσει στην αναδιάταξη των δρομολογίων τους και όπως αναμένεται ρίχνουν στην αγορά μεγαλύτερα πλοία τα οποία παραλαμβάνουν συνεχώς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5ο

5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η εμπειρική μελέτη αναλύει τα οικονομικά στοιχεία όλων των ολοκληρωμένων συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ 2000 και 2009, στο τομέα των θαλάσσιων μεταφορών σε παγκόσμιο επίπεδο. Το δείγμα αποτελείται από 12 εξαγοράστριες εταιρείες. Πηγή των οικονομικών καταστάσεων που συλλέχθηκαν και αξιολογήθηκαν τα προς μελέτη στοιχεία είναι η βάση δεδομένων της Bloomberg. Στα στοιχεία αυτά περιλαμβάνονται όλες οι οικονομικές καταστάσεις, όπως, Ισολογισμός, Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως, Ταμειακές ροές δήλωση βασικών χρηματοοικονομικών δεικτών (όπου παρέχονται από τη βάση δεδομένων του Bloomberg). Οικονομικά στοιχεία από άλλες βάσεις δεδομένων όπως, DataStream δεν χρησιμοποιήθηκαν λόγω του γεγονότος ότι τα προς χρήση και αξιολόγηση λογιστικά στοιχεία υπολογίζονται με διαφορετικό τρόπο, προκαλώντας παραπλανητικά αποτελέσματα.

5.1.1 ΣΚΟΠΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Ο σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να προσδιορίσει την οικονομική κατάσταση της εξαγοράζουσας εταιρείας πριν και μετά την απορρόφηση της εταιρείας 'στόχο' και να παρατηρήσει την συμπεριφορά των οικονομικών δεικτών της κάθε εταιρείας μετά την εξαγορά. Χρησιμοποιώντας μια βάση δεδομένων όλων των Σ & Ε που αφορούν θαλάσσιες μεταφορές εταιρειών, σε παγκόσμια κλίμακα από 1 Ιανουαρίου 2000 έως 31 Δεκεμβρίου 2009.

5.1.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Η εμπειρική μελέτη της παρούσας εργασίας έχει εστιάσει στην συμπεριφορά των οικονομικών δεικτών 12 ναυτιλιακών εταιρειών που πραγματοποίησαν συγχωνεύσεις κατά τα έτη 2000 με 2009. Αρχικά με την βοήθεια της περιγραφικής στατιστικής προκειμένου να γίνουν πιο αντιληπτά τα βασικά στατιστικά μετρά (μέση τιμή, διακύμανση, μέγιστη και ελαχίστη τιμή) των προς εξέταση δεικτών και στη συνέχεια με τη μέθοδο Independent t-test του στατιστικού προγράμματος SPSS προσπαθήσαμε να αποδείξουμε την επιρροή των δεικτών από την πράξη της συγχώνευσης. Βασικό στοιχείο για την διεξαγωγή των συμπερασμάτων είναι σύγκριση των μέσων τιμών πριν και μετά το έτος συγχώνευσης των δεικτών: Profit Margin , equity ratio,entr value, gross margin ,ROA,ROCE , Cash ratio , Quick ratio , Current ratio , Ev/EBITDA, Lt. Dept /Common Equity , LT Debt/Total Capital, LT Debt/Total Assets, Total Debt/Common Equity, Total Debt/Tangible Book Value, Total Debt/Total Equity, Total Debt/Total Capital, Total Debt/Total Assets, Total Debt/Market Cap.

5.1.2.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΙΚΤΩΝ

Profit Margin : Μια αναλογία της κερδοφορίας υπολογίζεται ως το καθαρό εισόδημα διαιρούμενο με τα έσοδα,

Equity Ratio: Ο χρηματοοικονομικός δείκτης που μετρά τη χρήση μιας εταιρείας των ιδίων κεφαλαίων μετόχων »για τη χρηματοδότηση πράξεων. Ο δείκτης υπολογίζεται από τη διαίρεση του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας από το σύνολο του ενεργητικού της.

Enterprise Value : Ένας δείκτης για το τι πιστεύει η αγορά ότι αξίζουν οι εργασίες της εταιρεία. Κεφαλαιοποίηση της εταιρείας - ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα ,προνομιούχες μετοχές κτλ). Ο αριθμός είναι σημαντικός τόσο για τους μεμονωμένους επενδυτές όσο και τους δυνητικούς αγοραστές που εξετάζουν μια πιθανή εξαγορά.

Gross Margin: Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους που ισούται με το ακαθάριστο εισόδημα διαιρούμενο με τις καθαρές πωλήσεις, και εκφράζεται ως ποσοστό. Το μικτό περιθώριο είναι μια καλή ένδειξη του πόσο επικερδής είναι μια εταιρεία. Οι εταιρείες με υψηλότερο περιθώριο μικτού κέρδους θα έχουν περισσότερα χρήματα για να περάσουν σε άλλες επιχειρηματικές δραστηριότητες, όπως η έρευνα και ανάπτυξη ή την εμπορία.

ROA : Ο δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού μετράει την απόδοση του συνόλου του ενεργητικού για μια επιχείρηση και δείχνει κατά πόσο είναι αποτελεσματική. Θεωρείται αρκετά σημαντικός δείκτης για τις επιλογές των επενδυτών και των μετόχων. (Καθαρά Κέρδη/Σύνολο Ενεργητικού)

Return on Capital Employed ROCE : Ένας δείκτης που δείχνει την αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα των επενδύσεων κεφαλαίου μιας εταιρείας.

Cash Ratio : Δείκτης αναλογίας μετρητών οπύ μετρά το βαθμό στον οποίο μία εταιρεία ή άλλη οντότητα μπορεί να ρευστοποιήσει περιουσιακά στοιχεία γρήγορα και να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Επίσης, ονομάζεται δείκτης ρευστότητας.

Quick Ratio : Δείκτης μέτρου ρευστότητας μιας επιχείρησης και ικανότητας να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της. Συχνά αναφέρεται ως οξέος δοκιμή αναλογία,

λαμβάνεται με την αφαίρεση από τα αποθέματα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία και στη συνέχεια διαιρώντας τις τρέχουσες υποχρεώσεις. Θεωρείται ως ένδειξη της οικονομικής δύναμης ή αδυναμίας της εταιρείας

Current Ratio : Ο δείκτης αυτός κυρίως χρησιμοποιείται για να δώσει μια ιδέα για την ικανότητα της εταιρείας να εξοφλήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (χρέος και υποχρεώσεις) με βραχυπρόθεσμα στοιχεία ενεργητικού της (μετρητά, απαιτήσεις). Όσο υψηλότερη είναι η τρέχουσα αναλογία, τόσο περισσότερο ικανή είναι η εταιρεία να πληρώσει τις υποχρεώσεις της.

EV / EBITDA : Χρηματοοικονομικός δείκτης που μετρά την επιστροφή της εταιρείας στις επενδύσεις.

Lt Dept/Common Equity : Δείκτης μέτρου χρηματοοικονομικής μόχλευσης της εταιρείας. Χρέους / ιδίων κεφαλαίων ισούται με το μακροπρόθεσμο χρέος διαιρούμενο με ίδια κεφάλαια των κοινών μετόχων. Συνήθως χρησιμοποιείται το προηγούμενο οικονομικό έτος . Η επένδυση σε μια εταιρεία με το υψηλότερο χρέος / αναλογία των ιδίων κεφαλαίων μπορεί να είναι πιο επικίνδυνη, ειδικά σε περιόδους ανόδου των επιτοκίων, λόγω των επιπλέον τόκων που πρέπει να καταβληθεί για το χρέος.

Lt Dept/Total Capital : Δείκτης μέτρησης μόχλευσης της εταιρείας. Ο συγκεκριμένος δείκτης συγκρίνει το συνολικό χρέος της επιχείρησης με το σύνολο του κεφαλαίου της. Το σύνολο των κεφαλαίων είναι το ποσό των διαθέσιμων κεφαλαίων που η εταιρεία μπορεί να χρησιμοποιήσει για τη χρηματοδότηση έργων και άλλες λειτουργίες. Υπολογίζεται διαιρώντας το χρέος από το ποσό του χρέους και ιδίων κεφαλαίων. Ένας υψηλός δείκτης κεφαλαιακού χρέους δηλώνει ότι ένα υψηλό ποσοστό του κεφαλαίου μιας εταιρείας αποτελείται από το χρέος

Lt Dept/Total Assets: Μια ευρεία αναλογία που χρησιμοποιείται για τη μέτρηση του ποσοστού των στοιχείων του ενεργητικού μιας εταιρείας που χρηματοδοτούνται από το χρέος, προκειμένου να καθοριστεί ο συνολικός οικονομικός κίνδυνος της επιχείρησης.

Total Dept/Tangible Book Value : Δείκτης τρέχουσας αξία της επένδυσης στην αγορά..

Total Debt/Total Equity, Total Debt/Total Capital : Δείκτες μέτρου της σχέσης μεταξύ του κεφαλαίου που παρέχεται από τους πιστωτές και την εισφορά κεφαλαίου από τους μετόχους.

Total Debt/Total Assets : Δείκτης συνολικού χρέους της εταιρείας σε συνάρτηση με το συνολικό του ενεργητικού της

Total Debt/Total Market Cap : Ο συγκεκριμένος δείκτης αντιπροσωπεύει τη συνολική αξία μιας εταιρείας Είναι προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό του αριθμού των μετοχών από την τρέχουσα τιμή τους ανά μετοχή

5.1.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΔΕΙΚΤΩΝ

Προκειμένου να καλυφθεί με τον καλύτερο δυνατό τρόπο όλο το εύρος των δεικτών

➤ PROFITABILITY RATIOS

Η έννοια της αποδοτικότητας αναφέρεται στην ικανότητα και τις επιλογές μιας επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη από το σύνολο των δραστηριοτήτων της. Επειδή με τους δείκτες αυτούς κρίνεται ουσιαστικά το αποτέλεσμα από τη συνολική λειτουργία μιας οικονομικής μονάδας. Συνηθίζεται η έννοια της αποδοτικότητας να ταυτίζεται και με την έννοια της αποτελεσματικότητας της διοίκησης μιας επιχείρησης. Η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει τους αριθμοδείκτες οι οποίοι εξυπηρετούν τις ανάγκες αναλύσεως της δυναμικής εικόνας της επιχειρηματικής προσπάθειας και του αποτελέσματος που προκύπτει από τη λειτουργία της οικονομικής μονάδας. Τα στοιχεία που είναι αναγκαία για την κατάρτιση των αριθμοδεικτών αυτών αντλούνται βασικά από τους λογαριασμούς οργανικών, κατά είδος, εξόδων και εσόδων (ομάδες 6 και 7 του λογιστικού σχεδίου), γενικής εκμετάλλευσης και αποτελεσμάτων (ομάδα 8 του λογιστικού σχεδίου). Τα αποτελέσματα των δεικτών αποδοτικότητας είναι ενδεικτικά για τη διαχρονική πορεία παρουσίασης κερδών μιας επιχείρησης, γεγονός που συνδέεται άρρηκτα με τη μακροχρόνια βιωσιμότητα της, ενώ επηρεάζουν σημαντικά την άποψη

όλων των ομάδων που σχετίζονται και ενδιαφέρονται για την επιχείρηση, όπως μέτοχοι ,εργαζόμενοι , πιστωτικά ιδρύματα, πελάτες κτλ.

➤ **LIQUIDITY RATIOS**

Οι δείκτες στην κατηγορία αυτή ονομάζονται δείκτες ρευστότητας .Η έννοια της ρευστότητας αναφέρεται στην ικανότητα μίας επιχείρησης να μπορεί να ικανοποιεί τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της και να διαθέτει επιπλέον χρηματικά διαθέσιμα, ώστε να μπορεί να αντιμετωπίζει έκτακτες ταμειακές εκροές και έξοδα ή να είναι σε θέση να εκμεταλλεύεται επιχειρηματικές ευκαιρίες που τις δίδονται. Το να κατέχει μμετρητά διαθέσιμα μια οικονομική μονάδα είναι πολύ σημαντικό για τη βραχυχρόνια επιβίωση της, αφού σε ομαλές και υγιείς οικονομικά συνθήκες, θα πρέπει το κυκλοφορούν ενεργητικό της επιχείρησης να καλύπτει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της ή διαφορετικά , τα χρήματα που της οφείλουν οι πελάτες της να είναι περισσότερα από αυτά που οφείλει η ίδια σε τρίτους και προμηθευτές. Όπως γίνεται κατανοητό, κάθε επιχείρηση καλείται τη σύγχρονη εποχή να εφαρμόζει αυτή την πελατειακή πολιτική πιστώσεων που θα της εξασφαλίσει ένα ελάχιστο ποσό ρευστότητας, που θα είναι ικανό να καλύψει τα τρέχοντα έξοδα της.

Παρατηρώντας τα παραπάνω μπορεί να παρατηρήσει κανείς ότι τίθεται στην κρίση και στις επιλογές κάθε αποτελεσματικής διοίκησης να εξασφαλίσει ένα ελάχιστο ταμειακών εισροών, προκειμένου το επίπεδο ρευστότητας που διαθέτει η επιχείρηση να καλύπτει τις τρέχουσες ταμειακές της υποχρεώσεις.

➤ **FINANCIAL LEVERAGE RATIOS**

Η κατηγορία αυτή δείχνει το ποσοστό της μεταβολής των καθαρών λειτουργικών κερδών προς διάθεση στους μετόχους από την μεταβολή των καθαρών κερδών προ φόρων και χρηματοοικονομικών εξόδων . Στην περίπτωση, που ο δείκτης οικονομικής μόγλευσης είναι μεγαλύτερος της μονάδας , τότε η επίδραση από τη χρήση ξένων

κεφαλαίων στα κέρδη της επιχείρησης είναι θετική και επωφελείς γι' αυτήν. Όταν ισούνται με τη μονάδα, τότε η επίδραση των ξένων κεφαλαίων στα κέρδη είναι μηδενική και δεν υπάρχει οικονομική ωφέλεια για την επιχείρηση.

➤ **PERFORMANCE RATIOS**

Οικονομικοί Δείκτες Απόδοσης χρησιμοποιείται για να απεικονίσει την απόδοση μιας επιχείρησης. Τα ποσοστά αυτά προκύπτουν από τα στοιχεία του οικονομικού απολογισμού. Για να αποκομίσει οικονομικό δείκτη, μία μεταβλητή της χρηματοοικονομικής κατάστασης χωρίζεται από το άλλο. Δείχνει τη σχέση μεταξύ δύο οικονομικών μεταβλητών. Μια οικονομική σχέση είναι ένα σημαντικό εργαλείο για τις μικρές επιχειρήσεις και τα στελέχη για τη μέτρηση της προόδου για την επίτευξη των στόχων στοχευμένες. Μερικές από τις σημαντικές οικονομικές σχέσεις που μια επιχείρηση θα ήθελε να αναλύσει:

5.2 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΜΕΓΕΘΩΝ

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι εξαγοράζουσες εταιρείες και η περίοδος που πραγματοποιήθηκε η εξαγορά.

Πίνακας 4 : Εξαγοράζουσες εταιρείες –εταιρείες στόχοι

Acquirer	Target	Years of Event
AP Moller-Maersk A/S	Brostrom AB	2008
Attica Group	Blue Star	2007
CMA CGM SA	Cheng Lie Navigation Co	2007
CMA CGM SA	CIE Marocaine De Navigation	2007
Mitsui OSK Lines Ltd	Kansai Kisen KK	2009
Nippon Yusen	Taiheyo Kaiun Co Ltd	2009
Frontline Ltd	ICB Shipping AB	2006
Overseas Shipholding Gr	Maritrans Inc	2006
CP Ships Ltd	Navigazione Montainari SPA	2002
Samudera Shipping Line Ltd	Samudera Indonesia Singapore	2003
TEEKAY Corporation	Teekay Petrojarl ASA	2006
CAIANO AS	Wilson ASA	2006
Kumpulan Sime Darby	Jaya Holdings Ltd	2004

Πηγή : Bloomberg

5.3 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ & ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Το πλήθος των συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν κατά τα έτη 2000 έως 2009 στις 12 ναυτιλιακές εταιρείες μελέτης προκάλεσε μεταβολές των λειτουργικών δεικτών αποδοτικότητας σε συνδυασμό με τις αναλογίες αποτίμησης των επιχειρήσεων.

Με την βοήθεια της περιγραφικής στατιστικής στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα βασικά στατιστικά μέτρα των δεικτών σε όλα τα στάδια

1. Ένα έτος πριν την συγχώνευση
2. Το έτος συγχώνευσης
3. Ένα έτος μετά την συγχώνευση

Το πλήθος των παρατηρήσεων κάθε δείκτη κυρίως είναι δώδεκα, όσες και οι ναυτιλιακές εταιρείες που μελετάμε, εκτός από κάποιες περιπτώσεις όπου υπάρχουν ελλείπουσες τιμές και το πλήθος των παρατηρήσεων είναι μικρότερο. Τα στατιστικά μετρά που παρουσιάζονται στον πίνακα 5 είναι η μέση τιμή των τιμών των δεικτών όλων των εταιρειών, η τυπική απόκλιση των παρατηρήσεων από τη μέση τιμή, η μέγιστη και η ελάχιστη τιμή που παρουσίασε ο κάθε δείκτης το έτος πριν την συγχώνευση.

Πίνακας 5 : Στατιστικά μέτρα δεικτών ένα έτος πριν την συγχώνευση

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Profit_Margin	12	2,5702	46,4688	14,731392	15,3329530
Equity_ratio	12	21,5064	62,5053	41,794533	15,6477985
Ent_Value	11	90,5912	59045,5700	9781,190164	1,6801570E4
Gross_Margin	8	12,2568	64,8638	31,358038	18,0637202
ROA	10	2,22	15,42	7,2574	4,69011
ROCE	10	7,009	74,316	22,60183	20,901542
Cash_ratio	12	,1072	1,4265	,531733	,3492506
Quick_Ratio	12	,4216	2,6165	1,047317	,5915248

Current_ratio	12	,6978	2,9112	1,554008	,7237237
EV_EBITDA	9	4,5193	15,2050	8,103467	3,3877453
EV_BOOK	10	,8833	8,5740	3,030470	2,3702699
LTDEPT_ComEg	12	19,9091	392,5438	122,203108	110,7222998
Ltdept_TotalCap	12	6,1090	61,3543	34,111725	17,1481181
Ltdept_totalas	12	11,8314	63,0181	31,620733	15,2729419
TotalDept_comEquit	12	21,2727	427,9590	146,490400	123,2949040
TotalDep_tangibleV al	11	,2755	3,1739	1,297209	,9204592
TotalDpt_TotalEqu	12	21,1191	278,2355	119,343375	88,6868930
TotalDept_TotalCap	12	17,4367	73,5614	47,468117	19,7504790
TotalDept_TotalAss et	12	12,6418	68,7035	38,086600	16,9568382
TotalDept_MarketC ap	10	,1842	1,3640	,764800	,4108829
Valid N (listwise)	6				

Πηγή: Επεξεργασία συγγραφέα

Στον πίνακα 6 παρουσιάζονται τα ίδια στατιστικά μετρά κατά το έτος της συγχώνευσης. Συγκριτικά με τις τιμές των δεικτών ένα έτος πριν την συγχώνευση παρατηρούνται αρνητικές τιμές σε μέσες τιμών δεικτών κάτι που δεν παρατηρήθηκε ένα χρόνο πριν πραγματοποιηθεί η συγχώνευση, ενώ όλοι οι δείκτες παρουσιάζουν αρνητική ελάχιστη τιμή. Η τυπική απόκλιση των παρατηρήσεων από την μέση τιμή κατά το έτος συγχώνευσης είναι αρκετά μικρότερη από ότι ήταν ένα χρόνο πριν. Παρατηρείται, λοιπόν μεγαλύτερη ομοιομορφία των τιμών των δεικτών κατά το έτος της συγχώνευσης

Πίνακας 6 : Στατιστικά μέτρα δεικτών κατά το έτος της συγχώνευση

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Profit_Margin	10	-,5500	,9900	-,109000	,4419515
Equity_ratio	12	-,4700	,1800	-,044167	,1863261
Ent_Value	11	-,3300	,7400	,135455	,2880404
Gross_Margin	8	-,1400	,2000	-,060000	,1166190
ROA	9	-,62	1,27	-,1389	,56704
ROCE	10	-,570	,930	-,15600	,441190
Cash_ratio	12	-,4300	1,6500	,135000	,6143955
Quick_Ratio	12	-,2800	1,2600	,050000	,4151889
Current_ratio	12	-,2900	,6500	,009167	,2563541
EV_EBITDA	9	-,5000	1,1800	,325556	,5288693
EV_BOOK	10	-,3500	,5700	,032000	,2941957
LTDEPT_ComEg	12	-,2800	1,3900	,220000	,5739021
Ltdept_TotalCap	12	-,1400	9,7500	,915833	2,7981437
Ltdept_totalas	12	-,1400	,9800	,080000	,3045712
TotalDept_comEquit	12	-,2600	1,2900	,192500	,5323212
TotalDept_tangibleValue	11	-3,1000	1,4400	-,161818	1,0864789
TotalDpt_TotalEqu	12	-,3100	1,3100	,165833	,5541325
TotalDept_TotalCap	12	-,1400	,8800	,080833	,2712080
TotalDept_TotalAsset	12	-,2100	,9000	,061667	,2838961
TotalDept_MarketCap	10	-,3900	,9600	,181000	,4447833
Valid N (listwise)	5				

Πηγή: Επεξεργασία συγγραφέα

Οι τιμές των δεικτών ένα έτος μετά τη συγχώνευση παρουσιάζονται στον πίνακα 7 βελτιωμένες όσο αφορά την μέση τιμή (δεν παρατηρούνται αρνητικές τιμές), μόνο 3 δείκτες παρουσιάζουν αρνητική ελάχιστη τιμή ενώ η τυπική απόκλιση των

παρατηρήσεων έχει αυξηθεί με αποτέλεσμα οι τιμές των δεικτών ένα χρόνο μετά τη συγχώνευση να παρουσιάζουν μεγαλύτερη διασπορά.

Πίνακας 7 : Στατιστικά μέτρα δεικτών ένα έτος μετά τη συγχώνευση

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Profit_Margin	12	-2,7024	43,8808	10,310508	13,8362172
Equity_ratio	12	11,8543	64,1365	39,814908	16,0451081
Ent_Value	12	98,5278	50696,6900	9485,369392	1,3967181E4
Gross_Margin	8	16,7412	84,9457	28,888138	23,1488230
ROA	12	-2,04	13,66	4,1084	4,29767
ROCE	12	-4,711	102,360	16,61802	28,232955
Cash_ratio	12	,1073	2,3555	,608725	,6888566
Quick_Ratio	12	,4128	3,2012	1,134600	,8716428
Current_ratio	12	,8398	3,7729	1,594950	,9141522
EV_EBITDA	9	2,5843	16,2679	11,099911	4,2676268
EV_BOOK	11	,7899	14,3046	3,449673	3,7280212
LTDEPT_ComEg	12	23,1602	604,4180	139,971742	159,0130307
Ltdept_TotalCap	12	13,4939	78,8647	43,131500	18,6973181
Ltdept_totalas	12	11,0145	71,6494	34,667725	17,0790671
TotalDept_comEquit	12	33,6161	666,3988	160,154600	175,1066976
TotalDep_tangibleVal	11	,3392	3,1831	1,447427	1,0148819
TotalDpt_TotalEqu	12	27,2679	666,3988	152,090492	175,1047942
TotalDept_TotalCap	12	21,4256	86,9520	49,745933	19,6680975
TotalDept_TotalAsset	12	16,5753	78,9968	39,774858	17,6202658
TotalDept_MarketCap	11	,1941	1,5807	,749682	,4178997

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Profit_Margin	12	-2,7024	43,8808	10,310508	13,8362172
Equity_ratio	12	11,8543	64,1365	39,814908	16,0451081
Ent_Value	12	98,5278	50696,6900	9485,369392	1,3967181E4
Gross_Margin	8	16,7412	84,9457	28,888138	23,1488230
ROA	12	-2,04	13,66	4,1084	4,29767
ROCE	12	-4,711	102,360	16,61802	28,232955
Cash_ratio	12	,1073	2,3555	,608725	,6888566
Quick_Ratio	12	,4128	3,2012	1,134600	,8716428
Current_ratio	12	,8398	3,7729	1,594950	,9141522
EV_EBITDA	9	2,5843	16,2679	11,099911	4,2676268
EV_BOOK	11	,7899	14,3046	3,449673	3,7280212
LTDEPT_ComEg	12	23,1602	604,4180	139,971742	159,0130307
Ltdept_TotalCap	12	13,4939	78,8647	43,131500	18,6973181
Ltdept_totalas	12	11,0145	71,6494	34,667725	17,0790671
TotalDept_comEquit	12	33,6161	666,3988	160,154600	175,1066976
TotalDep_tangibleVal	11	,3392	3,1831	1,447427	1,0148819
TotalDpt_TotalEqu	12	27,2679	666,3988	152,090492	175,1047942
TotalDept_TotalCap	12	21,4256	86,9520	49,745933	19,6680975
TotalDept_TotalAsset	12	16,5753	78,9968	39,774858	17,6202658
TotalDept_MarketCap	11	,1941	1,5807	,749682	,4178997
Valid N (listwise)	6				

Πηγή: Επεξεργασία συγγραφέα

Με την διαδικασία Descriptive παρουσιάστηκαν τα βασικά στατιστικά μέτρα των οικονομικών δεικτών ένα έτος πριν, κατά, και ένα έτος μετά τη συγχώνευση. Με τη διαδικασία Independent T -Test του SPSS θα ελέγξουμε την υπόθεση ισότητας των μέσων τιμών των δεικτών ανά χρονικά ζεύγη. Σκοπός αυτού του έλεγχου είναι να διαπιστωθεί η στατιστική σημαντικότητα των συγχωνεύσεων.

Προκειμένου να πραγματοποιηθεί ο έλεγχος με τη βοήθεια του test υποθέτουμε την ανεξαρτησία των δειγμάτων που θα χρησιμοποιηθούν στην μελέτη, το πλήθος των παρατηρήσεων της μελέτης είναι μεγαλύτερο από 30.

Πίνακας 8 : Μέση τιμή δεικτών

Group Statistics					
	mergen_years	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Profit_Margin	Πρίν την συγχώνευση	12	14,731392	15,3329530	4,4262423
	Μετά την συγχώνευση	12	10,310508	13,8362172	3,9941719
Equity_ratio	Πρίν την συγχώνευση	12	41,794533	15,6477985	4,5171303
	Μετά την συγχώνευση	12	39,814908	16,0451081	4,6318238
Ent_Value	Πρίν την συγχώνευση	11	9781,190164	16801,5697809	5065,8638957
	Μετά την συγχώνευση	12	9485,369392	13967,1807299	4031,9777771
Gross_Margin	Πρίν την συγχώνευση	8	31,358038	18,0637202	6,3864895
	Μετά την συγχώνευση	8	28,888138	23,1488230	8,1843449
ROA	Πρίν την συγχώνευση	10	7,2574	4,69011	1,48314
	Μετά την συγχώνευση	12	4,1084	4,29767	1,24063
ROCE	Πρίν την συγχώνευση	10	22,60183	20,901542	6,609648
	Μετά την συγχώνευση	12	16,61802	28,232955	8,150152
Cash_ratio	Πρίν την συγχώνευση	12	,531733	,3492506	,1008200
	Μετά την συγχώνευση	12	,608725	,6888566	,1988558
Quick_Ratio	Πρίν την συγχώνευση	12	1,047317	,5915248	,1707585
	Μετά την συγχώνευση	12	1,134600	,8716428	,2516216
Current_ratio	Πρίν την συγχώνευση	12	1,554008	,7237237	,2089210
	Μετά την συγχώνευση	12	1,594950	,9141522	,2638930
EV_EBITDA	Πρίν την συγχώνευση	9	8,103467	3,3877453	1,1292484
	Μετά την συγχώνευση	9	11,099911	4,2676268	1,4225423
EV_BOOK	Πρίν την συγχώνευση	10	3,030470	2,3702699	,7495452
	Μετά την συγχώνευση	11	3,449673	3,7280212	1,1240407
LTDEPT_ComEg	Πρίν την συγχώνευση	12	122,203108	110,7222998	31,9627748
	Μετά την συγχώνευση	12	139,971742	159,0130307	45,9031080
Ltdept_TotalCap	Πρίν την συγχώνευση	12	34,111725	17,1481181	4,9502353
	Μετά την συγχώνευση	12	43,131500	18,6973181	5,3974508
Ltdept_totalas	Πρίν την συγχώνευση	12	31,620733	15,2729419	4,4089186
	Μετά την συγχώνευση	12	34,667725	17,0790671	4,9303020
TotalDept_comEquit	Πρίν την συγχώνευση	12	146,490400	123,2949040	35,5921730
	Μετά την συγχώνευση	12	160,154600	175,1066976	50,5489495
TotalDep_tangibleVal	Πρίν την συγχώνευση	11	1,297209	,9204592	,2775289
	Μετά την συγχώνευση	11	1,447427	1,0148819	,3059984
TotalDpt_TotalEqu	Πρίν την συγχώνευση	12	119,343375	88,6868930	25,6017008
	Μετά την συγχώνευση	12	152,090492	175,1047942	50,5484000
TotalDept_TotalCap	Πρίν την συγχώνευση	12	47,468117	19,7504790	5,7014722
	Μετά την συγχώνευση	12	49,745933	19,6680975	5,6776907
TotalDept_TotalAsset	Πρίν την συγχώνευση	12	38,086600	16,9568382	4,8950175
	Μετά την συγχώνευση	12	39,774858	17,6202658	5,0865326
TotalDept_MarketCap	Πρίν την συγχώνευση	10	,764800	,4108829	,1299326
	Μετά την συγχώνευση	11	,749682	,4178997	,1260015

Πηγή: Επεξεργασία συγγραφέα

Στον πίνακα 8 παρουσιάζονται συγκεντρωτικά οι μέσες τιμές των δεικτών των 12 εταιρειών μελέτης, πριν και μετά το έτος συγχώνευσης, οι τυπικές αποκλίσεις και τα τυπικά σφάλματα. Οι διαφορές των μέτρων αυτών πριν και μετά το έτος συγχώνευσης σε άλλους τους δείκτες παρουσιάζουν αύξηση και σε άλλους μείωση.

Πίνακας 9 – Independent t test

Πηγή: Επεξεργασία συγγραφέα

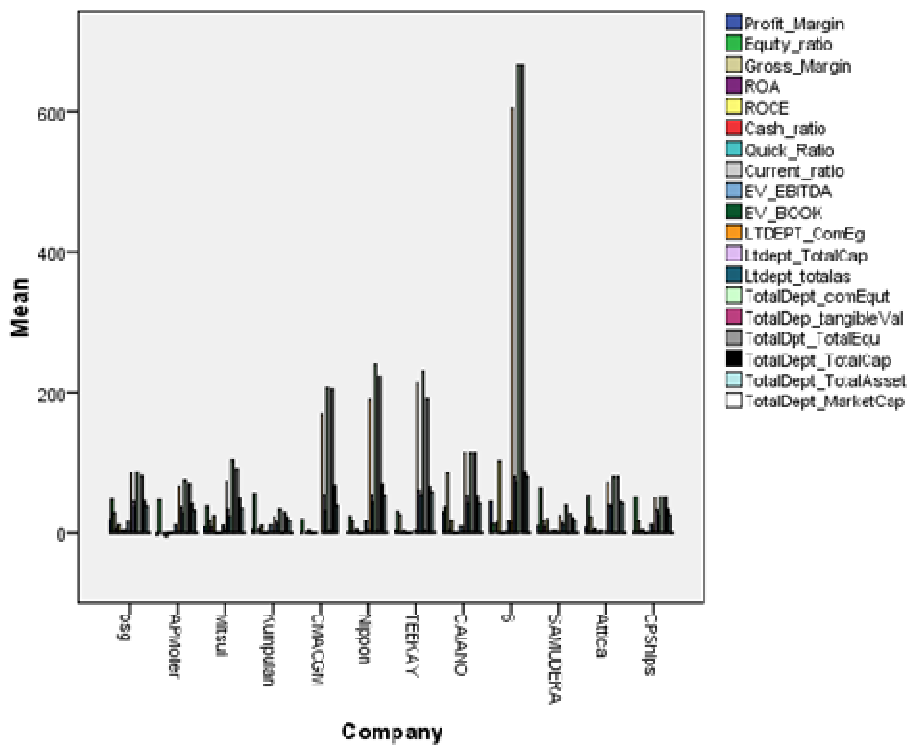
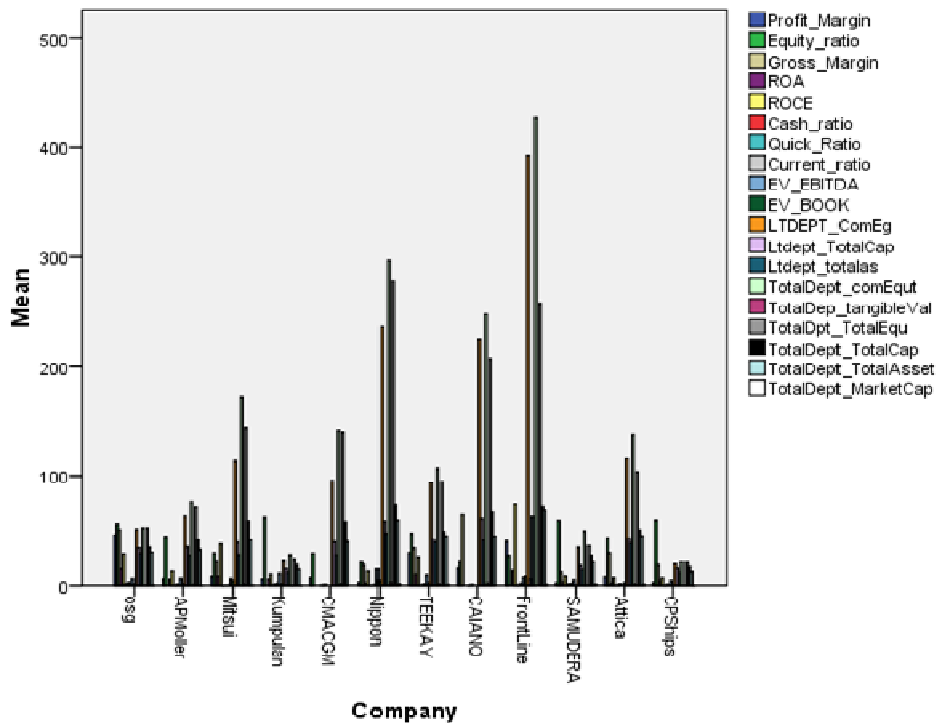
Independent Samples Test										
		Levene's Test for Equality of		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Profit_Margin	Equal variances assumed	,320	,577	,742	22	,466	4,4208833	5,9619652	-7,9434758E+00	16,7852425
	Equal variances not assumed			,742	21,772	,466	4,4208833	5,9619652	-7,9509905E+00	16,7927572
Equity_ratio	Equal variances assumed	,018	,896	,306	22	,762	1,9796250	6,4697958	-1,1437910E+01	15,3971603
	Equal variances not assumed			,306	21,986	,762	1,9796250	6,4697958	-1,1438399E+01	15,3976492
Ent_Value	Equal variances assumed	,054	,818	,046	21	,964	295,8207720	6420,8779859	-1,3057126E+04	13648,7675267
	Equal variances not assumed			,046	19,550	,964	295,8207720	6474,5518613	-1,3229802E+04	13821,4437600
Gross_Margin	Equal variances assumed	,001	,980	,238	14	,815	2,4699000	10,3812691	-1,9795708E+01	24,7355079
	Equal variances not assumed			,238	13,219	,816	2,4699000	10,3812691	-1,9919764E+01	24,8595641
ROA	Equal variances assumed	,367	,551	1,642	20	,116	3,14893	1,91759	-,85110	7,14895
	Equal variances not assumed			1,629	18,565	,120	3,14893	1,93362	-,90462	7,20247
ROCE	Equal variances assumed	,020	,888	,555	20	,585	5,983813	10,789642	-16,522985	28,490611
	Equal variances not assumed			,570	19,773	,575	5,983813	10,493447	-15,921219	27,888846
Cash_ratio	Equal variances assumed	3,836	,063	-,345	22	,733	-7,6991667E-02	,2229536	-5,3936905E-01	,3853857
	Equal variances not assumed			-,345	16,305	,734	-7,6991667E-02	,2229536	-5,4891551E-01	,3949322
Quick_Ratio	Equal variances assumed	2,077	,164	-,287	22	,777	-8,7283333E-02	,3040919	-7,1793138E-01	,5433647
	Equal variances not assumed			-,287	19,359	,777	-8,7283333E-02	,3040919	-7,2295716E-01	,5483905
Current_ratio	Equal variances assumed	,669	,422	-,122	22	,904	-4,0941667E-02	,3365821	-7,3897022E-01	,6570869
	Equal variances not assumed			-,122	20,900	,904	-4,0941667E-02	,3365821	-7,4110671E-01	,6592234
EV_EBITDA	Equal variances assumed	,163	,692	-1,650	16	,118	-2,9964444E+00	1,8162678	-6,8467601E+00	,8538712
	Equal variances not assumed			-1,650	15,217	,119	-2,9964444E+00	1,8162678	-6,8629302E+00	,8700413
EV_BOOK	Equal variances assumed	,132	,720	-,304	19	,765	-4,1920273E-01	1,3800433	-3,3076665E+00	2,4692611
	Equal variances not assumed			-,310	17,111	,760	-4,1920273E-01	1,3510312	-3,2682182E+00	2,4298128
LTDEPT_ComEg	Equal variances assumed	,294	,593	-,318	22	,754	-1,7768633E+01	55,9349113	-1,3377054E+02	98,2332727
	Equal variances not assumed			-,318	19,636	,754	-1,7768633E+01	55,9349113	-1,3458547E+02	99,0481990
Ltdept_TotalCap	Equal variances assumed	,075	,787	-1,232	22	,231	-9,0197750E+00	7,3237494	-2,4208302E+01	6,1687516
	Equal variances not assumed			-1,232	21,837	,231	-9,0197750E+00	7,3237494	-2,4214859E+01	6,1753093
Ltdept_totalas	Equal variances assumed	,027	,871	-,461	22	,650	-3,0469917E+00	6,6141092	-1,6763815E+01	10,6698313
	Equal variances not assumed			-,461	21,731	,650	-3,0469917E+00	6,6141092	-1,6773674E+01	10,6796912
TotalDept_comEqu	Equal variances assumed	,322	,576	-,221	22	,827	-1,3664200E+01	61,8223186	-1,4187584E+02	114,5474415
	Equal variances not assumed			-,221	19,755	,827	-1,3664200E+01	61,8223186	-1,4272586E+02	115,3974569
TotalDep_tangibleVa	Equal variances assumed	,598	,449	-,364	20	,720	-1,5021818E-01	,4131069	-1,0119441E+00	,7115077
	Equal variances not assumed			-,364	19,812	,720	-1,5021818E-01	,4131069	-1,0124679E+00	,7120315
TotalDpt_TotalEqu	Equal variances assumed	1,061	,314	-,578	22	,569	-3,2747117E+01	56,6620493	-1,5025701E+02	84,7627813
	Equal variances not assumed			-,578	16,295	,571	-3,2747117E+01	56,6620493	-1,5268878E+02	87,1945511
TotalDept_TotalCap	Equal variances assumed	,035	,853	-,283	22	,780	-2,2778167E+00	8,0463008	-1,8964823E+01	14,4091898
	Equal variances not assumed			-,283	22,000	,780	-2,2778167E+00	8,0463008	-1,8964840E+01	14,4092067
TotalDept_TotalAsse	Equal variances assumed	,027	,870	-,239	22	,813	-1,6882583E+00	7,0593208	-1,6328394E+01	12,9518770
	Equal variances not assumed			-,239	21,968	,813	-1,6882583E+00	7,0593208	-1,6329643E+01	12,9531262
TotalDept_MarketCa	Equal variances assumed	,350	,561	,083	19	,934	,0151182	,1811477	-3,6402838E-01	,3942647
	Equal variances not assumed			,084	18,869	,934	,0151182	,1809941	-3,6388543E-01	,3941218

Ο έλεγχος της σημαντικότητας των δύο διακυμάνσεων (Levene test for equality of variances) υποδεικνύει ότι θα απορρίψουμε την υπόθεση της ισότητάς τους. Η τιμή του f στατιστικού είναι 0.320 με σημαντικότητα 0.557 συνεπώς θα ακολουθήσουμε το t test που αντιστοιχεί στο Equal variances not assumed .Τα αποτελέσματα $t = 0,742$ με 21,772 βαθμούς ελευθερίας και σημαντικότητα 0,466 φανερώνουν ότι δεν υπάρχει καμία συνοχή στις τιμές του δείκτη Profit margin το έτος πριν την συγχώνευση και το έτος μετά τη συγχώνευση.

Την ίδια διαδικασία ακολουθούμε για όλους τους δείκτες της μελέτης μας, για τους δείκτες Equity_ratio, Ent_Value, Gross_Margin,ROA,ROCE, Current_ratio, EV_EBITDA, EV_BOOK, LTDEPT_ComEg, Ltdept_TotalCap,Ltdept_totalas, TotalDept_comEquit Total Dep_tangible Val,TotalDept_TotalCap, TotalDept_TotalAsset TotalDept_MarketCap ακολουθούμε το t test που αντιστοιχεί στο Equal variances not assumed, αποδεικνύοντας ότι δεν είναι στατιστικά σημαντικοί μετά την συγχώνευση των εταιρειών.

Οι δείκτες Cash Ratio, Quick Ratio, TotalDept/TotalCap, από τον έλεγχο της ισότητας των διακυμάνσεων προκύπτει ότι δεν μπορούμε να προχωρήσουμε στην απορριψη τους αφού το F στατικό είναι 3.836, 2.077, 1.061 αντίστοιχα, με σημαντικότητα 0.063, 0.164, 0.314, συνεπώς θα χρησιμοποιήσουμε το t test που αντιστοιχεί στην περίπτωση του Equal variances assumed. Τα αποτελέσματα $t = 0.345, 0.287, 0.578$ όλα με βαθμούς ελευθερίας 22 και σημαντικότητα 0.116, 0.585, 0.569 δείχνουν ότι δεν υπάρχει σημαντική διαφορά μεταξύ των τιμών των συγκεκριμένων δεικτών πριν και μετά το έτος συγχώνευσης.

Διάγραμμα μεταβολές δεικτών στο έτος πριν και μετά τη συγχώνευση



Στα παραπάνω διαγράμματα παρουσιάζονται οι μεταβολές των δεικτών ανά εταιρεία που σημειώθηκαν τα έτη πριν την συγχώνευση, κατά τη διάρκεια καθώς και ένα έτος μετά τη συγχώνευση.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρακάτω έρευνα πραγματοποιείται την λειτουργική απόδοση και την αξία των εταιρειών μετά την εξαγορά προκειμένου να διερευνηθεί την αντίληψη των αγοραστών κατά την απόφαση της αγοράς, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 12 εταιρειών που συμμετέχουν σε μια σειρά εξαγορών στο ναυτιλιακό κλάδο μεταφορών μεταξύ 2000 και 2009.

Λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματα του στατιστικού τεστ ανεξάρτητων δειγμάτων (independent measures t-test) έγινε μέτρηση της αξίας της εξαγοράζουσας εταιρείας ένα έτος πριν αλλά και ένα έτος μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας. Σύμφωνα με την έρευνα τα ευρήματά μας δείχνουν ότι υπάρχουν σημαντικές βελτιώσεις στην αποδοτικότητα των αγοραστών, μέσα από τη διαδικασία καλύτερου ελέγχου των δαπανών τους καθώς επίσης και της υψηλότερης απόδοσης η οποία επιτυγχάνεται μέσα από την αύξηση των περιουσιακών τους στοιχείων, συμπέρασμα το οποίο και ενισχύει τα αποτελέσματα των προηγούμενων μελετών σε άλλες βιομηχανίες.

Προκαλεί εντύπωση όμως το γεγονός ότι κανένας από τους δείκτες αποτίμησης των επιχειρήσεων δεν είναι στατιστικά σημαντικός. Αυτό σημαίνει ότι οι βελτιώσεις αυτές δεν είχαν «αναγνωρισθεί» από την κοινότητα των επενδυτών. Ενδεχομένως ο τομέας αυτός να απαιτεί περαιτέρω εξέταση, δεδομένου ότι οι εκδηλώσεις αυτές είναι πολύ δαπανηρές επενδύσεις για τους αγοραστές και οι συνέπειες αυτών να εξακολουθούν να μην είναι σαφώς καθορισμένες. Στον τομέα των θαλάσσιων μεταφορών, θα πρέπει επίσης να εξεταστεί η μέθοδος που χρησιμοποιείται για την απόκτηση (μετρητά, υλικό κλπ), καθώς και την κατάσταση του κλάδου κατά το χρόνο της απόκτησης σε συνάρτηση με όλους τους παράγοντες που επηρεάζουν την επιτυχία ή την αποτυχία της εξαγοράς

Βιβλιογραφία

Ελληνική

1. Jovanovic, Miroslav N. (2002) *Διεθνής Οικονομική Ολοκλήρωση, Όρια και Προοπτικές*, Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήση,
2. Syrett, M. and Lammiman, J. (2005), *Επιτυχημένες καινοτομίες – πώς να ενθαρρύνετε και να διαμορφώσετε επικερδείς ιδέες*, Αθήνα, Εκδόσεις Κέρκυρα
3. Βέττας, Νίκος, Κατσουλάτος, Γιάννης, (2004), *Πολιτική Ανταγωνισμού & Ρυθμιστική Πολιτική*, Αθήνα, Εκδόσεις Τυπωθήτω
4. Θεοδώρου, Ευαγγελία, (2009), *Συγχωνεύσεις & Εξαγορές*, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Ασφαλιστικής, Εκδόσεις Τεχνικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Κρήτης
5. Κούζης, Γ, Σταμάτη Α, Μαντζουράνης, Α, Μπουκουβάλας Α, Καρακιουλάφη, Χ, (2008) *Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Επιχειρήσεων, Επιπτώσεις στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις, Εμπειρική και θεωρητική ανάλυση*, Αθήνα, Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ – ΑΔΕΔΥ
6. Παζάρσκη, Μ, Αλεξανδράκης, Α, Μαντζάρης, Ι, *Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Επιχειρήσεων: Κατηγοριοποίηση των Κινήτρων τους υπό το πρίσμα της Θεωρίας της Επιχείρησης*, Τμήμα Λογιστικής, ΤΕΙ Σερρών, ΕΣΔΟ 2010, 230- 248, Classification: G34, M40, D21
7. Παπαδάκης, Βασίλης (2002), *Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία*, Τόμος Α', & Τόμος Β' Αθήνα, Εκδόσεις Ε. Μπένου
8. Σαρσέντης Β.Ν. (1996), *Επιχειρησιακή Στρατηγική και Πολιτική*, Β' Έκδοση, Αθήνα, Εκδόσεις Ε. Μπένου
9. Σούκος, Π. (2010) *Συγχωνεύσεις επιχειρήσεων στην Ελλάδα: Επίδραση στην χρηματιστηριακή τιμή των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων*, Άγνωστη Έκδοση
10. Ταμπακούδης, Ιωάννης Α, (2009), *Εκτίμηση του οικονομικού αντίκτυπου των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα. Συγκριτική αξιολόγηση των αποτελεσμάτων με τις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και τη ηπειρωτική Ευρώπη*, Διδακτορική Διατριβή για το

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας,
Εκδόσεις Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

Ξενογλώσση

1. Damodaran, Aswath (2011), *Applied corporate finance*, 3rd Edition. Hoboken, New Jersey, Εκδόσεις John Wiley
2. Fred, David R, (2009), *Strategic Management, Concepts and Cases*, Thirteenth Edition, Upper Saddle River, Εκδόσεις Pearson Prentice Hall
3. Kourdi, Jeremy (2009), *Business Strategy, A guide to taking your business forward*, 2nd Edition, London, Εκδόσεις Profile Books
4. Lynch, Richard L, (1997) *Corporate Strategy*, Harlow, Εκδόσεις Financial Times Prentice Hall
5. Sherman, Andrew J, (1998), *Mergers and Acquisitions from A to Z: strategic and practical guidance for small and middle market buyers and sellers* , New York, Εκδόσεις Amacom
6. Wright, Peter L, Kroll, Mark J, Parnell, John A, (1996), *Strategic Management: concepts and cases*, 3rd Edition, Englewood Cliffs, Εκδόσεις Prentice Hall

Ξενογλώσση Αρθρογραφία

1. Amel, Dean, Barnes, Colleen, Panetta, Fabio, Salleo, Carmelo (2004), *Consolidation and efficiency in the financial sector: A review of the international evidence*, Journal of Banking & Finance 28, 2493–2519
2. Bernile, Gennaro, Lyandres, Evgeny Zhdanov, Alexei (2007), *A Theory of Strategic Mergers*, JEL Classification Numbers: G34.
3. Browne, Lylln E, Rosengren, Eric S (1987), *The merger boom*, Conference Series No31
4. Carroll, Glenn R., Harrison, J. Richard, (2004), *Merging Cultures*, Stanford University And University of Texas at Dallas

5. Dunstan, Keitha, *Corporate Acquisitions: Motivation and Consequence*, Working Paper No 1999-005, School of Accountancy , Queensland University of Technology , Australia
6. Firth, Michael (1980), *Takeovers, Shareholder Returns, and the Theory of the Firm*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 94, No. 2. pp. 235-260
7. Gaughan, Patrick A., (2001), *Mergers and Acquisitions: An Overview*, College of Business, Fairleigh Dickinson University, Economatrix Research Associates, Inc.
8. Gugler, Klaus, Mueller, Dennis C., Weichselbaumer, Michael, (2012), *The determinants of merger waves: An international perspective*, International Journal of Industrial Organization, 1–15
9. Gugler, Klaus,. Mueller, Dennis C, Weichselbaumer, Michael, *The Determinants of Merger Waves: An International Perspective*, Discussion Paper No. 08-076
10. Ismail, Tariq H., Abdou, Abdulati A, Annis , Radwa M. (2011), *Review of Literature Linking Corporate Performance to Mergers and Acquisitions*, The Review of Financial and Accounting Studies ISSN 1450-2812 Issue 1
11. Kammlott , Christian, Schiereck , Dirk , (2010) *Ship of fools or passage to profit? – The value implications of M&A in the international shipping industry*, Eco Res 56-69, ISSN: 2229-6158
12. Lipton, Martin,(2006), *Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries*, York University, September 14
13. Lopez, Edward (1999), *New Anti- Merger Theories*, Independent Institute Working Paper #12
14. Martinez, Diego Abellian, (2004), *Mergers and Acquisitions: A Survey of Motivations*, Documento de Trabajo 0401
15. Martynova, Marina, Renneboog, Luc, (2005) *Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives*, Tilburg University and European Corporate Governance Institute
16. McDonald, Jarrod, Coulthard, Max, and De Lange Paul, (2005), *Planning for a successful merger or acquisition: lessons from an Australian study*, Journal of Global Business and Technology, Volume 1, Number 2

17. Merikas, Andreas, G,Polemis, Dionysios, Triantafyllou, Anna,(2010) *Mergers and acquisitions in shipping industry*, The Clute Institute Journal Of Applied Business Research, Volume 27 , No 24 (2011)
18. Mohibullah, (2009) *Impact of Culture On Mergers and Acquisitions: A Theoretical Framework*, International Review of Business Research Papers Vol.5, No. 1, Pp. 255-264
19. Olajide , Rasheed,(2010) *Mergers and Acquisitions (M&As) in the Nigerian Banking Industry: An Advocate of three Mega Banks*, European Journal of Social Sciences – Volume 15, Number 4
20. OWEN, SIAN, (2006) *The history and mystery of merger waves: A UK and US perspective*, School of Banking and Finance, University of New South Wales
21. Pautler, Paul A, (2001), *Evidence on Mergers And Acquisitions*, Bureau of Economics, Federal Trade Commission
22. Petropoulos, Ted, (2011) *The anatomy of Greek shipping – insights and prospects*, Head, Petrofin Research (PSMI), For Nafs
23. Pikula, Deborah A, (1999) *Mergers & Acquisitions: Organizational Culture & HR issues*, Industrial Relations Centre, Ontario, Queen’s University
24. Polemis, Dionysios., Merikas, Andreas G, *Measuring Post-Merger and Acquisition Performance of Corporations in the Maritime Transport Sector*, Department of Maritime Studies, University of Piraeus, Greece
25. Ritchie, Pamela, (2006) *Mergers and acquisitions in the maritime transport industry 1996-2000*, American Society of Transportation and Logistics, Source Volume: 45 Source Issue: 2
26. Salame, Rita, (2006), *Why Do Mergers Fail? What Can Be Done to Improve their Chances of Success?*, Key Strategy
27. Sculer, Randall, Jackon, Susan, (2001) *HR Issues and Activities in Mergers and Acquisitions*, European Management Journal Vol. 19, No. 3, pp. 239–253
28. Trautwein, Friedrich, (1980) , *Motives and Merger Prescriptions*, Strategic Management Journal, Vol. 11, No. 4, pp. 283-295

29. Tuch, Christian and O'Sullivan, Noel, (2007), *The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence*, International Journal of Management Reviews
30. Weber, Roberto A ., Camerer, Colin F (2003), *Cultural Conflict and Merger Failure: An Experimental Approach*, Management Science Vol. 49, No. 4, , pp. 400–415
31. Wu , Jinhua (2008), *Analysis of the Risk of Enterprise Merger as Viewed from Merger Motivation*, International Journal of Business and Management, Vol. 3, No.4

		AP MOLLER					
		Profit Margin	Δ%	Equity ratio	Δ%	Entr value	Δ%
2007	t-1	6,3861		44,7086		59045,57	
2008	t	5,439	-14,83%	46,1642	3,26%	39690,8	-32,78%
2009	t+1	-2,7024	-149,69%	46,0222	-0,31%	50696,69	27,73%
		Gross margin	Δ%	ROA	Δ%	ROCE	Δ%
2007	t-1	n/a		5,5498		13,329	
2008	t	n/a	n/a	5,0536	-8,94%	11,7893	-11,55%
2009	t+1	n/a	n/a	-2,0418	-140,40%	-4,711	-139,96%
		Cash ratio	Δ%	Quick ratio	Δ%	Current ratio	Δ%
2007	t-1	0,4985		0,8299		1,3159	
2008	t	0,283	-43,23%	0,5953	-28,27%	0,9779	-25,69%
2009	t+1	0,1711	-39,54%	0,4832	-18,83%	0,9321	-4,68%
		EV/EBITDA	Δ%	EV/BOOK	Δ%	LT Debt/Common Equity	Δ%
2007	t-1	6,5951		2,1846		63,5579	
2008	t	3,3017	-49,94%	1,416	-35,18%	63,0175	-0,85%
2009	t+1	10,5132	218,42%	1,7691	24,94%	65,9757	4,69%
		LT Debt/Total Capital	Δ%	LT Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Common Equity	Δ%
2007	t-1	34,8748		26,7673		76,0874	
2008	t	35,615	2,12%	27,4655	2,61%	71,0207	-6,66%
2009	t+1	36,4764	2,42%	28,4352	3,53%	74,0911	4,32%
		Total Debt/Tangible Book Value	Δ%	Total Debt/Total Equity		Total Debt/Total Capital	Δ%
2007	t-1	0,8818		71,6732		41,7498	
2008	t	0,7849	-10,99%	67,0512	-6,45%	40,1381	-3,86%
2009	t+1	0,8115	3,39%	69,3859	3,48%	40,9632	2,06%
		Total Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Market Cap	Δ%		
2007	t-1	32,0441		0,4697			
2008	t	30,9536	-3,40%	0,9186	95,57%		
2009	t+1	31,9329	3,16%	0,7177	-21,87%		

		Attica					
		Profit Margin	Δ%	Equity ratio	Δ%	Entr value	Δ%
2006	t-1	8,0481		43,8797		1179,07	
2007	t	16,0341	99,23%	51,7767	18,00%	1331,974	12,97%
2008	t+1	6,8307	-57,40%	53,1223	2,60%	1310,415	-1,62%
		Gross margin	Δ%	ROA	Δ%	ROCE	Δ%
2006	t-1	29,2042		2,2179		7,1682	
2007	t	29,9264	2,47%	5,0388	127,19%	13,8307	92,95%
2008	t+1	23,1389	-22,68%	2,314	-54,08%	4,9918	-63,91%
		Cash ratio	Δ%	Quick ratio	Δ%	Current ratio	Δ%
2006	t-1	0,5912		0,9029		1,5493	
2007	t	1,5674	165,12%	2,0427	126,24%	2,5544	64,87%
2008	t+1	1,4494	-7,53%	2,1305	4,30%	2,414	-5,50%
		EV/EBITDA	Δ%	EV/BOOK	Δ%	LT Debt/Common Equity	Δ%
2006	t-1	n/a		2,5966		116,1127	
2007	t	n/a	n/a	2,3473	-9,60%	92,2612	-20,54%
2008	t+1	n/a	n/a	1,8678	-20,43%	70,8863	-23,17%
		LT Debt/Total Capital	Δ%	LT Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Common Equity	Δ%
2006	t-1	43,0896		38,6041		137,4874	
2007	t	39,7355	-7,78%	36,7249	-4,87%	102,1135	-25,73%
2008	t+1	39,6748	-0,15%	37,6565	2,54%	78,6682	-22,96%
		Total Debt/Tangible Book Value	Δ%	Total Debt/Total Equity	Δ%	Total Debt/Total Capital	Δ%
2006	t-1	1,3856		104,1725		51,0218	
2007	t	1,0269	-25,89%	78,5036	-24,64%	43,9787	-13,80%
2008	t+1	0,7895	-23,12%	78,6682	0,21%	44,0303	0,12%
		Total Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Market Cap	Δ%		
2006	t-1	45,7105		1,136			
2007	t	40,6466	-11,08%	0,696	-38,73%		
2008	t+1	41,7904	2,81%	0,5969	-14,24%		

		CMA CGM					
		Profit Margin	Δ%	Equity ratio	Δ%	Entr value	Δ%
2006	t-1	7,256		28,598		5536,357	
2007	t	8,1982	12,99%	24,4316	-14,57%	7178,409	29,66%
2008	t+1	0,7388	-90,99%	18,8237	-22,95%	7153,461	-0,35%
		Gross margin	Δ%	ROA	Δ%	ROCE	Δ%
2006	t-1	n/a					
2007	t	n/a	n/a	7,9516	n/a	30,8672	n/a
2008	t+1	na	n/a	0,7749	-90,25%	3,5911	-88,37%
		Cash ratio	Δ%	Quick ratio	Δ%	Current ratio	Δ%
2006	t-1	0,4937		0,8554		1,156	
2007	t	0,3453	-30,06%	0,753	-11,97%	1,1841	2,43%
2008	t+1	0,3422	-0,90%	0,7053	-6,33%	0,9373	-20,84%
		EV/EBITDA	Δ%	EV/BOOK	Δ%	LT Debt/Common Equity	Δ%
2006	t-1	n		n/a		85,8804	
2007	t	n/a	n/a	n/a	n/a	63,5306	-26,02%
2008	t+1	n/a	n/a	n/a	n/a	51,4734	-18,98%
		LT Debt/Total Capital	Δ%	LT Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Common Equity	Δ%
2006	t-1	39,6235		27,1569		141,0222	
2007	t	46,1535	16,48%	25,8422	-4,84%	130,3271	-7,58%
2008	t+1	55,0409	19,26%	31,5666	22,15%	206,595	58,52%
		Total Debt/Tangible Book Value	Δ%	Total Debt/Total Equity	Δ%	Total Debt/Total Capital	Δ%
2006	t-1	1,5508		139,6583		58,2739	
2007	t	1,5602	0,61%	129,1777	-7,50%	56,3657	-3,27%
2008	t+1	2,7696	77,52%	204,6763	58,45%	67,1783	19,18%
		Total Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Market Cap	Δ%		
2006	t-1	39,9394		n/a			
2007	t	31,5602	-20,98%	n/a	n/a		
2008	t+1	38,5276	22,08%	n/a	n/a		

		MITSUI OSK					
		Profit Margin	Δ%	Equity ratio	Δ%	Entr value	Δ%
2005	t-1	8,3745		29,0502		12600,21	
2006	t	8,3214	7,92%	33,5053	15,34%	13025,32	3,37%
2007	t+1	7,7109	-7,34%	37,8666	13,02%	18291,49	40,43%
		Gross margin	Δ%	ROA	Δ%	ROCE	Δ%
2005	t-1	21,8338		8,8029		37,8078	
2006	t	19,4088	-11,11%	8,4149		31,4731	-16,76%
2007	t+1	17,1123	-11,83%	7,7756		24,7932	-21,22%
		Cash ratio	Δ%	Quick ratio	Δ%	Current ratio	Δ%
2005	t-1	0,1072		0,4216		0,6978	
2006	t	0,14	30,60%	0,5289	25,45%	0,786	12,64%
2007	t+1	0,1073	-23,36%	0,5122	-3,16%	0,8398	6,84%
		EV/EBITDA	Δ%	EV/BOOK	Δ%	LT Debt/Common Equity	Δ%
2005	t-1	6,4753		4,5288		114,1954	
2006	t	6,7634	4,45%	3,6057	-20,38%	94,1469	-17,56%
2007	t+1	9,634	42,44%	3,9027	8,24%	72,312	-23,19%
		LT Debt/Total Capital	Δ%	LT Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Common Equity	Δ%
2005	t-1	39,0548		27,6402		172,3773	
2006	t	37,4788	-4,04%	27,1695	-1,70%	134,6247	-21,90%
2007	t+1	33,4788	-10,67%	24,3017	-10,56%	103,3177	-23,26%
		Total Debt/Tangible Book Value	Δ%	Total Debt/Total Equity	Δ%	Total Debt/Total Capital	Δ%
2005	t-1	1,778		143,6231		58,953	
2006	t	1,4323	-19,44%	115,9544	-19,26%	53,6939	-8,92%
2007	t+1	1,0707	-25,25%	91,6949	-20,92%	47,8338	-10,91%
		Total Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Market Cap	Δ%		
2005	t-1	41,7227		0,6247			
2006	t	38,8509	-6,88%	0,6007	-3,84%		
2007	t+1	34,7217	-10,63%	0,3642	-39,37%		

		Nippon					
		Profit Margin	Δ%	Equity ratio	Δ%	Entr value	Δ%
2001	t-1	3,1362		21,5064		10616,76	
2002	t	1,5345	-51,07%	25,3638	17,94%	8782,161	-17,28%
2003	t+1	1,1441	-25,44%	24,1251	-4,88%	9526,177	8,47%
		Gross margin	Δ%	ROA	Δ%	ROCE	Δ%
2001	t-1	18,9839		2,5388		13,2262	
2002	t	17,2349	-9,21%	1,2888	-49,24%	5,8573	-55,71%
2003	t+1	16,9598	-1,60%	1,088	-15,58%	4,6978	-19,80%
		Cash ratio	Δ%	Quick ratio	Δ%	Current ratio	Δ%
2001	t-1	0,3131		0,6411		0,8518	
2002	t	0,2363	-24,53%	0,5577	-13,01%	0,8105	-4,85%
2003	t+1	0,2431	2,88%	0,6243	11,94%	0,9452	16,62%
		EV/EBITDA	Δ%	EV/BOOK	Δ%	LT Debt/Common Equity	Δ%
2001	t-1	15,205		4,7805		236,5432	
2002	t	17,7738	16,89%	3,6402	-23,85%	171,0912	-27,67%
2003	t+1	16,2679	-8,47%	3,8995	7,12%	190,359	11,26%
		LT Debt/Total Capital	Δ%	LT Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Common Equity	Δ%
2001	t-1	58,6692		47,7244		296,5858	
2002	t	51,481	-12,25%	40,8722	-14,36%	226,1659	-23,74%
2003	t+1	54,7869	6,42%	42,6459	4,34%	239,7662	6,01%
		Total Debt/Tangible Book Value	Δ%	Total Debt/Total Equity	Δ%	Total Debt/Total Capital	Δ%
2001	t-1	3,1739		278,2355		73,5614	
2002	t	2,4045	-24,24%	213,0167	-23,44%	68,0528	-7,49%
2003	t+1	2,6642	10,80%	222,6499	4,52%	69,0067	1,40%
		Total Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Market Cap	Δ%		
2001	t-1	59,8385		1,364			
2002	t	54,0291	-9,71%	1,4111	3,45%		
2003	t+1	53,7145	-0,58%	1,3801	-2,20%		

		FRONTLINE					
		Profit Margin	Δ%	Equity ratio	Δ%	Entr value	Δ%
2005	t-1	40,3345		26,621		6131,799	
2006	t	33,1115	-17,91%	26,3551	-1,00%	5940,878	-3,11%
2007	t+1	43,8808	32,52%	11,8543	-55,02%	6379,424	7,38%
		Gross margin	Δ%	ROA	Δ%	ROCE	Δ%
2005	t-1	n/a	n/a	13,8019		74,3159	
2006	t	n/a	n/a	11,4099	-17,33%	74,5812	0,36%
2007	t+1	n/a		13,6594	19,72%	102,3604	37,25%
		Cash ratio	Δ%	Quick ratio	Δ%	Current ratio	Δ%
2005	t-1	0,5402		0,7059		2,5503	
2006	t	0,4475	-17,16%	0,582	-17,55%	2,5053	-1,76%
2007	t+1	0,3119	-30,30%	0,4128	-29,07%	1,8006	-28,13%
		EV/EBITDA	Δ%	EV/BOOK	Δ%	LT Debt/Common Eq	Δ%
2005	t-1	7,6201		8,574		392,5438	
2006	t	8,3082	9,03%	8,8861	3,64%	434,5097	10,69%
2007	t+1	15,8125	90,32%	14,3046	60,98%	604,418	39,10%
		LT Debt/Total Capital	Δ%	LT Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Common Eq	Δ%
2005	t-1	6,109		63,0181		427,959	
2006	t	65,6502	974,65%	63,2897	0,43%	480,9178	12,37%
2007	t+1	78,8647	20,13%	71,6494	13,21%	666,3988	38,57%
		Total Debt/Tangible Book Val	Δ%	Total Debt/Total Eq	Δ%	Total Debt/Total Capital	Δ%
2005	t-1	n/a		258,0804		72,0733	
2006	t	n/a		265,7908	2,99%	72,662	0,82%
2007	t+1	n/a		666,3988	150,72%	86,952	19,67%
		Total Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Market Cap	Δ%		
2005	t-1	68,7035		1,0787			
2006	t	70,0494	1,96%	1,3491	25,07%		
2007	t+1	78,9968	12,77%	0,8275	-38,66%		

		OSG					
		Profit Margin	Δ%	Equity ratio	Δ%	Entr value	Δ%
2005	t-1	46,4688		56,0229		2791,938	
2006	t	37,4889	-19,32%	52,174	-6,87%	2943,644	5,43%
2007	t+1	18,7115	-50,09%	46,8991	-10,11%	3510,11	19,24%
		Gross margin	Δ%	ROA	Δ%	ROCE	Δ%
2005	t-1	51,1546		15,4186		28,151	
2006	t	44,4969	-13,01%	10,3613	-32,80%	19,2323	-31,68%
2007	t+1	29,0133	-34,80%	5,0374	-51,38%	10,499	-45,41%
		Cash ratio	Δ%	Quick ratio	Δ%	Current ratio	Δ%
2005	t-1	1,4265		2,6165		2,9112	
2006	t	2,6662	86,91%	3,264	24,75%	3,7153	27,62%
2007	t+1	2,3555	-11,65%	3,2012	-1,92%	3,7729	1,55%
		EV/EBITDA	Δ%	EV/BOOK	Δ%	LT Debt/Common Equity	Δ%
2005	t-1	6,4623		1,4882		51,4734	
2006	t	8,6696	34,16%	1,3336	-10,39%	59,2099	15,03%
2007	t+1	15,0245	73,30%	1,9307	44,77%	84,2306	42,26%
		LT Debt/Total Capital	Δ%	LT Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Common Equity	Δ%
2005	t-1	33,6616		28,8369		52,9144	
2006	t	36,8223	9,39%	30,8922	7,13%	60,799	14,90%
2007	t+1	43,9497	19,36%	36,8205	19,19%	86,1263	41,66%
		Total Debt/Tangible Book Value	Δ%	Total Debt/Total Equity		Total Debt/Total Capital	Δ%
2005	t-1	0,5291		52,9144		34,6039	
2006	t	0,6545	23,70%	60,799	14,90%	37,8106	9,27%
2007	t+1	0,9597	46,63%	80,277	32,04%	44,5298	17,77%
		Total Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Market Cap	Δ%		
2005	t-1	29,6442		0,4994			
2006	t	31,7213	7,01%	0,6077	21,69%		
2007	t+1	37,6492	18,69%	0,6766	11,34%		

		CP Ships					
		Profit Margin	Δ%	Equity ratio	Δ%	Entr value	Δ%
2001	t-1	2,8723		59,8595		971,6486	
2002	t	1,9352	-32,63%	49,2561	-17,71%	1694,69	74,41%
2003	t+1	1,6933	-12,50%	51,12	3,78%	2441,074	44,04%
		Gross margin	Δ%	ROA	Δ%	ROCE	Δ%
2001	t-1	19,0476		4,0567		7,0091	
2002	t	16,5984	-12,86%	2,3974	-40,90%	4,4731	-36,18%
2003	t+1	16,7412	0,86%	2,1255	-11,34%	4,2349	-5,33%
		Cash ratio	Δ%	Quick ratio	Δ%	Current ratio	Δ%
2001	t-1	0,2248		0,9341		1,031	
2002	t	0,1634	-27,31%	0,945	1,17%	1,0446	1,32%
2003	t+1	0,1286	-21,30%	0,9228	-2,35%	1,0395	-0,49%
		EV/EBITDA	Δ%	EV/BOOK	Δ%	LT Debt/Common Equity	Δ%
2001	t-1	4,5193		0,8833		19,9091	
2002	t	9,8529	118,02%	1,3834	56,62%	47,5102	138,64%
2003	t+1	11,1465	13,13%	1,9101	38,07%	49,4523	4,09%
		LT Debt/Total Capital	Δ%	LT Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Common Equity	Δ%
2001	t-1	16,3189		11,8314		21,2727	
2002	t	31,9429	95,74%	23,4017	97,79%	48,7347	129,10%
2003	t+1	32,7631	2,57%	25,28	8,03%	50,939	4,52%
		Total Debt/Tangible Book Value	Δ%	Total Debt/Total Equity	Δ%	Total Debt/Total Capital	Δ%
2001	t-1	0,3966		21,1191		17,4367	
2002	t	0,9676	143,97%	48,7347	130,76%	32,7662	87,92%
2003	t+1	0,9702	0,27%	50,939	4,52%	33,7481	3,00%
		Total Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Market Cap	Δ%		
2001	t-1	12,6418		0,2769			
2002	t	24,0048	89,88%	0,4943	78,51%		
2003	t+1	26,04	8,48%	0,349	-29,40%		

		TEEKAY					
		Profit Margin	Δ%	Equity ratio	Δ%	Entr value	Δ%
2005	t-1	29,2078		47,5878		5272,959	
2006	t	13,0255	-55,40%	38,5677	-18,95%	6985,178	32,47%
2007	t+1	2,6526	-79,64%	30,7173	-20,35%	10072,49	44,20%
		Gross margin	Δ%	ROA	Δ%	ROCE	Δ%
2005	t-1	33,5196		10,5743		25,5214	
2006	t	30,1669	-10,00%	4,026	-61,93%	11,0076	-56,87%
2007	t+1	26,1097	-13,45%	0,7001	-82,61%	2,4514	-77,73%
		Cash ratio	Δ%	Quick ratio	Δ%	Current ratio	Δ%
2005	t-1	0,5534		0,8798		1,3562	
2006	t	0,4726	-14,60%	0,7206	-18,10%	0,9652	-28,83%
2007	t+1	0,4981	5,40%	0,7793	8,15%	1,0981	13,77%
		EV/EBITDA	Δ%	EV/BOOK	Δ%	LT Debt/Common Equity	Δ%
2005	t-1	9,8652		2,7629		93,9586	
2006	t	14,9639	51,68%	3,7924	37,26%	132,5295	41,05%
2007	t+1		n/a	3,356	-11,51%	212,2958	60,19%
		LT Debt/Total Capital	Δ%	LT Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Common Equity	Δ%
2005	t-1	42,4221		39,6937		107,2852	
2006	t	49,9923	17,84%	43,3264	9,15%	147,1264	37,14%
2007	t+1	60,4912	21,00%	54,1197	24,91%	230,4582	56,64%
		Total Debt/Tangible Book Value	Δ%	Total Debt/Total Equity	Δ%	Total Debt/Total Capital	Δ%
2005	t-1	1,3232		95,2421		48,7816	
2006	t	1,8777	41,91%	124,7117	30,94%	55,4985	13,77%
2007	t+1	3,1831	69,52%	191,2595	53,36%	65,6664	18,32%
		Total Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Market Cap	Δ%		
2005	t-1	45,3236		0,8425			
2006	t	48,0985	6,12%	1,1708	38,97%		
2007	t+1	58,7497	22,14%	1,5807	35,01%		

		CAIANO					
		Profit Margin	Δ%	Equity ratio	Δ%	Entr value	Δ%
2005	t-1	16,2196		21,7828		n/a	
2006	t	25,7117	58,52%	11,5389	-47,03%	319,5632	n/a
2007	t+1	29,6492	15,31%	36,5214	216,51%	259,0579	-18,93%
		Gross margin	Δ%	ROA	Δ%	ROCE	Δ%
2005	t-1	64,8638		n/a		n/a	
2006	t	77,5886	19,62%	6,0937	n/a	46,5086	n/a
2007	t+1	84,9457	9,48%	4,2539	-30,19%	17,1891	-63,04%
		Cash ratio	Δ%	Quick ratio	Δ%	Current ratio	Δ%
2005	t-1	0,1684		0,8415		0,9205	
2006	t	0,2625	55,88%	0,7013	-16,66%	0,7674	-16,63%
2007	t+1	0,1489	-43,28%	0,8525	21,56%	0,9434	22,93%
		EV/EBITDA	Δ%	EV/BOOK	Δ%	LT Debt/Common Equity	Δ%
2005	t-1	n/a		n/a		225,119	
2006	t	n/a		2,4367	n/a	534,2497	137,32%
2007	t+1	8,758	n/a	2,2766	-6,57%	112,5446	-78,93%
		LT Debt/Total Capital	Δ%	LT Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Common Equity	Δ%
2005	t-1	61,3543		41,1146		247,6466	
2006	t	79,5239	29,61%	52,3961	27,44%	554,156	123,77%
2007	t+1	52,9452	-33,42%	41,1029	-21,55%	112,5682	-79,69%
		Total Debt/Tangible Book Value	Δ%	Total Debt/Total Equity	Δ%	Total Debt/Total Capital	Δ%
2005	t-1	2,4765		207,636		67,4941	
2006	t	-5,1988	-309,93%	471,0029	126,84%	82,4869	22,21%
2007	t+1	1,9709	-137,91%	112,5682	-76,10%	52,9563	-35,80%
		Total Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Market Cap	Δ%		
2005	t-1	45,2289		n/a			
2006	t	54,3484	20,16%	n/a	n/a		
2007	t+1	41,1115	-24,36%	0,8185	n/a		

		Kumpulan					
		Profit Margin	Δ%	Equity ratio	Δ%	Entr value	Δ%
2003	t-1	5,9026		62,5053		3356,189	
2004	t	6,1643	4,43%	62,0071	-0,80%	3705,457	10,41%
2005	t+1	4,297	-30,29%	56,5704	-8,77%	4085,516	10,26%
		Gross margin	Δ%	ROA	Δ%	ROCE	Δ%
2003	t-1	n/a		5,881		10,5079	
2004	t	n/a	n/a	6,0687	3,19%	11,2078	6,66%
2005	t+1	n/a	n/a	5,0433	-16,90%	9,753	-12,98%
		Cash ratio	Δ%	Quick ratio	Δ%	Current ratio	Δ%
2003	t-1	0,7396		1,1791		2,3146	
2004	t	0,6556	-11,36%	1,1675	-0,98%	2,195	-5,17%
2005	t+1	0,4449	-32,14%	0,8607	-26,28%	1,9443	-11,42%
		EV/EBITDA	Δ%	EV/BOOK	Δ%	LT Debt/Common Equity	Δ%
2003	t-1	11,0592		1,6004		22,5794	
2004	t	11,3381	2,52%	1,6714	4,44%	20,5728	-8,89%
2005	t+1	10,1583	-10,41%	1,9394	16,03%	23,1602	12,58%
		LT Debt/Total Capital	Δ%	LT Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Common Equity	Δ%
2003	t-1	15,7874		12,2088		27,4218	
2004	t	14,4368	-8,55%	11,1547	-8,63%	28,1411	2,62%
2005	t+1	15,6124	8,14%	11,4198	2,38%	33,6161	19,46%
		Total Debt/Tangible Book Value	Δ%	Total Debt/Total Equity	Δ%	Total Debt/Total Capital	Δ%
2003	t-1	0,2755		23,7213		19,1732	
2004	t	0,2838	3,01%	24,6072	3,73%	19,7478	3,00%
2005	t+1	0,3392	19,52%	29,3003	19,07%	22,6607	14,75%
		Total Debt/Total Assets	Δ%	Total Debt/Market Cap	Δ%		
2003	t-1	14,8271		0,1842			
2004	t	15,2582	2,91%	0,1813	-1,57%		
2005	t+1	16,5753	8,63%	0,1941	7,06%		