

**Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ**



**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»**

**Επίδραση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων στην ανάπτυξη των  
επιχειρήσεων**

**Διπλωματική Εργασία**

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική

από την

**Ροδάνθη Σταυρουλάκη**

Ηράκλειο

Οκτώβριος 2014

Η μεταπτυχιακή φοιτήτρια που εκπόνησε την παρούσα 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 (μη – εμπορικός, μη – κερδοσκοπικός, αλλά εκπαιδευτικός – ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λ.π.), 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 την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου.

Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή η οποία ορίστηκε από τη ΓΣΕΣ του Τμήματος Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι Κρήτης, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Οδηγό Σπουδών του ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική». Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- Σταύρος Αρβανίτης (επιβλέπων)
- Θεόδωρος Σταματόπουλος (μέλος)
- Δημήτριος Τερζάκης (μέλος)

Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι Κρήτης δεν υποδηλώνει αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα.

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει την επίδραση που έχει η δραστηριότητα των διασυννοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων προβαίνοντας σε μια εις βάθος επισκόπηση της βιβλιογραφίας. Αρχικά, στο θεωρητικό μέρος, γίνεται αναφορά στα κίνητρα που οδηγούν μια επιχείρηση και στους παράγοντες που την επηρεάζουν ώστε να προβεί σε δραστηριότητα διασυννοριακής συγχώνευσης ή εξαγοράς. Στη συνέχεια, στο επόμενο μέρος της εργασίας, αναλύονται διάφορες μελέτες που έχουν ολοκληρωθεί με το πέρασμα των ετών, οι οποίες χρησιμοποιούν ίδιες ή διαφορετικές μεθόδους εξέτασης των δεδομένων, προκειμένου να εξαχθούν τα συμπεράσματα από την έρευνα. Τέλος από τα συμπεράσματα, μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι οι απόψεις των μελετητών ποικίλουν όσον αφορά το αποτέλεσμα τέτοιου είδους στρατηγικών και αυτή τη διάσταση των απόψεων προσπαθούμε να εξηγήσουμε.

Στο σημείο αυτό θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή της παρούσας εργασίας, τον επίκουρο καθηγητή του Τμήματος Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι Κρήτης κ. Σταύρο Αρβανίτη για την πολύτιμη αρωγή του και τη στήριξη που μου παρείχε καθ' όλη τη διάρκεια της συγγραφής της εργασίας, καθώς και τα λοιπά μέλη της τριμελούς εξεταστικής επιτροπής. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου για τη στήριξη που μου προσέφερε κατά το χρονικό διάστημα της συγγραφής της εργασίας αυτής.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....</b>	<b>vii</b>
<b>ABSTRACT.....</b>	<b>viii</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....</b>	<b>1</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι.....</b>	<b>4</b>
<b>ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ</b>	
<b>ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ .....</b>	<b>4</b>
1.1 Εισαγωγή.....	4
1.2 Εννοιολογικός προσδιορισμός της συγχώνευσης και εξαγοράς .....	5
1.3 Διαφοροποίηση συγχώνευσης και εξαγοράς.....	7
1.4 Τύποι εξαγορών και συγχωνεύσεων .....	8
1.5 Κίνητρα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών .....	10
1.6 Κινητήριες δυνάμεις διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών .....	16
1.7 Αποτίμηση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών .....	17
1.8 Διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές ως μια δυναμική διαδικασία εκμάθησης.....	18
1.9 Προσδιοριστικοί παράγοντες των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών .....	21
1.10 Συνολική αξιολόγηση των εγχώριων και διεθνών συγχωνεύσεων και εξαγορών .....	22
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ.....</b>	<b>23</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ.....</b>	<b>23</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ .....</b>	<b>97</b>
<b>ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΡΕΥΝΩΝ – ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ – ΠΑΡΑΙΝΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΕΠΙΠΛΕΟΝ</b>	
<b>ΕΡΕΥΝΑ - ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ .....</b>	<b>97</b>
3.1 Κριτήρια για τη διεξαγωγή των ερευνών .....	97
3.2 Περιορισμοί της έρευνας.....	98
3.3 Παραινέσεις για μελλοντική έρευνα .....	99
3.4 Επιπτώσεις διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων .....	100
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV.....</b>	<b>101</b>

<b>ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΕΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ Η ΕΛΛΑΔΑ ...</b>	<b>101</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ V .....</b>	<b>105</b>
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....</b>	<b>105</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ .....</b>	<b>108</b>

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σε αυτή την εργασία, στο θεωρητικό μέρος παρατίθεται ο εννοιολογικός προσδιορισμός των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις να προβούν σε τέτοιου είδους δραστηριότητες, η διαδικασία για να εισέλθει μια επιχείρηση σε μια ξένη αγορά, οι συνηθέστεροι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν τη διαδικασία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών καθώς και η συνολική αξιολόγησή τους. Στη συνέχεια, γίνεται μια ευρεία αναφορά σε μελέτες που έχουν γίνει για τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, προκειμένου να διερευνηθούν οι λόγοι που μια επιχείρηση προβαίνει σε αυτή την ενέργεια. Προτείνονται υποθέσεις που με βάση τα δεδομένα, τις μεταβλητές και τη στατιστική μέθοδο που χρησιμοποιεί κάθε μελέτη, επαληθεύονται ή όχι και καταλήγουν σε συμπεράσματα και σε προτάσεις για πεδία μελλοντικής έρευνας. Ακολουθεί σχολιασμός για τα ευρήματα των παραπάνω ερευνών καθώς και ποια είναι η προσφορά αυτών των δραστηριοτήτων στο κοινωνικό σύνολο (επιχειρήσεις, φορείς). Ακόμη, παρουσιάζεται το ενδιαφέρον που υπάρχει στην Ελλάδα για τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές μέχρι σήμερα, τι εμπόδια συναντούσαν και συναντούν και ποιοι είναι οι τομείς που έχουν δραστηριοποιηθεί περισσότερο. Τέλος, παρουσιάζονται τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής.

**Λέξεις Κλειδιά:** διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, μη κανονικές αποδόσεις, καθοριστικοί παράγοντες, πολυπολιτισμικότητα

## **ABSTRACT**

In this paper, the theoretical part shows the conceptual definition of cross-border mergers and acquisitions, the incentives will encourage businesses to engage in such activities, the process to enter a business in a foreign market, the most common factors that affect process of cross-border mergers and acquisitions and the overall evaluation. Then, there is a broad reference to studies done on cross-border mergers and acquisitions in order to investigate the reasons why a company will perform this action. Proposed assumptions based on the data, the variables and the statistical method used by each study, verified or not, and draw conclusions and recommendations for future research areas. There is the commentary on the findings of these surveys and what these activities offer in the community (businesses, institutions). It also shows the interest that exists in Greece for cross-border mergers and acquisitions to date, what obstacles companies encountered and encounter and what are the areas that have been more active. Finally, it presents the conclusions drawn from the results of this research.

**Keywords:** cross-border mergers and acquisitions, abnormal returns, determinants, multiculturalism.



## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν εναλλακτικό τρόπο υλοποίησης στρατηγικών επέκτασης και ανάπτυξης της δραστηριότητας μιας επιχείρησης. Το ενδιαφέρον μας επικεντρώνεται στην επίπτωση που έχουν αυτού του είδους οι στρατηγικές στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Αυτό που πρέπει να εξακριβωθεί, είναι αν όντως αυτού του είδους οι στρατηγικές δημιουργούν αξία για τις αγοράστριες εταιρίες ή απλά υφίστανται το κόστος της διαδικασίας χωρίς ουσιαστικά να καταφέρνουν να επιτύχουν το στόχο τους. Επιπλέον, γεννάται το ερώτημα αν οι εξαγοραζόμενες εταιρίες ωφελούνται. Αυτά τα ερωτήματα θα προσπαθήσουμε να απαντήσουμε μέσα από την ανάλυση που θα ακολουθήσει.

Τα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις να προβούν σε τέτοιου είδους στρατηγικές ποικίλουν και ενώ, σε γενικές γραμμές, είναι ίδια για εγχώριες και διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, υπάρχουν κάποιες διαφοροποιήσεις. Βασικό κίνητρο όλων των επιχειρήσεων, τόσο σε εγχώριο όσο και σε διεθνές επίπεδο, είναι η εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος και η επίτευξη συνεργιών. Τα κίνητρα αναλύονται στη συνέχεια της εργασίας.

Είναι γεγονός πως οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι πιο πολύπλοκες, λόγω διαφορών που παρατηρούνται στο πολιτικό και οικονομικό περιβάλλον, στην οργάνωση των επιχειρήσεων, στα φορολογικά, λογιστικά και νομικά συστήματα καθώς και στην κουλτούρα μεταξύ των χωρών της αγοράστριας εταιρίας και της εταιρίας - στόχου. Μάλιστα, εξαιτίας αυτών των διαφορών η εφαρμογή και ολοκλήρωση μιας εξαγοράς σε μια ξένη χώρα είναι, σε κάποιες περιπτώσεις, δύσκολη έως και ακατόρθωτη.

Ο ρυθμός ανάπτυξης των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών υπήρξε αλματώδης κατά τη διάρκεια των προηγούμενων ετών και πιο συγκεκριμένα έως το τέλος του 2007. Χαρακτηριστικά αναφέρεται, σύμφωνα με στοιχεία του Bloomberg, ότι η αξία των συναλλαγών το έτος 2007 έφτασε στο επίπεδο ρεκόρ των 4,06 τρις δολαρίων. Η ολοκλήρωση της Ενιαίας Αγοράς το 1992, η ίδρυση της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης με την είσοδο του Ευρώ ως κοινού νομίσματος, η παγκοσμιοποίηση των αγορών, η αύξηση του διεθνούς ανταγωνισμού, η έκρηξη των τεχνολογικών καινοτομιών που αφορούν στις επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη, στο marketing και στο δίκτυο διανομής, η διαθεσιμότητα κεφαλαίων και

διάφοροι άλλοι οικονομικοί παράγοντες συνέβαλαν στην πραγματοποίηση μεγάλου όγκου τέτοιων συναλλαγών. Κατά το 2008 όμως, σύμφωνα με στοιχεία του Bloomberg, ως απόρροια της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, η συνολική αξία των ανακοινωμένων συγχωνεύσεων και εξαγορών παγκοσμίως διαμορφώθηκε σε 2,50 τρις δολάρια, 38% χαμηλότερα από το 2007. Η ανάλυση αρκετών εμπειρικών μελετών για εξαγορές και συγχωνεύσεις στις διεθνείς αγορές καταλήγουν σε σημαντικά κεφαλαιακά κέρδη για τους μετόχους των εταιριών που εξαγοράζονται καθώς και σε θετικές αποδόσεις μετοχών, ενώ σε συγκρατημένα, περιορισμένα ή και αρνητικά κεφαλαιακά κέρδη για τους μετόχους των εταιριών που εξαγοράζονται.

Στη παρούσα εργασία χρησιμοποιήθηκε η βιβλιογραφική επισκόπηση ως εργαλείο προκειμένου να εξεταστεί η επίδραση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων.

Η εργασία είναι δομημένη σε πέντε κεφάλαια. Στο **κεφάλαιο 1**, γίνεται μια θεωρητική προσέγγιση του θέματος, όπου αναλύονται οι βασικές έννοιες της συγχώνευσης και της εξαγοράς και η διαφοροποίησή τους, οι τύποι των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών και τα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις να προβούν σε τέτοιες δραστηριότητες, η διαδικασία προκειμένου να γίνει μια διασυνοριακή συγχώνευση ή εξαγορά και η συνολική αξιολόγησή της.

Στο **κεφάλαιο 2**, επιχειρείται μια ανασκόπηση στη διεθνή βιβλιογραφία και αρθρογραφία που αφορά τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές και τους παράγοντες που τις επηρεάζουν.

Μετά την εκτενή βιβλιογραφική επισκόπηση, στο **κεφάλαιο 3** αναφέρονται τα κριτήρια για τη διεξαγωγή των ερευνών και ποιοι είναι οι περιορισμοί τους, τι επιπτώσεις έχουν οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές σε επιχειρήσεις, φορείς και κράτος και ποιες είναι οι παραινέσεις για μελλοντική έρευνα.

Το **κεφάλαιο 4**, αναφέρεται στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές που έχουν γίνει στην Ελλάδα. Αρκετές ξένες επενδύσεις στην Ελλάδα έγιναν μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων. Επίσης, ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος έχει γνωρίσει μία σημαντική τάση για εξαγορές και συγχωνεύσεις. Σήμερα, παρατηρούμε ραγδαία αύξηση ενδιαφέροντος για επενδύσεις στις Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας (ΑΠΕ) στην Ελλάδα από επενδυτές κυρίως από Κίνα, Ιαπωνία, Η.Π.Α. και Ρωσία.

Τέλος, στα **συμπεράσματα**, γίνεται ανακεφαλαίωση της εργασίας και παρουσιάζονται τα βασικά συμπεράσματα όπως προέκυψαν από τη μελέτη της αρθρογραφίας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

### ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

#### 1.1 Εισαγωγή

Οι δεκαετίες του 1980 και 1990 χαρακτηρίστηκαν από ένα κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών, τόσο με εγχώριους όσο και με ξένους εταίρους. Το 1992, η ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς της Ευρωπαϊκής Ένωσης ενθάρρυνε ιδιαίτερα τις επενδύσεις για τις ευρωπαϊκές, ιαπωνικές και αμερικανικές επιχειρήσεις, οι οποίες σκόπευαν να αποκτήσουν ισχυρότερες θέσεις αγοράς στο εσωτερικό της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ωστόσο, η μακροπρόθεσμη ανάπτυξη των ΗΠΑ και η πολιτική της ασφάλεια, αποτέλεσαν βασικά κίνητρα για περισσότερες εξαγορές των επιχειρήσεων των ΗΠΑ με ξένες επιχειρήσεις, ιδίως από το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιαπωνία (Web Chapter, 2005, p.2).

Το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1990 και τα πρώτα χρόνια του 21ου αιώνα, επίσης, παρουσιάστηκε ένας τεράστιος αριθμός συγχωνεύσεων μεταξύ των πολυεθνικών επιχειρήσεων, γεγονός που άλλαξε σχεδόν το σύνολο του ανταγωνιστικού περιβάλλοντος των αντίστοιχων παγκόσμιων αγορών. Την ίδια χρονική περίοδο, η αύξηση της ιδιωτικοποίησης των επιχειρήσεων σε πολλές αναδυόμενες χώρες, δημιούργησε ευκαιρίες ανάπτυξης για τις πολυεθνικές εταιρίες, καθώς κατάφεραν να αποκτήσουν πρόσβαση, στις έως τότε κλειστές αγορές.

Οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές αυξήθηκαν, ωστόσο, ραγδαία κατά την τελευταία δεκαετία, εξαιτίας πολλών παραγόντων, συμπεριλαμβανομένης της ενοποίησης της βιομηχανίας, των ιδιωτικοποιήσεων και της απελευθέρωσης των οικονομιών (Shimizu, Hitt, Vaidyanath & Pisano, 2004). Ενώ οι περισσότερες διασυνοριακές συγχωνεύσεις λαμβάνουν χώρα μεταξύ επιχειρήσεων ανεπτυγμένων χωρών, δεν αποτελεί έκπληξη η άνοδος των συγκεκριμένων δραστηριοτήτων και στις αναδυόμενες αγορές, καθώς οι αναπτυσσόμενες χώρες αντιπροσωπεύουν ένα μεγάλο μέρος της οικονομικής ανάπτυξης παγκοσμίως, πάνω από μία δεκαετία. Σύμφωνα με τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας & Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), προβλέπεται ότι οι αναπτυσσόμενες και οι αναδυόμενες οικονομίες είναι πολύ πιθανό να αποτελέσουν το 60% της παγκόσμιας οικονομίας έως το 2030.

Η επιλογή των επιχειρήσεων να συμμετάσχουν σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις βασίζεται σε διάφορους παράγοντες. Οι κυριότεροι από αυτούς είναι η ευκολότερη πρόσβασή τους στην αγορά, τα πλεονεκτήματα κόστους (μείωση του κόστους εργασίας και άρση των εμπορικών φραγμών), καθώς και οι φορολογικές διαφορές που ενδεχομένως να αντιμετωπίζουν. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν τη δίοδο με την οποία μια επιχείρηση βρίσκει πρόσβαση σε νέους πόρους και που με την ανάπτυξή τους, θα αυξήσει τα εισοδήματά της και θα βελτιώσει την ανταγωνιστικότητα της στην αγορά. Οι λόγοι που μπορεί να οδηγήσουν μια επιχείρηση σε μια τέτοια απόφαση είναι ο έντονος ανταγωνισμός του κλάδου της, οι τεχνολογικές εξελίξεις και οι αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο που την επηρεάζουν άμεσα. Κατά περιόδους, παρουσιάζονται διαφορετικές αιτιολογίες για τις συναλλαγές διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, όμως τελικά, οι λόγοι για τους οποίους γίνονται αυτού του είδους οι συναλλαγές, είναι πολύ σχετικοί μεταξύ τους (Sonenhine, Reynolds, 2012, p.1).

## **1.2 Εννοιολογικός προσδιορισμός της συγχώνευσης και εξαγοράς**

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις αποτελούν διεθνώς μία από τις πιο συνήθεις μεθόδους, τις οποίες οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν για την ανάπτυξη τόσο του χαρτοφυλακίου των αγαθών και των υπηρεσιών τους όσο και για την διεύρυνση των πωλήσεων, των κερδών και των μεριδίων που κατέχουν σε μια συγκεκριμένη αγορά, καθώς και άλλων σημαντικών μεγεθών ή παραμέτρων που αφορούν τη διοίκηση της επιχείρησης και την αποτελεσματικότητά της.

Η *συχώνευση* αποτελεί τον συνδυασμό δύο εταιριών, εκ των οποίων μόνο η μία εταιρία επιβιώνει, ενώ η συγχωνευθείσα συνεχίζεται από την ύπαρξη της προηγούμενης. Στην περίπτωση συγχώνευσης, η εταιρία που απορροφά αναλαμβάνει τα στοιχεία του Ενεργητικού και του Παθητικού της απορροφούμενης εταιρίας. Συχνά, ο νομικός ορισμός της συγχώνευσης χρησιμοποιείται για να αναφερθεί σε αυτό το είδος της επιχειρηματικής συναλλαγής, δηλώνοντας ότι η συγχώνευση πρέπει να συνάδει με συγκεκριμένο καταστατικό (Gaughan, 2008, p.12). Ωστόσο, η νόμιμη συγχώνευση διαφέρει από αυτήν της *θυγατρικής*, η οποία είναι συγχώνευση μεταξύ δύο εταιριών, στην οποία η εταιρία-στόχος μετατρέπεται σε θυγατρική ή μέρος μιας θυγατρικής της μητρικής εταιρίας.

Επιπλέον, η συγχώνευση διαφέρει και από την ενοποίηση, η οποία αποτελεί μία συνένωση επιχειρήσεων σύμφωνα με την οποία δύο ή περισσότερες εταιρίες ενώνονται για να σχηματίσουν μία εντελώς νέα εταιρία. Όλες, δηλαδή, οι συνενωμένες εταιρίες διαλύονται και μόνο η νέα οντότητα συνεχίζει να λειτουργεί. Παρά τις διαφορές μεταξύ τους, οι όροι *συγχώνευση* και *ενοποίηση*, στον τομέα των συγχωνεύσεων και εξαγορών, χρησιμοποιούνται μερικές φορές εναλλακτικά. Στην ουσία, όταν οι συνενωμένες επιχειρήσεις είναι περίπου του ίδιου μεγέθους, ισχύει ο όρος της *ενοποίησης*, ενώ όταν δύο εταιρίες διαφέρουν σημαντικά στο μέγεθός τους, η *συγχώνευση* αποτελεί τον πλέον κατάλληλο όρο.

Τέλος, ένας άλλος όρος που χρησιμοποιείται ευρέως, είναι εκείνος της *εξαγοράς*. Οι εξαγορές αφορούν στη μεταβίβαση του συνόλου ή του πλειοψηφικού μέρους της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης (εξαγοραζόμενης) σε μία άλλη (εξαγοράζουσα), που καταβάλλει το αντίστοιχο αντίτιμο. Η μεταβίβαση γίνεται συνήθως με καταβολή μετρητών ή με ανταλλαγή-αγορά μετοχών, μέσω του Χρηματιστηρίου. Σε πολλές περιπτώσεις, ακόμα και η απόκτηση μειοψηφικού πακέτου μετοχών ή ανάλογου ποσοστού επί της συνολικής ιδιοκτησίας, μπορεί να εξασφαλίζει στην εξαγοράζουσα επιχείρηση ουσιαστικό έλεγχο, εάν με τη μεταβίβαση μπορεί να επηρεάσει κρίσιμες επιλογές της Διοίκησης και της στρατηγικής πολιτικής της εξαγοραζόμενης εταιρίας, ή ακόμη εάν τα υπόλοιπα μερίδια ιδιοκτησίας αυτής της επιχείρησης είναι κατακερματισμένα.

Γενικά, μια επιχείρηση μπορεί να πραγματοποιήσει μια δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών με τρεις τρόπους, σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία (Samuels et al., 1999) :

- Συγχώνευση με απορρόφηση (merger by absorption), όπου η αποκτούσα εταιρία διατηρεί το όνομά της και την οντότητά της και αποκτά όλα τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, μετά από τη συγχώνευση η αποκτημένη εταιρία παύει να υπάρχει ως ξεχωριστή επιχειρησιακή οντότητα.
- Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας (merger by consolidation), όπου μια εξ ολοκλήρου νέα εταιρία δημιουργείται και η αποκτούσα εταιρία και η επίκτητη εταιρία παύουν την προηγούμενη νομική ύπαρξή τους και γίνονται μέρος της νέας εταιρίας.

- Συγχώνευση με εξαγορά (merger by acquisition), όπου μια εταιρεία αποκτά μια άλλη εταιρία για μετρητά, ή μετοχές, ή κ.ά. Υπάρχουν δύο τύποι, ως υποκατηγορίες της τρίτης αυτής περίπτωσης:

- Εξαγορά με απόκτηση του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης (acquisition of stock).

- Εξαγορά με απόκτηση των στοιχείων του ενεργητικού μιας επιχείρησης (acquisition of assets).

### **1.3 Διαφοροποίηση συγχώνευσης και εξαγοράς**

Σύμφωνα με τους Roberts, Wallace και Moles (2012, pp.20-21), μία συγχώνευση ή εξαγορά, από την πλευρά της εταιρίας, μπορεί να οριστεί ως ο συνδυασμός δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων σε μία νέα εταιρία. Ωστόσο, η σημαντικότερη διαφορά μεταξύ συγχώνευσης και εξαγοράς έγκειται στον τρόπο με τον οποίο επήλθε ο συνδυασμός των δύο εταιριών.

Συγκεκριμένα, σε μια συγχώνευση υπάρχει συνήθως μια διαδικασία διαπραγμάτευσης μεταξύ των δύο εταιριών, πριν από την τελική λήψη απόφασης για την συνένωσή τους. Για παράδειγμα, εάν υπάρχει μία μεγάλη τράπεζα με υψηλή πελατειακή βάση, η οποία επιθυμεί να συγχωνευθεί με μία μικρότερη τράπεζα η οποία ειδικεύεται στην παροχή στεγαστικών δανείων, θα εξετάσουν τα ενδεχόμενα οφέλη και των δύο μερών αντίστοιχα, έτσι ώστε η νέα εταιρία που θα δημιουργήσουν να συνδυάσει αφενός την μεγάλη πελατειακή βάση της μίας τράπεζας και αφετέρου τη γνώση και την εμπειρία της μικρής τράπεζας στο αντικείμενο των στεγαστικών δανείων. Παρόλο που, προφανώς, θα υπάρχουν και ορισμένες επιπλοκές και δυσκολίες συνεννόησης, η νέα τράπεζα που θα συνδυάζει τις δύο προηγούμενες, θα αποφέρει σημαντικά κέρδη και στα δύο μέρη αντίστοιχα.

Αντίθετα, σε μία εξαγορά, δεν υφίσταται πάντα η διαπραγματευτική διαδικασία. Με βάση το προηγούμενο παράδειγμα, εάν η μεγάλη τράπεζα εξαγοράσει την μικρή, τότε η μικρή τράπεζα ελέγχεται εξ' ολοκλήρου από τη μεγάλη. Επιπλέον, η μικρή τράπεζα θα μπορούσε να απορροφηθεί πλήρως και να παύσει να υφίσταται ως ξεχωριστή οντότητα, ή η μεγάλη τράπεζα θα μπορούσε να διατηρήσει την μικρή στην προκαθορισμένη μορφή της. Στις εξαγορές, η κυρίαρχη επιχείρηση θεωρείται, συνήθως, ως αγοραστής και η μικρότερη εταιρία ως η αποκτηθείσα-στόχος. Ωστόσο, στις περισσότερες περιπτώσεις, ο αγοραστής αποκτά την εταιρία-στόχο με την αγορά των μετοχών της, ενώ για την επίτευξη της ιδιοκτησίας της, πρέπει να αγοράσει το

σύνολο των μετοχών της εταιρίας-στόχου ή την πλειοψηφία τους, αν και η κάθε χώρα έχει διαφορετικούς νόμους και κανονιστικά πλαίσια, σχετικά με τον καθορισμό της κυριότητας του στόχου.

#### **1.4 Τύποι εξαγορών και συγχωνεύσεων**

Ανάλογα με το είδος τους μπορούμε να διακρίνουμε τις εξαγορές και συγχωνεύσεις σε:

*οριζόντιες*, όταν και οι δύο επιχειρήσεις ανήκουν στον ίδιο κλάδο, παράγουν τα ίδια προϊόντα και έχουν στόχο την ενίσχυση της θέσης της αγοράστριας εταιρείας σε υπάρχουσες αγορές.

*κάθετες*, όταν οι επιχειρήσεις καλύπτουν διαφορετικά αλλά συμπληρωματικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας, μεταξύ τους υπάρχει σχέση πελάτη-προμηθευτή και αποσκοπούν στην καθετοποίηση της παραγωγής, τον πλήρη έλεγχο των τιμών και τη μείωση του κόστους παραγωγής.

*συμπληρωματικές*, όταν οι δραστηριότητές τους είναι αλληλοσυμπληρούμενες, δηλαδή η εξαγορά γίνεται ανάμεσα σε επιχειρήσεις που είναι στην ίδια βιομηχανία προϊόντος αλλά όχι στην ίδια γραμμή παραγωγής του προϊόντος και

*ασυσχετίστες*, όταν δεν υφίσταται σχέση μεταξύ εξαγοράζοντα-εξαγοραζόμενου, δηλαδή συγχωνεύονται επιχειρήσεις με μη συσχετισμένες επιχειρηματικές δραστηριότητες. (Παπαδάκης 2002 & Γεωργακοπούλου, 2002).

Ένας άλλος τύπος που μπορούμε να διακρίνουμε τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις είναι ανάλογα με τη διαδικασία πραγματοποίησής τους (φιλικές ή επιθετικές) και τη συμπεριφορά που παρουσιάζουν οι διοικήσεις των εμπλεκόμενων εταιριών:

Σε μια φιλική εξαγορά (*amicable*), η εταιρία-στόχος είναι πρόθυμη να εξαγοραστεί, εξαιτίας του ότι μπορεί να θεωρεί την εξαγορά της ως μια ευκαιρία να εξελιχθεί σε νέες περιοχές, χρησιμοποιώντας τους πόρους που θα της προσφέρει ο αγοραστής. Αυτό συμβαίνει ιδιαίτερα, στην περίπτωση μικτών επιτυχημένων εταιριών, οι οποίες επιθυμούν να αναπτυχθούν και να επεκταθούν, αλλά προσκρούονται στο πρόβλημα της έλλειψης κεφαλαίου.



Κυρίως γι' αυτό τον λόγο, η εξαγορά χαρακτηρίζεται φιλική ή συμφωνηθείσα εξαγορά.

Ως εχθρική ή επιθετική εξαγορά (hostile) χαρακτηρίζεται όταν η εταιρία-αγοραστής έρχεται σε αντίθεση με την εταιρία-στόχο. Ωστόσο, για να αποφευχθεί μια εχθρική εξαγορά, η εταιρία-στόχος μπαίνει στη διαδικασία αναζήτησης μίας άλλης εταιρίας με την οποία θα προτιμούσε να συγχωνευθεί ή να εξαγορασθεί από αυτήν. Η νέα εταιρία, εάν συμφωνήσει στην εξαγορά, συχνά καλείται ως ο "λευκός ιπότης", δεδομένου ότι "έρχεται να σώσει" τον απειλούμενο στόχο.

Τόσο στις φιλικές όσο και στις εχθρικές εξαγορές, η απόφαση για τον αν πρέπει ή όχι να πωληθούν οι μετοχές της εταιρίας-στόχου, λαμβάνεται από τους μετόχους. Εάν όλοι ή ένα μεγάλο ποσοστό των μετόχων της εταιρίας-στόχου συμφωνούν να πουλήσουν τις μετοχές τους, η κυριότητα θα μεταφερθεί αυτομάτως στον αγοραστή. Επιπλέον, ο αγοραστής μπορεί να προσφέρει είτε μετρητά είτε δικές του μετοχές, ως αντάλλαγμα για τις μετοχές της εταιρίας-στόχου, ενώ οι συναλλαγές με μετρητά προσφέρουν στους μετόχους τη δυνατότητα άμεσου κέρδους, σε αντίθεση με τα μερίδια, τα οποία αποσκοπούν σε μια πιο μακροπρόθεσμη επένδυση. Επισημαίνεται δε, ότι οι κοινές πράξεις ή συναλλαγές τείνουν να είναι περισσότερο ελκυστικές για τους μετόχους σε μια δυναμική αγορά, δεδομένου ότι η αξία των μετοχών είναι πιθανό να αυξηθεί ταχύτερα απ' ό,τι σε μια στάσιμη αγορά.

Δύο ειδικές περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι:

- Η μοχλευμένη εξαγορά (leveraged Buy-Out) : η μορφή αυτής της εξαγοράς έχει το χαρακτηριστικό ότι η χρηματοδότησή της προέρχεται κατά ένα μεγάλο ποσοστό (τουλάχιστον 75%) από τραπεζικό δανεισμό κι όχι από τα ίδια τα κεφάλια της εξαγοράστριας εταιρείας, γι' αυτό και ονομάζεται μοχλευμένη. Θεωρείται ως ένας από τους πλέον επιθετικούς τρόπους μεγέθυνσης της εξαγοράστριας επιχείρησης με ταυτόχρονη ανάληψη ιδιαίτερα υψηλού ρίσκου, καθώς είθισται οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης να ωθούνται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, με έντονα αρνητικές συνέπειες σε περιπτώσεις αποτυχίας της επιχειρηματικής αυτής προσπάθειας.

- Η εξαγορά επιχειρήσεων από τη διοίκησή 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 περιφερειακή θυγατρική ή παραγωγική μονάδα της επιχείρησης (Παπαδάκης, 2002).

## 1.5 Κίνητρα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

### 1.5.1 Κίνητρα Διασυνοριακών Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Προκειμένου να κατανοηθεί ευκολότερα η έννοια των *διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών*, είναι σημαντικό να εξεταστούν, αρχικά, τα κίνητρα τα οποία οδηγούν σε τέτοιου είδους συναλλαγές. Είναι παρόμοια με εκείνα που οδηγούν σε απλές εγχώριες εξαγορές. Στις διασυνοριακές εξαγορές, όμως, εμπλέκεται και ο παράγοντας των συναλλαγματικών ισοτιμιών καθώς επηρεάζουν την τιμή εξαγοράς, τα εμπόδια των δασμών και των φόρων και γενικά οι διαφορετικοί θεσμικοί – κυβερνητικοί κανόνες και συστήματα που επικρατούν σε κάθε χώρα όπως π.χ. το φορολογικό σύστημα.

Ειδικότερα τα κίνητρα που οδηγούν μια επιχείρηση να προβεί σε διασυνοριακή συγχώνευση ή εξαγορά αναλύονται παρακάτω.

#### i. Ανάπτυξη

Η ανάπτυξη της επιχείρησης στη διεθνή αγορά αποτελεί ένα από τα κυριότερα κίνητρα των επιχειρήσεων για διασυνοριακές συγχωνεύσεις και έχει ζωτική σημασία για την ευημερία κάθε επιχείρησης. Οι διεθνείς συγχωνεύσεις προσδίδουν μια καινούρια διάσταση στη ανάπτυξη που υφίσταται η εταιρεία. Το μέγεθος της αγοράς καθώς και το επίπεδο ανάπτυξης της συγκεκριμένης αγοράς, στην οποία η επιχείρηση επεκτείνει τις δραστηριότητές της, παίζουν σημαντικό ρόλο στην επίτευξη ενός επιθυμητού επιπέδου ανάπτυξης. Οι ΗΠΑ θεωρούνταν, μέχρι που ξεκίνησε η χρηματοπιστωτική κρίση, μια ιδιαίτερα ελκυστική αγορά για άμεσες επενδύσεις και για εξαγορές και συγχωνεύσεις καθώς εμφάνιζε υψηλό επίπεδο ανάπτυξης. Χαρακτηριστικό παράδειγμα διεθνούς εξαγοράς που είχε ως κίνητρο την ανάπτυξη, ήταν η εξαγορά της One2One, της μικρότερης βρετανικής εταιρείας κινητής

τηλεφωνίας από τη γερμανική Deutsche Telekom το 1999. Η συμφωνία αυτή επέτρεψε στην Deutsche Telekom να εδραιώσει τη θέση της στο μεταβαλλόμενο Ευρωπαϊκό χώρο της τηλεπικοινωνίας εφόσον κατάφερε να εξαπλωθεί πέρα από τη γερμανική αγορά και να εισέλθει σε περιοχές υψηλής ανάπτυξης όπως ήταν τότε η βρετανική αγορά.

ii. Απόκτηση νέας τεχνολογίας

Το κίνητρο της διάχυσης τεχνολογίας επιδρά στις διεθνείς εξαγορές με 2 τρόπους: α) μια τεχνολογικά ανώτερη επιχείρηση μπορεί να προβεί σε εξαγορές εταιριών στο εξωτερικό με λιγότερο ανεπτυγμένη τεχνολογία, εξαιτίας της οποίας χάνουν μερίδιο αγοράς, ή β) μια τεχνολογικά κατώτερη επιχείρηση μπορεί να αποκτήσει μια επιχείρηση του εξωτερικού που χρησιμοποιεί πιο ανεπτυγμένη τεχνολογία προκειμένου να ενισχύσει την ανταγωνιστική της θέση στο εσωτερικό αλλά και στο εξωτερικό. Είναι γενικά αποδεκτό ότι για να είναι αποδεκτή μία συγχώνευση ή εξαγορά θα πρέπει το κέρδος που αποκομίζεται να ξεπερνά το κόστος και γενικότερα θα πρέπει να δημιουργείται κάποιου είδους συνέργεια ανάμεσά τους.

Στις διεθνείς συγχωνεύσεις, η αγοράστρια εταιρεία μπορεί να έχει πλεονέκτημα σε διοικητικά θέματα όπως ο προγραμματισμός ή η έρευνα και η ανάπτυξη τα οποία θα μεταδώσει στην εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Για παράδειγμα, η επένδυση της Renault στη Nissan ενεργοποιήθηκε, εν μέρει, από την επιθυμία εκμάθησης των τεχνικών που χρησιμοποιούσε η Nissan αλλά και από την επιθυμία εδραίωσης της παρουσίας της Renault στην Ιαπωνική αγορά.

iii. Πλεονεκτήματα σε διαφοροποιημένα προϊόντα

Σύμφωνα με τον Caves (1982) υπάρχει στενή συσχέτιση μεταξύ πολυεθνικότητας και διαφοροποίησης προϊόντος. Μια επιχείρηση που έχει αναπτύξει καλή φήμη για συγκεκριμένα προϊόντα στην εγχώρια αγορά είναι πιο εύκολο να γίνουν αποδεκτά τα προϊόντα της και στις ξένες αγορές. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η βιομηχανία αυτοκινήτων, η οποία αναπτύχθηκε στις ΗΠΑ τη δεκαετία του 1920, ενώ η παρουσία τέτοιων βιομηχανιών στην Ευρώπη δεν είχε ακόμη εδραιωθεί. Η χρήση των αυτοκινήτων ξεκίνησε εκείνη την περίοδο στην Αμερική και άρχισαν και οι εξαγωγές αυτοκινήτων στην Ευρώπη. Το πλεονέκτημα της μαζικής παραγωγής αυτοκινήτων καθώς και η τεχνογνωσία για την κατασκευή των αυτοκινήτων στην Αμερική, τα κατέστησε φθηνότερα και στην Ευρώπη παρά τους υψηλούς δασμούς που υπήρχαν.

Έτσι γενικεύτηκε η παρουσία αμερικάνικων προϊόντων σε ξένο έδαφος. Η εξαγορά της Jaguar από τη Ford ήταν μια κίνηση διαφοροποίησης προϊόντος.

iv. Roll – ups

Η ενοποίηση βιομηχανιών αποτελεί ένα σημαντικό κίνητρο για διεθνείς εξαγορές. Στη βιομηχανία παραγωγής ενέργειας προέκυψαν εξαγορές υποκινούμενες από το προαναφερόμενο κίνητρο. Συγκεκριμένα, η εξαγορά της UK Energy Group από την Texas Utilities το 1998 δημιούργησε ευκαιρίες για roll-ups στον τομέα της ενέργειας τόσο στο εξωτερικό όσο και στις ΗΠΑ.

v. Κυβερνητική Πολιτική

Η κυβερνητική πολιτική κάθε χώρας μπορεί να επηρεάσει τις διεθνείς εξαγορές και συγχωνεύσεις με πολλούς τρόπους. Η απειλή περιορισμών που θέτει η εκάστοτε κυβέρνηση στην εισαγωγή προϊόντων από το εξωτερικό, ενθαρρύνει διεθνείς συγχωνεύσεις και ειδικότερα όταν η προστατευόμενη αγορά είναι μεγάλη, όπως η Ευρωπαϊκή Κοινή Αγορά. Η εξαγορά της One2One από την Deutsche Telekom είναι ένα παράδειγμα των πολλών επιρροών της κυβερνητικής πολιτικής. Η Deutsche Telekom αποτελούσε μονοπώλιο και προστατευόταν από τη Γερμανική κυβέρνηση. Η εξαγορά της One2One έγινε προκειμένου η Deutsche Telekom να επεκταθεί σε νέες αγορές και να κερδίσει από την τεχνογνωσία της One2One.

vi. Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες

Η σχετική δύναμη ή αδυναμία του εγχώριου νομίσματος έναντι του ξένου μπορεί να επιδράσει στην τιμή στην οποία θα πραγματοποιηθεί μια εξαγορά, στη χρηματοδότησή της, στο κόστος παραγωγής της εξαγοραζόμενης επιχείρησης καθώς και στην αξία των κερδών που επιστρέφουν στην αγοράστρια εταιρία. Η διαχείριση του κινδύνου της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι ένα επιπρόσθετο κόστος της συνεργασίας με μια πολυεθνική επιχείρηση. Επομένως, το ύψος της συναλλαγματικής ισοτιμίας καθορίζει σε αρκετές περιπτώσεις τη διενέργεια ή όχι διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων. Ένα ισχυρό δολάριο καθιστά τα αμερικάνικα προϊόντα πιο ακριβά στο εξωτερικό, αλλά μειώνει το κόστος απόκτησης ξένων εταιρειών. Για παράδειγμα, οι εξαγορές Καναδικών επιχειρήσεων από την Union Pacific Resources και από την CIT Group (και οι δύο αμερικανικές εταιρείες) διευκολύνθηκαν από την πτώση στην αξία του Καναδέζικου δολαρίου το 1998 και 1999.

vii. Πολιτική και οικονομική σταθερότητα

Η πολιτική και οικονομική σταθερότητα μιας χώρας αποτελούν σημαντικό κριτήριο επιλογής του τόπου επέκτασης μιας επιχείρησης. Προβαίνουν σε εξαγορές άλλων επιχειρήσεων που δρουν σε ένα σταθερό πολιτικά περιβάλλον, που δε χαρακτηρίζεται από εναλλαγές στα κυβερνώντα πρόσωπα και η κρατική παρέμβαση είναι συγκεκριμένη. Οι επιθυμητοί οικονομικοί παράγοντες αφορούν χαμηλό, ή έστω προβλέψιμο, πληθωρισμό και καλές εργασιακές σχέσεις. Οι ΗΠΑ θεωρούνταν κατά το παρελθόν, ο καλύτερος στόχος λόγω της πολιτικής και οικονομικής σταθερότητας που τη διέκρινε και του μεγέθους και της ομοιογένειας της αγοράς της. Πρόσφατα το τοπίο άλλαξε όμως, καθώς η οικονομία της Αμερικής φάνηκε να καταρρέει λόγω της πιστωτικής κρίσης η οποία εξαπλώθηκε σε όλο τον κόσμο.

viii. Διατήρηση μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών σχέσεων και πελατείας

Όταν οι πελάτες μιας χρηματοοικονομικής επιχείρησης / τράπεζας μετακομίσουν στο εξωτερικό, η ίδια η επιχείρηση σκέφτεται σοβαρά να εξαπλωθεί επίσης, προκειμένου να διατηρήσει τις επικερδείς συνεργασίες που διατηρεί και ενδεχομένως να επεκτείνει και το δίκτυό της. Διατρέχει όμως τον κίνδυνο να μη μπορέσει να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις της εγχώριας αγοράς. Για παράδειγμα, εξαιτίας της αδύναμης παρουσίας της στις ΗΠΑ, η Deutsche Bank εξαγόρασε την Bankers Trust και η UBS εξαγόρασε την PaineWebber.

ix. Διαφοροποίηση

Οι διεθνείς εξαγορές μπορούν να πετύχουν γεωγραφική διαφοροποίηση και διαφοροποίηση στις γραμμές προϊόντος. Επίσης, οι διεθνείς εξαγορές μειώνουν το συστηματικό και μη συστηματικό κίνδυνο. Οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις στον κλάδο πετρελαίου πέτυχαν γεωγραφική διαφοροποίηση και δημιούργησαν ευκαιρίες μείωσης κόστους και ενίσχυσης του μεγέθους των επιχειρήσεων που συμμετείχαν σε αυτές.

Γενικό συμπέρασμα είναι ότι οι επιχειρήσεις μαθαίνουν από τις στρατηγικές τους ενέργειες, οι οποίες αποτελούν πάτημα και για μελλοντικές ενέργειες εξαγορών και συγχωνεύσεων.

#### 1.5.2. Κίνητρα Εγχώριων Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Τα κίνητρα που οδηγούν σε εγχώριες συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι παρόμοια με εκείνα που οδηγούν σε διασυνοριακές εξαγορές. Στις εγχώριες εξαγορές, όμως, δεν

εμπλέκεται ο παράγοντας των συναλλαγματικών ισοτιμιών, τα εμπόδια των δασμών και των φόρων και γενικά οι διαφορετικοί θεσμικοί κανόνες και συστήματα που επικρατούν σε κάθε χώρα όπως π.χ. το φορολογικό σύστημα.

Μερικές λοιπόν από τις αιτίες που ωθούν τις εταιρίες να προβούν σε εγχώριες συγχωνεύσεις και εξαγορές αναλύονται παρακάτω:

- Ενδυνάμωση της θέσης της επιχείρησης στην αγορά. Η αγοράστρια επιχείρηση πιθανότατα θα προβεί σε μια τέτοια ενέργεια προκειμένου να ενισχύσει το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα έναντι άλλων επιχειρήσεων που έχουν προβεί σε κάποιου είδους εξαγορά κι έχουν βελτιώσει την αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητά τους.
- Δημιουργία και εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος. 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 και υπηρεσιών της. Επιπλέον σε μακροχρόνιο επίπεδο, επιτυγχάνεται αύξηση της ανταγωνιστικότητας της επιχείρησης σε επίπεδο τόσο του κλάδου, όσο και της 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 ανάπτυξής της και μειώνοντας την εξάρτησή της από συγκεκριμένες αγορές και προμηθευτές.
- Προσωπικά κίνητρα. Συχνά, οι εξαγορές υπαγορεύονται από προσωπικά κίνητρα των διοικήσεων των εταιριών. Έτσι, δεν είναι σπάνιο το φαινόμενο να επιζητείται η αύξηση του μεγέθους, επειδή με τον τρόπο αυτόν ενισχύεται η προβολή και η δύναμη των διοικήσεων, ενώ παράλληλα είναι πιο δύσκολη η εξαγορά της ίδιας της εταιρείας από άλλες. Κατά την αύξηση του μεγέθους

της εταιρείας μπορεί επίσης να βελτιωθούν οι απολαβές των διοικητικών στελεχών, ενώ αυξάνεται και η ασφάλεια της θέσης τους.

- Η αντικατάσταση μιας μη αποτελεσματικής διοίκησης, με στόχο την εξυγίανση και ανάπτυξη της εξαγοραζόμενης εταιρείας και ενδεχόμενη προοπτική, την απορρόφηση ή τη μεταπώλησή της με κέρδος. Αυτό το κίνητρο είναι σύνηθες στις λεγόμενες «εχθρικές» (hostile) εξαγορές, δηλαδή σε αυτές που γίνονται χωρίς τη συναίνεση της εξαγοραζόμενης εταιρείας.

Εκτός από τα κίνητρα που εμφανίζονται κρίνεται σκόπιμο να αναφερθούν και οι αιτίες αποτυχίας των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών:

- Σε πολλές περιπτώσεις Εξαγορών & Συγχωνεύσεων έχει παρατηρηθεί έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού και ορθής επενδυτικής λογικής, η οποία να βασίζεται σε ρεαλιστικά στοιχεία.
- Μη ρεαλιστικές προσδοκίες. Σε αρκετές περιπτώσεις, οι υπερβολικές προσδοκίες δημιουργούν λανθασμένη εικόνα στην αγορά σχετικά με τις ικανότητες του νέου σχήματος και τελικά οδηγούν στην αποτυχία ανάπτυξης των αρχικών του δεσμεύσεων.
- Υπερβολικό κόστος εξαγοράς. Σύνηθες φαινόμενο αποτελεί η “σύγκρουση” μεταξύ των μεθόδων αποτίμησης μιας εξαγοράς και συγχώνευσης.
- Σε μεσοπρόθεσμο διάστημα παρατηρούνται συγκρουόμενες επιχειρηματικές κουλτούρες, οι οποίες δεν επιτρέπουν στην ενοποιημένη επιχείρηση πλέον, να αναπτύξει εκείνα τα πλεονεκτήματα που θεωρητικά διαθέτει.
- Αποτυχία γρήγορης συνένωσης κατά τη διάρκεια της εξαγοράς και συγχώνευσης, με αποτέλεσμα η καθυστέρηση που επέρχεται να αναστέλλει τα αρχικά σχέδια συγχώνευσης.
- Τα συγκρουόμενα συμφέροντα και ο εσωτερικός ανταγωνισμός.
- Το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, όπως είναι το θεσμικό πλαίσιο που ρυθμίζεται από τις κυβερνητικές παρεμβάσεις.

Όσο σημαντική είναι η διαδικασία που πρέπει να ακολουθήσουν οι επιχειρήσεις προκειμένου να επιτύχουν μια συγχώνευση ή εξαγορά διεθνώς, τόσο ουσιώδης είναι και η διαδικασία που πρέπει να ακολουθηθεί μετά από την ολοκλήρωση αυτής για

την επιτυχημένη λειτουργία της νέας επιχείρησης. Η αγοράστρια και η εξαγοράζουσα εταιρεία πρέπει να συνεργαστούν και να ενοποιηθούν αρμονικά προκειμένου να υλοποιήσουν τους στόχους που είχαν αρχικά θέσει. Όμως, γενικά, η οργάνωση στρατηγικών μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων μπορεί να είναι αρκετά δύσκολη.

### **1.6 Κινητήριες δυνάμεις διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών**

Σύμφωνα με το παγκόσμιο στρατηγικό πλαίσιο που αναπτύχθηκε από την Ghoshal (1987, p.428), διαπιστώθηκε ότι οι εθνικές διαφορές στο εσωτερικό μιας επιχείρησης λόγω των διασυνοριακών εξαγορών, δίνουν τη δυνατότητα στην εταιρία να μεταφέρει τις δραστηριότητές της με χαμηλότερο κόστος σε κάποια άλλη χώρα, να βελτιώσει την ικανότητα των επιχειρήσεων στην αντιμετώπιση των κινδύνων από τις μεταβολές στην αγορά ή την αλλαγή στην κυβερνητική πολιτική, καθώς και να βελτιώσει την ικανότητα προσαρμογής της στους διαφορετικούς παράγοντες που σχετίζονται με την κουλτούρα των διαφόρων χωρών.

Επιπλέον, με βάση το παγκόσμιο στρατηγικό πλαίσιο των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών παρατηρήθηκε ότι οι οικονομίες κλίμακας που δημιουργούνται από την αύξηση του όγκου αγοράς εξαιτίας των διασυνοριακών εξαγορών, μπορεί να οδηγήσουν σε μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα για κάθε δραστηριότητα. Ωστόσο, οι οικονομίες που είναι αποτέλεσμα της προσθήκης νέων προϊόντων, επιχειρήσεων και αγορών λόγω των διασυνοριακών εξαγορών, μπορούν να δημιουργήσουν σωστό καταμερισμό των επενδύσεων και του κόστους, μειωμένο κίνδυνο λόγω γεωγραφικής διαφοροποίησης προϊόντων και διαφοροποίησης των επιχειρήσεων, καθώς και τη δυνατότητα να μοιραστούν τις γνώσεις τους και την εμπειρία τους με τις υπόλοιπες οικονομίες.

Τέλος, τα πλεονεκτήματα λόγω των εθνικών διαφορών θα μπορούσαν να είναι αυξημένα στους πολιτισμούς με τις μεγαλύτερες διαφορές. Για να υπάρχουν οφέλη από τις οικονομίες κλίμακας, απαιτείται η οριζόντια συγκέντρωση, δηλαδή, να δημιουργείται η συγχώνευση δύο εταιριών του ίδιου κλάδου, όπου υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των προϊόντων τους, των αγορών και των επιχειρήσεων.



## 1.7 Αποτίμηση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών

Οι επενδυτές μιας εταιρίας που στοχεύουν να εξαγοράσουν μία άλλη εταιρία, πρέπει να προσδιορίσουν αν η εξαγορά θα τους αποφέρει οφέλη. Για να γίνει αυτό, πρέπει να διακρίνουν οι ίδιοι το κατά πόσο η εξαγοραζόμενη εταιρία αξίζει γι' αυτή την συναλλαγή. Σαφώς και οι δύο εμπλεκόμενες εταιρίες της διασυνοριακής συγχώνευσης και εξαγοράς θα έχουν διαφορετική άποψη για την αξία της εταιρίας-στόχου. Συγκεκριμένα, ο πωλητής θα εκτιμήσει την εταιρία στη δυνατότερη υψηλή τιμή, ενώ ο αγοραστής θα προσπαθήσει να την εξαγοράσει με την χαμηλότερη τιμή.

Ωστόσο, υπάρχουν αρκετοί νόμιμοι τρόποι για την αποτίμηση της εταιρίας-στόχου, με την πιο συνηθισμένη μέθοδο να είναι αυτή της εξέτασης συγκρίσιμων εταιριών ενός συγκεκριμένου επιχειρηματικού κλάδου. Άλλες μέθοδοι και εργαλεία για την ορθότερη εκτίμηση μιας εταιρίας-στόχου είναι οι παρακάτω (Cory, 2010, pp.5-6):

1. *Συγκριτικοί αριθμοδείκτες*, με τα αποτελέσματα των οποίων, οι εταιρίες μπορούν να στηρίζουν τις προσφορές τους. Τέτοιοι αριθμοδείκτες είναι:

α) Ο λόγος της τιμής προς το κέρδος. Με τη χρήση του δείκτη αυτού, η εταιρία που απορροφά κάνει μια προσφορά που είναι πολλαπλάσια των εσόδων της εταιρίας-στόχου.

β) Ο λόγος της αξίας της επιχείρησης προς τις πωλήσεις. Η εταιρία που απορροφά, ξανά, κάνει μια προσφορά στην εταιρία-στόχο, πολλαπλάσια των εσόδων της, ενώ ταυτόχρονα γνωρίζει τη σχέση της τιμής προς τις πωλήσεις των υπολοίπων εταιριών του κλάδου.

2. *Κόστος αντικατάστασης*. Σε αρκετές περιπτώσεις, οι εξαγορές βασίζονται στο κόστος αντικατάστασης της εταιρίας-στόχου. Αν για παράδειγμα υποτεθεί ότι η τιμή της εταιρίας "Α" είναι απλά το άθροισμα του εξοπλισμού της και οι δαπάνες του προσωπικού της, η εταιρία που απορροφά μπορεί να επιβάλλει στην εταιρία-στόχο την πώληση στη συγκεκριμένη τιμή. Ωστόσο, αυτή η μέθοδος δημιουργίας της τιμής δεν είναι πολύ λογική, καθώς μια βιομηχανία παροχής υπηρεσιών, όπου τα βασικά περιουσιακά της στοιχεία είναι οι άνθρωποι και οι ιδέες τους, είναι δύσκολο να αξιολογηθεί και να δημιουργηθεί μια τιμή εξαγοράς.

3. *Προεξοφλημένες ταμειακές ροές*. Ένα βασικό εργαλείο αποτίμησης των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι οι μειωμένες ταμειακές ροές, οι οποίες προσδιορίζουν την τρέχουσα αξία της εταιρίας-στόχου, σύμφωνα με τις

εκτιμώμενες μελλοντικές ταμειακές ροές. Οι προβλεπόμενες θετικές ταμειακές ροές (λειτουργικό κέρδος + αποσβέσεις + απόσβεση υπεραξίας - κεφαλαιουχικές δαπάνες - φόροι σε μετρητά - μεταβολή του κεφαλαίου κίνησης) προεξοφλούνται στην παρούσα αξία με τη χρήση του μέσου σταθμισμένου κόστους κεφαλαίου της εταιρίας.

### **1.8 Διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές ως μια δυναμική διαδικασία εκμάθησης**

Η στρατηγική επιλογή ενός συγκεκριμένου τρόπου εισόδου είναι ζωτικής σημασίας για την επιτυχία της στρατηγικής διεθνοποίησης. Υπάρχουν διάφοροι τρόποι για να εισέλθει μια επιχείρηση σε μια ξένη αγορά και ο καθένας από αυτούς έχει τα δικά του πλεονεκτήματα και αδυναμίες. Μόλις μία εταιρία αποφασίσει να εισέλθει σε μια ξένη αγορά μέσω της διαδικασίας εξαγοράς, ξεκινάει και η αναζήτηση του καταλληλότερου τρόπου για την είσοδό της. Υπάρχουν πολλές διαδικασίες που εμπλέκονται στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, όπως είναι η δέουσα επιμέλεια, η διαπραγμάτευση και η ολοκλήρωση, ενώ όλες αυτές σχετίζονται με τις γνώσεις του αγοραστή και με τον τρόπο με τον οποίο πρέπει να χρησιμοποιήσει αυτές τις διαδικασίες, προκειμένου να έχει μια επιτυχή ολοκλήρωση η εξαγορά του. Οι προαναφερθείσες διαδικασίες αναλύονται παρακάτω (Shimizu, Hitt, Vaidyanath, Pisano, 2004, §4. Theoretical perspectives on cross-border M&As as a dynamic learning process):

*i) Η διαδικασία της δέουσας επιμέλειας στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές*

Για τον προσδιορισμό των κατάλληλων στόχων εξαγοράς και για τη διαπραγμάτευση και αποτελεσματική ολοκλήρωση αυτής, απαιτείται μια ενδεδειγμένη διαδικασία δέουσας επιμέλειας, στην οποία όμως εμπλέκονται διάφοροι παράγοντες ζωτικής σημασίας, όπως είναι τα διαφορετικά θεσμικά περιβάλλοντα (εταιρικό επίπεδο) μεταξύ των χωρών προέλευσης των δύο εταιριών και οι διαφορετικοί πολιτισμοί τους (εθνικό επίπεδο). Γενικότερα, οι διαφορές στο θεσμικό περιβάλλον μπορεί να βασίζονται στους διαφορετικούς κανονισμούς, τα λογιστικά πρότυπα, τα συστήματα αξιών, κ.λπ.. Οι διαφορές σε εθνικό επίπεδο σχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με τις διαφορετικές αξίες του κάθε ατόμου, την αποδοχή της αβεβαιότητας, κ.λπ., ενώ η διαφορετικότητα σε εταιρικό επίπεδο συνεπάγεται τις ξεχωριστές οργανωτικές

πρακτικές της επιχείρησης, τις διοικητικές πρακτικές, το σύστημα επικοινωνίας μεταξύ των εταίρων και λοιπά.

Η "δέουσα επιμέλεια" αποτελεί μια αντικειμενική και ανεξάρτητη εξέταση του στόχου εξαγοράς. Ειδικότερα, εστιάζει περισσότερο σε οικονομικά και φορολογικά θέματα, στην αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων, στην αποτίμηση μιας επιχείρησης, καθώς και στην παροχή εγγυήσεων στους δανειστές και συμβούλους της συναλλαγής. Η διαδικασία αυτή έχει ως στόχο να παρέχει στην εταιρία-αγοραστή επαρκείς πληροφορίες, σχετικά με την αξία και τους κινδύνους που σχετίζονται με την εταιρία-στόχο. Γενικότερα, οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές απαιτούν ιδιαίτερη προσοχή σε θέματα, όπως είναι οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, οι τοπικοί φορείς, τα τοπικά λογιστικά πρότυπα, οι κανονισμοί των ξένων κυβερνήσεων (μερίσματα, αμοιβές, δικαιώματα), ο κίνδυνος της απαλλοτρίωσης και χρέους/ιδίων κεφαλαίων, τα οποία θα μπορούσαν να επιβληθούν από μια ξένη κυβέρνηση.

Επιπλέον, κατά την διάρκεια της διαδικασίας της δέουσας επιμέλειας, η εξεταζόμενη επιχείρηση πρέπει να μάθει όσο το δυνατόν περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το νέο άγνωστο προς αυτή περιβάλλον, ώστε να σχεδιάσει τις δράσεις που απαιτούνται για την υλοποίηση της εξαγοράς, αφού ως ίθισται, η εταιρία-αγοραστής θα αντιμετωπίσει αρκετές προκλήσεις μετά την εξαγορά και ιδιαίτερα μετά την ενσωμάτωσή της με την τοπική εταιρία-στόχο.

Τέλος, η επιλογή της εταιρίας-στόχου είναι ένα κρίσιμο ζήτημα στη διαδικασία της δέουσας επιμέλειας. Στην πραγματικότητα, ανάλογα με τα κίνητρα της εξαγοράς, η εταιρία επικεντρώνεται σε επιχειρήσεις-στόχους με διαφορετικά χαρακτηριστικά, όπως το μέγεθος, οι συμπληρωματικοί πόροι, οι τοπικοί φορείς διασύνδεσης κ.α. Παρ' όλα αυτά, η σωστή επιλογή της εταιρίας-στόχου για την εξαγορά, μπορεί να αποφέρει στην αγοράστρια εταιρία ένα ισχυρό τοπικό δίκτυο σχέσεων και περισσότερη ισχύ στην χώρα υποδοχής.

*ii) Η διαπραγματευτική διαδικασία στο πλαίσιο των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών*

Αφού επιλεγεί η εταιρία-στόχος για την εξαγορά και ολοκληρωθεί επιτυχώς η αρχική διαδικασία της δέουσας επιμέλειας, η εξαγοράζουσα εταιρία, συχνά, πρέπει να πληρώσει περισσότερα χρήματα πάνω από την τιμή της αγοράς, με σκοπό να

ολοκληρώσει τη συμφωνία. Έτσι, η διαδικασία διαπραγμάτευσης χαρακτηρίζεται ως η δεύτερη πολύ σημαντική διαδικασία κατά την διάρκεια μιας εξαγοράς.

Δεδομένης της αβεβαιότητας που συνδέεται με τις ξένες επενδύσεις, οι επαγγελματικές επιχειρήσεις, όπως οι επενδυτικοί τραπεζίτες, διαδραματίζουν πολύ σημαντικό ρόλο, καθώς πολλές είναι εκείνες οι αγοράστριες εταιρίες, οι οποίες ζητούν επιστημονικές συμβουλές, προκειμένου να ολοκληρώσουν με επιτυχία μια συμφωνία διασυνοριακής εξαγοράς.

*iii) Η διαδικασία ολοκλήρωσης των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών*

Η διαδικασία ολοκλήρωσης είναι ιδιαίτερα κρίσιμη για την επιτυχία των περισσότερων εγχώριων και διεθνών εξαγορών. Με βάση την παλιότερη βιβλιογραφία γι' αυτό το θέμα, έχουν παρατηρηθεί τα ακόλουθα:

- Οι πολιτισμικές διαφορές που σχετίζονται με τον αγοραστή και την χώρα της εταιρίας-στόχου, δημιουργούν πρόσθετες προκλήσεις για την περίοδο μετά την ολοκλήρωση της διασυνοριακής συγχώνευσης ή εξαγοράς.
- Η επιτυχία/απόδοση των εξαγορών εξαρτάται από τη διαδικασία ολοκλήρωσης και υιοθετεί τα συστήματα ελέγχου.
- Οι προτιμήσεις για τους τύπους των διαδικασιών ολοκλήρωσης και των συστημάτων ελέγχου είναι διαφορετικές, ανάλογα με την εθνικότητα των αγοραστών.

Τα πολιτισμικά και θεσμικά πλαίσια, στα οποία λειτουργούν οι επιχειρήσεις, έχουν σημαντική επίδραση στις στρατηγικές κατευθύνσεις που αναπτύσσονται και εφαρμόζονται από τα κορυφαία στελέχη των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με έρευνες, έχει διαπιστωθεί ότι στελέχη από διαφορετικές χώρες, ενδεχομένως να εφαρμόζουν διαφορετικά συστήματα ελέγχου και διαφορετικές διαχειριστικές πρακτικές στις επιχειρήσεις που εξαγοράστηκαν. Επισημαίνεται, βέβαια, ότι και η εθνική κουλτούρα, οι κρατικοί κανονισμοί, η πρόσβαση σε χρηματοδοτικούς πόρους μέσω χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς και οι γενικότεροι πόροι που διατίθενται στο περιβάλλον, συμβάλλουν στην υποδομή ολοκλήρωσης των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Επιπλέον, όταν η θεσμική διαφορά μεταξύ των δύο χωρών που συναλλάσσονται είναι υψηλή, η σύγκρουση ανάμεσα στους διευθυντές και τους υπαλλήλους των δύο εταιριών είναι πιθανό να αυξηθεί κατακόρυφα.

Άλλοι πάλι μελετητές υποστήριξαν ότι η πολιτισμική απόσταση, συχνά, επιφέρει ενδιαφέρουσες ευκαιρίες για τις συναλλασσόμενες εταιρίες, εάν

προηγουμένως υπάρχει σωστό φάσμα πληροφοριών και γνώσεων για την ξένη εταιρία. Συγκεκριμένα, υποστηρίχθηκε ότι, δεδομένης της αβεβαιότητας ως προς τις συνήθειες και τις πράξεις που θα υφίστανται μελλοντικά, μια πολυεθνική εταιρία μπορεί να αυξήσει την πιθανότητά της να επιτύχει, κατέχοντας μεγαλύτερη ποικιλία των εν δυνάμει πολύτιμων συνθηγιών και πράξεων, εξαγοράζοντας μια επιχείρηση σε μια πολιτισμικά μακρινή χώρα. Κατά συνέπεια, όσο μεγαλύτερες είναι οι διαφορές αυτές, τόσο μεγαλύτερη είναι και η πιθανότητα μιας επιχείρησης να μάθει ή και να κερδίσει από τα αποκτηθέντα περιουσιακά της στοιχεία.

Τέλος, με βάση την παραπάνω θεωρητική προσέγγιση, διαπιστώθηκε επίσης ότι οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν σημαντική πηγή νέων πληροφοριών και δυνατοτήτων, οι οποίες παρέχουν στρατηγική ευελιξία για την εξαγορά νέων επιχειρήσεων. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές με μεγαλύτερες πολιτισμικές και θεσμικές διαφορές, να παρέχουν βελτιωμένες ευκαιρίες αλλά και μεγαλύτερες προκλήσεις για την υλοποίηση αυτών των ευκαιριών.

### **1.9 Προσδιοριστικοί παράγοντες των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών**

Οι συνηθέστεροι παράγοντες, οι οποίοι επηρεάζουν τη διαδικασία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι οι ακόλουθοι (Erel, Liao & Weisbach, 2012, p.7-8):

1. Με την απουσία προστριβών και συγκρούσεων στην αγορά, τα σύνορα δεν θα επηρεάζουν τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές.
2. Οι προστριβές και οι συγκρούσεις στην αγορά σχετίζονται με:
  - Τις πολιτισμικές διαφορές (όπως η γλώσσα και η θρησκεία), οι οποίες αυξάνουν το συμβαλλόμενο κόστος που σχετίζεται με τη συγχώνευση των δύο εταιριών.
  - Τη γεωγραφική απόσταση, η οποία μπορεί να αυξήσει το κόστος της συνένωσης δύο εταιριών.
  - Τα ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης, τα οποία μπορούν να παρακινήσουν τις επιχειρήσεις από χώρες χαμηλής νομικής προστασίας, να συγχωνευθούν με επιχειρήσεις από χώρες με υψηλό νομοθετικό πλαίσιο.

- Τις διαφορές οικονομικής ανάπτυξης μεταξύ των χωρών, οι οποίες ενδεχομένως να οδηγήσουν σε επικερδείς ευκαιρίες για τις εταιρίες-αγοραστές από πλούσιες χώρες.
3. Η αποτίμηση μπορεί να αποτελέσει βασικό παράγοντα στην ολοκλήρωση διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών.
4. Η σωστή αξιολόγηση της διασυνοριακής συγχώνευσης και εξαγοράς, αποτελεί βασικό παράγοντα για την επιτυχία της, καθώς:
- Το κόστος κεφαλαίου μειώνεται για τις επιχειρήσεις, με την υπερεκτίμηση του νομίσματος και
  - Γενικότερα, οι συναλλαγές σε χώρες με υποτίμηση του νομίσματος, γίνονται πιο επικερδείς για τις ξένες επενδύσεις.

### **1.10 Συνολική αξιολόγηση των εγχώριων και διεθνών συγχωνεύσεων και εξαγορών**

Οι εγχώριες και διεθνείς συγχωνεύσεις και εξαγορές αντιμετωπίζονται, σήμερα ως κάτι αναπόφευκτο, ως απαραίτητη επιλογή απέναντι στις πιέσεις της οικονομικής συγκυρίας, τις ευκαιρίες και τις προκλήσεις της Ευρωπαϊκής Ολοκλήρωσης και του διεθνούς ανταγωνισμού.

Αυτά συμβαίνουν στο πλαίσιο μιας "νέας παγκοσμιοποιημένης αγοράς", η οποία κυριαρχείται από την επανάσταση στους τομείς της πληροφορίας και των επικοινωνιών, καθώς και από την κυριαρχία της γνώσης ως απαραίτητου στοιχείου ανταγωνιστικότητας και επιβίωσης στις διεθνείς αγορές. Μεγάλο μέρος της ευρύτερης βιβλιογραφίας θεωρεί τις συγχωνεύσεις και εξαγορές φυσικό και υγιές επακόλουθο της ανάπτυξης της αγοράς, που βοηθά τη μετακίνηση πόρων σε πιο ωφέλιμες χρήσεις, ενώ ταυτόχρονα δημιουργεί πρόσθετη οικονομική αποτελεσματικότητα και ανταγωνιστικότητα της οικονομίας στο διεθνή χώρο.

Η αντίθετη άποψη, ωστόσο, εστιάζεται σε θέματα διαφάνειας και πληροφόρησης των κεφαλαιαγορών για τις συντελούμενες επιχειρησιακές μεταβολές, στις αρνητικές επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στους μετόχους των εξαγοραζόμενων εταιριών, στη μείωση του ανταγωνισμού, στην ολιγοπωλιακή οργάνωση της οικονομίας, στη στρέβλωση των τιμών και στη γενικότερη επιβάρυνση του καταναλωτή.

Αυτό που απαιτείται κατά την διαδικασία διασυννοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η θέσπιση κατάλληλων ρυθμίσεων ελέγχου και περιορισμού των καταχρήσεων, με σκοπό την ολοκλήρωση αυτών με νόμιμες μεθόδους, αποφέροντας πλεονεκτήματα κερδοφορίας και στην εξαγοράστρια εταιρία και στην εταιρία-στόχο.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ II**

### **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ**

Οι Mohammad Faisal Ahammada και Keith W. Glaister στο άρθρο τους που δημοσιεύτηκε το 2013 ασχολούνται με το θέμα της αξιολόγησης των επιχειρήσεων που είναι στόχοι για εξαγορά, πριν όμως εξαγοραστούν καθώς και τι απόδοση θα έχει αυτή η διασυννοριακή εξαγορά. Τα δεδομένα τους τα στήριξαν, μέσω μιας έρευνας με χρήση ερωτηματολογίου, σε ένα δείγμα από βρετανικές επιχειρήσεις που είχαν αποκτήσει επιχειρήσεις της Βόρειας Αμερικής και της Ευρώπης κατά τη διάρκεια της πενταετίας από το 2000 μέχρι το 2004. Η ανάπτυξη του ερωτηματολογίου, καθοδηγήθηκε από μια επανεξέταση προηγούμενης έρευνας συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οι συγγραφείς θεωρούν ότι ο αποκτών ίσως να μην μπορεί να στηρίξει πλήρως την απόφασή του με βάση τα στοιχεία που παρέχονται από την εταιρία-στόχο, αλλά μπορεί να ζητήσει να διερευνήσει περαιτέρω την εταιρία-στόχο, προκειμένου να επικυρωθούν βασικές παραδοχές και έτσι να μετριαστεί ο κίνδυνος δυσάρεστων εκπλήξεων. Τέτοια προσεκτική και σκόπιμη εξέταση είναι γνωστή ως «δέουσα επιμέλεια». Τα συμπεράσματα της ανάλυσης αυτής έχουν μια σειρά από διοικητικές επιπτώσεις. Αρχικά, η εξαγοράζουσα εταιρία θα πρέπει σε βάθος να αξιολογήσει τη στρατηγική προσαρμογή μεταξύ της ίδιας και της επιχείρησης-στόχου, προκειμένου να ενισχύσει τις πιθανότητες επιτυχίας της διασυννοριακής εξαγοράς. Τέτοια ενδελεχή αξιολόγηση θα τη βοηθήσει να αποφασίσει αν οι αρμοδιότητες της επιχείρησης-στόχου θα μπορούσαν να συνδυαστούν για να δημιουργήσουν συνέργειες. Επίσης, η εξαγοράζουσα εταιρία θα πρέπει να αξιολογήσει την πολιτιστική προσαρμογή και τις ικανότητες των εργαζομένων, δεδομένου ότι οι δυνατότητες αυτές μπορούν να συμβάλλουν στην πραγματοποίηση των συνεργειών. Τέλος, η εξαγοράζουσα εταιρία θα πρέπει να αξιολογήσει τις αρμοδιότητες της οικονομικής δραστηριότητας της επιχείρησης-στόχου.

Στο άρθρο τους, οι Rekha Rao Nicholson και Julie Salaber (2013) ασχολήθηκαν με τα κίνητρα και τις επιδόσεις των διασυνοριακών συγχωνεύσεων από αναδυόμενες οικονομίες και έκαναν σύγκριση μεταξύ κινεζικών και ινδικών εταιρειών. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι το πρωταρχικό κίνητρο για τις κινεζικές και ινδικές εταιρείες που πηγαίνουν στο εξωτερικό είναι διαφορετικό και ότι η διαφορά αυτή θα πρέπει να αντανακλάται στην αντίδραση των μετόχων στην ανακοίνωση των διασυνοριακών συμφωνιών. Οι κινεζικές επιχειρήσεις επενδύουν σε μεγάλο βαθμό στις αναδυόμενες οικονομίες στην Αφρική, την Κεντρική Ασία και τη Λατινική Αμερική, σε μεγάλο βαθμό για τη διασφάλιση των φυσικών πόρων που είναι απαραίτητοι για τη δική τους οικονομική ανάπτυξη, ενώ Ινδοί αγοραστές προτιμούν να στοχεύουν σε επιχειρήσεις στις ανεπτυγμένες χώρες για να κερδίσουν μερίδιο αγοράς, καθώς και να παρέχει μια πλατφόρμα για την περιφερειακή ανάπτυξη. Τα στοιχεία σχετικά με τις κινεζικές και ινδικές αγορές από τον Ιανουάριο του 2000 έως το Δεκέμβριο του 2010 έχουν ληφθεί από τη βάση δεδομένων Thomson One. Οι συγγραφείς εξέτασαν τα δεδομένα σύμφωνα με τα ακόλουθα κριτήρια: (1) ο αποκτών είναι είτε μια κινεζική εταιρεία εισηγμένη στο Χρηματιστήριο της Σαγκάη ή Shenzhen ή μια ινδική εταιρεία εισηγμένη στο Χρηματιστήριο της Βομβάης, (2) η χώρα-στόχος είναι διαφορετική από τη χώρα πλειοδότης, (3) ο αποκτών αποκτά τουλάχιστον το 50% των μετοχών του στόχου και (4) η συναλλαγή να έχει ολοκληρωθεί. Επίσης, προκειμένου να υπολογίσουν τις μη φυσιολογικές αποδόσεις, συλλέξανε δεδομένα για ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών και ημερήσιες αποδόσεις της αγοράς από την Thomson DataStream. Στην ανάλυσή τους, χρησιμοποιούν αρχικά, μια μελέτη περίπτωσης για να συγκριθεί η βραχυπρόθεσμη απόδοση των διεθνών εξαγορών μεταξύ των κινεζικών και ινδικών αγορών. Στη συνέχεια, χρησιμοποιούν ανάλυση διαστρωματικών δεδομένων (cross-sectional regressions) για να δοκιμάσουν τα διάφορα μοντέλα των διασυνοριακών εξαγορών και στις δύο χώρες, και για να βρεθούν οι καθοριστικοί παράγοντες που έχουν επιρροή στη βραχυπρόθεσμη απόδοσή τους. Συνοψίζοντας, η μελέτη τους συνεισφέρει στην υπάρχουσα βιβλιογραφία δίνοντας έμφαση στις επιχειρήσεις αναδυόμενων αγορών που επεκτείνονται πέραν των συνόρων τους με την απόκτηση ξένων εταιρειών, κυρίως στις πιο ανεπτυγμένες χώρες. Απέδειξαν ότι ο στρατηγικός πόρος που αναζητούν και η γρήγορη είσοδος σε ξένες αγορές είναι ορθολογικά κίνητρα για την επιλογή εξαγορών και συγχωνεύσεων ως μέσο διεθνοποίησης και ότι οι μέτοχοι αναγνωρίζουν και εκτιμούν τέτοια κίνητρα. Εταιρείες αναδυόμενων αγορών



απολαμβάνοντας ένα ισχυρό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στη βιομηχανία και στη χώρα τους, μπορούν εύκολα να επεκτείνουν αυτό το πλεονέκτημα στο εξωτερικό με την απόκτηση ξένων στόχων. Η δραστηριότητα της διασυνοριακής εξαγοράς και συγχώνευσης, ως ο κύριος τρόπος της διεθνοποίησης από επιχειρήσεις αναδυόμενων αγορών, χρειάζεται ακόμη περισσότερα σε βάθος καθώς και προηγμένες μελέτες, προκειμένου να προσφέρει μια ολοκληρωμένη κατανόηση των κινήτρων και της απόδοσης τέτοιων γεγονότων.

Ένα άλλο θέμα με το οποίο ασχολήθηκαν οι Desislava Dikova και Padma Rao Sahib (2013) είναι το εάν η πολιτισμική απόσταση είναι όλεθρος ή ευλογία για την απόδοση μιας διασυνοριακής εξαγοράς. Στη βιβλιογραφία, υπάρχουν ποικίλες εξηγήσεις της σχέσης μεταξύ της πολιτισμικής απόστασης και της απόδοσης της εξαγοράς, δείχνοντας τόσο θετικές όσο και αρνητικές επιπτώσεις. Υποστηρίζεται ότι η πολιτισμική απόσταση δεν είναι γραμμικά και θετικά σχετισμένη με την απόδοση εξαγοράς, επειδή οι δυνατότητες ολοκλήρωσης του αγοραστή διαδραματίζουν διαμεσολαβητικό και μετριοπαθή ρόλο. Η πολιτισμική απόσταση πρέπει να ληφθεί υπόψη, αλλά δεν είναι ο κύριος παράγοντας που επηρεάζει την απόδοση μετά την εξαγορά, καθώς όλα εξαρτώνται από το βαθμό στον οποίο ο αποκτών επιδιώκει να ενσωματώσει την εξαγορασθείσα εταιρία. Σε χαμηλό βαθμό ολοκλήρωσης μετά την εξαγορά, η πολιτισμική απόσταση είναι ευεργετική για την απόδοση της απόκτησης, αλλά σε υψηλά επίπεδα ολοκλήρωσης η πολιτισμική απόσταση αναστέλλει την απόδοση. Οι συγγραφείς, εδώ, ελέγχουν τις υποθέσεις τους από ένα σύνολο δεδομένων σε 1223 διασυνοριακές εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν το 2009 και στις αρχές του 2010. Εξετάζουν τις επιπτώσεις των πολιτισμικών διαφορών σε μια χρηματιστηριακή αγορά με βάση την αξιολόγηση κάθε εξαγοράς ξεχωριστά. Για τη μέτρηση των επιδόσεων της εξαγοράς, χρησιμοποιούν ένα σχετικά βραχυπρόθεσμο μέτρο απόδοσης, συγκεκριμένα, τη μεταβολή στην τιμή της μετοχής της απορροφηθείσας εταιρίας μετά τη διασυνοριακή εξαγορά. Εναλλακτική λύση, είναι τα μέτρα μακροπρόθεσμης απόδοσης που έχουν το μειονέκτημα ότι οι επιχειρήσεις θα μπορούσαν να έχουν πραγματοποιήσει πολλαπλές εξαγορές το μεσοδιάστημα μεταξύ του επίκεντρου της εξαγοράς και του σημείου κατά το οποίο μετράται η απόδοση, καθιστώντας έτσι δύσκολο να αποδώσεις τα αποτελέσματα της απόδοσης σε μια μεμονωμένη εξαγορά. Συμπερασματικά, η μελέτη τους παρέχει πολλά ενδιαφέροντα ευρήματα. Θεωρούν ότι η πολιτισμική απόσταση έχει ισχυρότερη

επίδραση στην απόδοση των διασυνοριακών εξαγορών των έμπειρων διασυνοριακών αγοραστών. Λιγότερο έμπειροι αγοραστές μπορούν να εξακολουθούν να επωφελούνται από τις πολιτισμικές διαφορές σε διασυνοριακές εξαγορές, αλλά σε πολύ μικρότερο βαθμό. Τέλος, στην εγχώρια αγορά έμπειροι αγοραστές δεν φαίνεται να επωφελούνται από τις πολιτισμικές διαφορές βραχυχρόνια. Πιστεύουν ότι τα ευρήματα αυτά ανοίγουν το δρόμο για μια περαιτέρω διερεύνηση των συνθηκών υπό τις οποίες, πολιτισμικές διαφορές μπορεί να είναι όλεθρος ή ευλογία για τις διασυνοριακές εξαγορές.

Οι Kam-Ming Wan και Ka-fu Wong, στο άρθρο τους που δημοσιεύθηκε το 2009, ασχολήθηκαν με τον οικονομικό αντίκτυπο που επιφέρουν τα πολιτικά εμπόδια στις διασυνοριακές εξαγορές. Χαρακτηριστικό παράδειγμα διαδραματίστηκε το 2005, όταν το Κογκρέσο των ΗΠΑ αμφισβήτησε την εξαγορά της Unocal (αμερικανική εταιρία) από την CNOOC (κινέζικη εταιρία), δημιουργώντας έτσι πολιτικό εμπόδιο για τους ξένους επενδυτές να εξαγοράσουν εταιρίες πετρελαίου των ΗΠΑ. Το δείγμα της έρευνάς τους λήφθηκε από την βάση δεδομένων CRSP και αποτελείται από 66 αμερικανικές εταιρίες πετρελαίου και φυσικού αερίου και 13 αμερικανικές εταιρίες διύλισης πετρελαίου, όλες εισηγμένες σε μεγάλα χρηματιστήρια των ΗΠΑ. Ωστόσο, προκειμένου να παρουσιαστούν τα ακριβή συμπεράσματα της έρευνας, επιλέχθηκε τέτοιο δείγμα εταιριών, ώστε, αφενός να επηρεάζεται από τους πολιτικούς παράγοντες της εποχής και αφετέρου να μην επηρεάζεται συγκεκριμένα από τα προκύπτοντα γεγονότα της υπόθεσης εξαγοράς από την CNOOC. Από την έρευνά τους, οι συγγραφείς αναμένουν ότι έξι γεγονότα κατά της εξαγοράς από την CNOOC θα επηρεάσουν μόνο τις εταιρίες πετρελαίου των ΗΠΑ, ενώ τα σύγχρονα πολιτικά γεγονότα θα επηρεάσουν τόσο τις εταιρίες των ΗΠΑ, όσο και τις ξένες πετρελαϊκές εταιρίες. Με βάση τα συμπεράσματα που εξάχθηκαν από την μελέτη των συγγραφέων, διαπιστώθηκε ότι η πολιτική εχθρότητα προς τις διασυνοριακές εξαγορές, θα μπορούσε να επηρεάσει δυσμενώς τις τιμές αγοράς των εγχώριων μη συγχωνευόμενων εταιριών, με συνέπεια να μειώνονται τα αναμενόμενα ασφάλιστρα εξαγοράς των εταιριών αυτών. Επιπλέον, η πολιτική αμφισβήτηση κατά της εξαγοράς της Unocal από την CNOOC αποτελεί σημείο αναφοράς για τον κλάδο, καθώς από τότε έχουν μειωθεί αισθητά οι διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις στη βιομηχανία πετρελαίου και φυσικού στις ΗΠΑ. Τέλος, από τα σημαντικότερα

ευρήματα της έρευνας είναι το γεγονός ότι τα πολιτικά εμπόδια μπορούν να βλάψουν καταστροφικά τις επιχειρήσεις των ΗΠΑ. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι τιμές των μετοχών των αμερικανικών εταιριών ενδεχομένως να αποδυναμώσουν, αντικατοπτρίζοντας έτσι μικρότερες πιθανότερες να συγχωνευθούν ή να εξαγοραστούν από ξένους επενδυτές.

Στο άρθρο του, που δημοσιεύθηκε το 2009, ο Halil Kıymaz προσπάθησε να ερευνήσει το ποσοστό επίδρασης των χωρών στην αξιολόγηση κινδύνων των επιχειρήσεων των ΗΠΑ και ειδικότερα στο θέμα των μεγάλων διασυνοριακών εξαγορών. Τα ευρήματα της μελέτης φανερώνουν ότι -κατά τη συμμετοχή τους σε διασυνοριακές εξαγορές- οι υποψήφιοι/πλειοδότες των ΗΠΑ σε αυτές βιώνουν τα θετικά οφέλη του πλούτου, κυρίως, κατά την διάρκεια ανακοινώσεων των συγχωνεύσεων, αν και αυτές οι συγχωνεύσεις αφορούν περισσότερο συναλλαγές σχετικές με τους ευρωπαϊκούς στόχους. Ωστόσο, σημαντικοί παράγοντες που εξηγούν το γεγονός ότι ο πλούτος κατακτά τους πλειοδότες είναι οι παράγοντες κινδύνου των χωρών, συμπεριλαμβανομένων των οικονομικών, πολιτικών και χρηματοδοτικών αξιολογήσεων των κινδύνων. Επιπλέον, τα οφέλη του πλούτου είναι υψηλότερα για τις επιχειρήσεις εξαγορών στις ανεπτυγμένες χώρες, καθώς έχουν σημαντική θέση με τον ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ τους. Για την εξεύρεση συμπερασμάτων, ο συγγραφέας χρησιμοποίησε στη μελέτη του, δείγμα από τις 210 μεγαλύτερες ξένες εξαγορές επιχειρήσεων των ΗΠΑ, οι οποίες αναφέρθηκαν σε ετήσια βάση, κατά την περίοδο 1989-2003. Επισημαίνεται, ωστόσο, ότι το δείγμα περιορίζεται σε επιχειρήσεις στις οποίες περιλαμβάνονται οι τιμές των μετοχών που διατίθενται στη βάση δεδομένων CRSP. Επιπλέον, λαμβάνεται ως δεδομένο ότι, η κάθε εξαγορά συμβαίνει κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης αυτής για πρώτη φορά στην εφημερίδα της Wall Street. Με βάση τα ευρήματα της μελέτης, διαπιστώθηκε ότι η Ευρώπη βρίσκεται στην πρώτη θέση με 122 ξένες εξαγορές, ακολουθεί η Βόρεια Αμερική με 42 εξαγορές, η Ασία/Ειρηνικός έπεται με 29 εξαγορές και οι υπόλοιπες 17 από το σύνολο των 210, καλύπτονται από διάφορες χώρες. Επίσης, οι πιο συχνές εξαγορές των ΗΠΑ (103) σημειώθηκαν στη μεταποιητική βιομηχανία, ενώ ακολουθεί ο κλάδος της μεταφοράς/επικοινωνίας με 48 εξαγορές. Συμπερασματικά, τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης δείχνουν ότι οι μεταβλητές αξιολόγησης κινδύνου των χωρών σε συνδυασμό με ορισμένες από τις μακροοικονομικές μεταβλητές ελέγχου, είναι εκείνες οι οποίες εξηγούν τα οφέλη του πλούτου των αμερικάνων πλειοδοτών.

Ωστόσο, υπάρχει αντίστροφη σχέση ανάμεσα στα οφέλη του πλούτου για τους πλειοδότες και την αξιολόγηση των οικονομικών κινδύνων, ενώ διαφαίνεται θετική σχέση ανάμεσα στα οφέλη του πλούτου για τους πλειοδότες και τις οικονομικές και πολιτικές αξιολογήσεις κινδύνου. Τέλος, η κατάταξη της οικονομικής ανάπτυξης των χωρών-στόχων και η συσχέτιση μεταξύ των επιχειρηματικών κύκλων του πλειοδότη και της χώρας-στόχου σχετίζονται θετικά με τα κέρδη των πλειοδοτών/υποψηφίων των ΗΠΑ.

Από την άλλη πλευρά, οι Mushfique Uddin και Agyenim Boateng (2011) προσπάθησαν να εξηγήσουν τις τάσεις των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών στο Ηνωμένο Βασίλειο. Διαπιστώνοντας ότι, κατά τις τελευταίες δεκαετίες, το μεγαλύτερο μέρος της αύξησης της διεθνούς παραγωγής προέρχεται μέσω των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, στην παρούσα μελέτη επιχειρείται να διερευνηθεί ο ρόλος των μακροοικονομικών επιρροών στις δραστηριότητες των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών στο Ηνωμένο Βασίλειο, κατά την περίοδο 1987-2006. Το Ηνωμένο Βασίλειο παρέχει ένα μοναδικό περιβάλλον και ένα σύνολο δεδομένων, ως κορυφαία ευρωπαϊκή χώρα στη διεθνή αγορά για εταιρικό έλεγχο για την ανάλυση των μακροοικονομικών παραγόντων για δύο λόγους. Πρώτον, ως μη μέλος του ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος, το Ηνωμένο Βασίλειο θέτει τα δικά του επιτόκια και άλλες μακροοικονομικές πολιτικές. Αυτό έχει επιπτώσεις για το Ηνωμένο Βασίλειο στο ότι έχει διαφορετικές συναλλαγματικές ισοτιμίες και διαφορετικό μακροοικονομικό περιβάλλον σε σύγκριση με τις χώρες στην ενιαία νομισματική ζώνη. Δεύτερον, μια σειρά από αλλαγές που έχουν λάβει χώρα στο οικονομικό περιβάλλον του Ηνωμένου Βασιλείου κατά το πρόσφατο παρελθόν, το αποτέλεσμα των οποίων δεν παρουσιάζεται στη μοναδική μελέτη στο πλαίσιο του Ηνωμένου Βασιλείου που πραγματοποιήθηκε από τον McCann (2001). Το 1997, η εργατική κυβέρνηση άλλαξε την οικονομική κατεύθυνση του Ηνωμένου Βασιλείου η οποία οδήγησε σε σημαντική μείωση του επιτοκίου, το οποίο ήταν σε διψήφια νούμερα υπό την προηγούμενη κυβέρνηση των Συντηρητικών. Έχουμε επίσης δει μια σημαντική αύξηση του ΑΕΠ, ισχυρή στερλίνα και συνεχή πτώση του πληθωρισμού κατά τη διάρκεια της περιόδου 1987-2006. Αυτές οι αλλαγές στο γενικό οικονομικό κλίμα έχει προφανείς επιπτώσεις για τις επιχειρήσεις που συμμετέχουν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Ειδικότερα, η βασική ώθηση για αυτή την εργασία είναι η άποψη ότι, οι εξωτερικοί παράγοντες που σχετίζονται με τη χώρα

υποδοχής μιας εταιρίας και τη χώρα προέλευσης έχουν καθοριστική σημασία, έστω και εν μέρει, στην ανάπτυξη του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος της επιχείρησης και των επενδυτικών αποφάσεων. Χρησιμοποιώντας την πολυπαραγοντική ανάλυση παλινδρόμησης, οι συγγραφείς διαπιστώνουν ότι ορισμένες μακροοικονομικές μεταβλητές, όπως το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ), το επιτόκιο, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, η τιμή της μετοχής και η προσφορά χρήματος, έχουν σημαντικές επιπτώσεις, τόσο στις εισερχόμενες όσο και στις εξερχόμενες διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές στο Ηνωμένο Βασίλειο. Με βάση την παρούσα μελέτη, διαπιστώθηκε ότι οι εξαγοράσιμες επιχειρήσεις στις διασυνοριακές συναλλαγές μπορούν να ελαχιστοποιήσουν το κόστος τους και να αυξήσουν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα, αποδίδοντας περισσότερη προσοχή σε θέματα σχετικά με τα επίπεδα της τιμής της μετοχής, των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των επιτοκίων, καθώς και άλλων οικονομικών παραγόντων, οι οποίοι επιδιώκονται από τις χώρες προέλευσης και υποδοχής των κυβερνήσεων. Επιπλέον, τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης δείχνουν ότι οι μακροοικονομικές μεταβλητές έχουν άμεση σχέση με τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές εισροών και αποχωρήσεων από το Ηνωμένο Βασίλειο, αφού τα επιτόκια, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και οι τιμές των μετοχών έχουν σημαντική θετική επίδραση στις εκροές διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών του Η.Β., ενώ το ΑΕΠ φαίνεται να έχει αρνητικό αντίκτυπο στην περίπτωση των εισερχόμενων διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών του Η.Β. Κλείνοντας, συμπεραίνεται ότι, στην προσπάθειά τους να προωθήσουν δυναμικά το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στις χώρες προέλευσης και υποδοχής, οι κυβερνήσεις πρέπει να δώσουν ιδιαίτερη προσοχή στις μακροοικονομικές πολιτικές τους.

Ο PengCheng Zhu, στο άρθρο του που δημοσιεύθηκε το 2011, προσπάθησε να εξετάσει τις χρηματοοικονομικές αποδόσεις και τα αποτελέσματα της αλληλεπίδρασης σε διαδοχικές διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Τις δύο τελευταίες δεκαετίες έχει παρατηρηθεί ότι, οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν την κυριότερη μορφή άμεσων ξένων επενδύσεων στην παγκόσμια οικονομία. Από 100 δισ. ευρώ που ήταν η συνολική αξία αυτών των συναλλαγών στις αρχές του 1990, σύμφωνα με την Παγκόσμια Έκθεση Επενδύσεων έφτασε τα 1000 δισ. ευρώ το 2007. Παρακινούμενες από τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους, οι πολυεθνικές εταιρίες χρησιμοποιούν τις διασυνοριακές

συγχωνεύσεις και εξαγορές ως μια σημαντική στρατηγική μέθοδο, προκειμένου να αποκτήσουν τους βασικούς πόρους και να αυξήσουν το κέρδος τους, κατά την είσοδό τους στις ξένες χώρες. Τα Στελέχη επιχειρήσεων και οι επενδυτές συχνά πιστεύουν ότι οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να δημιουργήσουν αξίες συνέργειας στους μετόχους και να βελτιώσουν τις οικονομικές επιδόσεις των αποκτώμενων επιχειρήσεων. Με σκοπό την εξέταση της βραχυπρόθεσμης επίπτωσης πλούτου των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, η παρούσα μελέτη λαμβάνει ως τελικό δείγμα 5111 διασυνοριακές συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ειδικότερα, αφορά σε εξαγοράζουσες εταιρίες από 70 χώρες και 145 χώρες-στόχους, κατά την περίοδο 1978 έως 2008, ενώ οι απαραίτητες πληροφορίες δόθηκαν από την βάση δεδομένων "Platinum SDC". Ο συγγραφέας εστιάζει, ιδιαίτερα, στις διαδοχικές εξαγορές, στις οποίες κάθε εξαγοράζουσα εταιρία διενεργεί δύο τουλάχιστον διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, κατά την διάρκεια της περιόδου δειγματοληψίας. Επιπλέον, η μελέτη επικεντρώνεται στις συναλλαγές που περιγράφονται από τη βάση δεδομένων ως "συγχωνεύσεις", "εξαγορές", "συμφέροντα πλειοψηφίας από εξαγορά", "επί μέρους συμφέροντα από εξαγορά" και "υπόλοιπα συμφέροντα". Τέλος, εξετάζονται οι επιχειρήσεις από εξαγορά, οι οποίες έχουν στην ιδιοκτησία τους λιγότερο από το 50% των επιχειρήσεων-στόχων πριν από τις εξαγορές και την απόκτηση ελέγχου πλειοψηφίας (>50%) της ιδιοκτησίας στις εταιρίες-στόχοι μετά από τις εξαγορές. Με βάση τα συμπεράσματα της έρευνας, διαπιστώθηκε ότι η εξαγορά επιχείρησης που κέρδισε θετικές (ή αρνητικές) έκτακτες αποδόσεις σε προηγούμενες διασυνοριακές εξαγορές είναι πιο πιθανό να εμφανίσει θετικές (ή αρνητικές) έκτακτες αποδόσεις, αντίστοιχα, στις επόμενες διασυνοριακές εξαγορές. Ωστόσο, η ανθεκτικότητα της απόδοσης της μετοχής είναι ισχυρότερη, στις περιπτώσεις όπου ο χρόνος που παρήλθε μεταξύ των διαδοχικών εξαγορών είναι μικρότερος. Επιπλέον, βάσει της μελέτης, ο συγγραφέας καταλήγει στην άποψη, ότι η συνεχόμενη απόδοση της μετοχής στις διαδοχικές συγχωνεύσεις και εξαγορές επηρεάζεται άμεσα από την ψυχολογία των επενδυτών, καθώς και από την επιλογή του τρόπου πληρωμής σε μετρητά, ενώ δεν θεωρεί ότι οι λειτουργικές επιδόσεις της απορροφώσας εταιρίας επηρεάζουν την ανθεκτικότητα των επιδόσεων στο χρηματιστήριο.

Το 2011, οι Isabel Feito-Ruiz και Susana Menéndez-Requejo ασχολήθηκαν με το θέμα των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών σε διαφορετικά νομικά

πλαίσια. Ειδικότερα, σκοπός της μελέτης τους είναι η ανάλυση της αποτίμησης των μετόχων από τις αναγγελίες των διασυννοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, εξετάζοντας τις διαφορές μεταξύ της εκτίμησης μετόχων της εξαγοραζόμενης εταιρίας στις διασυννοριακές και τις εγχώριες συγχωνεύσεις και εξαγορές και λαμβάνοντας υπόψη την επίδραση των διαφόρων νομικών πλαισίων και του θεσμικού περιβάλλοντος πάνω σε αυτές. Για την διεξαγωγή της έρευνάς τους, οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν δείγμα από 469 εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι οποίες ανακοίνωσαν διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές κατά την περίοδο 2002 έως 2006. Από τις 469 συναλλαγές, οι 221 αποτελούσαν διασυννοριακές και οι 248 εγχώριες, ενώ στόχος της έρευνας ήταν οι εξεταζόμενες επιχειρήσεις να είναι εισηγμένες ή μη σε οποιαδήποτε χώρα του κόσμου, με ή χωρίς προηγούμενη συμμετοχή της απορροφώσας εταιρίας ή άλλης θυγατρικής επιχείρησης. Τα δεδομένα του δείγματος λήφθηκαν από τη βάση δεδομένων "Thomson One Banker Merger & Acquisitions", την "DataStream" και την "Lexis Nexis", με την προϋπόθεση ότι το δείγμα πληροί τα ακόλουθα κριτήρια:

- i) Όλες οι διασυννοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις ανακοινώθηκαν από εισηγμένες εταιρίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης κατά την περίοδο 2002-2006 και ολοκληρώθηκαν μέχρι το 2011.
- ii) Το παραπάνω κριτήριο ισχύει τόσο για τις εγχώριες όσο και για τις διασυννοριακές συναλλαγές.
- iii) Οι επιχειρήσεις-στόχοι, ενδεχομένως να αναγράφονται, ως ιδιωτικές ή θυγατρικές της απορροφώσας εταιρίας, σε οποιοδήποτε μέρος του κόσμου.
- iv) Η συναλλαγή να περιλαμβάνει μια αλλαγή στον έλεγχο.
- v) Θεωρούμε χρηματοοικονομικές και μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις μαζί, δεδομένου ότι υπήρξαν λιγότεροι νομικοί περιορισμοί στις διασυννοριακές προσφορές για τις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε σύγκριση με τις προηγούμενες περιόδους, λόγω της ελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Στην παρούσα μελέτη χρησιμοποιήθηκε η πολυπαραγοντική ανάλυση, προκειμένου να διεξαχθούν τα αναμενόμενα συμπεράσματα. Συνεπώς, βάσει της έρευνας, διαπιστώθηκε ότι το νομικό και θεσμικό περιβάλλον αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την αξιολόγηση των διασυννοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών των μετόχων. Επιπλέον, όταν υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των εξαγοράσιμων εταιριών και των χωρών-στόχων, το νομικό και θεσμικό περιβάλλον έχει αρνητικό

αντίκτυπο, όταν η επιχείρηση στοχεύει σε ένα περιβάλλον με μεγαλύτερη οικονομική ελευθερία ή κεφαλαιοποίηση της χρηματιστηριακής αγοράς. Ωστόσο, ένα ισχυρότερο νομικό και θεσμικό περιβάλλον στη χώρα-στόχο αυξάνει το κόστος συναλλαγής για τις διασυνοριακές συμφωνίες, γεγονός το οποίο παρατηρείται στην εξεταζόμενη χρονική περίοδο της παρούσας μελέτης (2002-2006), καθώς παρατηρήθηκε ότι οι ρυθμιστικές αλλαγές σε χώρες με ισχυρό νομικό και θεσμικό πλαίσιο μπορούν να κάνουν πιο δύσκολη την πρόσβαση στις αγορές, για τις επιχειρήσεις που προέρχονται από χώρες με αδύναμο νομικό και θεσμικό περιβάλλον. Τέλος, το βασικό συμπέρασμα της μελέτης εκφράζει το πόσο σημαντικό πλεονέκτημα αποτελεί για τις επιχειρήσεις να έχουν περισσότερη οικονομική ελευθερία στις χώρες τους, καθώς αυτό θα διευκολύνει την πρόσβασή τους και τον ανταγωνισμό στις διεθνείς αγορές.

Από την άλλη πλευρά, ο Taco H. Reus δημοσίευσε το 2012 άρθρο, στο οποίο ασχολήθηκε με το ιδιαίτερα σημαντικό ζήτημα των πολιτισμικών επιπτώσεων της συναισθηματικής συμμετοχής των αγοραστών, κατά την διάρκεια εφαρμογής μιας διασυνοριακής εξαγοράς. Σύμφωνα με ορισμένες αναλύσεις που έγιναν πάνω στο θέμα των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών από πολυεθνικές εταιρίες των ΗΠΑ, διαπιστώθηκε αφενός, ότι οι πολιτισμικές διαφορές περιορίζουν τη συναισθηματική συμμετοχή κατά τη διάρκεια και μετά την ολοκλήρωση μιας συγχώνευσης και αφετέρου, οι αναλύσεις έδειξαν ότι, όταν οι εξαγορές που πραγματοποιούνται σε πολιτισμούς που καθοδηγούνται, κυρίως, από τον ανθρώπινο παράγοντα, οι αγοραστές των ΗΠΑ φαίνεται να προσαρμόζονται σε αυτό το τοπικό πλαίσιο και δείχνουν πιο συναισθηματικό πνεύμα, από ότι σε πολιτισμούς με λιγότερη επιρροή από τον ανθρώπινο παράγοντα. Όμως, σύμφωνα με τον συγγραφέα, αυτό εξαρτάται και από την πολυπολιτισμικότητα του κάθε αγοραστή. Έτσι, στόχος του παρόντος άρθρου είναι να διασαφηνιστεί ο ρόλος που διαδραματίζει ένας πολιτισμός, στο πλαίσιο των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι πιθανό να είναι περισσότερο συναισθηματικές, επειδή κάνουν το εργατικό δυναμικό, ακόμη πιο επιρρεπή σε διαπολιτισμικό άγχος και σε συγκρούσεις των πολιτισμών. Συγκεκριμένα, η παρούσα μελέτη επιδιώκει να εξετάσει τις πολιτισμικές συνέπειες πάνω στο θέμα της συναισθηματικής συμμετοχής και να παρουσιάσει σχετικά αποτελέσματα για τον τρόπο με τον οποίο, το πολιτισμικό πλαίσιο επηρεάζει τη στρατηγική εφαρμογή των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ειδικότερα, εξετάζεται ο βαθμός, στον



οποίο οι υποψήφιοι αγοραστές είναι πρόθυμοι στην πολιτισμική πολυμορφία. Το δείγμα που επιλέχθηκε προς έρευνα αφορά πολυεθνικές εταιρίες των ΗΠΑ, οι οποίες εφαρμόζαν διασυνοριακές συγχωνεύσεις με άλλα κράτη, κατά την περίοδο 1998 έως 2000. Σύμφωνα με τη βάση δεδομένων "SDC", το δείγμα αντιπροσωπεύει 118 διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές των ΗΠΑ με 26 χώρες (29 διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές έγιναν στον Καναδά, 66 στην Ευρώπη, 10 στην Ασία, 6 στην Αυστραλία και 6 στη Λατινική Αμερική). Αν και το 1990 οι ΗΠΑ βρέθηκαν σε σταθερά υψηλότερη θέση στην εξαγορά ξένης εταιρίας, από τα αποτελέσματα της έρευνας διαπιστώθηκε ότι κατά την περίοδο του 1998-2000 τα ποσοστά αποτυχίας τους υπερέβαιναν το 80% του δείγματος. Με βάση την έρευνά του, ο συγγραφέας κατέληξε στο συμπέρασμα ότι, οι αγοραστές αντιμετωπίζουν αυξημένη συναισθηματική δυσκολία στις πιο απόμακρες κουλτούρες, όμως προσπαθούν να προσαρμόσουν τις στρατηγικές τους εφαρμογές, προκειμένου να αντιμετωπίσουν ένα νέο πολιτισμικό πλαίσιο. Επιπλέον, διαπιστώθηκε ότι, συχνά, οι αγοραστές δυσκολεύονται συναισθηματικά ακόμη και σε γειτονικές χώρες, όταν τα μέλη του οργανισμού των επιχειρήσεων στερούνται ορίου ανοχής για την πολιτιστική πολυμορφία. Τέλος, σύμφωνα με τα ευρήματα της έρευνας, διαπιστώθηκε ότι οι δυνατότητες προσαρμογής των αγοραστών σε διαφορετικούς πολιτισμούς ποικίλλουν, γεγονός που έχει επιπτώσεις και στον τρόπο με τον οποίο προσεγγίζουν ξένες πρακτικές για την εφαρμογή διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Ένα, επίσης, σημαντικό ζήτημα που εξετάζεται στο άρθρο των Shantanu Duta et al., (2013) είναι εκείνο της μεθόδου πληρωμής που χρησιμοποιείται στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία, το θέμα της μεθόδου πληρωμής προς και από τους μετόχους για την απόκτηση επιχειρήσεων, δείχνει την πληρωμή σε μετρητά πιο θετικό τρόπο πληρωμής από ότι τις προσφορές αποθέματος. Υποστηρίζεται ότι λόγω της ασυμμετρίας της πληροφόρησης και της αβεβαιότητας αποτίμησης για την απόκτηση μετοχών, η αγορά βλέπει λιγότερο ευνοϊκά τη χρηματοδότηση σε απόθεμα παρά τη χρηματοδότηση τοις μετρητοίς στις συναλλαγές εξαγορών. Ωστόσο, υπάρχουν ορισμένα πολύ σημαντικά πλεονεκτήματα της χρηματοδότησης μέσω προσφορών αποθέματος, όπως είναι α) ο έλεγχος των υπαρχόντων μετόχων της εταιρίας-στόχου, β) η διατήρηση της εταιρικής "μνήμης" και γ) η ελαχιστοποίηση του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης. Συνεπώς, με γνώμονα τους παραπάνω παράγοντες, η

παρούσα μελέτη επικεντρώνεται, κυρίως, στην επίδραση των μεθόδων πληρωμής, στο πλαίσιο των διασυνοριακών εξαγορών. Για την έρευνα των συγγραφέων, ελήφθησαν ως δείγμα 1300 ολοκληρωμένες προσφορές (545 διασυνοριακές και 755 εγχώριες προσφορές) που έγιναν από εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο του Τορόντο στον Καναδά, σχετικά με τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, κατά την περίοδο 1993 έως 2002. Οι προϋποθέσεις για την επιλογή των συγκεκριμένων εταιριών ήταν, α) οι συμφωνίες να έχουν ολοκληρωθεί, β) η εξαγοράζουσα εταιρία να μην ανήκει στον χρηματοπιστωτικό κλάδο, γ) για την απόκτηση των επιχειρήσεων να έγιναν πολλαπλές εξαγορές για την περίοδο 1993-2002 και δ) να υπήρχε η δυνατότητα να εξεταστούν όλα τα μεγέθη της αξίας της συναλλαγής. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, εξαιτίας ορισμένων θετικών παραγόντων που χαρακτηρίζουν τη χρηματοδότηση σε απόθεμα, στις διασυνοριακές εξαγορές, αυτός ο τρόπος πληρωμής φαίνεται να είναι ευνοϊκότερος από τη χρηματοδότηση σε μετρητά, αντίθετα με ότι ορίζεται στη γενικότερη βιβλιογραφία. Για την εύρεση αυτών των αποτελεσμάτων, διερευνήθηκε η μακροπρόθεσμη λειτουργική απόδοση της διασυνοριακής εξαγοράς, η οποία χρηματοδοτήθηκε από προσφορά μετρητών και μετοχών. Έτσι, διαπιστώθηκε ότι η αγορά ενθουσιάστηκε ιδιαίτερα με τις προσφορές των χρηματιστηριακών διασυνοριακών εξαγορών και υπερεκτίμησε τα πλεονεκτήματα αυτής της συναλλαγής. Ωστόσο, από μία ανάλυση των αποδόσεων των μετοχών, παρατηρήθηκε ότι η αγορά μπορεί να κάνει προσαρμογές γι' αυτές τις συμφωνίες, σε μακροπρόθεσμη βάση. Με άλλα λόγια, όταν οι διασυνοριακές συμφωνίες χρηματοδοτούνται από προσφορές αποθέματος, αυτό φανερώνει την αρχική υπόσχεση της συμφωνίας, όχι όμως και μακροπρόθεσμες προσδοκίες. Ίσως και γι' αυτόν τον λόγο, οι Καναδοί αγοραστές να εξακολουθούν να χρησιμοποιούν, κατά κύριο λόγο, τα μετρητά ως μέθοδο πληρωμής στις διασυνοριακές συμφωνίες τους.

Οι Dobrina Georgieva et al., (2012) στο άρθρο τους επικεντρώθηκαν στο θέμα των επιδράσεων που προκαλούνται από τους νομικούς και πολιτισμικούς παράγοντες στις διασυνοριακές κοινοπραξίες. Συγκεκριμένα, σκοπός του παρόντος άρθρου είναι η μελέτη των παραγόντων εκείνων που επηρεάζουν τις διασυνοριακές συμφωνίες και οι οποίες σχηματίζονται από μία αμερικανική επιχείρηση και από μία ξένη-εκτός των ΗΠΑ- επιχείρηση. Η βάση δεδομένων SDC Platinum αναφέρει πάνω από 4700 διασυνοριακές κοινοπραξίες που αφορούν θέματα των ΗΠΑ μεταξύ 1989 και 2008.

Κατά τη διαμόρφωση μιας κοινής επιχείρησης, δύο ή περισσότερες ανεξάρτητες οντότητες αποφασίζουν να μοιραστούν ορισμένα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία ρυθμίζονται από κοινού και με την ουσιαστική επιρροή των επιχειρηματικών εταίρων. Ταυτόχρονα, οι εταίροι εξακολουθούν να διατηρούν την ανεξαρτησία τους, και δεν θεσπίζουν την παραδοσιακή "κατευθυντήρια γραμμή" της σχέσης έδρας-θυγατρικής, η οποία είναι η δημιουργία προσφοράς και στόχου, ως αποτέλεσμα μιας εξαγοράς. Κατά συνέπεια, στόχος της παρούσας μελέτης είναι να ελέγξει τον χαρακτήρα συνένωσης δύο κοινών επιχειρήσεων, ο οποίος θα πρέπει να είναι στη μέση του φάσματος των συμβατικών μορφών, αφενός δηλαδή, μεταξύ των συμβάσεων των ανεξάρτητων οντοτήτων που θεσπίζονται πλήρως από την αγοραστική δύναμη και αφετέρου της επιχείρησης, όπως είναι οι συμβάσεις, όπου μία οντότητα έχει στην κατοχή της και άλλη επιχείρηση. Για την έρευνα των συγγραφέων, λήφθηκε δείγμα από κοινοπραξίες που έχουν ολοκληρωθεί, με ημερομηνίες ανακοίνωσης μεταξύ του 1988 και 2006. Το δείγμα αφορά τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις των Αμερικανών πλειοδοτών και των ξένων στόχων, που είναι καταγεγραμμένες στην παγκόσμια βάση δεδομένων "Platinum SDC M&A". Συγκεκριμένα, παρουσιάζονται οι 105 χώρες με τον υψηλότερο όγκο κοινοπραξιών που εγγράφονται κατά έτος. Οι ΗΠΑ, Κίνα, Ιαπωνία, Ηνωμένο Βασίλειο και Γερμανία έχουν κάνει πάνω από 1000 κοινοπραξίες σε αυτό το διάστημα. Ωστόσο, συγκριτικά με τον συνολικό αριθμό των κοινοπραξιών που σχηματίζονται σε ένα συγκεκριμένο έτος, διαπιστώνεται ότι περίπου το 26% των κοινών επιχειρήσεων του δείγματος έχουν έναν εταίρο από τις ΗΠΑ. Σύμφωνα τώρα με τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας, παρατηρήθηκε ότι οι κοινοπραξίες έχουν μία ενδιάμεση οργανωτική δομή μεταξύ των συμβάσεων αγοράς (όπως, μεταξύ ανεξάρτητων φορέων και εταιρίας), παρόμοια με τις προσφορές των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Διαπιστώθηκε, επίσης, ότι, σε περίπτωση που το νομικό πλαίσιο της ξένης χώρας είναι αδύναμο, ο συνολικός όγκος των κοινοπραξιών με τους εταίρους των ΗΠΑ αυξάνεται. Αυτό συνάδει με το γεγονός ότι, οι κοινές επιχειρήσεις συνδέονται με το χαμηλότερο κόστος συναλλαγών (ειδικά σε περιβάλλοντα με μεγαλύτερες ατέλειες της αγοράς) και οι διασυνοριακές κοινοπραξίες ελαχιστοποιούν το κόστος της ασύμμετρης πληροφόρησης. Τέλος, διαπιστώθηκε ότι οι χώρες με περισσότερες πολιτισμικές διαφορές από τις ΗΠΑ (από την άποψη των χαρακτηριστικών, όπως είναι ο ατομικισμός, η ανδροπρέπεια, η φοροαποφυγή, η κατανομή της εξουσίας, η γλώσσα και η θρησκεία), συνδέονται ιδιαίτερα με τις

διασυνοριακές κοινοπραξίες με εταίρους των ΗΠΑ. Αυτό φανερόνεται και από το ότι, η πολιτισμική πολυμορφία προσθέτει αξία στις διασυνοριακές προσφορές ή και ότι οι κοινές επιχειρήσεις μπορεί να είναι μια μορφή οργάνωσης που προτιμάται στις συμβάσεις της ελεύθερης αγοράς μεταξύ των εταίρων από χώρες με διαφορετικές πολιτισμικές αξίες.

Ένα άλλο θέμα που έχει συζητηθεί αρκετά και με το οποίο ασχολούνται οι Stefano Rossi και Paolo Volpin (2007), είναι τα κίνητρα της διακυβέρνησης στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Σκοπός, λοιπόν, του παρόντος άρθρου είναι να διερευνηθεί το κατά πόσο οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν ένα κανάλι, μέσω του οποίου οι εταιρίες μπορούν να επιλέξουν ένα υψηλό καθεστώς διακυβέρνησης. Η κύρια πρόβλεψη είναι ότι οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές των εταιριών από χώρες με καλή εταιρική διακυβέρνηση πρέπει να είναι οι αγοραστές και οι εταιρίες από χώρες με κακή εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να είναι οι στόχοι. Πρόσφατες μελέτες έδειξαν ότι όταν υπάρχουν μεγάλες διαφορές στο βαθμό προστασίας των επενδυτών των διαφόρων χωρών, επηρεάζεται η ικανότητα της επιχείρησης να αυξήσει εξωτερικά κεφάλαια και, τελικά, να αντιμετωπίσει τον παγκόσμιο ανταγωνισμό στην αγορά. Αν και η σχετική βιβλιογραφία προτείνει τρεις τύπους σύγκλισης σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης - α) σύγκλιση στο εταιρικό δίκαιο (τυπική σύγκλιση), β) στις επιχειρηματικές πρακτικές (λειτουργική σύγκλιση) και γ) στις συμβάσεις (σύγκλιση με σύμβαση), το παρόν άρθρο επικεντρώνεται στο είδος της σύγκλισης με σύμβαση, δηλαδή το μόνο που προκύπτει από τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Παράλληλα, παρουσιάζεται μία απλή περίπτωση αυτού του τύπου, όπου το κόστος της επιχείρησης των ξένων κεφαλαίων μειώνεται όταν ο έλεγχος της εταιρίας αλλάζει και από μία χώρα με κακή εταιρική διακυβέρνηση εφαρμόζεται από μία άλλη με καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση. Για την έρευνά τους, οι συγγραφείς έλαβαν ως δείγμα όλες τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι οποίες ανακοινώθηκαν μεταξύ 1/1/1990 και 31/12/1999 και ολοκληρώθηκαν έως 31/12/2000, όπου η τελική μητρική εταιρία, είτε αγοραστή είτε στόχου ή και των δύο, ανήκει σε μία από τις 49 χώρες που μελετήθηκαν από τον La Porta et al. (1998). Στο παρόν άρθρο, οι συγγραφείς επικεντρώνονται στις συγχωνεύσεις (συνενώσεις επιχειρήσεων όπου ο αριθμός των επιχειρήσεων μειώνεται κατά τη συναλλαγή) και στις εξαγορές συμφερόντων πλειοψηφίας (σε όλες τις περιπτώσεις στις οποίες ο αποκτών κατείχε λιγότερο από το

50% του στόχου της μετοχής πριν από τη συμφωνία και πάνω από το 50% μετά τη συμφωνία). Οι προϋποθέσεις αυτές έλαβαν χώρα στην παρούσα έρευνα, με σκοπό να αναλυθεί περαιτέρω το ζήτημα των συναλλαγών που επηρεάζονται άμεσα από τις τροποποιήσεις ελέγχων. Με βάση τα συμπεράσματα της έρευνας, διαπιστώθηκε ότι το καθεστώς της καλύτερης διακυβέρνησης της απορροφώσας εταιρίας μειώνει τον κίνδυνο των επενδυτών να ζημιωθούν. Προβλέπεται, τέλος, ότι η διασυνοριακή δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών θα πρέπει να επικεντρώνεται σε βιομηχανίες που αντιμετωπίζουν μεγαλύτερα προβλήματα και χρειάζονται περισσότερα εξωτερικά κεφάλαια, επειδή τα κέρδη από μια διασυνοριακή συμφωνία τέτοιου είδους, είναι πολύ μεγαλύτερα από άλλες συμφωνίες.

Ακόμη ένα άρθρο το οποίο ασχολείται με τη θέσπιση καλύτερης εταιρικής διακυβέρνησης σχετικά με τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις, είναι εκείνο που δημοσιεύτηκε από τους Artuno Bris, et al., 2008. Η προσέγγιση της πολιτικής οικονομίας για την εταιρική διακυβέρνηση έχει τεκμηριώσει τη σπουδαιότητα που έχουν οι νομικοί κανόνες στον καθορισμό της εταιρικής χρηματοδότησης και στις αποφάσεις της εταιρικής διακυβέρνησης. Σύμφωνα με την πολιτική οικονομία, οι κανόνες δικαίου καθορίζουν το βαθμό, στον οποίο διαφέρουν οι χώρες μεταξύ τους, όσον αφορά την προστασία των επενδυτών και με τη σειρά του, ο βαθμός αυτός έχει επίδραση πάνω στο μέγεθος των κεφαλαιαγορών, καθώς και στην αξία των επιχειρήσεων, της πολιτικής κατανομής, τις δομές ιδιοκτησίας και τις οικονομικές επιλογές. Η παρούσα μελέτη, ωστόσο, βασίζεται στην παρατήρηση ότι σε μια διασυνοριακή συγχώνευση, η εταιρία-στόχος υιοθετεί, συνήθως, τα λογιστικά πρότυπα, τις πρακτικές δημοσιοποίησης και τη δομή εταιρικής διακυβέρνησης της εξαγοράζουσας εταιρίας. Συνεπώς, στο παρόν άρθρο επιχειρείται η αξιολόγηση των επιπτώσεων πάνω στην βιομηχανική αξία από την υιοθέτηση των καλύτερων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης που προκαλούνται από τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις. Για την έρευνά τους, οι συγγραφείς έλαβαν ως δείγμα 16.772 διασυνοριακές εξαγορές δημόσιων επιχειρήσεων από 41 διαφορετικές χώρες, που είναι διαθέσιμες στη βάση δεδομένων "Securities Data Corporation", από την 1η Ιανουαρίου 1990 μέχρι και την 31η Δεκεμβρίου 2001. Ωστόσο, λαμβάνονται υπόψη μόνο οι συναλλαγές που έχουν ολοκληρωθεί, ενώ αποκλείονται από το αρχικό δείγμα οι μοχλευμένες εξαγορές, οι ανακεφαλαιοποιήσεις υποπροϊόντων, οι επαναγορές, οι αποκτήσεις συμμετοχών και οι ιδιωτικοποιήσεις. Επιπλέον, επειδή οι μεταβολές της

εταιρικής διακυβέρνησης είναι νομικά αποτελεσματικές μόνο όταν έχει αποκτηθεί το 100% των μετοχών του στόχου, το συγκεκριμένο δείγμα περιλαμβάνει μόνο αυτό το είδος της συναλλαγής. Η παρούσα εργασία παρουσιάζει στοιχεία, τα οποία αποδεικνύουν ότι οι βελτιώσεις στην εταιρική διακυβέρνηση αξιολογούνται θετικά από την αγορά. Οι δείκτες, οι οποίοι εξετάστηκαν προς έρευνα είναι: α) η προστασία των μετόχων και β) τα λογιστικά πρότυπα. Το βασικότερο αποτέλεσμα, ωστόσο, που διαπιστώθηκε είναι ότι οι εξαγορές των επιχειρήσεων στις πιο αδύναμες χώρες προστασίας των μετόχων αυξάνουν σημαντικά το βαθμό υποχώρησης των δεικτών εταιρικής διακυβέρνησης από το βιομηχανικό κλάδο-στόχο, απ' ότι οι επιχειρήσεις που δημιουργούν ισχυρότερα προστατευτικά καθεστώτα. Παρ' όλα αυτά, οι στόχοι που αποκτήθηκαν από επιχειρήσεις με χειρότερο περιβάλλον εταιρικής διακυβέρνησης, δεν χάνουν την αξία τους. Εν κατακλείδι, από τα συμπεράσματα της έρευνας παρατηρήθηκε ότι, η εξαγορά επιχειρήσεων δεν κερδίζει ή χάνει την αξία της από τη συγχώνευση επιχειρήσεων που παρέχουν ασθενέστερη προστασία των επενδυτών και ελλιπή λογιστικά πρότυπα.

Οι James E. Owers et al., στο άρθρο τους που δημοσιεύθηκε το 2008, ασχολήθηκαν με το θέμα των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών χρησιμοποιώντας τους αμερικανικούς αποθετήριους τίτλους μετοχών (American Depositary Receipts - ADRs) ως αντάλλαγμα. Συγκεκριμένα, το παρόν άρθρο εξετάζει τους λόγους για τους οποίους η χρήση των αμερικανικών αποθετηρίων τίτλων ως μέσο ανταλλαγής σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές προβλέπει διαφορετικά ζητήματα από εκείνα που σχετίζονται με τη χρήση ιδίων κεφαλαίων ως μέσο ανταλλαγής σε καθαρά εγχώριες εξαγορές. Τα ADRs είναι οι τίτλοι (κινητές αξίες) των εταιριών που εδρεύουν σε άλλα έθνη, ενώ συναλλάσσονται στις ΗΠΑ, με παρόμοιες θεσμικές ρυθμίσεις για τα αποθέματα των εταιριών των ΗΠΑ. Ως κανάλι οικονομικής επένδυσης, οι αμερικανικοί τίτλοι παρέχουν ένα θεσμικό, εύκολο και οικονομικά αποδοτικό μέσο για τη διεθνή διαφοροποίηση των επενδυτών. Με βάση τα παραπάνω, κύριος στόχος του παρόντος άρθρου είναι να ερευνηθεί και να τεκμηριώσει το συγκεκριμένο είδος δραστηριότητας της αγοράς, καθώς και να εξετάσει το κατά πόσο η χρήση των αμερικανικών τίτλων επηρεάζει τις μεταβολές αποτίμησης ή άλλα χαρακτηριστικά που σχετίζονται με τις εξαγορές. Κατά τη διαδικασία της έρευνας των συγγραφέων, η πηγή του δείγματος συναλλαγών προήρθε από τη βάση δεδομένων SDC, όπου αναφέρονται τα μέσα ανταλλάγματος /

αντιπαροχής μεταξύ των ετών 1985 και 2004. Από την αρχική λίστα των 107 πράξεων εξαγοράς που αφορούσαν αμερικανικούς τίτλους μετοχών, εντοπίστηκαν 107 στόχοι και 98 αγοραστές, στις οποίες χρησιμοποιούνταν οι αμερικανικοί τίτλοι μετοχών ως μέσο συναλλαγής. Ωστόσο, οι πράξεις οι οποίες πληρούσαν τα κριτήρια για την παρούσα εμπειρική ανάλυση, χαρακτηρίζονται από 52 στόχους και 78 αγοραστές κατά την διάρκεια των ετών 1985 έως 2004. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, διαπιστώθηκε ότι υπάρχει σημαντική αύξηση στην αξία της ανακοίνωσης της διασυνοριακής εξαγοράς και εφόσον πρόκειται για εξαγορές με χρήση ιδίων κεφαλαίων, οι αγοραστές βιώνουν, κατά μέσο όρο, αρνητικές αποδόσεις. Ωστόσο, εξαιτίας του ότι οι στατιστικές δοκιμές είναι προτιμητέες, οι αποδόσεις των αγοραστών παρουσίασαν σημαντικές διακυμάνσεις, γι' αυτό και προτείνεται μια πιο προσεκτική εξέταση. Η ταυτόχρονη ανάλυση έδειξε ότι ένα ιδιαίτερα μεγάλο τμήμα των συναλλαγών συσχετίζεται με τις θετικές αποδόσεις, τόσο για τους αγοραστές όσο και για τους στόχους.

Ένα εξίσου σημαντικό θέμα που αναλύουν στο άρθρο τους (2009) οι Wu Changqi και Xie Ningling είναι εκείνο των προσδιοριστικών παραγόντων της απόδοσης των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών των κινέζικων επιχειρήσεων. Κατά τα τελευταία τριάντα χρόνια, η Κίνα γνώρισε μία ραγδαία οικονομική ανάπτυξη. Μεγάλος αριθμός κινέζικων επιχειρήσεων αναπτύχθηκε και απέκτησε ανταγωνιστικότητα, λίγες όμως εταιρίες έχουν εισχωρήσει στο εξωτερικό προς αναζήτηση νέων πηγών ανάπτυξης. Ένας τρόπος για διεθνή επέκταση είναι η απόκτηση των υφιστάμενων επιχειρήσεων στο εξωτερικό, οι λεγόμενες διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Παρά, όμως, το γεγονός ότι ο αριθμός αυτών των πράξεων ήταν χαμηλός, σήμερα υπάρχει μια ολοένα αυξανόμενη τάση προς αυτή την κατεύθυνση. Στο παρόν άρθρο, με τη χρήση ενός συνόλου δεδομένων για τις διασυνοριακές δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών των δημόσιων εταιριών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Κίνας, διαπιστώνεται ότι η απόδοση πριν την εξαγορά και η αναλογία των κρατικών μετοχών έχουν θετικό αντίκτυπο στις αποδόσεις από την απόκτηση/εξαγορά εταιριών. Για την έρευνά τους, οι συγγραφείς δημιούργησαν μία δική τους βάση δεδομένων από αρκετές πηγές πληροφόρησης, συμπεριλαμβανομένης της Έκθεσης Εξαγορών της Κίνας με στοιχεία από το 2000 έως 2006, τις ετήσιες εκθέσεις και τα δελτία τύπου που δημοσιεύονται σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις, καθώς και από τον Δικτυακό Χώρο των κινέζικων

εξαγορών. Έπειτα από εκτενή αναζήτηση, οι συγγραφείς βρήκαν 91 εταιρίες, οι οποίες είχαν διενεργήσει 165 διασυνοριακές εξαγορές, κατά την περίοδο 2000 έως 2006. Από τις 91 εταιρίες, οι 61 είναι εισηγμένες εταιρίες σε δύο Χρηματιστήρια της Κίνας. Οι εταιρίες που επιλέχθηκαν ως δείγμα έπρεπε να πληρούν τα ακόλουθα κριτήρια:

- α) Οι αποδέκτες συναλλαγών πρέπει να είναι εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο της Σαγκάη και της Σενζέν.
- β) Αν μία εισηγμένη εταιρία έχει κάνει περισσότερες από μία δραστηριότητες εξαγοράς εντός ενός έτους, πρέπει να χρησιμοποιηθεί στο δείγμα μόνο η τελευταία εγγραφή της εξαγοράς.
- γ) Για να διασφαλιστεί η αξιοπιστία των οικονομικών τους στοιχείων, οι εισηγμένες εταιρίες του δείγματος δεν πρέπει να ανησυχούν για τον έλεγχο των οικονομικών τους καταστάσεων.

Το τελικό δείγμα, το οποίο πληρούσε όλα τα παραπάνω κριτήρια αποτελείται από 32 εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο της Κίνας και τα οικονομικά τους στοιχεία καλύπτουν την χρονική περίοδο 1998-2006. Με βάση τα συμπεράσματα της παρούσας έρευνας, διαπιστώνεται ότι υπάρχουν αρκετοί παράγοντες, οι οποίοι επηρεάζουν την απόδοση των πολλαπλών διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών των κινέζικων επιχειρήσεων. Ειδικότερα, οι επιδόσεις πριν την εξαγορά, καθώς και το ποσοστό των κρατικών μετοχών έχουν θετικό αντίκτυπο στην απόδοση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών των κινέζικων επιχειρήσεων. Τέλος, η έρευνα δείχνει ότι η εταιρική ηλικία και οι ελεύθερες ταμειακές ροές δεν έχουν στατιστικά σημαντικές επιπτώσεις στις επιδόσεις αυτές.

Όσον αφορά τους παράγοντες που διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές στη Λατινική Αμερική, ο Eduardo Pablo (2009) έπειτα από την έρευνά του, διαπίστωσε ότι το περιβάλλον της επιχείρησης είναι σημαντικό τόσο στη χώρα-στόχο, όσο και την χώρα προσφοράς. Τα κατώτερα επίπεδα προστασίας των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας στη χώρα-αγοραστή επηρεάζουν αρνητικά την πιθανότητα διασυνοριακής συμφωνίας, ενώ αυτή αυξάνεται όταν ο στόχος αντιμετωπίζει υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης από τον αγοραστή. Στο παρόν άρθρο, ο συγγραφέας επικεντρώνεται, κυρίως, στους καθοριστικούς παράγοντες διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών σε εταιρικό επίπεδο και όχι τόσο σε επίπεδο χώρας, ενώ ασχολείται με την ανάλυση των συνεπειών των



μεταβλητών μίας συγκεκριμένης εταιρίας ως προς την πιθανότητα αυτής να εξαχθεί διασυννοριακά, καθώς και με τη σημασία των μεταβλητών στην απόφαση μιας εταιρίας να συμμετέχει σε διασυννοριακή συναλλαγή. Με βάση την έρευνά του, διαπίστωσε ότι οι μακροοικονομικοί δείκτες των χωρών όπου δραστηριοποιούνται οι εταιρίες, καθώς και τα χαρακτηριστικά των συγκεκριμένων εταιριών έχουν άμεση σχέση με την απόφαση, αυτές οι εταιρίες να επεκταθούν και σε διασυννοριακό επίπεδο. Η έρευνα του συγγραφέα επικεντρώθηκε σε δείγμα 868 διασυννοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, κατά την περίοδο 1998-2004, για τις ακόλουθες χώρες της Λατινικής Αμερικής: Αργεντινή, Βολιβία, Βραζιλία, Χιλή, Κολομβία, Κόστα Ρίκα, Ισημερινός, Ελ Σαλβαδόρ Μεξικό, Νικαράγουα, Παναμάς, Παραγουάη, Περού, Δομινικανή Δημοκρατία, Ουρουγουάη και Βενεζουέλα. Ωστόσο, οι εταιρίες που συμμετείχαν στην έρευνα ήταν οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, ενώ με βάση τα στατιστικά στοιχεία της βάσης δεδομένων "M & A event", το αρχικό δείγμα περιελάμβανε: α) δύο εταιρίες από την ίδια χώρα, β) δύο εταιρίες από διαφορετικές χώρες, εκ των οποίων η μία ήταν εταιρία της Λατινικής Αμερικής, και γ) δύο επιχειρήσεις από διάφορες χώρες και οι δύο από χώρες της Λατινικής Αμερικής. Από τα στατιστικά στοιχεία παρατηρήθηκε ότι το 71,38% των γεγονότων είναι διασυννοριακές εξαγορές, ενώ η πλειοψηφία των διασυννοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών περιλάμβανε έναν ξένο εταίρο, δηλαδή έναν εταίρο που δεν προέρχονταν από την περιοχή της Λατινικής Αμερικής. Σύμφωνα με τα συμπεράσματα της έρευνας, διαπιστώθηκε ότι όποιος αγοράζει και όποιος πουλάει επηρεάζεται σημαντικά από τις μακροοικονομικές και επιχειρηματικού περιβάλλοντος μεταβλητές των χωρών των αγοραστών και πωλητών. Επιπλέον, όσον αφορά στις μεταβλητές, παρατηρήθηκε ότι επηρεάζουν την απόφαση των εταιριών να συμμετάσχουν σε μια διασυννοριακή αγορά, ενώ για τον αγοραστή του δείγματος της έρευνας, οι μεγαλύτερες εταιρίες με υψηλή επιχειρηματική αγορά είναι περισσότερο πιθανό να συμμετέχουν σε διασυννοριακές αντί σε ευκαιρίες τοπικού χαρακτήρα.

Οι Jamie D.Collins et al., (2009), στο άρθρο τους αναφέρονται στη σημασία που έχει η "γνώση μέσω της πράξης" στις διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, καθώς παρατηρείται ότι παίζει καθοριστικό ρόλο στην απόφαση των διασυννοριακών συναλλαγών μιας εταιρίας, όταν αυτή έχει ασχοληθεί ξανά με τη συγκεκριμένη δραστηριότητα και στο παρελθόν. Σύμφωνα με έρευνα διαπιστώθηκε ότι τόσο οι εγχώριες όσο και οι διεθνείς εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν νωρίτερα, έχουν

άμεση επιρροή στην απόφαση εξαγορών σε ξένες αγορές από τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στις ΗΠΑ. Επιπλέον, η εμπειρία από προηγούμενες διασυνοριακές συναλλαγές στις διεθνείς αγορές θεωρείται περισσότερο προγνωστική για τις μεταγενέστερες διεθνείς εξαγορές, απ' ότι η εμπειρία μιας εγχώριας εξαγοράς. Τέλος, η εμπειρία αγοράς σε μια χώρα υποδοχής είχε ισχυρότερη επιρροή στις μεταγενέστερες εξαγορές στο εσωτερικό της χώρας, σε σχέση με άλλες διεθνείς αγορές σε ξένες χώρες. Με σκοπό την ανάλυση που έχει η δύναμη της επανάληψης και τον τρόπο με τον οποίο αυτή επιδρά σε μετέπειτα διασυνοριακές συναλλαγές, στην έρευνά τους οι συγγραφείς έλαβαν δείγμα διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών από 374 επιχειρήσεις, από 65 χώρες (εκτός των ΗΠΑ), κατά το έτος 2002. Οι επιχειρήσεις αυτές αντιπροσώπευαν διάφορους κλάδους της βιομηχανίας, από τη μεταποίηση ως τις υπηρεσίες, γεγονός που τις χαρακτηρίζει από ετερογένεια προϊόντων και διεθνούς διαφοροποίησης. Επιπλέον, στο τελικό δείγμα δεν περιλήφθηκαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, οι εταιρίες ασφάλειας ζωής και οι επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας, καθώς η νομοθεσία περιορίζει τις συγχωνεύσεις και εξαγορές για αυτού του είδους τις επιχειρήσεις. Με βάση τα συμπεράσματα της παρούσας έρευνας, διαπιστώθηκε ότι η οργανωτική εμπειρία από τις διεθνείς δραστηριότητες και τις προηγούμενες συγχωνεύσεις και εξαγορές στη χώρα υποδοχής επηρεάζουν σημαντικά τις μετέπειτα διεθνείς εξαγορές και ειδικά στη χώρα υποδοχής. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις που έχουν εμπειρία να δραστηριοποιούνται σε μια συγκεκριμένη ξένη χώρα, είναι πιο πιθανό να εξαγοράσουν μία εταιρία στην ίδια χώρα. Έτσι, αποκτούν την κατάλληλη εξοικείωση και γνώση για τις μετέπειτα ευκαιρίες και περιορισμούς στη χώρα αυτή. Επιπλέον, αν και τα ευρήματα υποδεικνύουν ότι όλες οι εμπειρίες από διεθνείς εξαγορές συνδέονται θετικά με μεταγενέστερες διεθνείς συγχωνεύσεις και εξαγορές, η επίδραση συγκεκριμένης εμπειρίας εξαγοράς σε μια ξένη χώρα είναι ισχυρότερη στην πιθανότητα μελλοντικών εξαγορών στην εν λόγω αγορά. Τέλος, σύμφωνα με τους συγγραφείς, επισημαίνεται ότι παρέχουν όλες οι διεθνείς εξαγορές την ίδια ευκαιρία για μάθηση και εμπειρία. Έτσι, ιδιαίτερα σημαντική είναι η μοναδική γνώση που διατίθεται από τις στρατηγικές δράσεις, οι οποίες λαμβάνονται από κάθε χώρα και αγορά αντίστοιχα.

Ένα επίσης σημαντικό είναι αυτό που αναφέρεται στον τρόπο με τον οποίο μπορούν να περιοριστούν οι κίνδυνοι και οι συνθήκες αβεβαιότητας στις διασυνοριακές εξαγορές. Στο άρθρο του, ο Tomas Mantecon (2009) έχει παρατηρήσει

ότι, συγκριτικά με τις εγχώριες εξαγορές, οι διασυνοριακές εξαγορές παρουσιάζουν μεγαλύτερες προκλήσεις για έναν αγοραστή, εξαιτίας των θεσμικών και πολιτιστικών αξιών μιας ξένης εταιρίας, τις οποίες δεν γνωρίζει ο αγοραστής. Η απόκτηση περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρίας σε μια ξένη χώρα μπορεί να αντιμετωπίσει διάφορες λογιστικές πρακτικές και απαιτήσεις γνωστοποίησης, οι οποίες παρεμποδίζουν τη δέουσα επιμέλεια της διαδικασίας της συναλλαγής. Κατά συνέπεια, ο μεγαλύτερος βαθμός αβεβαιότητας στις διασυνοριακές εξαγορές μειώνει την αξία των περιουσιακών στοιχείων που ανταλλάσσονται, με την εξήγηση της κακής επίδοσης των αγοραστών στις διασυνοριακές εξαγορές. Στο παρόν άρθρο λοιπόν, γίνεται προσπάθεια ανάλυσης ορισμένων διαφορετικών εναλλακτικών λύσεων, με τις οποίες οι αγοραστές μπορούν να βελτιώσουν τους κινδύνους που είναι εγγενείς σε αυτές τις συναλλαγές. Για την έρευνά του, ο συγγραφέας κατασκεύασε ένα δείγμα εξαγορών, οι οποίες ανακοινώθηκαν κατά την διάρκεια του 1985 έως το 2005, ενώ αποκλείστηκαν οι πράξεις ανακεφαλαιοποίησης, προσφοράς - διαγωνισμού, οι επαναγορές και οι ιδιωτικοποιήσεις. Το τελικό δείγμα αποτελείται από 30.783 εξαγορές. Στις 23.959 εξαγορές, οι αγοραστές και πωλητές δραστηριοποιούνταν στην ίδια χώρα και οι 6.825 είναι διασυνοριακές εξαγορές. Επιπλέον, το δείγμα περιλαμβάνει αγοραστές από 75 χώρες και στόχους από 128 έθνη. Λαμβάνοντας υπόψη τις 20 χώρες με τον μεγαλύτερο όγκο των διασυνοριακών εξαγορών, διαπιστώθηκε ότι οι αγοραστές από αυτές τις χώρες αντιπροσώπευαν το 98,95% του συνολικού όγκου και το 96,33% του συνολικού αριθμού των εξαγορών. Επίσης, οι αγοραστές των ΗΠΑ αντιπροσώπευαν το μεγαλύτερο μερίδιο του συνολικού όγκου. Ειδικότερα, αντιπροσώπευαν το 29,24%, το οποίο είναι ίδιο με αυτό του αμερικανικού μεριδίου του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ) παγκοσμίως. Με βάση τα αποτελέσματα της έρευνας και της ανάλυσης διαφορετικών μηχανισμών αγοράς, προκειμένου να μειωθούν οι επενδύσεις αβεβαιότητας στις διασυνοριακές εξαγορές, διαπιστώθηκε ότι οι αγοραστές είχαν χαμηλότερα κέρδη, όταν τα περιουσιακά τους στοιχεία βρίσκονταν σε μια ξένη χώρα. Μία εξήγηση γι' αυτό, είναι το γεγονός ότι παρατηρήθηκαν πιο σοβαρά γραφειοκρατικά προβλήματα στους αγοραστές που εμπλέκονταν σε διασυνοριακές εξαγορές. Άλλη μία διαπίστωση από την έρευνα είναι ότι, οι εξαγορές επιχειρήσεων είχαν μεγαλύτερα κέρδη στην απόκτηση περιουσιακών στοιχείων, όταν λειτουργούσαν ομαδικά σε μια Κοινή Επιχείρηση. Τέλος, τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι η ανταλλαγή πληροφοριών που παρουσιάζονται σε μια κοινή επιχείρηση αυξάνει την αγοραστική αξία στις

διασυννοριακές συναλλαγές, παρουσιάζοντας υψηλότερα επίπεδα αβεβαιότητας της αποτίμησης και του επενδυτικού κινδύνου της χώρας. Έτσι, οι κοινές επιχειρήσεις φαίνεται να είναι ένας πολύτιμος μηχανισμός στη μείωση των κινδύνων που συνδέονται με τις διασυννοριακές εξαγορές. Ωστόσο, ο σχετικά μικρός αριθμός εξαγοράς περιουσιακών στοιχείων σε κοινές επιχειρήσεις σε σύγκριση με αυτόν των συγχωνεύσεων, δείχνει μια προτίμηση για το σύνολο της ιδιοκτησίας και τίθεται το ζήτημα του κόστους, το οποίο συνδέεται με τη δημιουργία των κοινών επιχειρήσεων ως μηχανισμός για τη μεταφορά των περιουσιακών στοιχείων.

Σύμφωνα με στατιστικά δεδομένα, έχει παρατηρηθεί ότι οι Κινέζικες εισηγμένες εταιρίες έχουν κερδίσει την προσοχή του κόσμου με αρκετές φιλόδοξες και υψηλού κύρους διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Στις περισσότερες από αυτές τις συμφωνίες, η κινεζική κυβέρνηση αποτελεί τον μεγαλύτερο μέτοχο της απορροφώσας εταιρίας, με αποτέλεσμα η κινεζική κυβέρνηση να ωθεί σε τέτοιου είδους διαπραγματεύσεις τους μετόχους μειοψηφίας, ακόμη κι αν αυτές οι συμφωνίες δεν έχουν το βέλτιστο συμφέρον γι' αυτούς, γεγονός που συχνά προκαλεί βασικές συγκρούσεις μεταξύ κυβέρνησης και μετόχων μειοψηφίας. Με βάση αυτά τα δεδομένα, η παρούσα μελέτη που έκαναν οι Yuan Yi Chen και Michael N. Young, (2009) πρόκειται να εξετάσει περαιτέρω τα ζητήματα που αφορούν τις διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές από τις κινέζικες εισηγμένες επιχειρήσεις. Ωστόσο, εξαιτίας των κύριων συγκρούσεων μεταξύ του κεφαλαίου και των μετόχων μειοψηφίας, οι συγγραφείς του άρθρου υποθέτουν ότι επιχειρήσεις, στις οποίες η κυβέρνηση είναι ο κυρίαρχος ιδιοκτήτης, είναι: α) λιγότερο ικανές να αποτρέψουν την τάση εκμετάλλευσης του διεθνητικού καιροσκοπισμού, β) πιο πιθανό να διεξάγουν διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές με πολιτικά κίνητρα και γ) λιγότερο πιθανό να έχουν τις απαραίτητες διαχειριστικές αρμοδιότητες για μια επιτυχή διασυννοριακή συγχώνευση και εξαγορά. Για τις επιχειρήσεις με δεσπόζουσα θέση των κυβερνητικών μετοχών, πιστεύεται ότι στερούνται αποτελεσματικότητας και οι επενδυτές είναι περισσότερο πιθανό να αντιδράσουν αρνητικά σε μια συγχώνευση που αναλαμβάνεται από αυτές τις επιχειρήσεις σε σύνθετα περιβάλλοντα. Για την έρευνά τους, οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν συναλλαγές συγχώνευσης και εξαγοράς, οι οποίες είχαν δημοσιευθεί σε μία μη κερδοσκοπική μη κυβερνητική οργάνωση, διαχειριζόμενη από την Κινεζική Ομοσπονδία Βιομηχανίας και Εμπορίου (ACFIC). Προϋπόθεση για την επιλογή του δείγματος ήταν η

εξαγοράζουσα εταιρία να συμμετέχει σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές και να εκδίδει είτε Α ή Η μετοχές<sup>1</sup>. Εκτός από τις μη κινεζικές εταιρίες, το δείγμα, επίσης, περιελάμβανε εξαγοράζουσες εταιρίες-στόχους, με βάση τα ακόλουθα χαρακτηριστικά: α) εταιρίες υπερπόντιων περιοχών συμπεριλαμβανομένου του Χονγκ Κονγκ, του Μακάο και της Ταϊβάν και β) χρηματοδοτούμενες ξένες εταιρίες στην ηπειρωτική επικράτεια, συμπεριλαμβανομένων των χρηματοδοτούμενων εταιριών του Χονγκ Κονγκ, του Μακάο και της Ταϊβάν. Επιπλέον, μετά το 2006, στο δείγμα της έρευνας, οι συγγραφείς περιέλαβαν και εταιρίες με τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

- i Εξαγορά της αλλοδαπής εταιρίας αποκλειστικά και απευθείας από την μητρική εταιρία.
- ii Αγορά μετοχών από τον ξένο εταίρο της κοινοπραξίας στην ηπειρωτική Κίνα.
- iii Εξαγορά των περιουσιακών στοιχείων από ξένες επενδύσεις της εταιρίας στην ηπειρωτική Κίνα.
- iv Ανάλυση διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών από ξένη θυγατρική εταιρία, που ανήκει εξ' ολοκλήρου σε Κινέζικη εταιρία.
- v Ανάλυση διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών από κοινοπραξία που ιδρύθηκε στο εξωτερικό.
- vi Ανάλυση διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών μαζί με μία ή περισσότερες ξένες εταιρίες.

Με βάση τις παραπάνω προϋποθέσεις, συγκεντρώθηκαν 162 διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές από 151 εταιρίες, μεταξύ των οποίων οι 66 από αυτές έγιναν από κινεζικές εισηγμένες εταιρίες, ενώ οι 55 πραγματοποιήθηκαν από τις εκδότριες εταιρίες είτε με Α ή με Η μετοχές. Το τελικό δείγμα της έρευνας περιλάμβανε 39 συναλλαγές, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν από 32 εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες. Σύμφωνα με τα συμπεράσματα της έρευνας διαπιστώθηκε ότι, παρά το γεγονός ότι, λόγω παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, η Κίνα σκοπίμως επέλεξε τα τελευταία χρόνια να διαχειρίζεται λιγότερο τις επιχειρήσεις και να μειώσει

---

<sup>1</sup> Οι Α-μετοχές εκδίδονται από Κινεζικές εισηγμένες εταιρίες που αναφέρονται είτε στο Χρηματιστήριο της Σαγκάης ή στο Χρηματιστήριο της Shenzhen. Μόνο Κινέζοι πολίτες ή αλλοδαποί επενδυτές με καθεστώς ειδικών Ξένων Θεσμικών Επενδυτών (QFII) επιτρέπεται να συναλλάσσονται. Η Η-μετοχή είναι στην πραγματικότητα Α-μετοχή κινεζικών εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ. Είναι τιμολογημένες σε δολάρια Χονγκ Κονγκ και μπορούν ελεύθερα να αγοραστούν από διεθνείς επενδυτές. Άτομα από την Κίνα δεν επιτρέπεται να διαπραγματευτούν Η-μετοχές εκτός μέσω ειδικών εγχώριων Θεσμικών Επενδυτών (QDII). Ωστόσο Α και Η-μετοχές δεν μπορούν να μετατραπούν το ένα στο άλλο.

την κρατική της ιδιοκτησία σε αυτές, παρόλα αυτά οι επενδυτές δεν είναι τόσο υπομονετικοί στα υψηλά επίπεδα της κρατικής ιδιοκτησίας, τουλάχιστον όσον αφορά στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Μια πρόσφατη έρευνα των Gerhard Kling et al., (2013), αναφέρεται στις επιπτώσεις των διασυνοριακών και δια-βιομηχανικών Συγχωνεύσεων και Εξαγορών σε περιφερειακές και παγκόσμιες πολυεθνικές επιχειρήσεις. Οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν μία κυρίαρχη μορφή των άμεσων ξένων επενδύσεων (ΑΞΕ) και μία από τις επικρατέστερες στρατηγικές αποφάσεις, για την επίτευξη της διεθνούς διαφοροποίησης. Το ερώτημα, όμως, έγκειται στο εάν οι πολυεθνικές επιχειρήσεις με διάφορα διεθνή στοιχεία και παραγωγή εκθεσιακών προϊόντων αποκομίζουν οφέλη από την πρόσθετη γεωγραφική και παραγωγική διαφοροποίηση των προϊόντων της, μέσω των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η παρούσα έρευνα, αποσκοπεί στην ανάλυση της σχέσης απόδοσης-διεθνοποίησης, στο πλαίσιο της διαίρεσης σε περιφέρειες. Οι συγγραφείς του άρθρου υποστηρίζουν, ότι η γεωγραφική κάλυψη της επιχείρησης μετριάζει την σχέση απόδοσης-διεθνοποίησης, ενώ ο βαθμός διαφοροποίησης των προϊόντων είναι άλλος ένας μεσολαβητής/συντονιστής της σχέσης απόδοσης-διεθνοποίησης. Με βάση τα παραπάνω, οι συγγραφείς προσπαθούν να εξετάσουν τις επιπτώσεις της διεθνούς και παραγωγικής διαφοροποίησης μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών, από την πλευρά του κινδύνου-απόδοσης της επιχείρησης. Θεωρούν ότι οι παγκόσμιες πολυεθνικές επιχειρήσεις επωφελούνται από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, τις οποίες ενισχύουν με τα δικά τους γεωγραφικά στοιχεία, ενώ ο διασυνοριακός βιομηχανικός κλάδος συγχωνεύσεων και εξαγορών ενισχύει τη σχέση κινδύνου-απόδοσης των επιχειρήσεων στην χώρα υποδοχής. Αυτή η επίδραση στηρίζεται στον βαθμό διαφοροποίησης των προϊόντων. Ως εκ τούτου, δεν υπάρχει κάποια τιμή που να ενισχύει την στρατηγική της συγχώνευσης και εξαγοράς για τις επιχειρήσεις στη χώρα υποδοχής και στις διάφορων περιοχών επιχειρήσεις, ώστε αυτές να γίνουν "πραγματικά παγκόσμιες". Για την διεξαγωγή συμπερασμάτων, οι συγγραφείς επέλεξαν ως δείγμα αμερικανικές και ευρωπαϊκές εισηγμένες εταιρίες με χρηματιστηριακή αξία άνω των \$10 δισ. μέσα σε τουλάχιστον ένα έτος μεταξύ του 2002 και 2007. Το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα αναφέρεται στο έκτο κύμα των συγχωνεύσεων. Από τη συλλογή του δείγματος εξαιρούνται τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας, εξαιτίας των διαφορών στην

αξιολόγηση και στους κανονισμούς τους. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να παραμείνει ένα δείγμα αποτελούμενο από 478 εταιρίες (272 των ΗΠΑ και 206 ευρωπαϊκές εταιρίες). Δεδομένου ότι συλλέχθηκαν τα τριμηνιαία στοιχεία των συναλλαγών, τα οικονομικά μεγέθη και οι μεταβλητές ελέγχου, τα δεδομένα περιέχουν 17.208 παρατηρήσεις, κατά την διάρκεια των ετών 2002-2007. Με βάση αυτά τα δεδομένα, οι συγγραφείς διαγράφουν τις διπλές προσφορές συναλλαγών και εξετάζουν την δηλωμένη αξία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, τη μειωτική συμμετοχή των αγορών, το υπόλοιπο ενδιαφέροντος των συναλλαγών, τις ιδιωτικοποιήσεις, καθώς και τη μόχλευση εξαγορών και προσφορών. Από την έρευνά τους, οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι το προϊόν και η γεωγραφική διαφοροποίηση αποτελούν συντονιστές της σχέσης απόδοσης-επέκτασης της εταιρίας. Επιπλέον, οι παγκόσμιες και τοπικές εμβέλεις επιχειρήσεις ενισχύουν το επίπεδο αποτίμησής τους μέσω των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, και μειώνουν το επίπεδο αποτίμησής τους (στην περίπτωση των παγκόσμιων επιχειρήσεων), όταν αυτές απομακρύνονται από τις ξένες αγορές. Από την άλλη πλευρά, υπογραμμίζεται η σημασία των αλληλεξαρτήσεων, η οποία μπορεί να αξιοποιηθεί μέσω της δημιουργίας και διατήρησης συνεργασιών σε όλες τις αγορές. Τέλος, η παρούσα έρευνα συμβάλλει στην κατανόηση της προστιθέμενης αξίας από τα αποτελέσματα των διεθνών και στρατηγικών διαφοροποιήσεων των προϊόντων, μέσω των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Ο Eduardo Pablo, στο άρθρο του (2013), ασχολήθηκε με το θέμα της διασυνοριακής διαφοροποίησης μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών στη Λατινική Αμερική. Οι περίπλοκες διαφοροποιήσεις μέσω της εξαγορών των στόχων σε ξένες χώρες μπορεί να δημιουργήσει οφέλη για την εξαγοράζουσα επιχείρηση, οφέλη που είναι δύσκολο να αναπαράγουν μέσω των αγορών κεφαλαίου. Για την διεξαγωγή συμπερασμάτων, η παρούσα εργασία βασίζεται σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, στις οποίες τουλάχιστον ένας από τους εταίρους εξαρτάται/στηρίζεται από την Λατινική Αμερική. Το υψηλότερο επίπεδο κατακερματισμού της αγοράς στις αναπτυσσόμενες χώρες σε σχέση με τις ανεπτυγμένες, πρέπει να οδηγήσει σε, κατά μέσο όρο, μικρότερη ομοιότητα μεταξύ των οικονομιών αυτών των δύο τύπων χωρών. Στην παρούσα έρευνα, ο Eduardo Pablo διαπιστώνει ότι ο πλειοδότης ωφελείται από την αγορά εταιριών που εγκαθίστανται σε χώρες, των οποίων το περιβάλλον της διακυβέρνησης διαφέρει σημαντικά από εκείνη της χώρας όπου

ανήκει ο πλειοδότης, ακόμη και αν η ποιότητα της διακυβέρνησης της χώρας-στόχου είναι χειρότερη απ' ό τι στη χώρα του πλειοδότη. Ο συγγραφέας προσπάθησε να αναλύσει το θέμα της διασυνοριακής διαφοροποίησης μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών στη Λατινική Αμερική, λαμβάνοντας ως αρχικό δείγμα 1095 διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, όπου τουλάχιστον μία από τις εταιρίες να είναι εγκατεστημένη στη Λατινική Αμερική. Οι μακροοικονομικές μεταβλητές προέρχονται από περιοδικές στατιστικές, οι οποίες καταρτίζονται από την Παγκόσμια Τράπεζα, ενώ για την περίοδο 1988-2004 η βάση δεδομένων περιλαμβάνει μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν τα βασικά οικονομικά μεγέθη της κάθε χώρας, καθώς και τον ετήσιο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, τον πληθωρισμό, το ετήσιο επιτόκιο δανεισμού και το πραγματικό επιτόκιο. Επίσης, στην έρευνα χρησιμοποιούνται επιπλέον δείκτες Οικονομικής Ελευθερίας. Έπειτα από την συλλογή όλων των επιμέρους δεδομένων, το τελικό δείγμα της έρευνας περιλαμβάνει 952 καταχωρήσεις διασυνοριακών συναλλαγών, από 15 χώρες της Λατινικής Αμερικής: Αργεντινή, Βραζιλία, Χιλή, Κολομβία, Ισημερινός, Ελ Σαλβαδόρ, Γουατεμάλα, Ονδούρα, Μεξικό, Νικαράγουα, Παναμάς, Περού, Δομινική Δημοκρατία, Ουρουγουάη και Βενεζουέλα. Το δείγμα των εταιριών που συμμετέχουν σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, αλλά δεν κατοικούν στις παραπάνω χώρες, έχουν την βάση τους στην Αυστραλία, Αυστρία, Βέλγιο, Καναδά, Κίνα, Δανία, Αίγυπτο και σε πολλές άλλες χώρες. Η παραπάνω μελέτη αναλύει την αντίδραση των τιμών στην αναγγελία εξαγορών μεταξύ των απορροφουσών και απορροφημένων εταιριών. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας παρατηρήθηκε ότι όταν το νομικό σύστημα των χωρών δεν είναι το ίδιο (δηλαδή εθιμικό δίκαιο στη χώρα προσφοράς και αστικό δίκαιο στη χώρα-στόχου), υφίστανται μεγαλύτερες αντιδράσεις στην τιμή, για την πλειοδότηρια εταιρία. Το γεγονός αυτό συνάδει με τα οφέλη των περαιτέρω διαφοροποιήσεων που επιτυγχάνονται μέσω των επενδύσεων σε μια χώρα με διαφορετικό νομικό σύστημα. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σημαντικό σε επίπεδο 10% στις δύο από τις τρεις προδιαγραφές της παλινδρόμησης, ενώ τα αποδεικτικά στοιχεία υπέρ της γεωγραφικής διαφοροποίησης είναι σημαντικά μόνο για την εξαγοράζουσα εταιρία. Τέλος, η αγορά αντιδρά θετικά σε επίπεδο 1%, όταν η εξαγοράζουσα εταιρία επενδύει σε μια χώρα με χαμηλό επίπεδο προστασίας των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας και υψηλό επίπεδο κρατικών ρυθμίσεων και παρεμβάσεων. Τα υψηλότερα επίπεδα κυβερνητικών παρεμβάσεων στην οικονομία θα μπορούσαν να σημαίνουν λιγότερο



ανταγωνισμό για την επιχείρηση που αποκτήθηκε και εγγυημένη ισχύ στην αγορά σε αυτή τη χώρα για την εξαγοράζουσα εταιρία.

Ακολούθως, οι Sunny Li Sun et al., (2012) ανέλυσαν το πλαίσιο του πλεονεκτήματος της ιδιοκτησίας για τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές συγκριτικά στην Κίνα και την Ινδία. Έχει παρατηρηθεί ότι οι πολυεθνικές επιχειρήσεις από τις αναδύμενες οικονομίες, πρόσφατα, ανέλαβαν επιθετική στάση προς τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Το παρόν άρθρο προτείνει ότι οι πολυεθνικές εταιρίες των αναδύμενων οικονομιών χρησιμοποιούν τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές ως μέσο για να αποκτήσουν συγκριτικό πλεονέκτημα ιδιοκτησίας, που οδηγείται από α) τον εθνικό βιομηχανικό παράγοντα κληροδοτημάτων, β) τη δυναμική πληροφόρηση, γ) την παραγωγή/δημιουργία αξίας, δ) την αναδιάρθρωση της αξίας, και ε) τη θεσμική διευκόλυνση και τους περιορισμούς. Η πρόσφατη άνοδος των πολυεθνικών επιχειρήσεων από τις αναδύμενες οικονομίες, και ιδιαίτερα εκείνων που προέρχονται από την Κίνα και την Ινδία, εγείρουν δύο ενδιαφέροντα ερωτήματα. Πρώτον, *γιατί οι κινεζικές και ινδικές πολυεθνικές επιχειρήσεις υιοθετούν τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές ως πρωταρχικό τρόπο διεθνοποίησης;* Και δεύτερον, *ποιοι υποκινούν τις κινεζικές και ινδικές πολυεθνικές επιχειρήσεις σχετικά με τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές;* Αντιμετωπίζοντας τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές ως μια αγορά, στην οποία ετερογενείς επιχειρήσεις αγοράζουν και πωλούν ετερογενή εταιρικά περιουσιακά στοιχεία, οι συγγραφείς του παρόντος άρθρου αποσκοπούν στην επέκταση μίας νέας θεωρίας συγκριτικού πλεονεκτήματος, με σκοπό να εξηγήσουν το λόγο που οι αναδύμενες πολυεθνικές επιχειρήσεις από την Κίνα και την Ινδία παρουσιάζουν μια πιο επιθετική παγκόσμια στρατηγική στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, από ότι παλαιότερα. Για την έρευνά τους, οι συγγραφείς εξέτασαν τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν κατά τα έτη 2000 έως 2008, με τις μητρικές εταιρίες των αγοραστών που ήταν εγγεγραμμένες στην Κίνα ή την Ινδία, αλλά που οι εταιρίες-στόχοι τους ήταν εγκατεστημένες σε άλλες χώρες. Το αρχικό δείγμα αποτελούνταν από 2670 διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές από τις πολυεθνικές επιχειρήσεις των παραπάνω δύο χωρών, εκ των οποίων αντιστοιχούσαν 1319 διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές για την Κίνα και 1351 για την Ινδία. Ωστόσο, το τελικό δείγμα των επιτυχημένων διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών (1526) έκλεισε με 633 διασυνοριακές συναλλαγές για την Κίνα και 893 για

την Ινδία. Το γεγονός αυτό φανερώνει, ότι οι ινδικές εταιρίες έχουν υψηλότερο ποσοστό επιτυχία (67%) από τις κινεζικές επιχειρήσεις (47%), ενώ τα συνολικά ποσά των συναλλαγών είναι 130 δισ. δολάρια για τις πολυεθνικές εταιρίας από την Κίνα και 60 δισ. δολάρια για τις αντίστοιχες από την Ινδία. Συμπερασματικά, δεδομένου ότι οι αναδυόμενες οικονομίες και η διάρθρωση του βιομηχανικού τους κλάδου στερούνται τεχνολογίας σε μεγάλο βαθμό, σε σχέση με τις ανεπτυγμένες χώρες, οι κυβερνήσεις των αναδυόμενων χωρών, συνήθως, ενδιαφέρονται και για την προσέλκυση άμεσων ξένων επενδύσεων (ΑΞΕ) προς το εσωτερικό, ώστε να έχουν άμεση πρόσβαση στις προηγμένες τεχνολογίες και δεξιότητες διαχείρισης. Ωστόσο, όταν οι πολυεθνικές επιχειρήσεις των ανεπτυγμένων χωρών επενδύουν στις αναδυόμενες οικονομίες, ως επί το πλείστον μέσω πλήρως ελεγχόμενων θυγατρικών αντί κοινοπραξιών, όπως είναι σήμερα η κατάσταση στην Κίνα, οι εσωτερικές δευτερογενείς επιπτώσεις των άμεσων ξένων επενδύσεων στην τοπική εταιρία έχει αποδυναμωθεί σημαντικά. Υπό αυτές τις συνθήκες, οι πολυεθνικές επιχειρήσεις των αναδυόμενων οικονομικών μπορούν να έχουν πρόσβαση στην αναβάθμιση της διαχείρισης και της τεχνολογίας τους, μέσω των διασυννοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών ή των συνεργασιών σε ανεπτυγμένες χώρες, επιτρέποντάς τους να συσσωρεύουν συγκριτικά πλεονεκτήματα από την ιδιοκτησία τους. Έτσι, σύμφωνα με το συγκριτικό πλεονέκτημα ιδιοκτησίας, οι πολυεθνικές επιχειρήσεις των αναδυόμενων χωρών μπορούν, επίσης, να ενισχύσουν τη θέση τους στην αγορά, να αναζητήσουν εταιρικούς συμμάχους, να αποκτήσουν συμπληρωματικά περιουσιακά στοιχεία και να κεφαλαιοποιήσουν τον φορέα που υποστηρίζουν.

Όμως, τι συμβαίνει με τους παράγοντες εκείνους που καθορίζουν τη δημιουργία αξίας στις εγχώριες και διασυννοριακές εξαγορές στην Ινδία; Αυτό είναι το θέμα με το οποίο ασχολήθηκαν στο άρθρο τους οι Reena Kohli και Bikram Jit Singh Mann (2012) και αποσκοπεί στην αξιολόγηση των κερδών από την ανακοίνωση εξαγοράς μιας εταιρίας, καθώς και οι πηγές του πλούτου στις εγχώριες και διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι οι διασυννοριακές εξαγορές δημιουργούν σημαντικά υψηλότερα κέρδη απ' ότι οι εγχώριες εξαγορές. Περαιτέρω, τα αποτελέσματα από την ανάλυση παλινδρόμησης τονίζουν ότι οι διασυννοριακές εξαγορές που επιδιώκονται από τις εξαγοράζουσες εταιρίες υψηλής τεχνολογικής έντασης, δημιουργούν μεγάλα κέρδη από τις συναλλαγές τους. Αυτό συμβαίνει επειδή οι διασυννοριακές εξαγορές προσφέρουν την

ευκαιρία να εξαγοράσουν μία εταιρία και να συνδυάσουν και να αξιοποιήσουν με σύνεση τα άυλα περιουσιακά στοιχεία των επιχειρήσεων σε νέες γεωγραφικές περιοχές, όπως είναι η Ινδία. Για να απαντήσουν στα παραπάνω ερωτήματα, οι συγγραφείς συνέλλεξαν ως δείγμα τις εξαγορές που ανακοινώθηκαν κατά την περίοδο 1/1/1998 έως 31/3/2008 στην Ινδία. Τα στοιχεία πάνω στα οποία βασίστηκε η έρευνα, ήταν η ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς, καθώς και η ημερομηνία διεξαγωγής των αποτελεσμάτων και προσφοράς ειδικών παραγόντων, όπως η λειτουργία της χρηματοδότησης, η συγγένεια και ο ανταγωνισμός μεταξύ των αγοραστών, η συναλλαγματική ισοτιμία του Ινδικού νομίσματος έναντι του ξένου νομίσματος, η αγοραία αξία για την εξαγορά των επιχειρήσεων και οι ημερήσιες αποδόσεις των επιμέρους αποθεμάτων απόκτησης εταιριών. Επιπλέον, με τη χρήση της βάσης δεδομένων SDC Thompson Financial, οι συγγραφείς κατέταξαν το δείγμα τους σε δύο τομείς, α) σε αυτόν της υψηλής τεχνολογικής έντασης (εταιρίες που έχουν άυλους πόρους) και β) σε αυτόν της μη τεχνολογικής έντασης. Στις εταιρίες υψηλής τεχνολογικής έντασης περιλαμβάνονται τομείς, όπως αυτός των τηλεπικοινωνιών (τηλεπικοινωνιακές υπηρεσίες, τηλεπικοινωνιακός εξοπλισμός) και ο φαρμακευτικός τομέας (εταιρίες που ασχολούνται με την έρευνα για τα ναρκωτικά και την ανάπτυξη). Ως εκ τούτου, οι επιχειρήσεις των οποίων η κύρια επιχειρηματική δραστηριότητα περιλαμβάνει υπηρεσίες συναφείς με την πληροφορική, δηλαδή, ανάπτυξη λογισμικών εφαρμογών, συμβουλευτικές υπηρεσίες πληροφορικής, υπηρεσίες επεξεργασίας δεδομένων, κ.λπ., χαρακτηρίζονται ως εταιρίες υψηλής τεχνολογικής έντασης. Αντίθετα, οι επιχειρήσεις που δεν έχουν ως κύρια επιχειρηματική δραστηριότητα τις παραπάνω υπηρεσίες, ταξινομούνται στις εταιρίες μη τεχνολογικής έντασης. Με βάση τα αποτελέσματα της έρευνας (σύμφωνα με την οικονομική μέθοδο τυπικής μελέτης περίπτωσης), διαπιστώθηκε ότι οι μέτοχοι της απορροφώσας εταιρίας επιτυγχάνουν υψηλότερα κέρδη στις διασυνοριακές εξαγορές, σε σύγκριση με τις εγχώριες τιμές. Ωστόσο, τα αποτελέσματα της ανάλυσης παλινδρόμησης τονίζουν ότι τα υψηλότερα κέρδη ανήκουν σε εκείνες τις διασυνοριακές εξαγορές, όπου τόσο η εξαγορά όσο και η εταιρία-στόχος ανήκουν σε κλάδο υψηλής τεχνολογικής εντάσεως. Αυτό συμβαίνει, λόγω του ότι οι εξαγορές αυτές δίνουν την ευκαιρία, κατά την απόκτηση εταιριών, να μοιράζονται και να αξιοποιούνται οι στρατηγικές άυλων πόρων και για τις δύο συμμετέχουσες εταιρίες σε ευρύτερη κλίμακα. Ένα άλλο ενδιαφέρον εύρημα είναι ότι οι εξαγορές αυτές δημιουργούν, συνήθως, κέρδη τα οποία προέρχονται από τις μικρές και μεσαίου

μεγέθους επιχειρήσουν που αποκτούν. Τα παραπάνω αποτελέσματα φανερώνουν ότι υπάρχουν σημαντικές συνέπειες για τους διευθυντές των εταιριών. Αρχικά, μόνο οι διασυνοριακές εξαγορές που έχουν σχεδιαστεί για την εκμετάλλευση των άυλων πόρων και των δυνατοτήτων της απορροφώσας εταιρίας-στόχου, έχουν δημιουργήσει σημαντικά κέρδη. Τέλος, οι αγοραστές από τις μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις εξαγορές, αντιμετωπίζονται με σκεπτικισμό από τους επενδυτές, καθώς φοβούνται ότι τα διευθυντικά στελέχη των εταιριών αυτών, χαρακτηρίζονται από εγωισμό και ως εκ τούτου μπορεί να καταλήξουν να ζητούν υπερβολικά ποσά την εξαγορά της εταιρίας-στόχου.

Όσον αφορά στις ομοιότητες που υπάρχουν στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές των κινεζικών επιχειρήσεων, σχετικά με θέματα μίμησης πράξεων και ενεργειών, αλλά και με το αίσθημα αβεβαιότητας που υφίσταται σε αυτές τις περιπτώσεις συναλλαγών, ασχολήθηκαν στο άρθρο τους οι Monica Yang και MaryAnne Hyland (2012). Επιχειρείται να ερευνηθούν οι καθοριστικοί παράγοντες που επηρεάζουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Με βάση το επιχείρημα της μιμητικής ισομορφίας επιδιώκεται να εξεταστούν, πρώτον, το κατά πόσο οι επιχειρήσεις από τις αναδυόμενες αγορές μιμούνται η μία την άλλη κι έτσι λαμβάνονται παρόμοιες αποφάσεις πάνω σε θέματα διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών και δεύτερον, ποιοι είναι εκείνοι οι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν τη δύναμη του μιμητικού ισομορφισμού<sup>2</sup>. Τέλος, η έρευνα παρέχει αποδεικτικά στοιχεία μίμησης στην ουσία των στρατηγικών επιλογών των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, ενώ δείχνει τον τρόπο με τον οποίο η μίμηση και ο ισομορφισμός υφίστανται στο περιβάλλον των αναδυόμενων επιχειρήσεων της αγοράς, καθώς οι αναδυόμενες εταιρίες έχουν γίνει ολοένα και πιο σημαντικές στις εξωτερικές άμεσες ξένες επενδύσεις (ΑΞΕ). Σύμφωνα με την Παγκόσμια Έκθεση Επενδύσεων το 2010, οι άμεσες επενδύσεις στην αλλοδαπή από τις αναδυόμενες αγορές έχουν αυξηθεί στο ιστορικά υψηλό ποσοστό του 25% του παγκόσμιου συνόλου. Η αξία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών σε 182 δισ. δολάρια το 2008, αποτελεί το 66% των συνολικών εκροών άμεσων ξένων επενδύσεων από τις αναδυόμενες αγορές. Προκειμένου να απαντήσουν στα

---

<sup>2</sup> Ισομορφισμός ορίζεται ως η ομοιότητα των διαδικασιών ή της δομής, είτε πρόκειται για αποτέλεσμα μίμησης ή ανεξάρτητη ανάπτυξη κάτω από παρόμοιους περιορισμούς. Υπάρχουν τρεις τύποι ισομορφισμού, α) ο κανονιστικός, β) ο καταναγκαστικός και γ) ο μιμητικός.

παραπάνω ερωτήματα, οι συγγραφείς έλαβαν στοιχεία από την βάση δεδομένων "Thomson One Banker". Τα στοιχεία αυτά αφορούσαν τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές από τις επιχειρήσεις της Κίνας, με βάση εκκίνησης το 1985 έως το 2006. Η επιλογή της Κίνας έγινε, καθώς αποτελεί μία αναδυόμενη αγορά που αναπτύσσεται και επεκτείνεται ταχύτατα σε διεθνείς δραστηριότητες. Ειδικότερα, το 2006 η Κίνα είχε άμεσες ξένες επενδύσεις 21,16 δισ. δολαρίων, εκ των οποίων το 40% ήταν υπό την μορφή διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ωστόσο, το τελικό μέγεθος του δείγματος ήταν 1580 διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές από 937 κινεζικές επιχειρήσεις. Από αυτό το δείγμα, το 43,2% των αποκτηθέντων επιχειρήσεων προέρχονταν από τον χρηματοπιστωτικό κλάδο (εμπορικές τράπεζες και επενδυτικές εταιρίες), το 20,2% ήταν από την μεταποιητική βιομηχανία, ενώ το υπόλοιπο ποσοστό επιχειρήσεων προέρχονταν από τις βιομηχανικές υπηρεσίες. Επιπλέον, η επιλογή των συγκεκριμένων εταιριών προς έρευνα και του συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος έγινε, προκειμένου να καταγραφεί η σημαντικότητα των οικονομικών και πολιτικών γεγονότων των κινεζικών διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, λίγο πριν την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2009. Συμπερασματικά, διαπιστώθηκε ότι, τελικά, υπερισχύει η ιδέα του ισομορφισμού με τα στοιχεία του βαθμού ομοιότητας σε πολλές αποφάσεις στρατηγικής των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών των κινεζικών επιχειρήσεων. Το επιχείρημα του μιμητικού ισομορφισμού στηρίχθηκε για τις αποφάσεις που αφορούσαν τη σχέση μεταξύ της εξαγοράς των προϊόντων και των επιχειρήσεων-στόχων και την τοποθεσία όπου οι επιχειρήσεις-στόχοι δραστηριοποιούνται. Επιπλέον, η σχέση μεταξύ μίμησης και ισομορφισμού ενισχύθηκε από την περιβαλλοντική αστάθεια, αλλά εξασθενεί από την εμπειρία που αποκτούν οι επιχειρήσεις με την πάροδο του χρόνου.

Προκειμένου για τους τοπικούς μακροοικονομικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές του Ηνωμένου Βασιλείου (H.B.), οι A. Boateng et al., (2013) έπειτα από έρευνα, διαπίστωσαν ότι το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ), η γενική προσφορά χρήματος, οι εκπτώτικες τιμές και η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία επηρεάζουν σημαντικά τις εκροές διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών από τις επιχειρήσεις του Ηνωμένου Βασιλείου. Ειδικότερα, παρατήρησαν ότι οι μακροοικονομικοί παράγοντες της χώρας καταγωγής, ενδεχομένως να δημιουργούν

πλεονεκτήματα για τη βελτίωση της προς τα έξω δραστηριότητας διασυνοριακής συγχώνευσης και εξαγοράς. Ωστόσο, η επιλογή του Ηνωμένου Βασιλείου προς έρευνα, έγινε καθώς το Ηνωμένο Βασίλειο παρέχει ένα μοναδικό περιβάλλον και σύνολο δεδομένων ως κορυφαία ευρωπαϊκή χώρα στη διεθνή αγορά, για τον εταιρικό έλεγχο και την ανάλυση των μακροοικονομικών παραγόντων. Τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν για την έρευνα των συγγραφέων περιλαμβάνουν τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές του Ηνωμένου Βασιλείου προς το εξωτερικό, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1987 έως 2008, ενώ προήλθαν από την βάση δεδομένων "Thomson One Banker". Όσον αφορά στα στοιχεία που σχετίζονται με τις μακροοικονομικές μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στο μοντέλο, το ΑΕΠ του Ηνωμένου Βασιλείου, το επιτόκιο της χρηματιστηριακής αγοράς του Ηνωμένου Βασιλείου, η συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ της στερλίνας του Η.Β. και του δολαρίου των ΗΠΑ, η προσφορά χρήματος του Η.Β., και όλοι οι δείκτες τιμών των μετοχών και τιμών καταναλωτή του Ηνωμένου Βασιλείου συλλέχθηκαν από την βάση δεδομένων "Economist Intelligence Unit (EIU)". Έπειτα, τα στοιχεία οργανώθηκαν με χρονική σειρά από το πρώτο τρίμηνο του 1987 έως και το πρώτο τρίμηνο του 2008, καταλήγοντας σε 85 παρατηρήσεις διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών του Ηνωμένου Βασιλείου προς το εξωτερικό. Με βάση τα αποτελέσματα της έρευνας, διαπιστώθηκε ότι οι τοπικοί μακροοικονομικοί παράγοντες, όπως είναι το ΑΕΠ, οι τιμές μετοχών, η προσφορά χρήματος, ο πληθωρισμός, τα επιτόκια και η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στην εξήγηση των τάσεων των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών του Ηνωμένου Βασιλείου προς τις επιχειρήσεις του εξωτερικού. Συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η ανατίμηση του νομίσματος της χώρας καταγωγής ενθαρρύνει τις εξωτερικές διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, ενώ ταυτόχρονα, οι τιμές των μετοχών έχουν θετικό αντίκτυπο στις εξωτερικές διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Όσο υψηλότερη είναι η τιμή της μετοχής, τόσο περισσότεροι αγοραστές είναι πιθανό να εμπλακούν σε εξαγορές. Αυτό υποστηρίζεται και από τον Sudarsanamand Sorwar (2010), ο οποίος ισχυρίζεται ότι η αγορά μεριδίου/ποσοστού ως μέσο πληρωμής αποτελεί έναν από τους τρόπους ελαχιστοποίησης του κινδύνου αποτίμησης. Το σημαντικότερο συμπέρασμα από τα παραπάνω, είναι ότι οι αγοράστριες επιχειρήσεις διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορούν να ελαχιστοποιήσουν το κόστος τους και να αποκτήσουν οικονομική βοήθεια, δίνοντας προσοχή στα σχετικά

επίπεδα των τιμών των μετοχών, των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των επιτοκίων. Τέλος, η μελέτη διαπιστώνει ότι το ΑΕΠ και η προσφορά χρήματος έχουν σημαντικές επιπτώσεις στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές του Ηνωμένου Βασιλείου προς τις επιχειρήσεις του εξωτερικού. Ειδικότερα, η οικονομική ευημερία, όπως αυτή αντικατοπτρίζεται από το ΑΕΠ της χώρας, μπορεί να οδηγήσει τις επιχειρήσεις της συγκεκριμένης χώρας να στραφούν προς διεθνή επέκταση. Ωστόσο, τα επιτόκια και ο πληθωρισμός φαίνεται να έχουν αρνητικές και σημαντικές επιπτώσεις στις εξωτερικές δραστηριότητες διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, γεγονός που σημαίνει ότι τα υψηλότερα επιτόκια και ο πληθωρισμός έχουν παρόμοια επίδραση στη μείωση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών προς το εξωτερικό.

Στο άρθρο τους οι I. Erel et al., (2012) εξετάζουν τους καθοριστικούς παράγοντες που προσδιορίζουν τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Αξιολογούν το βαθμό στον οποίο αυτοί οι διεθνείς παράγοντες επηρεάζουν την απόφαση των επιχειρήσεων να συγχωνευθούν. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 56,978 διασυνοριακών συγχωνεύσεων που συνέβησαν μεταξύ του 1990 και του 2007, εκτιμούν τους παράγοντες που επηρεάζουν την πιθανότητα, οι επιχειρήσεις από κάθε ζεύγος χωρών να συγχωνεύονται σε ένα συγκεκριμένο έτος. Η ανάλυση επικεντρώνεται στους παράγοντες που επηρεάζουν δυνητικά διασυνοριακές συγχωνεύσεις, αλλά δεν είναι παρόντες στον ίδιο βαθμό στις εγχώριες συγχωνεύσεις, όπως οι πολιτισμικές διαφορές, γεωγραφικές διαφορές, διαφορές διακυβέρνησης σε επίπεδο χώρας και διεθνείς φορολογικές συνέπειες. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν διαφορές στην αποτίμηση, η οποία μπορεί να ποικίλει σημαντικά με την πάροδο του χρόνου για κάθε ζεύγος των χωρών μέσω των διακυμάνσεων στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, στις κινήσεις της χρηματιστηριακής αγοράς και στις μακροοικονομικές αλλαγές. Το δείγμα τους αντανακλά το σύνολο των διασυνοριακών συγχωνεύσεων, την πλειονότητα των οποίων αφορούν ιδιωτικές επιχειρήσεις εκτός των Ηνωμένων Πολιτειών. Στο δείγμα τους, το 80% των ολοκληρωμένων διασυνοριακών συμφωνιών μεταξύ του 1990 και του 2007 στοχεύουν σε μια μη αμερικανική εταιρεία και το 75% των αγοραστών είναι εκτός των Ηνωμένων Πολιτειών. Περίπου το ένα τρίτο των παγκόσμιων συγχωνεύσεων συνδυάζουν επιχειρήσεις από δύο διαφορετικές χώρες. Καθώς οι οικονομίες του κόσμου γίνονται όλο και πιο ολοκληρωμένες (ενοποιημένες), οι διασυνοριακές

συγχωνεύσεις είναι πιθανό να γίνουν ακόμη πιο σημαντικές στο μέλλον. Οι περισσότερες διασυνοριακές συγχωνεύσεις δεν περιλαμβάνουν επιχειρήσεις των ΗΠΑ και δεν περιλαμβάνουν ιδιωτικές επιχειρήσεις. Στο δείγμα τους των 56,978 διασυνοριακών συγχωνεύσεων που έλαβαν χώρα μεταξύ του 1990 και του 2007, το 97% αφορούσε μια ιδιωτική εταιρεία, είτε ως αγοραστής είτε ως στόχος, ενώ το 53% δεν περιλαμβάνει αμερικανική εταιρεία. Η κατανόηση των προτύπων και των κινήτρων για τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις είναι ως εκ τούτου ένα σημαντικό και μελετημένο θέμα έρευνας. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι η γεωγραφία έχει σημασία. Οι πιθανότητες απόκτησης μιας επιχείρησης σε μια κοντινή χώρα είναι σημαντικά υψηλότερες από τις αποδόσεις της απόκτησης μιας επιχείρησης σε μια χώρα μακριά. Επιπλέον, μεγαλύτερη οικονομική ανάπτυξη και καλύτερη ποιότητα λογιστικής και τα δύο σχετίζονται με την πιθανότητα να είναι ο αγοραστής και όχι ο στόχος. Ένας σημαντικός παράγοντας που καθορίζει το υπόδειγμα των διασυνοριακών συγχωνεύσεων είναι οι κινήσεις του νομίσματος. Οι χώρες των οποίων τα νομίσματα έχουν ανατιμηθεί είναι πιο πιθανό να είναι επιχειρήσεις που αποκτούν άλλες, ενώ οι χώρες των οποίων το νόμισμα τους υποτιμήθηκε, είναι πιο πιθανό να είναι επιχειρήσεις-στόχοι. Οικονομετρικά, βραχυπρόθεσμες κινήσεις των νομισμάτων των δύο χωρών αυξάνουν την πιθανότητα ότι επιχειρήσεις της χώρας με το ανατιμημένο νόμισμα αγοράζουν επιχειρήσεις της χώρας με το υποτιμημένο νόμισμα. Επιπλέον, η σχετική απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς μεταξύ των δύο χωρών επηρεάζει την τάση των επιχειρήσεων σε αυτές τις χώρες να συγχωνευθούν. Οι επιδράσεις των μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών και η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς στις τάσεις των συγχωνεύσεων είναι πιθανό να είναι ενδεικτική μιας γενικότερης επίπτωσης της αποτίμησης, όπου οι πιο υπερτιμημένες επιχειρήσεις τείνουν να αγοράζουν τις πιο υποτιμημένες.



ΣΥΓΓΡΑΦΕΙΣ/ ΤΙΤΛΟΣ ΑΡΘΡΟΥ	ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ / ΣΚΟΠΟΣ	ΔΕΔΟΜΕΝΑ / ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ	ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ / ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	ΕΥΡΗΜΑΤΑ/ ΒΑΣΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
<p>Ahammad, M. F., &amp; Glaister, K. W.</p> <p>« The pre-acquisition evaluation of target firms and cross border acquisition performance» (2013)</p>	<p>H1: Όσο πιο εμπειριστατωμένη είναι η αξιολόγηση της στρατηγικής και πολιτιστικής προσαρμογής τόσο καλύτερη είναι η διασυνοριακή επίδοση εξαγοράς.</p> <p>H2: Όσο πιο εμπειριστατωμένη είναι η αξιολόγηση των εργαζομένων και δυνατοτήτων των επιχειρήσεων τόσο καλύτερη είναι η απόδοση της διασυνοριακής εξαγοράς.</p> <p>H3: Όσο πιο λεπτομερής είναι η αξιολόγηση των επενδύσεων και των θεμάτων χρηματοδότησης τόσο καλύτερη είναι η απόδοση της διασυνοριακής εξαγοράς</p> <p>H4: Όσο πιο λεπτομερής είναι η αξιολόγηση των φορολογικών, νομικών και θεμάτων πληροφορικής τόσο καλύτερη είναι η απόδοση της διασυνοριακής εξαγοράς.</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>591 αγγλικές επιχειρήσεις από τις οποίες απάντησαν μόνο 65, δηλ. ποσοστό 11% που θεωρείται ικανοποιητικό, για την περίοδο 2000 – 2004</p> <p><u>Οικονομική Μέθοδος :</u></p> <p>Παλινδρόμηση</p>	<p><u>Εξαρτημένη :</u></p> <p>Απόδοση εξαγοράς</p> <p>Performance<sub>a</sub> = Σ P<sub>s</sub> W<sub>s</sub></p> <p><u>Ανεξάρτητες:</u></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Στρατηγική και πολιτισμική προσαρμογή</li> <li>2. Ικανότητες εργαζομένων και επιχειρησιακές αρμοδιότητες</li> <li>3. Επενδύσεις και θέματα χρηματοδότησης</li> <li>4. I.T, φορολογικά και νομικά συστήματα</li> </ol>	<p><u>Στατιστικά σημαντικές μεταβλητές:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Στρατηγική και πολιτιστική προσαρμογή</li> <li>• Οι ικανότητες των εργαζομένων και οι δυνατότητες των επιχειρήσεων</li> </ul> <p><u>Επαλήθευση Υποθέσεων</u></p> <p>H1: επαληθεύεται</p> <p>H2: επαληθεύεται</p> <p>H3: δεν επαληθεύεται</p> <p>H4: δεν επαληθεύεται</p>

<p>Nicholson, R. R., &amp; Salaber, J.</p> <p>«The motives and performance of cross-border acquirers from emerging economies: Comparison between Chinese and Indian firms»</p> <p>(2013)</p>	<p>H1a: Κινέζοι πλειοδότες εμφανίζουν ευνοϊκότερες μη κανονικές αποδόσεις όταν η κύρια δραστηριότητά τους είναι στον τομέα της μεταποίησης</p> <p>H1b: Ινδοί πλειοδότες εμφανίζουν ευνοϊκότερες μη κανονικές αποδόσεις εφόσον η κύρια δραστηριότητά τους είναι στον τομέα των υπηρεσιών.</p> <p>H2: Κινέζοι και Ινδοί πλειοδότες εμφανίζουν ευνοϊκότερες μη κανονικές αποδόσεις όταν στοχεύουν σε πιο προηγμένες οικονομίες.</p> <p>H3: Ινδοί πλειοδότες εμφανίζουν σημαντικότερες μη κανονικές αποδόσεις όταν στοχεύουν χώρες με μικρή πολιτιστική απόσταση σχέση με τους Κινέζους πλειοδότες.</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>63 κινέζικες και 203 ινδικές διασυννοριακές συναλλαγές κατά την περίοδο 2000-2010</p> <p><u>Οικονομική Μέθοδος :</u></p> <p>Ανάλυση διαστροφωματικών δεδομένων (cross-sectional regressions)</p>	<p><u>Εξαρτημένη :</u></p> <p>CAR (cumulative abnormal returns/ σφωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις)</p> <p><u>Ανεξάρτητες:</u></p> <p>CASH (μετρητά) (ψευδομεταβλητή)</p> <p>RELATIVE SIZE (σχετικό μέγεθος)</p> <p>PERCENTACQ (ποσοστό μετοχών που αποκτήθηκε με τη συναλλαγή)</p> <p>RELATEDNESS (ίδια βιομηχανία)</p> <p>PRIVATE (αν ο στόχος είναι ιδιωτική εταιρεία) (ψευδομεταβλητή)</p> <p>INDPRES (προηγούμενη παρουσία της βιομηχανίας) and COUNPRES (προηγούμενη παρουσία της χώρας) (ψευδομεταβλητές) (προηγούμενη εμπειρία για την απόκτηση εταιρείας στον ίδιο κλάδο, στην ίδια χώρα ως τον τρέχοντα στόχο)</p> <p>STATE (κρατική ιδιοκτησία – για κινεζικές συμφωνίες) (ψευδομεταβλητή)</p>	<p><u>Στατιστικά σημαντικές μεταβλητές:</u></p> <p>Για την Κίνα:</p> <p>STATE (κρατική ιδιοκτησία – για κινεζικές συμφωνίες)</p> <p>Για την Ινδία:</p> <p>COUNPRES (προηγούμενη παρουσία της χώρας)</p> <p><u>Επαλήθευση Υποθέσεων</u></p> <p>H1a: Επαληθεύεται</p> <p>H1b: Επαληθεύεται</p> <p>H2: Επαληθεύεται</p> <p>H3: Επαληθεύεται</p>
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

<p>Dikova D., &amp; Rao Sahib P.</p> <p>«Is cultural distance a bane or a boon for cross-border acquisition performance? »</p> <p>(2013)</p>	<p>H1: Ο αντίκτυπος της πολιτισμικής απόστασης στην απόδοση της διασυνοριακής εξαγοράς εξαρτάται από το επίπεδο της εμπειρίας στις διασυνοριακές εξαγορές του εξαγοραστή: (στα υψηλότερα επίπεδα εμπειρίας διασυνοριακών εξαγορών, η πολιτισμική απόσταση έχει μια ισχυρή θετική επίδραση στην απόδοση της εξαγοράς, ενώ αυτή η επίδραση είναι ασθενέστερη σε χαμηλότερα επίπεδα).</p> <p>H2: Ο αντίκτυπος της πολιτισμικής απόστασης στην απόδοση της διασυνοριακής εξαγοράς εξαρτάται από το επίπεδο της εμπειρίας των εγχώριων εξαγορών του εξαγοραστή: (σε υψηλότερα επίπεδα εμπειρίας εγχώριας εξαγοράς, η πολιτισμική απόσταση έχει μια θετική επίδραση στην απόδοση της εξαγοράς, αλλά αυτή η επίδραση είναι ασθενέστερη από αυτήν της εμπειρίας της διασυνοριακής εξαγοράς στην απόδοση).</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>1223 επιχειρήσεις τόσο από τη Βόρεια Αμερική αλλά και την Ευρώπη κατά το χρονικό διάστημα 2009-2010</p> <p><u>Οικονομική Μέθοδος:</u></p> <p>Γραμμικό μοντέλο παλινδρόμησης</p>	<p><u>Εξαρτημένη:</u></p> <p>Απόδοση διασυνοριακής εξαγοράς</p> <p>(ως ποσοστιαία μεταβολή της τιμής της μετοχής της εταιρίας που απορροφά, ανάμεσα στην τιμή της μετοχής του αγοραστή ένα μήνα μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας και στην τιμή της μετοχής 3 μήνες πριν την ανακοίνωση της συμφωνίας εξαγοράς)</p> <p><u>Ανεξάρτητες:</u></p> <p>Πολιτισμική απόσταση</p> <p>Εμπειρία της απορροφώσας εταιρείας για την ολοκλήρωση της συμφωνίας της εξαγοράς. (διασυνοριακές και εγχώριες)</p>	<p><u>Στατιστικά σημαντική μεταβλητή:</u></p> <p>Πολιτισμική απόσταση</p> <p><u>Επαλήθευση Υποθέσεων</u></p> <p>H1: επαληθεύεται</p> <p>H2: δεν επαληθεύεται</p>
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

<p>Kam-Ming W. &amp; Ka-fu W.</p> <p>« Economic impact of political barriers to cross-border acquisitions: An empirical study of CNOOC's unsuccessful takeover of Unocal »</p> <p>(2009)</p>	<p>Δεδομένου ότι ο στόχος τους είναι να εξετάσουν την αντίδραση των τιμών των μετοχών των εταιρειών πετρελαίου των ΗΠΑ στα μεγάλα πολιτικά γεγονότα, εντοπίζουν μια ημερομηνία εκδήλωσης, ως η πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης κατά την οποία οι εταιρείες αυτές θα μπορούσαν να αντιδράσουν στο γεγονός.</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>66 αμερικάνικες εταιρίες πετρελαίου και φυσικού αερίου και 13 αμερικάνικες εταιρίες διύλισης πετρελαίου, κατά το χρονικό διάστημα 1/1/2005 έως 15/8/2005</p> <p><u>Οικονομική μέθοδος:</u></p> <p>Πολυπαραγοντικό μοντέλο παλινδρόμησης</p>	<p><u>Εξαρτημένη :</u></p> <p>Σωρευτικές Αποδόσεις τριών ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.</p>	
<p>Mushfique Uddin &amp; Agyenim Boateng</p> <p>«Explaining the trends in the UK cross-border mergers &amp; acquisitions:</p> <p>An analysis of macro-economic factors»</p>	<p>H1: Η σχέση μεταξύ του ΑΕΠ του Ηνωμένου Βασιλείου και των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών (εισερχόμενων και εξερχόμενων) μπορεί να είναι θετική.</p> <p>H2: Η σχέση μεταξύ των τιμών των μετοχών του Ηνωμένου Βασιλείου και των</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>Διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές από και προς το Ηνωμένο Βασίλειο κατά την περίοδο 1987-2006</p> <p><u>Οικονομική μέθοδος:</u></p> <p>Πολυπαραγοντική</p>	<p><u>Εξαρτημένη :</u></p> <p>Εξερχόμενες και Εισερχόμενες Διασυνοριακές Συγχωνεύσεις και Εξαγορές</p> <p><u>Ανεξάρτητες:</u></p> <p>1. Πραγματικό ΑΕΠ</p> <p>2. Επιτόκιο τριών μηνών των κρατικών ομολόγων (treasury</p>	<p><u>Στατιστικά σημαντικές μεταβλητές</u> (για εξερχόμενες διασυνοριακές συγχωνεύσεις &amp; εξαγορές):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• ΑΕΠ (<math>p &lt; 0.05</math>)</li> <li>• Επιτόκιο (<math>p &lt; 0.1</math>)</li> <li>• Συναλλαγματική ισοτιμία (<math>p &lt; 0.05</math>)</li> <li>• Τιμές μετοχών (<math>p &lt; 0.01</math>)</li> </ul>

<p>(2011)</p>	<p>διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών (εισερχόμενων και εξερχόμενων) μπορεί να είναι θετική.</p> <p>H3: Η σχέση μεταξύ του επιτοκίου της χρηματαγοράς του Ηνωμένου Βασιλείου και των εξερχόμενων διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορεί να είναι θετική, ενώ των εισερχόμενων είναι αρνητική.</p> <p>H4: Η σχέση μεταξύ της ρευστότητας (προσφοράς χρήματος) στην οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου και των εισερχόμενων και εξερχόμενων διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορεί να είναι θετική.</p> <p>H5: Η σχέση ανάμεσα στην υψηλή ισοτιμία του Ηνωμένου Βασιλείου και των εξερχόμενων διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι θετική, ενώ</p>	<p>ανάλυση παλινδρόμησης</p>	<p>bills) του Ηνωμένου Βασιλείου.</p> <p>3. Συναλλαγματική ισοτιμία</p> <p>4. Συνολική Προσφορά Χρήματος</p> <p>5. Δείκτης Τιμών Μετοχών Η.Β.</p> <p>6. Πληθωρισμός (Απόλυτη τιμή του δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔTK) χρησιμοποιείται για να αντιπροσωπεύει τον πληθωρισμό (ΔTK το 1996 = 100). Μια αύξηση ΔTK θα πρέπει να αντιπροσωπεύει τον πληθωρισμό και μείωση αντιπροσωπεύει τον αποπληθωρισμό).</p>	<p><u>Στατιστικά σημαντικές μεταβλητές</u> (για εισερχόμενες διασυνοριακές συγχωνεύσεις &amp; εξαγορές):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• ΑΕΠ (<math>p &lt; 0.05</math>)</li> <li>• Προσφορά χρήματος</li> </ul> <p><u>Επαλήθευση Υποθέσεων:</u></p> <p><u>1. Εξερχόμενες διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές</u></p> <p>H1: Επαληθεύεται</p> <p>H2: Επαληθεύεται</p> <p>H3: Επαληθεύεται</p> <p>H4: Δεν επαληθεύεται</p> <p>H5: Επαληθεύεται</p> <p>H6: Δεν επαληθεύεται</p> <p><u>2. Εισερχόμενες διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές:</u></p> <p>H1: Επαληθεύεται</p> <p>H2: Δεν επαληθεύεται</p> <p>H3: Δεν επαληθεύεται</p>
---------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

	<p>με τις εισερχόμενες, αρνητική.</p> <p>H6: Η σχέση μεταξύ του πληθωρισμού του Ηνωμένου Βασιλείου και των εισερχόμενων και εξερχόμενων διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, είναι θετική.</p>			<p>H4: Επαληθεύεται</p> <p>H5: Δεν επαληθεύεται</p> <p>H6: Δεν επαληθεύεται</p>
<p>PenCheng Zhu</p> <p>«Persistent performance and interaction effects in sequential cross-border mergers and acquisitions »</p> <p>(2011)</p>	<p>H1: Η απόδοση των μετοχών της απορροφώσας εταιρίας μετά την ανακοίνωση της διασυνοριακής εξαγοράς συσχετίζεται θετικά με την απόδοση της μετοχής της, κατά την προηγούμενη ανακοίνωση διασυνοριακής εξαγοράς.</p> <p>H2: Η θετική συσχέτιση μεταξύ της τρέχουσας ανακοίνωσης απόδοσης διασυνοριακής εξαγοράς και της προηγούμενης ανακοίνωσης απόδοσης διασυνοριακής εξαγοράς είναι ασθενέστερη, όταν το χρονικό διάστημα που παρήλθε μεταξύ των δύο εξαγορών είναι αρκετά μεγάλο.</p> <p>H3.1: Η θετική συσχέτιση μεταξύ της ανακοίνωσης απόδοσης της εξαγοράζουσας</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p><u>Τελικό δείγμα:</u></p> <p>5111 διασυνοριακές συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών με 70 χώρες με εξαγοράζουσες εταιρίες και 145 χώρες-στόχοι, με την προϋπόθεση ότι κάθε εξαγοράζουσα εταιρία διενεργεί δύο τουλάχιστον διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές κατά την περίοδο δειγματοληψίας (1978-2008).</p> <p><u>Οικονομική μέθοδος:</u></p> <p>Πολλαπλή γραμμική</p>	<p><u>Εξαρτημένες:</u></p> <p>Τρέχουσα διασυνοριακή συγχώνευση και εξαγορά (CART<sub>T</sub>) και καθαρή καταβολή μετρητών(T) η οποία ισούται με 1 αν τρέχουσα διασυνοριακή Σ&amp; E καταβάλλεται από καθαρά μετρητά, και με 0 για άλλους τύπους πληρωμής.</p> <p><u>Ανεξάρτητες:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Προηγούμενη διασυνοριακή συγχώνευση και εξαγορά(CAR<sub>T-1</sub>)</li> <li>• Καθαρή καταβολή μετρητών(T-1)</li> <li>• Χρόνος που έχει παρέλθει</li> </ul>	<p><u>Επαλήθευση υποθέσεων:</u></p> <p>H1: Επαληθεύεται</p> <p>H2: Επαληθεύεται</p> <p>H3.1: Επαληθεύεται</p> <p>H3.2: Επαληθεύεται</p> <p>H3.3: Επαληθεύεται</p> <p>H4: Δεν επαληθεύεται</p> <p>H5.1: Επαληθεύεται</p> <p>H5.2 Επαληθεύεται</p>

<p>εταιρείας στην τρέχουσα διασυννοριακή συγχώνευση και εξαγορά και της απόδοσης της ανακοίνωσής της κατά την προηγούμενη διασυννοριακή συγχώνευση και εξαγορά, γίνεται ισχυρότερη εάν η αγορά της διασυννοριακής Σ&amp; Ε βρίσκεται είναι πιο θερμή.</p> <p>H3.2: Η θετική συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης ανακοίνωσης της εξαγοράζουσας εταιρείας στην τρέχουσα διασυννοριακή Σ&amp; Ε και της ανακοίνωσης απόδοσής της στην προηγούμενη διασυννοριακή Σ&amp; Ε γίνεται εντονότερη, εάν ο ιδιώτης/ ιδιοσυγκρασιακός κίνδυνος της απορροφώσας εταιρείας είναι μεγαλύτερος.</p> <p>H3.3: Η θετική συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης ανακοίνωσης της εξαγοράζουσας εταιρείας στην τρέχουσα διασυννοριακή Σ&amp; Ε και της ανακοίνωσης απόδοσής της στην προηγούμενη διασυννοριακή Σ&amp; Ε γίνεται</p>	<p>παλινδρόμηση</p>	<p>από την προηγούμενη διασυννοριακή εξαγορά.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Απόκτηση εταιρείας με ιδιοσυγκρασιακό κίνδυνο.</li> <li>• Πλήρης εξαγορά.</li> <li>• Επιθετική εξαγορά.</li> <li>• Εξαγορά Ιδιωτικής εταιρείας-στόχου.</li> <li>• Καθαρή πληρωμή μετρητών.</li> <li>• Δημόσια προσφορά.</li> <li>• Acquiring firm market to book ratio.</li> <li>• Απόδοση εξαγοράζουσας εταιρείας προς το δείκτη ενεργητικού.</li> <li>• Κεφαλαιοποίηση της αγοράς εξαγοράζουσας εταιρείας.</li> <li>• Αξία Συναλλαγών.</li> <li>• Νομικό σύστημα της χώρας-στόχου.</li> <li>• Ίδια επίσημη γλώσσα</li> <li>• Αλλαγή συναλλαγματικής</li> </ul>	
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

	<p>ακόμα πιο επιτακτική, όταν η αγορά της απορροφώσας χώρας της διασυνοριακής Σ&amp; Ε είναι πιο "θερμή" και ο κίνδυνος ιδιοσυγκρασίας της εξαγοράζουσας επιχείρησης είναι μεγαλύτερος.</p> <p>H4: Η θετική συσχέτιση μεταξύ της ανακοίνωσης απόδοσης της εξαγοράζουσας επιχείρησης στην τρέχουσα διασυνοριακή Σ&amp; Ε και η ανακοίνωση απόδοσής της στη προηγούμενη διασυνοριακή Σ&amp; Ε γίνεται ισχυρότερη, εάν η εξαγοράζουσα εταιρία έχει καλύτερη λειτουργική απόδοση.</p> <p>H 5.1: Εάν η εξαγοράζουσα εταιρία έκανε μία ξεκάθαρη πληρωμή τοις μετρητοίς (σε σχέση με την πληρωμή του αποθέματος) στην προηγούμενη εξαγορά, τότε είναι πιο πιθανό να κάνει και πάλι μια ξεκάθαρη πληρωμή τοις μετρητοίς και στην τρέχουσα εξαγορά.</p> <p>H 5.2: Η θετική συσχέτιση μεταξύ της ανακοίνωσης απόδοσης της εξαγοράζουσας επιχείρησης στην</p>		<p>ισοτιμίας της χώρας-στόχου</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Γεωγραφική απόσταση.</li> <li>• Κατά κεφαλήν ΑΕΠ χώρας-στόχου.</li> <li>• Διαφορά της χώρας-στόχου.</li> <li>• Πολιτισμική απόσταση.</li> <li>• Οικονομική ελευθερία της χώρας- στόχου.</li> </ul>	
--	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--



	τρέχουσα διασυνοριακή Σ& Ε και της ανακοίνωσης απόδοσής της κατά την προηγούμενη διασυνοριακή Σ& Ε γίνεται ισχυρότερη, όταν η εξαγοράζουσα εταιρία χρησιμοποιεί έναν καθαρό τρόπο πληρωμής με μετρητά και στις δύο εξαγορές.			
Isabel Feito-Ruiz & Susana Menendez-Requejo  «Cross-border Mergers and Acquisitions in different legal environments»  (2011)	<p>H1: Εάν ο στόχος ανήκει σε χώρα με ένα ασθενέστερο (ισχυρότερο) νομικό και θεσμικό περιβάλλον, τότε η απόδοση των μετόχων εξαγοράς θα είναι θετική (αρνητική) με την αναγγελία της συγχώνευσης και εξαγοράς.</p> <p>H1.1: Εάν ο στόχος ανήκει σε χώρα με ένα ασθενέστερο (ισχυρότερο) νομικό και θεσμικό πλαίσιο και οι πλειοδότες αγοράζουν το 100% των μετοχών, τότε η απόδοση των μετόχων εξαγοράς θα είναι πιο θετική (αρνητική) με την αναγγελία της συγχώνευσης και εξαγοράς.</p> <p>H1.2: Εάν ο στόχος ανήκει σε χώρα με ένα ισχυρότερο</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>469 εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, από τις οποίες οι 221 αφορούν διασυνοριακές συναλλαγές και οι 248 εγχώριες, κατά την περίοδο 2002-2006</p> <p><u>Οικονομική μέθοδος:</u></p> <p>Πολυπαραγοντική ανάλυση παλινδρόμησης</p>	<p><u>Εξαρτημένη :</u></p> <p>CAR i (η εκτιμώμενη 3ημερών σωρευτική μη κανονική απόδοση της απόκτησης των ευρωπαϊκών επιχ/σεων γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συναλλαγής).</p> <p><u>Ανεξάρτητες:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Μέθοδος πληρωμής (μετρητά)</li> <li>• Στάση της απορροφηθείσας εταιρίας σχετικά με την εξαγορά (φιλική)</li> <li>• Μέγεθος της αποκτηθείσας επιχείρησης</li> <li>• Η εταιρία-στόχος είναι εισηγμένη ή όχι</li> <li>• Ευκαιρίες ανάπτυξης: market-to- book ratio της</li> </ul>	<p><u>Στατιστικά σημαντική μεταβλητή:</u></p> <p>Δείκτης οικονομικής ελευθερίας</p> <p><u>Επαληθεύσεις:</u></p> <p>H1: Επαληθεύεται</p> <p>H1.1: Δεν επαληθεύεται</p> <p>H1.2: Δεν επαληθεύεται</p> <p>H2: Επαληθεύεται</p>

	<p>(ασθενέστερο) νομικό και θεσμικό περιβάλλον και είναι μια δημόσια επιχείρηση, τότε η απόδοση των μετόχων εξαγοράς θα είναι πιο αρνητική (πιο θετική) με την ανακοίνωση της συγχώνευσης και εξαγοράς.</p> <p>H2: Εάν ο στόχος ανήκει σε χώρα με ένα ασθενέστερο (ισχυρότερο) νομικό και θεσμικό περιβάλλον, η απόδοση των μετόχων εξαγοράς θα είναι αρνητική (θετική) με την αναγγελία της συγχώνευσης και εξαγοράς.</p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• απορροφηθείσας εταιρίας</li> <li>• Σχετικό μέγεθος της εξαγορασθείσας εταιρίας</li> <li>• TOTAL: 100% εξαγορά</li> <li>• Η ιδιοκτησιακή δομή της εξαγοράς</li> <li>• Προστασία πιστωτών και μετόχων</li> <li>• Οικονομική Ελευθερία</li> <li>• Κεφαλαιοποίηση του χρηματιστηρίου</li> </ul>	
<p>Taco H. Reus</p> <p>«Culture's consequences for emotional attending during cross-border acquisition implementation» (2012)</p>	<p>H1: Ο βαθμός των πολιτισμικών διαφορών είναι συνδέεται αρνητικά με τη συναισθηματική συμμετοχή κατά την εκτέλεση της εξαγοράς.</p> <p>H2: Ο βαθμός του ανθρωπίνου προσανατολισμού από μία αποκτηθείσα επιχείρηση με εθνική κουλτούρα συνδέεται θετικά με τη συναισθηματική συμμετοχή κατά την υλοποίηση της εξαγοράς.</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>118 διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές των ΗΠΑ από 26 διασυνοριακές χώρες, κατά την περίοδο 1998-2000</p> <p><u>Οικονομική μέθοδος:</u></p> <p>Πολυπαραγοντική ανάλυση παλινδρόμησης</p>	<p><u>Μεταβλητές:</u></p> <p>i Συναισθηματική συμμετοχή</p> <p>ii Πολιτισμικές διαφορές</p> <p>iii Ανθρώπινος προσανατολισμός</p> <p>iv Πολυπολιτισμικότητα</p> <p>v Μεταβλητές ελέγχου</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• κοινωνική σκοπιμότητα</li> <li>• παροχή αυτονομίας</li> <li>• προηγούμενη εμπειρία εξαγοράς</li> <li>• επίπεδο ολοκλήρωσης εξαγοράς</li> </ul>	<p><u>Στατιστικά σημαντική μεταβλητή:</u></p> <p>Συναισθηματική συμμετοχή</p> <p><u>Επαλήθευση υποθέσεων:</u></p> <p>H1: Επαληθεύεται</p> <p>H2: Επαληθεύεται</p> <p>H3α: Επαληθεύεται</p>

	<p>H3: Η απορροφώσα εταιρία μετριάζει τις πολιτισμικές συνέπειες για συναισθηματική συμμετοχή, έτσι ώστε με τα υψηλότερα επίπεδα πολυπολιτισμικότητας,</p> <p>α) οι πολιτισμικές διαφορές να είναι μικρότερες σε σχέση με τη συναισθηματική συμμετοχή και β) ο ανθρώπινος προσανατολισμός να συνδέεται πιο θετικά με τη συναισθηματική συμμετοχή.</p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• γεωγραφική απόσταση</li> <li>• βαθμός διεθνοποίησης (χρήση πωλήσεων εξωτερικού ως ποσοστό του συνόλου)</li> </ul>	H3β: Επαληθεύεται
<p>Shantanu Dutta, Samir Saadi &amp; PengCheng Zhu</p> <p>«Does payment method matter in cross-border acquisitions? » (2013)</p>	<p>H1: Η αγορά πιθανότατα να αντιδράσει πιο θετικά στο απόθεμα των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών που χρηματοδοτείται από τις προσφορές αγοραστών, παρά αν χρηματοδοτείται τοις μετρητοίς.</p> <p>H2: Η μακροπρόθεσμη λειτουργική απόδοση των αγοραστών προτιμάται για το διασυνοριακό απόθεμα που χρηματοδοτείται από προσφορές, από εκείνο που χρηματοδοτείται από μετρητά.</p> <p>H3: Δεν θα υπάρχουν</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>Όλες οι υποβολές προσφορών που έγιναν από εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο του Τorόντο (Καναδάς), σχετικά με τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, κατά την περίοδο 1993 με 2002.</p> <p>(1300 ολοκληρωμένες προσφορές από τις οποίες 545 διασυνοριακές και 755 εγχώριες)</p>	<p><u>Εξαρτημένη:</u></p> <p>Μη κανονικές αθροιστικές/σωρευτικές αποδόσεις (CAR (-1, +1))</p> <p><u>Ανεξάρτητες:</u></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Διασυνοριακός στόχος (αν ο στόχος είναι καναδική επιχείρηση ή μη) (ψευδομεταβλητή)</li> <li>2. Μέθοδοι πληρωμής (καθαρό χρήμα, καθαρό απόθεμα, μικτές πληρωμές)</li> <li>3. Δημόσια Επιχείρηση-</li> </ol>	<p><u>Στατιστικά σημαντική μεταβλητή:</u></p> <p>Διασυνοριακός στόχος X καθαρό απόθεμα (CARs)</p> <p><u>Επαληθεύσεις:</u></p> <p>H1: Επαληθεύεται H2: Δεν επαληθεύεται H3: Δεν επαληθεύεται H4: Επαληθεύεται H5: Επαληθεύεται</p>

	<p>μακροπρόθεσμες μη κανονικές αποδόσεις των μετοχών για την εξαγορά των επιχειρήσεων που έχουν εφαρμόσει διασυνοριακές εξαγορές, ανεξάρτητα από τη επιλογή των μεθόδων πληρωμής.</p> <p>H4: Σε περίπτωση μεγαλύτερων γεωγραφικών και πολιτιστικών αποστάσεων μεταξύ της εξαγοράζουσας επιχείρησης και της επιχείρησης-στόχου, η αγορά είναι πιθανό να αντιδράσει πιο θετικά στο διασυνοριακό απόθεμα που χρηματοδοτείται από τις προσφορές των αγοραστών, παρά από αυτό που χρηματοδοτείται τοις μετρητοίς.</p> <p>H5: Εάν το περιβάλλον της τοπικής διακυβέρνησης των επιχειρήσεων- στόχων είναι ασθενέστερο, η αγορά είναι πιθανό να αντιδράσει πιο θετικά στο διασυνοριακό απόθεμα που χρηματοδοτείται από τις προσφορές των αγοραστών, παρά από αυτό που χρηματοδοτείται τοις μετρητοίς.</p>	<p><u>Οικονομική μέθοδος:</u></p> <p>Πολυπαραγοντική ανάλυση παλινδρόμησης</p>	<p>στόχος (ψευδομεταβλητή)</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>4. Κεφαλαιοποίηση της αγοράς (συνολική αγοραία αξία Ιδίων Κεφαλαίων της απορροφηθείσας εταιρίας κατά το προηγούμενο έτος της εξαγοράς)</li> <li>5. Τιμή προς λογιστική αξία (το προηγούμενο έτος)</li> <li>6. Ταμειακές ροές προς το σύνολο του ενεργητικού</li> <li>7. Συναφής ή άσχετος στόχος (ψευδομεταβλητή)</li> <li>8. Σχετικό μέγεθος</li> <li>9. Δημόσια προσφορά (αν η επιχείρηση ολοκληρώνει την απόκτηση μέσω δημόσιας προσφοράς ή όχι)</li> </ol>	
--	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

<p>Dobrina Georgieva, Tomas Jandik &amp; Wayne Y. Lee</p> <p>«The impact of laws, regulations, and culture on cross-border joint ventures » (2012)</p>	<p>H1: Ο υψηλός όγκος των κοινοπραξιών με εταίρους των ΗΠΑ οφείλεται στις ξένες χώρες που έχουν αδύναμο νομικό και κανονιστικό περιβάλλον.</p> <p>H2A: Ο υψηλός όγκος των κοινοπραξιών με εταίρους των ΗΠΑ οφείλεται στις ξένες χώρες με χαμηλή (υψηλή) πολιτισμική διαφορά, καθώς και με μικρές (μεγάλες) γλωσσικές και θρησκευτικές διαφορές από τις ΗΠΑ.</p> <p>H3: Ο υψηλός όγκος των κοινοπραξιών με εταίρους των ΗΠΑ οφείλεται στις ξένες χώρες με υψηλότερα επίπεδα άμεσων ξένων επενδύσεων από αμερικανικές επιχειρήσεις, με χαμηλότερα επίπεδα των συνολικών εισαγωγών, χαμηλότερα επίπεδα ανταγωνιστικότητας και χαμηλότερα επίπεδα πολιτικής αστάθειας.</p> <p>H4: Οι καθοριστικοί παράγοντες (που σχετίζονται με το νομοθετικό και ρυθμιστικό περιβάλλον, την πολιτισμική ανισότητα, τη διαφάνεια της χώρας, και την ανταγωνιστικότητα), οι οποίοι συνδέονται με τον υψηλότερο (χαμηλότερο) όγκο των</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>Ολοκληρωμένες κοινοπραξίες από 105 χώρες με έναν εταίρο των ΗΠΑ, κατά την διάρκεια των ετών 1988-2006.</p> <p><u>Οικονομική μέθοδος:</u></p> <p>Πολυπαραγοντική ανάλυση παλινδρόμησης</p>	<p><u>Εξαρτημένη:</u></p> <p>Ο αριθμός κοινοπραξιών σε μια συγκεκριμένη ξένη χώρα με έναν εταίρο από τις ΗΠΑ, που διαμοιράζεται από τον αριθμό όλων των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών σε μια συγκεκριμένη ξένη χώρα (γίνεται χρήση του μοντέλου Tobit για να ελεγχθεί ο περιορισμός της εξαρτημένης μεταβλητής).</p> <p><u>Ανεξάρτητες:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i Κράτος δικαίου (ποιότητα του νομικού συστήματος)</li> <li>ii Άμεσες ξένες επενδύσεις μιας χώρας ως ποσοστό του ΑΕΠ της χώρας</li> <li>iii Αναλογία του ποσού των συνολικών εισαγωγών και εξαγωγών με όλες τις χώρες εταίρους στο ΑΕΠ της χώρας</li> <li>iv Γλώσσα και Θρησκεία (ψευδομεταβλητή)</li> <li>v Ανταγωνιστικότητα (το αποτέλεσμα από την Επετηρίδα Παγκόσμιας Ανταγωνιστικότητας που προετοιμάζεται από το Ινστιτούτο για την Ανάπτυξη της Διαχείρισης (IMD).</li> <li>vi Πολιτική Αστάθεια (το</li> </ul>	<p><u>Στατιστικά σημαντική μεταβλητή:</u></p> <p>Η μεσολάβηση για τους διαφορετικούς πολιτισμούς των δύο χωρών (Hofstede)</p> <p><u>Επαληθεύσεις:</u></p> <p>H1: Επαληθεύεται</p> <p>H2A: Επαληθεύεται</p> <p>H3: Επαληθεύεται</p> <p>H4: Επαληθεύεται</p> <p>H5: Επαληθεύεται</p> <p>H6: Επαληθεύεται</p>
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

	<p>κοινοπραξιών με εταίρο των ΗΠΑ, θα πρέπει να σχετίζονται με την χαμηλότερη (υψηλότερη) σχετική συχνότητα των κοινοπραξιών με εταίρο των ΗΠΑ, συγκριτικά με την εναλλακτική επιλογή της συγχώνευσης του πλειοδότη των ΗΠΑ με μια ξένη χώρα.</p> <p>H5: Οι διασυνοριακές κοινοπραξίες με έναν εταίρο από τις ΗΠΑ είναι πιο πιθανό να συμβούν με διαπραγματεύσεις, όπου οι εταίροι προέρχονται από διαφορετικούς βιομηχανικούς κλάδους ή όταν αναμένονται τεχνολογικές μεταβιβάσεις.</p> <p>H6: Οι διασυνοριακές ξένες εισηγμένες εταιρίες είναι λιγότερο πιθανό να σχηματίσουν διασυνοριακές κοινοπραξίες με τους εταίρους των ΗΠΑ. Η πιθανότητα σχηματισμού διασυνοριακών κοινοπραξιών με εταίρους των ΗΠΑ αυξήθηκαν μετά την υιοθέτηση του SOX (Sarbanes-Oxley του 2002).</p>		<p>επίπεδο της τρωτότητας της κυβέρνησης που τίθεται από τις ενδεχόμενες κοινωνικές και πολιτικές ανησυχίες)</p>	
--	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

<p>Stefano Rossi &amp; Paolo Volpin</p> <p>«The governance motive in cross-border mergers and acquisitions »</p> <p>(2007)</p>	<p>H1: Η αξία της επιχείρησης για τον επιχειρηματία/διαχειριστή είναι σαφώς αύξουσα ως προς την ποιότητα του καθεστώτος διακυβέρνησης. Επιπλέον, η οριακή τιμή της καλύτερης διακυβέρνησης είναι υψηλότερη σε κλάδους με μεγαλύτερα προβλήματα και σε βιομηχανίες που χρειάζονται περισσότερο εξωτερικά κεφάλαια.</p> <p>H2: Οι εταιρίες χωρών με κακή εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να αγοράζονται από τις εταιρίες χωρών με καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση. Λόγω στατιστικών δεδομένων, οι εταιρίες σε χώρες με χειρότερη διακυβέρνηση είναι πιο πιθανό να δράσουν ως στόχοι και όχι ως αγοραστές στις διασυνοριακές συμφωνίες. Αντίθετα, οι εταιρίες χωρών με καλύτερη διακυβέρνηση είναι πιθανότερο να δράσουν ως αγοραστές και όχι ως στόχοι.</p> <p>H3: Ο όγκος των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>Το δείγμα περιλαμβάνει 42.813 συγχωνεύσεις και εξαγορές, από τις οποίες οι 12.653 ήταν διασυνοριακές. Διαφορετικές χώρες παίζουν διαφορετικούς ρόλους, μερικές ενεργούν κυρίως ως στόχοι, άλλες ως αγοραστές. Ανακοινώθηκαν από 1/1/1990 έως 31/12/1999 και ολοκληρώθηκαν έως 31/12/2000.</p> <p><u>Οικονομική μέθοδος:</u></p> <p>Παλινδρόμηση</p>	<p><u>Εξαρτημένη:</u></p> <p>Δείκτης αναλογίας/στόχου (Διασυνοριακές συμφωνίες ως στόχοι / συνολικός αριθμός διασυνοριακών συμφωνιών (προσφορών) -τόσο ως στόχος όσο και ως υποψήφιος αγοραστής).</p> <p><u>Ανεξάρτητη:</u></p> <p>Διάφοροι διακομιστές μεσολάβησης για την ποιότητα του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης και των δύο μεταβλητών ελέγχου. Οι δύο μεταβλητές ελέγχου είναι ο λογάριθμος του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος και ο λογάριθμος της Διαφάνειας.</p> <p>[Διακομιστές: λογιστικά πρότυπα, αποτελεσματικότητα δικαστικού συστήματος, προστασία μετόχων, προστασία πιστωτών, ανάπτυξη τραπεζών, ανάπτυξη χρηματοπιστηριακής αγοράς]</p>	<p><u>Στατιστικά σημαντικές μεταβλητές:</u></p> <p>Αποτελεσματικότητα του δικαστικού συστήματος</p> <p><u>Επαληθεύσεις:</u></p> <p>H1: Επαληθεύεται</p> <p>H2: Δεν επαληθεύεται</p> <p>H3: Επαληθεύεται</p>
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

	<p>πρέπει να είναι μεγαλύτερος σε βιομηχανίες με μεγαλύτερα προβλήματα και με μεγαλύτερη ανάγκη ξένων κεφαλαίων. Λαμβάνοντας υπόψη την ενιαία διαδικασία ταύτισης, α) σε βιομηχανίες με μεγαλύτερα προβλήματα, οι εταιρίες χωρών με χειρότερη εταιρική διακυβέρνηση είναι πιο πιθανό να λειτουργήσουν ως στόχοι στις διασυνοριακές συμφωνίες, και β) σε βιομηχανίες που εξαρτιόνται περισσότερο από το εξωτερικό, οι εταιρίες χωρών με χειρότερη διακυβέρνηση είναι πιθανότερο να λειτουργήσουν ως στόχοι στις διασυνοριακές συμφωνίες.</p>			
--	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	--	--



<p>Arturo Bris, Neil Brisley &amp; Christos Cabolis</p> <p>«Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers»</p> <p>(2008)</p>	<p>H1: Υπόθεση ελέγχου της αγοράς:</p> <p>Εάν η επιχείρηση που ορίζει το βαθμό εταιρικής διακυβέρνησης είναι η κυρίαρχη εταιρία του κλάδου της, η αύξηση των κερδών αυτής ενδέχεται να είναι ανεπαρκής, ώστε να αντισταθμίσει τις απώλειες που προκαλούνται στον κλάδο της βιομηχανίας. Σε αυτή την περίπτωση, η βιομηχανία θα επηρεαστεί αρνητικά από την αύξηση ποιότητας της διακυβέρνησης της ατομικής επιχείρησης</p> <p>H2: Υπόθεση των δευτερογενών επιδράσεων:</p> <p>Η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να θεωρηθεί ως η πρόσθετη ύλη για την παραγωγή. Μια αναμόρφωση της εταιρικής διακυβέρνησης της εταιρίας την αξιολογεί αποτελεσματικά, κι έτσι η εταιρία μπορεί να αυξάνει τα κέρδη της, ενώ παράλληλα να χρεώνει χαμηλότερες τιμές στην αγορά. Ο ανταγωνισμός, τότε, θα αναγκάσει και άλλους συμμετέχοντες του κλάδου να μιμηθούν τη συγκεκριμένη εταιρία. Συνεπώς, η υπόθεση των δευτερογενών επιδράσεων προβλέπει θετική σχέση μεταξύ της βελτίωσης της</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>16.772 διασυννοριακές εξαγορές δημόσιων επιχειρήσεων από 41 διαφορετικές χώρες, από 1/1/1990 - 31/12/2001.</p> <p>(μόνο ολοκληρωμένες συναλλαγές)</p> <p><u>Οικονομική μέθοδος:</u></p> <p>Παλινδρόμηση</p>	<p><u>Εξαρτημένες:</u></p> <p>i Η λογιστική αξία των στοιχείων του Ενεργητικού μετά την αφαίρεση των άυλων περιουσιακών στοιχείων</p> <p>ii Βαθμός εταιρικής διακυβέρνησης των επιχειρήσεων-στόχων</p> <p><u>Ανεξάρτητες:</u></p> <p>i Δείκτης Προστασίας μετόχων</p> <p>ii Δείκτης Παγκόσμιας Τράπεζας Κράτους Δικαίου</p>	<p><u>Στατιστικά σημαντική μεταβλητή:</u></p> <p>Δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης της χώρας καταγωγής, τόσο του αγοραστή όσο και του στόχου</p> <p><u>Επαληθεύσεις:</u></p> <p>H1: Δεν επαληθεύεται</p> <p>H2: Δεν επαληθεύεται</p> <p>H3: Επαληθεύεται</p>
---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

	<p>εταιρικής διακυβέρνησης και της προστιθέμενης αξίας του κλάδου.</p> <p>H3: Υπόθεση ανταγωνισμού στη βιομηχανία</p> <p>Στο μοντέλο ενός κλάδου με λιγότερη παρά περισσότερη προστασία του επενδυτή, οι επιχειρήσεις που ανταγωνίζονται σε ποσότητες, παράγουν περισσότερο από ότι σε μια τέλεια εταιρική διακυβέρνηση (μεγιστοποίηση του κέρδους). Εάν ένα υποσύνολο του επιχειρησιακού κλάδου βελτιώσει τα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησής του (για παράδειγμα, μέσω διασυνοριακών συγχωνεύσεων), τότε αυτές οι επιχειρήσεις-στόχοι θα έχουν λιγότερα κίνητρα για να εξαγοράσουν τους μετόχους, προτρέποντάς τους να μειώσουν την παραγωγή τους. Οι υψηλότερες τιμές και το χαμηλότερο κόστος για τις επιχειρήσεις-στόχους, έστω και με σχετικά μειωμένο όγκο παραγωγής, μπορεί να αυξήσει τα κέρδη τους.</p>			
--	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	--	--

<p>James E. Owers, Bing-Xuan Lin &amp; Ronald C. Rogers</p> <p>«Cross-border mergers and acquisitions using ADRs as consideration» (2008)</p>	<p>H1: Οι εταιρίες-στόχοι θα βιώσουν σημαντικές θετικές μη κανονικές αποδόσεις.</p> <p>H2: Δεδομένου ότι οι μετοχές χρησιμοποιούνται από τους αγοραστές, αυτοί θα επιβαρυνθούν με μικρές αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις.</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>130 πράξεις εξαγοράς (52 στόχοι και 78 αγοραστές), όπου χρησιμοποιήθηκαν ως μέσο συναλλαγής, οι αμερικανικοί τίτλοι μετοχών, κατά την διάρκεια του 1985-2004.</p> <p><u>Οικονομική μέθοδος:</u></p> <p>Ανάλυση διατομής παλινδρόμησης (cross-sectional regression analyses)</p>	<p><u>Εξαρτημένη μεταβλητή:</u></p> <p><u>CAR (-1, +1)</u> <u>Ανεξάρτητες μεταβλητές:</u></p> <p>i Κατά πόσο οι επιχειρήσεις των συναλλασσόμενων προέρχονται από ανεπτυγμένες ή αναπτυσσόμενες οικονομίες. ii Κατά πόσο η συναλλαγή είναι μία παραδοσιακή εξαγορά ή συγχώνευση. iii Η σπουδαιότητα του αγοραστή που ήδη έχει συμφέρον ιδιοκτησίας στην εταιρία-στόχο (μετριέται ως ποσοστό που ήδη κατέχει). iv Η σημασία που δίνει ο αγοραστής για το αγοραστικό μέρος του στόχου και όχι για το σύνολο του κεφαλαίου που εκκρεμεί (μετριέται ως ποσοστό που δεν αποκτήθηκε) v Κατά πόσο το μέγεθος των επιπτώσεων των συναλλαγών έχει συνέπειες στην αποτίμηση. vi Η σημασία του αγοραστή και του στόχου που έχουν τον ίδιο κωδικό SIC.</p>	<p><u>Στατιστικά σημαντική μεταβλητή:</u></p> <p>Τα μερίδια των αγοραστών και όχι των στόχων</p> <p><u>Επαληθεύσεις:</u></p> <p>H1: Επαληθεύεται H2: Δεν επαληθεύεται</p>
---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

<p>Wu Changqi &amp; Xie Ningling</p> <p>«Determinants of Cross-Border Merger &amp; Acquisition Performance of Chinese Enterprises» (2010)</p>	<p>H1: Οι προ της εξαγοράς αποδόσεις της κινέζικης εταιρίας (ο αγοραστής) και οι αποδόσεις των διασυνοριακών εξαγορών σχετίζονται θετικά.</p> <p>H2: Οι προ της εξαγοράς καθαρές ταμειακές ροές της κινέζικης εταιρίας (ο αγοραστής) και οι αποδόσεις της εξαγοράς σχετίζονται αρνητικά.</p> <p>H3: Το ποσοστό των κρατικών μετοχών σε κινέζικη εταιρία και οι αποδόσεις μετά τις διασυνοριακές εξαγορές σχετίζονται αρνητικά.</p> <p>H4: Η οργάνωση των ετών (ηλικίας-χρονολογίας) της εξαγοράζουσας εταιρίας και η απόδοση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών σχετίζονται θετικά.</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>32 εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο της Κίνας, κατά την διάρκεια των ετών 1998-2006.</p> <p><u>Οικονομική μέθοδος:</u></p> <p>Πολυπαραγοντικό μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης</p>	<p><u>Εξαρτημένη:</u></p> <p>Ρυθμός αύξησης της αποδοτικότητας (ισοτιμία) του Ενεργητικού (ROA)</p> <p><u>Ανεξάρτητες:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ρυθμός απόδοσης πριν την εξαγορά</li> <li>• Καθαρές ταμειακές ροές</li> <li>• Ποσοστό των μετοχών του Κινέζικου Δημοσίου</li> <li>• Οργανωτική κλίμακα</li> <li>• Ελέγχου:</li> </ul> <p>Εικονικές βιομηχανίες (Επειδή το 70% περίπου των εταιριών αυτών ανήκει στον κατασκευαστικό κλάδο, χρησιμοποιείται μία ψευδομεταβλητή για να θέσει όλες τις επιχειρήσεις στο βιομηχανικό κλάδο ή όχι - χωρίς τη μεταποιητική βιομηχανία).</p>	<p><u>Στατιστικά σημαντική μεταβλητή:</u></p> <p>Υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής, του ποσοστού των καθαρών εσόδων και του ποσοστού των κρατικών μετοχών.</p> <p>Επαληθεύσεις:</p> <p>H1: Επαληθεύεται</p> <p>H2: Δεν επαληθεύεται</p> <p>H3: Δεν επαληθεύεται</p> <p>H4: Επαληθεύεται</p>
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

<p>Eduardo Pablo</p> <p>«Determinants of cross-border M&amp;As in Latin America»</p> <p>(2009)</p>	<p>H1: Όσο καλύτερο είναι το επιχειρηματικό περιβάλλον της χώρας-στόχου, τόσο πιθανότερη είναι η συμμετοχή του πωλητή σε μια διασυνοριακή συγχώνευση και εξαγορά.</p> <p>(Επιχειρηματικό περιβάλλον δεν είναι μόνο το νομικό σύστημα, αλλά και το επίπεδο προστασίας των δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας, προστασίας των ξένων επενδύσεων, το επίπεδο των ρυθμιστικών αρχών, κ.λπ.)</p> <p>H2: Όσο καλύτερο είναι το επιχειρηματικό περιβάλλον της χώρας του αγοραστή, τόσο πιθανότερη είναι η συμμετοχή του αγοραστή σε μια διασυνοριακή συγχώνευση και εξαγορά.</p> <p>H3: Όσο καλύτερο είναι το οικονομικό περιβάλλον της χώρας-στόχου, τόσο πιθανότερη είναι η συμμετοχή του πωλητή σε μια διασυνοριακή συγχώνευση και εξαγορά.</p> <p>(Η ποιότητα των</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>868 διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, κατά την χρονική περίοδο 1998-2004, για τις ακόλουθες χώρες της Λατινικής Αμερικής: Αργεντινή, Βολιβία, Βραζιλία, Χιλή, Κολομβία, Κόστα Ρίκα, Ισημερινός, Ελ Σαλβαδόρ Μεξικό, Νικαράγουα, Παναμάς, Παραγουάη, Περού, Δομινικανή Δημοκρατία, Ουρουγουάη και Βενεζουέλα.</p> <p><u>Οικονομική μέθοδος:</u></p> <p>Μονοπαραγοντική ανάλυση και λογιστική παλινδρόμηση</p>	<p><u>Εξαρτημένη:</u></p> <p>Διχοτομημένη μεταβλητή: είναι η μεταβλητή που ισούται με τη μονάδα (1), αν η συγχώνευση και εξαγορά είναι διασυνοριακή και μηδέν (0) στις υπόλοιπες περιπτώσεις.</p> <p><u>Ανεξάρτητες:</u></p> <p>1. Μεταβλητές που σχετίζονται με το οικονομικό περιβάλλον:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i Ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη τιμών καταναλωτή</li> <li>ii ετήσια υποτίμηση του νομίσματος σε ονομαστικούς όρους</li> <li>iii ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ</li> <li>iv μέσο ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού</li> </ul> <p>2. Μεταβλητές που σχετίζονται με το επιχειρηματικό περιβάλλον:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i Η αποστολή της κυβέρνησης στην οικονομία</li> <li>ii Οι ροές κεφαλαίων και οι ξένες επενδύσεις</li> </ul>	<p><u>Στατιστικά σημαντική μεταβλητή:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i Μεταβλητές οικονομικού περιβάλλοντος</li> <li>ii Μεταβλητές επιχειρηματικού περιβάλλοντος</li> </ul> <p>Επαληθεύσεις:</p> <p>H1: Επαληθεύεται</p> <p>H2: Επαληθεύεται</p> <p>H3: Επαληθεύεται</p> <p>H4: Επαληθεύεται</p>
----------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

	<p>μακροοικονομικών δεικτών, όπως ο πληθωρισμός, το κόστος χρηματοδότησης, η υποτίμηση του νομίσματος και άλλα, καθορίζουν το οικονομικό περιβάλλον).</p> <p>H4: Οι συντελεστές μιας συγκεκριμένης εταιρίας είναι σημαντικοί στον προσδιορισμό μιας διασυννοριακής συγχώνευσης και εξαγοράς στη Λατινική Αμερική. Ειδικότερα, όσο πιο ακριβό είναι το εξωτερικό κόστος κεφαλαίου του στόχου σε σχέση με το κόστος κεφαλαίου του αποκτώντος, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα μιας διασυννοριακής συγχώνευσης και εξαγοράς.</p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>iii Τα δικαιώματα ιδιοκτησίας</li> <li>iv Το επίπεδο των κανονιστικών ρυθμίσεων</li> </ul> <p>3. Ειδικές μεταβλητές μιας εταιρίας:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i Το αρχείο καταγραφής του Ενεργητικού και των πωλήσεων, το οποίο μετράει το μέγεθος της εταιρίας</li> <li>ii Τα λειτουργικά έσοδα αντιπροσωπεύουν την κερδοφορία σε επίπεδο επενδύσεων και είναι ένα μέτρο χρηματ/κής μόγλευσης.</li> <li>iii Η αναλογία ταμειακών διαθεσίμων και ισοδύναμων επί του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων ελέγχει τους αδρανείς πόρους.</li> </ul>	
--	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

<p>Jamie, D. Collins, Tim, R. Holcomb, Trevis, S. Certo, Michael, A Hitt &amp; Richard, H. Lester</p> <p>«Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions»</p> <p>(2009)</p>	<p>H1: Μία πρόσφατη δραστηριότητα εγχώριας συγχώνευσης και εξαγοράς αυξάνει την πιθανότητα μια εταιρία να προβεί σε επιπρόσθετη διεθνή εξαγορά.</p> <p>H2: Μία πρόσφατη δραστηριότητα διεθνούς συγχώνευσης και εξαγοράς αυξάνει την πιθανότητα μία εταιρία να πραγματοποιήσει μια διεθνή εξαγορά.</p> <p>H3: Η επίδραση της πρόσφατης δραστηριότητας διεθνούς συγχώνευσης και εξαγοράς είναι ισχυρός προγνωστικός παράγοντας των μετέπειτα διεθνών εξαγορών, από ότι η πρόσφατη δραστηριότητα εγχώριας συγχώνευσης και εξαγοράς.</p> <p>H4: Η πρόσφατη δραστηριότητα συγχώνευσης και εξαγοράς μιας επιχείρησης σε μια συγκεκριμένη χώρα υποδοχής είναι ένας ισχυρός προγνωστικός δείκτης της μετέπειτα εξαγοράς σε αυτή τη χώρα, από ότι είναι η πρόσφατη</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>Όλες οι διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές 374 επιχειρήσεων, από 65 χώρες (εκτός των ΗΠΑ), κατά το έτος 2002. Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 19.072 συνδυασμούς εταιριών-χωρών.</p> <p><u>Οικονομική μέθοδος:</u></p> <p>Ανάλυση Λογιστικής Παλινδρόμησης</p>	<p><u>Εξαρτημένη:</u></p> <p>Διεθνής εξαγορά (διχοτομημένη μεταβλητή)</p> <p>Ένα (1): εάν η επιχείρηση απέκτησε μια εταιρεία-στόχο στη χώρα υποδοχής και μηδέν (0) σε διαφορετική περίπτωση.</p> <p><u>Ανεξάρτητη:</u></p> <p>i Εμπειρία εγχώριας εξαγοράς ii Εμπειρία διεθνούς εξαγοράς iii Εμπειρία εξαγοράς στη χώρα υποδοχής</p> <p><u>Μεταβλητές ελέγχου:</u></p> <p>1. Σε επίπεδο επιχείρησης:</p> <p>i Διαφοροποίηση των προϊόντων ii Μέγεθος της επιχείρησης iii Επίπεδο Διεθνοποίησης iv Απόδοση του Ενεργητικού v Απόδοση προς τους μετόχους</p>	<p><u>Στατιστικά σημαντική μεταβλητή:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Μέγεθος επιχείρησης</li> <li>• Διαφοροποίηση προϊόντων</li> <li>• Επίπεδο Διεθνοποίησης</li> <li>• Συναλλαγματική ισοτιμία</li> <li>• Εξειδικευμένο προσωπικό</li> <li>• Δραστηριότητα εξαγοράς στη χώρα υποδοχής</li> </ul> <p><u>Επαληθεύσεις:</u></p> <p>H1: Επαληθεύεται H2: Επαληθεύεται H3: Επαληθεύεται H4: Επαληθεύεται</p>
---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

	δραστηριότητα συγχώνευσης και εξαγοράς της επιχείρησης εκτός της χώρας υποδοχής.		2. Σε επίπεδο χώρας: i Μεταβολή του ΑΕΠ ii Συναλλαγματική ισοτιμία iii Υπαρξη ειδικευμένων εργαζομένων στη χώρα υποδοχής	
Mantecon Tomas «Mitigating risks in cross-border acquisitions» (2009)	H1: Τα κέρδη από τις συμφωνίες, η χρήση αποθεμάτων ως μέθοδος πληρωμής, τα ίδια κεφάλαια της κοινοπραξίας και οι ισχυρές επενδύσεις είναι πολυτιμότερες για τους αγοραστές των διασυνοριακών εξαγορών.  H2: Τα κέρδη από τις συμφωνίες, η χρήση αποθεμάτων ως μέθοδος πληρωμής, τα ίδια κεφάλαια της κοινοπραξίας και οι ισχυρές επενδύσεις είναι πολυτιμότερες για τους αγοραστές σε διασυνοριακές εξαγορές, όταν παρουσιάζονται υψηλότερα επίπεδα αβεβαιότητας της αποτίμησης.  H3: Τα κέρδη από τις συμφωνίες, η χρήση αποθεμάτων ως μέθοδος πληρωμής, τα ίδια κεφάλαια της	<u>Δείγμα:</u> 30.783 εξαγορές, εκ των οποίων οι 23.959 εγχώριες και οι 6.824 ήταν διασυνοριακές εξαγορές, από 75 χώρες και 128 στόχους, κατά την διάρκεια 1985-2005  <u>Οικονομική Μέθοδος:</u> Μονοπαραγοντική ανάλυση παλινδρόμησης	<u>Εξαρτημένη:</u> Η αθροιστική μη κανονική απόδοση του πλειοδότη (CAR -1, +1)  <u>Ανεξάρτητες:</u> i Ο φυσικός λογάριθμος του In MV Buyer (μέση τάση του αγοραστή) ii Μετοχές iii MV Bidder /Value (πλειοδότης / αξία της συναλλαγής) iv Η αγοραία κεφαλαιοποίηση προς το ΑΕΠ v Οι διασυνοριακές εξαγορές vi Ιδιωτική εταιρία vii Θυγατρική εταιρία viii Αγοραστικός έλεγχος	<u>Στατιστικά σημαντική μεταβλητή:</u> <ul style="list-style-type: none"><li>• Οι διασυνοριακές εξαγορές</li><li>• Η αγοραία κεφαλαιοποίηση προς το ΑΕΠ</li></ul> <u>Επαληθεύσεις:</u> H1: Δεν επαληθεύεται H2: Επαληθεύεται H3: Επαληθεύεται



	κοινοπραξίας και οι ισχυρές επενδύσεις είναι πολυτιμότερες για τους αγοραστές σε εξαγορές περιουσιακών στοιχείων που βρίσκονται σε χώρες με υψηλότερο επίπεδο επενδυτικού κινδύνου.			
Yuan Yi Chen, Michael N. Young «Cross-border mergers and acquisitions by Chinese listed companies: A principal – principal perspective» (2010)	H1: Η κυριότητα της κυβέρνησης στην απορροφούσα εταιρία σχετίζεται αρνητικά με την εύνοια των αντιλήψεων των επενδυτών μιας προτεινόμενης συμφωνίας διασυνοριακής συγχώνευσης και εξαγοράς.  H2: Η πολυπλοκότητα του περιβάλλοντος μετριάξει την αρνητική σχέση μεταξύ της κινεζικής κρατικής ιδιοκτησίας και των αντιλήψεων των επενδυτών για μια συμφωνία διασυνοριακής συγχώνευσης και εξαγοράς. Οι αντιλήψεις των επενδυτών θα είναι πιο αρνητικές σε εξαιρετικά σύνθετα περιβάλλοντα.	<u>Δείγμα:</u>  39 διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές από 32 εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες  <u>Οικονομική μέθοδος:</u>  Παλινδρόμηση	<u>Εξαρτημένη:</u>  Η αθροιστική μη κανονική απόδοση του πλειοδότη (CAR -1, +1)  <u>Ανεξάρτητες:</u>  i Είδη μετοχών ii Μέγεθος της επιχείρησης iii Βιομηχανικός κλάδος iv Έτος εξαγοράς v Κυβερνητική ιδιοκτησία vi Περιβαλλοντική πολυπλοκότητα	<u>Στατιστικά σημαντική μεταβλητή:</u>  Κυβερνητική ιδιοκτησία  <u>Επαληθεύσεις:</u>  H1: Επαληθεύεται H2: Δεν επαληθεύεται

<p>Gerhard Kling, Abby Ghobadian, Michael A. Hitt, Utz Weitzel &amp; Nicholas O'Regan</p> <p>«The Effects of Cross-border and Cross-industry Mergers and Acquisitions on Home-region and Global Multinational Enterprises»</p> <p>(2013)</p>	<p>H1: Οι επιχειρήσεις με παγκόσμια παρουσία δημιουργούν περισσότερη αξία, μέσω διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών από ότι οι τοπικές πολυεθνικές επιχειρήσεις.</p> <p>H2: Οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερη διαφοροποίηση του προϊόντος δημιουργούν μεγαλύτερη αξία μέσω διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, παρά οι εστιασμένες επιχειρήσεις.</p> <p>H3: Οι διεθνώς διαφοροποιημένες επιχειρήσεις είναι σε καλύτερη θέση να αποκτούν επιπλέον αξία από τις διεπαγγελματικές σχέσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών.</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>478 εισηγμένες επιχειρήσεις (272 των ΗΠΑ και 206 ευρωπαϊκές), κατά την διάρκεια του 2002-2007.</p> <p><u>Οικονομική μέθοδος:</u></p> <p>Αυτοπαλινδρόμηση (VAR)</p>	<p><u>Εξαρτημένες:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i Ο λόγος της αγοραίας αξία των μετοχών προς την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων</li> <li>ii Οι λειτουργίες κινδύνου, για το ποσοστό έκθεσης της επιχείρησης στον κίνδυνο</li> <li>iii Η διεθνοποίηση, η οποία αυξάνει το σύνολο του Ενεργητικού και του χρέους, και μπορεί να μειώσει τον συντελεστή Q του Tobin</li> </ul> <p><u>Ανεξάρτητες:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• market-to-book ratio</li> <li>• Λειτουργικός κίνδυνος</li> </ul> <p><u>Μεταβλητές ελέγχου:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i Το μέγεθος της επιχείρησης</li> <li>ii Η λογιστική απόδοση του Ενεργητικού (ROA)</li> <li>iii Η ανάπτυξη των περιουσιακών στοιχείων και των κερδών</li> <li>iv Η οικονομική μόγλευση</li> </ul>	<p><u>Επαληθεύσεις:</u></p> <p>H1: Επαληθεύεται</p> <p>H2: Δεν επαληθεύεται</p> <p>H3: Δεν επαληθεύεται</p>
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------

<p>Eduardo Pablo «Cross-border diversification through M&amp;As in Latin America» (2013)</p>	<p>H1: Επίδραση της γεωγραφικής οικονομικής διαφοροποίησης, σχετικά με την αντίδραση των τιμών του πλειοδότη και των επιχειρήσεων-στόχων, κατά τη διάρκεια της ανακοίνωσης εξαγοράς.</p> <p>H2: Δυνητικά οφέλη διαφοροποίησης της εταιρικής διακυβέρνησης, σχετικά με την αντίδραση των τιμών του πλειοδότη και των επιχειρήσεων-στόχων, κατά τη διάρκεια της ανακοίνωσης εξαγοράς.</p>	<p><u>Δείγμα:</u> 952 καταχωρήσεις διασυννοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών από 15 χώρες της Λατινικής Αμερικής, κατά την χρονική περίοδο 1988-2004</p> <p><u>Οικονομική μέθοδος:</u> Παλινδρόμηση</p>	<p><u>Ανεξάρτητη:</u></p> <p>i Οι αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις (CARs) για τρία πλαίσια τιμών (-10, 10), (-5, 5) και (-1, 1)</p> <p>Μεταβλητές ελέγχου:</p> <p>i Οικονομικές-σχετικές μεταβλητές (μεταβλητές διακυβέρνησης, μεταβλητές συγκεκριμένης εταιρίας) ii Ανατίμησης του νομίσματος iii Δείκτης αύξησης του ΑΕΠ της χώρας του πλειοδότη iv Δείκτες Οικονομικής Ελευθερίας (επίπεδο προστασίας δικαιωμάτων της ιδιοκτησίας, κυβερνητικές ρυθμίσεις και κυβερνητική παρέμβαση, τόσο στην χώρα του πλειοδότη όσο και στην χώρα του στόχου)</p>	<p><u>Επαληθεύσεις:</u></p> <p>H1: Επαληθεύεται H2: Επαληθεύεται</p>
------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------

<p>Sunny Li Sun, Mike W. Peng, Bing Ren &amp; Daying Yan</p> <p>«A comparative ownership advantage framework for cross-border M&amp;As: The rise of Chinese and Indian MNEs»</p> <p>(2012)</p>	<p>H1: Εάν γίνει σύγκριση, η Κίνα θα έχει εντατικές διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές σε μεταποιητικές βιομηχανίες και η Ινδία θα έχει εντατικές διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές στην παροχή βιομηχανικών υπηρεσιών.</p> <p>H2: Εάν γίνει σύγκριση, οι πολυεθνικές εταιρίες της Κίνας προτιμούν να εξαγοράζουν εταιρίες από την Ασία, και οι πολυεθνικές εταιρίες της Ινδίας προτιμούν να εξαγοράζουν εταιρίες από τις ΗΠΑ και την Ευρώπη.</p> <p>H3α: Τόσο οι κινεζικές όσο και οι ινδικές πολυεθνικές εταιρίες προτιμούν περισσότερο τις φιλικές παρά τις εχθρικές/επιθετικές διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, κατά τον σχεδιασμό των προσφορών συγχωνεύσεων και εξαγορών.</p> <p>H3β: Τόσο οι κινεζικές όσο και</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>1526 διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές (633 για την Κίνα και 893 για την Ινδία), κατά την περίοδο 2000-2008</p> <p><u>Οικονομική μέθοδος:</u></p> <p>Συγκριτικού πλεονεκτήματος ιδιοκτησίας</p>	<p>Σε αυτό το άρθρο συγκρίνεται το συγκριτικό πλεονέκτημα ιδιοκτησίας των πολυεθνικών επιχειρήσεων των αναδυόμενων οικονομικών, στο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης: η κατοχή και μόχλευση των περιουσιακών τους στοιχείων που είναι σχετικά (όχι απόλυτα) πολύτιμα, σπάνια και από οργανωτικής άποψης ενσωματωμένα σε σύγκριση με τις πολυεθνικές επιχειρήσεις από άλλες χώρες. Τα πλεονεκτήματα αυτά μπορούν να ενσωματωθούν και να αλληλεπιδράσουν μεταξύ τους, όπως είναι <u>η δημιουργία οργάνωσης με χαμηλό κόστος εργασίας και η οικοδόμηση εμπορικών σημάτων για να ικανοποιήσουν ένα μεγάλο μέρος ζήτησης στην εγχώρια αγορά.</u></p>	<p><u>Επαληθεύσεις:</u></p> <p>H1: Επαληθεύεται</p> <p>H2: Επαληθεύεται</p> <p>H3α: Δεν επαληθεύεται</p> <p>H3β: Επαληθεύεται</p> <p>H3γ: Επαληθεύεται</p> <p>H4α: Επαληθεύεται</p> <p>H4β: Επαληθεύεται</p> <p>H5: Επαληθεύεται</p>
------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

	<p>οι ινδικές πολυεθνικές εταιρίες προτιμούν περισσότερο τις φιλικές συμφωνίες της αγοράς και όχι τις εχθρικού χαρακτήρα προσφορές των συγχωνεύσεων και εξαγορών.</p> <p>H3γ: Οι ινδικές πολυεθνικές εταιρίες είναι πιο πιθανό να υιοθετήσουν δημόσιες προσφορές τρόπων μεταφοράς των συγχωνεύσεων και εξαγορών, παρά οι κινεζικές πολυεθνικές επιχειρήσεις, επειδή οι ινδικές πολυεθνικές εταιρίες προσφοράς συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι περισσότερο δυνατό να συμβούν στις Ηνωμένες Πολιτείες και την Ευρώπη απ' ότι οι προσφορές συγχωνεύσεων και εξαγορών των κινεζικών πολυεθνικών επιχειρήσεων.</p> <p>H4α: Οι κινεζικές πολυεθνικές εταιρίες προτιμούν να αποκτούν επιχειρήσεις φυσικών πόρων, ενώ οι ινδικές πολυεθνικές εταιρίες προτιμούν να αποκτούν επιχειρήσεις τεχνολογικών πόρων στις διασυνοριακές</p>			
--	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	--	--

	<p>συγχωνεύσεις και εξαγορές.</p> <p>H4β: Οι κινεζικές πολυεθνικές εταιρίες προτιμούν την "οπισθοδρομική" ολοκλήρωση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, ενώ οι ινδικές πολυεθνικές επιχειρήσεις προτιμούν την "προς τα εμπρός" ολοκλήρωση της διασυνοριακής συγχώνευσης και εξαγοράς.</p> <p>H5: Σε μεγάλης κλίμακας διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι κινεζικές κρατικές επιχειρήσεις, γενικά, αναλαμβάνουν ηγετικό ρόλο μεταξύ των κινεζικών πολυεθνικών επιχειρήσεων, και οι ινδικές ιδιωτικές επιχειρήσεις έχουν ηγετικό ρόλο στις ινδικές πολυεθνικές επιχειρήσεις.</p>			
--	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	--	--

<p>Reena Kohli &amp; Bikram Jit Singh Mann</p> <p>«Analyzing determinants of value creation in domestic and cross border acquisitions in India» (2012)</p>	<p>H1: Υπόθεση της διεθνούς διαφοροποίησης: Αυτή η υπόθεση δηλώνει ότι το βασικό κίνητρο των πολυεθνικών επιχειρήσεων για την επέκταση των δραστηριοτήτων τους σε διαφορετικές χώρες, είναι να επωφεληθούν από τις ατέλειες των χρηματοπιστωτικών αγορών.</p> <p>H2: Υπόθεση της διεθνοποίησης: Σύμφωνα με αυτή την υπόθεση, το κύριο κίνητρο για τις πολυεθνικές επιχειρήσεις να επεκταθούν σε παγκόσμιο επίπεδο, είναι να ενσωματώσουν/διεθνοποιήσουν τα άυλα περιουσιακά τους στοιχεία. Ο λόγος είναι επειδή τα περιουσιακά στοιχεία αυτά βασίζονται στις αποκλειστικές πληροφορίες και είναι δύσκολο να οργανωθούν στο εξωτερικό.</p> <p>H3: Υπόθεση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η υπόθεση της ισοτιμίας αναφέρει ότι η δημιουργία αξίας σε διασυνοριακές εξαγορές επηρεάζεται από τις εντάσεις</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>268 εξαγορές, μόνο επιτυχημένες, από τις οποίες οι 202 διασυνοριακές και οι 66 εγχώριες που ανακοινώθηκαν από 1/1/1997 έως 31/3/2008 στην Ινδία.</p> <p><u>Οικονομική μέθοδος:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i Μελέτη περίπτωσης (event study)</li> <li>ii Διαστρωματική ανάλυση παλινδρόμησης (cross-sectional regression analysis)</li> </ul>	<p>Εξαρτημένη:</p> <p>CAARs (1, +1): δείχνει την επίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση της εξαγοράς.</p> <p>Ανεξάρτητες:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i "Ξένη" μεταβλητή: δείχνει την εθνική ταυτότητα της εταιρίας-στόχου, εάν αυτή είναι από ξένη χώρα και χρησιμοποιείται για τη μέτρηση των επιπτώσεων από την εθνικότητα της εταιρίας-στόχου, όσον αφορά στον πλούτο των μετόχων και στην εξαγορά της εταιρίας, ενώ παίρνει τιμή 1 όταν ο στόχος είναι από μια ξένη χώρα, και τιμή 0 όταν ο στόχος είναι μια εγχώρια εταιρία.</li> <li>ii "Τρόπος πληρωμής": η μεταβλητή αυτή χρησιμοποιείται για να μετρηθεί ο αντίκτυπος του τρόπου πληρωμής κατά την ανακοίνωση απόκτηση εξαγορών από τους μετόχους της εταιρίας. Η τιμή = 1</li> </ul>	<p><u>Στατιστικά σημαντική μεταβλητή:</u></p> <p>"Τεχνολογική ένταση της εταιρίας-στόχου"</p> <p><u>Επαληθεύσεις:</u></p> <p>H1: Δεν επαληθεύεται H2: Επαληθεύεται H3: Δεν επαληθεύεται</p>
------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

	στις αγορές συναλλάγματος.		<p>φανερώνει ότι η εξαγορά χρηματοδοτήθηκε με μετρητά, ενώ η τιμή = 0 δείχνει ότι χρηματοδοτήθηκε με απόθεμα, καθώς και στις περιπτώσεις όπου χρησιμοποιήθηκε μικτή χρηματοδότηση.</p> <p>iii Μεταβλητή "σχετικότητας": χρησιμοποιείται ως μέτρο συσχέτισης, για να προσδιορίσει εάν η εξαγορά έγινε μεταξύ σχετικών ή άσχετων χώρων δραστηριότητας. Η τιμή = 1 φανερώνει εκείνες τις εξαγορές όπου ο στόχος και ο αγοραστής ανήκουν στον ίδιο τομέα δραστηριοτήτων, ενώ η τιμή = 0 αφορά τις άσχετες εξαγορές.</p> <p>iv "Ανταγωνιστικές αγορές": φανερώνει εάν υπάρχουν περισσότεροι από έναν αγοραστές για την εξαγορά της πλειοψηφικής συμμετοχής στην εταιρία στόχο. Η τιμή = 1 δείχνει ότι υπάρχουν πολλοί πλειοδότες σε μια αγορά, ενώ η τιμή = 0 δείχνει ότι υπάρχει ένας πλειοδότης.</p> <p>v "Σχετικό μέγεθος</p>	
--	----------------------------	--	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--



			<p>εταιρίας-στόχου": εξετάζει τις επιπτώσεις του μεγέθους της εταιρίας-στόχου σχετικά με την ανακοίνωση των αποδόσεων των μετόχων στις διασυνοριακές εξαγορές.</p> <p>vi "Μέγεθος του αγοραστή": μετρά τον αντίκτυπο του μεγέθους της απορροφώσας εταιρίας, σχετικά με την ανακοίνωση των κερδών.</p> <p>vii "Τεχνολογική ένταση της εταιρίας-στόχου": εξετάζεται ο αντίκτυπος της εταιρίας-στόχου που δραστηριοποιείται στον τομέα εντάσεως τεχνολογίας, σχετικά με την ανακοίνωσης της απόδοσης στον αγοραστή. Η τιμή = 1 δείχνει ότι η εταιρία-στόχος ανήκει σε κλάδο υψηλής εντάσεως τεχνολογίας, ενώ η τιμή = 0 δείχνει το αντίθετο.</p>	
--	--	--	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

<p>Monica Yang, MaryAnne Hyland</p> <p>«Similarity in Cross-border Mergers and Acquisitions: Imitation, Uncertainty and Experience among Chinese Firms, 1985–2006»</p> <p>(2012)</p>	<p>H1α: Η δύναμη για την μίμηση του προηγούμενου έτους (t-1) συνδέεται θετικά με το βαθμό ομοιότητας της απόφασης σχετικότητας του προϊόντος των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών.</p> <p>H1β: Η ισχύς για την μίμηση του προηγούμενου έτους (t-1) συνδέεται θετικά με το βαθμό ομοιότητας της απόφασης για την τοποθεσία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών.</p> <p>H1γ: Η ισχύς για την μίμηση του προηγούμενου έτους (t-1) συνδέεται θετικά με το βαθμό ομοιότητας στην απόφαση ιδιοκτησίας των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών.</p> <p>H2α: Η περιβαλλοντική αστάθεια μετριάξει θετικά τη σχέση μεταξύ της δύναμης της μίμησης του προηγούμενου έτους και του βαθμού ομοιότητας στην απόφαση σχετικότητας του προϊόντος από τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, έτσι ώστε όταν υπάρχει περιβαλλοντική αστάθεια, αυτή να ενισχύει τη θετική σχέση</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>1580 διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές της Κίνας, κατά την περίοδο 1985-2006.</p> <p><u>Οικονομική μέθοδος:</u></p> <p>Πολυπαραγοντική ανάλυση</p>	<p><u>Εξαρτημένες:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i Η σχετικότητα των προϊόντων μεταξύ της απορροφώσας εταιρίας και της επιχείρησης-στόχου (συγγένεια - συσχέτιση προϊόντων)</li> <li>ii Η θέση της επιχείρησης-στόχου (τοποθεσία)</li> <li>iii Η μετοχική σύνθεση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών (ιδιοκτησία)</li> </ul> <p><u>Ανεξάρτητες:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i Η δύναμη της μίμησης (αριθμός των ολοκληρωμένων συμφωνιών κατά την διάρκεια του προηγούμενου έτους επί τη συσχέτιση των δημοφιλέστερων επιλογών σε μια συγκεκριμένη απόφαση διασυνοριακής συγχώνευσης και εξαγοράς) <ul style="list-style-type: none"> <li>• δύναμη της μίμησης για τη σχετικότητα του προϊόντος</li> <li>• δύναμη της μίμησης για την τοποθεσία της επιχείρησης-στόχου</li> <li>• δύναμη της μίμησης για την ιδιοκτησία <ul style="list-style-type: none"> <li>ii Η περιβαλλοντική αστάθεια</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul>	<p><u>Στατιστικά σημαντική μεταβλητή:</u></p> <p>Δύναμη της μίμησης</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Η δύναμη της μίμησης για τη σχετικότητα του προϊόντος</li> <li>• Η δύναμη της μίμησης για την τοποθεσία της επιχείρησης-στόχου</li> </ul> <p>Περιβαλλοντική αστάθεια</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Η σχετικότητα του προϊόντος</li> <li>• η τοποθεσία</li> </ul> <p>Προηγούμενη εμπειρία</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• ιδιοκτησία</li> </ul> <p><u>Επαληθεύσεις:</u></p> <p>H1α: Επαληθεύεται</p> <p>H1β: Επαληθεύεται</p> <p>H1γ: Δεν επαληθεύεται</p> <p>H2α: Επαληθεύεται</p>
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

<p>μεταξύ του βαθμού της ομοιότητας και της δύναμης της μίμησης, ενώ ένα πιο σταθερό περιβάλλον την αποδυναμώνει.</p> <p>H2β: Η περιβαλλοντική αστάθεια μετριάζει θετικά τη σχέση μεταξύ της δύναμης της μίμησης του προηγούμενου έτους και του βαθμού ομοιότητας της απόφασης για τον τόπο εγκατάστασης των διασυννοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, έτσι ώστε όταν υπάρχει περιβαλλοντική αστάθεια να ενισχύεται η θετική σχέση μεταξύ του βαθμού της ομοιότητας και της δύναμης της μίμησης, ενώ το πιο σταθερό περιβάλλον την αποδυναμώνει.</p> <p>H2γ: Η περιβαλλοντική αστάθεια μετριάζει θετικά τη σχέση μεταξύ της δύναμης της μίμησης του προηγούμενου έτους και του βαθμού ομοιότητας στην απόφαση ιδιοκτησίας των διασυννοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, έτσι ώστε όταν υπάρχει περιβαλλοντική αστάθεια να ενισχύει τη θετική σχέση μεταξύ του βαθμού ομοιότητας και δύναμης της μίμησης, ενώ ένα πιο σταθερό περιβάλλον την</p>		<p><u>Μεταβλητές ελέγχου:</u></p> <p>i Οι άμεσες ξένες επενδύσεις από την Κίνα</p> <p>ii Μεταβλητή περιβάλλοντος (πολιτικές και δράσεις για την στήριξη των διεθνών δραστηριοτήτων που πραγματοποιήθηκαν από το 1999 έως και το 2001</p> <p><u>Επίσης, για περαιτέρω έρευνα χρησιμοποιήθηκαν οι ακόλουθες μεταβλητές ελέγχου:</u></p> <p>iii Εικονική μεταβλητή για την εξαγοράζουσα χώρα, ώστε να ελέγχονται οι διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές για την απόκτηση επιχειρήσεων</p> <p>iv Ένα σύνολο ψευδομεταβλητών, που ελέγχουν την κατασκευή, τη χρησιμότητα, το χονδρικό εμπόριο και τη χρηματοδότηση των διαφόρων βιομηχανιών για την εξαγορά επιχειρήσεων</p> <p>v Μέγεθος διαπραγμάτευσης, το οποίο αναφέρεται στην αξία της κάθε συμφωνίας διασυννοριακής συγχώνευσης και εξαγοράς.</p> <p>vi Προηγούμενη εμπειρία</p>	<p>H2β: Επαληθεύεται</p> <p>H2γ: Δεν επαληθεύεται</p> <p>H3α: Δεν επαληθεύεται</p> <p>H3β: Δεν επαληθεύεται</p> <p>H3γ: Επαληθεύεται</p>
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

	<p>αποδυναμώνει.</p> <p>H3α: Η εμπειρία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών των επιχειρήσεων μετριάξει αρνητικά τη σχέση μεταξύ της δύναμης της μίμησης του προηγούμενου έτους και του βαθμού ομοιότητας στην απόφαση της σχετικότητας του προϊόντος των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, με αποτέλεσμα μία επιχείρηση με περισσότερη εμπειρία στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές να αποδυναμώνει τη θετική σχέση του βαθμού ομοιότητας και της δύναμης της μίμησης, ενώ η μικρότερη εμπειρία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών την ενισχύει.</p> <p>H3β: Η εμπειρία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών των επιχειρήσεων μετριάξει αρνητικά τη σχέση μεταξύ της δύναμης της μίμησης του προηγούμενου έτους και της ομοιότητας στην απόφαση για την τοποθεσία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, έτσι ώστε όταν μία επιχείρηση έχει</p>			
--	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	--	--

	<p>περισσότερη εμπειρία στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές να αποδυναμώνει τη θετική σχέση μεταξύ του βαθμού ομοιότητας και της δύναμης της μίμησης, ενώ η λιγότερη εμπειρία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών να την ενισχύει.</p> <p>H3γ: Η εμπειρία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών των επιχειρήσεων μετριάξει αρνητικά τη σχέση μεταξύ της δύναμης της μίμησης του προηγούμενου έτους και της ομοιότητας στην απόφαση για την ιδιοκτησία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, με αποτέλεσμα μία επιχείρηση με περισσότερη εμπειρία στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές να αποδυναμώνει τη θετική σχέση μεταξύ του βαθμού ομοιότητας και της δύναμης της μίμησης, ενώ η μικρότερη εμπειρία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών την ενισχύει.</p>			
--	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	--	--

<p>Agyenim Boateng, Xiuping Hua, Moshfique Uddin &amp; Min Du</p> <p>« Home country macroeconomic factors on outward cross-border mergers and acquisitions: Evidence from the UK»</p> <p>(2013)</p>	<p>H1: Η σχέση μεταξύ των τιμών των μετοχών του Ηνωμένου Βασιλείου και των εκροών των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών του Ηνωμένου Βασιλείου είναι θετική.</p> <p>H2: Θα υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του ΑΕΠ και των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών.</p> <p>H3: Η προσφορά χρήματος συνδέεται θετικά με τις εξωτερικές διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές από εταιρίες του Ηνωμένου Βασιλείου.</p> <p>H4: Η συναλλαγματική ισοτιμία του Ηνωμένου Βασιλείου θα επηρεάσει θετικά τις εξωτερικές διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές από τις εταιρίες του Ηνωμένου Βασιλείου.</p> <p>H5: Το επιτόκιο στο Ηνωμένο Βασίλειο έχει θετική επίδραση στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές.</p> <p>H6: Ο πληθωρισμός στο Ηνωμένο Βασίλειο έχει θετική επίδραση στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές.</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>85 διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές του Ηνωμένου Βασιλείου προς το εξωτερικό, κατά την περίοδο 1987-2008</p> <p><u>Οικονομική Μέθοδος:</u></p> <p>Αυτοπαλινδρόμησης και λάθους (VAR/VECM) - Σύστημα παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων, στο οποίο κάθε ένα από το σύνολο των μεταβλητών παλινδρομείται στις εναπομείναντες τιμές τόσο των ίδιων όσο και των υπολοίπων μεταβλητών του συνόλου.</p>	<p><u>Μακροοικονομικές μεταβλητές:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i Ο αριθμός των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών προς το εξωτερικό (CBMAOUTNO)</li> <li>ii Το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ)</li> <li>iii Ο πληθωρισμός, βάσει του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ)</li> <li>iv Ο δείκτης του χρηματιστηρίου (FTSEALL)</li> <li>v Το βασικό τραπεζικό επιτόκιο (BANKBASERATE)</li> <li>vi Η συνολική προσφορά χρήματος (M4CHANGE)</li> <li>vii Η συναλλαγματική ισοτιμία (EFFECTIVEEXRATE)</li> </ul>	<p><u>Στατιστικά σημαντική μεταβλητή:</u></p> <p>Το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ).  Η συνολική προσφορά χρήματος  Ο δείκτης του Χρηματιστηρίου  Η συναλλαγματική ισοτιμία</p> <p><u>Επαληθεύσεις:</u></p> <p>H1: Επαληθεύεται  H2: Επαληθεύεται  H3: Επαληθεύεται  H4: Επαληθεύεται  H5: Δεν επαληθεύεται  H6: Δεν επαληθεύεται</p>
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

<p>Isil Erel, Rose C. Liao and Michael S. Weisbach</p> <p>«Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions»</p> <p>(2012)</p>	<p>A. Τυποποιημένα Στοιχεία για τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις.</p> <p>B. Διατμηματικοί Προσδιοριστικοί παράγοντες των Διασυνοριακών Συγχωνεύσεων</p> <p>Γ. Διαφορές στην αποτίμηση χρησιμοποιώντας Panel Data σε επίπεδο χώρας: μονοπαραγοντική απόδειξη.</p> <p>Δ. Διαφορές στην αποτίμηση χρησιμοποιώντας Panel Data σε επίπεδο χώρας: πολυπαραγοντική απόδειξη.</p> <p>Δ1. Για ποια ζεύγη-χωρών είναι η επίδραση αποτίμησης μεγαλύτερη;</p> <p>Δ2. Πόσο μεγάλη είναι η επίδραση της αποτίμησης στις τάσεις συγχωνεύσεων;</p> <p>Ε. Διαφορές στην αποτίμηση χρησιμοποιώντας Panel Data σε επίπεδο χώρας: Εναλλακτικός προσδιορισμός.</p> <p>ΣΤ. Ερμηνεύοντας τη σχέση μεταξύ Αποτίμησης και τάσεις</p>	<p><u>Δείγμα:</u></p> <p>56,978 διασυνοριακές συγχωνεύσεις μεταξύ του 1990 και του 2007</p> <p><u>Οικονομική Μέθοδος:</u></p> <p>πολυπαραγοντική παλινδρόμηση</p>	<p><u>Εξαρτημένη:</u></p> <p>Μετρά το ποσοστό των διασυνοριακών συγχωνεύσεων για ένα συγκεκριμένο ζεύγος χωρών για όλη την περίοδο του δείγματος.</p> <p><u>Ανεξάρτητες:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Γνωστοποίηση Ποιότητας</li> <li>• Νομικό πλαίσιο</li> <li>• Γεωγραφική εγγύτητα</li> <li>• Ίδια Θρησκεία</li> <li>• Ίδια γλώσσα</li> <li>• Φόρος Εισοδήματος</li> <li>• Μέγιστο (Εισαγωγών, Εξαγωγών)</li> <li>• <math>(\log \text{GDP per capita})_{j-i}</math></li> <li>• Ο μέσος ετήσιος ρυθμός πραγματικής αύξησης του ΑΕΠ, 1990-2007</li> </ul>	
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

	<p>Συγγώνευσης.</p> <p>Z. Οι διαφορές στην αποτίμηση χρησιμοποιώντας Deal-Level Data Panel.</p> <p>Z1. Διασυννοριακές έναντι εγχώριες συγχωνεύσεις.</p> <p>Z2. Ταυτότητα του στόχου και της επιχείρησης που απορροφά.</p>			
--	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	--	--



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

### ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΡΕΥΝΩΝ – ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ – ΠΑΡΑΙΝΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΕΡΕΥΝΑ - ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ

#### 3.1 Κριτήρια για τη διεξαγωγή των ερευνών

Η πλειοψηφία των ερευνών που παρουσιάστηκαν παραπάνω έχουν συλλέξει στοιχεία από χώρες που έχουν έντονη δραστηριότητα σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Αυτές είναι κυρίως αμερικάνικες εταιρίες, αγγλικές, εταιρίες που δραστηριοποιούνται στην ευρωπαϊκή ένωση, τον Καναδά και λιγότερο εταιρίες από τις αναδύομενες οικονομίες όπως κινεζικές και ινδικές. Οι περισσότερες μελέτες για να υποστηρίξουν το μοντέλο της έρευνάς τους χρησιμοποίησαν ως εξαρτημένη μεταβλητή την εκτιμώμενη αθροιστική μη κανονική απόδοση (CAR) τριών ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συναλλαγής.

Υπάρχουν πολλές μεταβλητές όπου οι έρευνες εστιάζουν. Κυρίως, επικεντρώνονται στο μέγεθος της αποκτηθείσας επιχείρησης, αν αυτή είναι εισηγμένη ή όχι στο χρηματιστήριο και αν είναι ιδιωτική ή κρατικών συμφερόντων. Η ικανότητα των εργαζομένων της, η ανταγωνιστικότητα και οι επενδύσεις της επιχείρησης είναι επίσης μεταβλητές που χρησιμοποιούν αρκετές μελέτες. Το νομικό, φορολογικό και γενικότερα το θεσμικό πλαίσιο της χώρας-στόχος είναι επίσης ένας άλλος παράγοντας που εξετάζεται. Ιδιαίτερη σημασία δίνεται και στην πολιτισμική διαφορετικότητα των χωρών που συγχωνεύονται, στη διαφορετική κουλτούρα και πώς μπορεί να υπάρξει προσαρμογή. Η γλώσσα και η θρησκεία είναι ακόμη παράγοντες που εξετάζονται καθώς και η γεωγραφική διαφορετικότητα. Άλλες έρευνες εστιάζουν στην εμπειρία που έχει η εταιρία που απορροφά, για την ολοκλήρωση μιας συμφωνίας και το αν η εξαγορά είναι πλήρης ή όχι, το ποσοστό που θα αποκτηθεί από την συναλλαγή αλλά και η μέθοδος της πληρωμής και τα θέματα χρηματοδότησης που θα ακολουθηθούν. Το ΑΕΠ της χώρας-στόχου, η συναλλαγματική ισοτιμία και ο πληθωρισμός είναι επίσης ενδιαφέρουσες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται από αρκετές μελέτες για να υποστηρίξουν τις έρευνές τους.

Τέλος, οι περισσότερες υποθέσεις που προτείνουν οι παραπάνω έρευνες προκειμένου να καταλήξουν στα συμπεράσματά τους επαληθεύονται, αν και σε ορισμένες έρευνες η επαλήθευση των υποθέσεών τους είναι μοιρασμένες.

Αυτό που πρέπει να τονιστεί είναι ότι επειδή οι περισσότερες έρευνες χρησιμοποιούν διαφορετικές, ανόμοιες μεθόδους, αυτό σημαίνει ότι δεν είναι εύκολο να συγκριθούν μεταξύ τους.

### **3.2 Περιορισμοί της έρευνας**

Οι έρευνες παρουσιάζουν, όπως είναι επόμενο, περιορισμούς. Υπάρχουν μελέτες όπου το δείγμα τους βασίζεται σε δεδομένα που παρέχονται μόνο από μια χώρα, οπότε η γενίκευση των ευρημάτων της έρευνας περιορίζεται. Επίσης, υπάρχουν έρευνες, που στα δεδομένα τους περιλαμβάνουν μόνο κρατικές εισηγμένες επιχειρήσεις. Αυτό σημαίνει ότι τα αποτελέσματά τους δεν θα μπορούσαν να ευσταθούν για ιδιωτικές εταιρείες που ενδεχομένως να έχουν διαφορετικά κίνητρα για διασυνοριακές εξαγορές.

Επιπλέον, από την ανάλυση της βραχυπρόθεσμης αντίδρασης των μετόχων, δεν μπορεί να γίνει πρόβλεψη σχετικά με τη μακροπρόθεσμη απόδοση αυτών των διασυνοριακών εξαγορών. Μια θετική βραχυπρόθεσμη απόδοση δεν συνεπάγεται κατ' ανάγκη τη μακροπρόθεσμη επιτυχία μιας διεθνούς επιχειρηματικής ολοκλήρωσης.

Αν και υπάρχουν μελέτες που αποτελούν ένα σημαντικό πρώτο βήμα για την κατανόηση των επιπτώσεων του διαφορετικού πολιτισμού στη συναισθηματική συμμετοχή των εργαζομένων κατά τη διάρκεια διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, αυτές περιορίζονται σε μια γενική κλίμακα της συναισθηματικής συμμετοχής και όχι σε συναισθηματικές δυναμικές όπως τις οργανωτικές πρακτικές ή ρουτίνες που επιδιώκουν να αντιμετωπίσουν ή να διεγείρουν ορισμένα συγκεκριμένα συναισθήματα που σχετίζονται με τα νέα οργανωτικά περιβάλλοντα ή στάδια ώστε να υπάρχει ριζική αλλαγή.

Παράλληλα υπάρχουν έρευνες που πάσχουν από προκατάληψη, καθώς στηρίχθηκαν σε ένα και μόνο στοιχείο για να μετρήσουν τις διάφορες πτυχές των διαδικασιών υλοποίησης της εξαγοράς, αυτό της οπτικής γωνίας των στελεχών υψηλού επιπέδου. Όταν αυτός ο περιορισμός ξεπεραστεί, όχι μόνο θα ξεπεραστεί η μεροληψία, αλλά θα είναι επίσης σε θέση να εξερευνήσουν ενδιαφέροντα ερωτήματα που εξακολουθούν να παραμένουν.

Πολλές επίσης, είναι οι έρευνες που δεν μελετούν τη συμπεριφορά των εταιρειών μετά τη συγχώνευση, ούτε την αντίδραση των τιμών στην ανακοίνωση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς.

Έτσι, η απόδοση της εξαγοράς και της συγχώνευσης είναι ένα πολύπλευρο κατασκεύασμα το οποίο δεν μπορεί να καλύπτεται πλήρως από ένα μόνο παράγοντα, όπως συνήθως μετράται στο μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφίας.

### **3.3 Παραινέσεις για μελλοντική έρευνα**

Θα είχε μεγάλο ενδιαφέρον να διαπιστωθεί πώς διαχειρίζονται τις εμπειρίες και τις γνώσεις που θα είχαν αποκτήσει από προηγούμενες συμφωνίες, εταιρείες από χώρες που είχαν προβεί σε συγχωνεύσεις ή εξαγορές και κατ' επέκταση κάτω από την επίδραση της εμπειρίας αυτής, αν θα διαπραγματεύονταν καλύτερα τις μεταγενέστερες τέτοιου είδους δραστηριότητες.

Η μελλοντική έρευνα μπορεί να είναι περισσότερο αντιπροσωπευτική της πραγματικής κατάστασης, αν μπορεί να χρησιμοποιηθεί μια μέθοδος έρευνας που να επιτρέπει τη χρήση μεγαλύτερου δείγματος (π.χ. η event – study μεθοδολογία έχει αυστηρά κριτήρια). Όταν το δείγμα βασίζεται σε δεδομένα που παρέχονται μόνο από μια χώρα, τότε η γενίκευση των ευρημάτων της έρευνας περιορίζεται. Έτσι, αν υπάρχει μεγαλύτερο δείγμα θα μπορεί να ελεγχθεί η ύπαρξη διαφορών σχετικά με το ρόλο που έπαιξαν διάφοροι παράγοντες για την ολοκλήρωση της συμφωνίας.

Η μελλοντική έρευνα μπορεί επίσης να εξετάσει περισσότερο τα κίνητρα των ιδιωτικών εταιρειών από τις αναδυόμενες αγορές προκειμένου να επεκταθούν στο εξωτερικό και να αναλύσει τη μακροπρόθεσμη απόδοση των εν λόγω διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Πρέπει να εμβαθύνει και να διευρύνει την έννοια του συγκριτικού πλεονεκτήματος ιδιοκτησίας των πολυεθνικών επιχειρήσεων των αναδυόμενων οικονομιών, οι οποίες προβαίνουν σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, ως πρωταρχική λειτουργία της διεθνοποίησής τους.

Ένας άλλος τομέας που θα πρέπει να διερευνηθεί περαιτέρω είναι η μελέτη των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών των διασυνοριακών συγχωνεύσεων που επηρεάζουν την αξία της βιομηχανίας. Σε μια σειρά από κλάδους, φαίνεται ότι οι συχνότητες των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι υψηλές, όπως η ενέργεια, τα αυτοκίνητα και τα ηλεκτρονικά προϊόντα.

Η περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου θα πρέπει να εξεταστεί περαιτέρω αφού εγείρει μια σειρά από ενδιαφέρουσες ερωτήσεις που δεν έχουν διερευνηθεί. Πώς το Ηνωμένο Βασίλειο που βρίσκεται εκτός της ζώνης του ενιαίου νομίσματος επηρεάζει προς τα έξω τις συγχωνεύσεις και εξαγορές; Υπάρχει μια σύνδεση μεταξύ του να είσαι μέλος της ζώνης του ενιαίου νομίσματος και της κερδοφορίας της επιχείρησης; Αυτά τα ενδιαφέροντα ερωτήματα αφήνονται για μελλοντική έρευνα.

### **3.4 Επιπτώσεις διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων**

Από τις παραπάνω μελέτες διαπιστώνεται ότι οι διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις συνεισφέρουν σε επιχειρήσεις, φορείς και κράτος.

Η σημαντικότερη ίσως θετική επίπτωση είναι η μεταφορά τεχνογνωσίας και η διάχυση τεχνολογίας που μπορεί να επιφέρει. Είναι γνωστό ότι η παραγωγή νέας τεχνολογίας προέρχεται κυρίως από ένα μικρό αριθμό κρατών και επιχειρήσεων. Η διάχυση της τεχνολογίας μπορεί να λάβει χώρα μέσω της αντιγραφής τεχνολογιών και της μίμησης πρακτικών που εφαρμόζουν οι πολυεθνικές επιχειρήσεις. Άτομα που για κάποιο χρονικό διάστημα εργάστηκαν σε πολυεθνική εταιρία είναι οι καλύτεροι φορείς υλοποίησης αυτής της μίμησης, ενώ ταυτόχρονα οι εγχώριες επιχειρήσεις εξαναγκάζονται να εκσυγχρονίσουν την παραγωγική τους διαδικασία και να εφαρμόσουν αποτελεσματικότερη χρήση των παραγωγικών συντελεστών καθώς οι ανταγωνιστικές πιέσεις αυξάνουν μετά την είσοδο ξένων επιχειρήσεων στην αγορά. Αυτό βέβαια ισχύει κυρίως για τις ανεπτυγμένες οικονομίες. Όσον αφορά τις αναπτυσσόμενες χώρες, ενώ γενικά επιβεβαιώνεται η ύπαρξη μίας θετικής επιρροής, είναι σχετικά περιορισμένη η στατιστική επιβεβαίωση της δυνατότητας διάχυσης της τεχνογνωσίας.

Παράλληλα, η δημιουργία αξίας είναι μεγαλύτερη για τους μετόχους των επιχειρήσεων που αποτελούν στόχο εξαγοράς και λιγότερη για τους μετόχους των εταιριών που εξαγοράζουν επιχειρήσεις. Οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις προσδίδουν μια δυναμική στο νέο όμιλο, που αποκτά την εμπιστοσύνη των επενδυτών και εξασφαλίζει την άνοδο της τιμής της μετοχής του. Οι προσδοκίες αυτές δρουν βραχυπρόθεσμα. Η μακροπρόθεσμη άνοδος της τιμής της μετοχής θα παρατηρηθεί αν ο όμιλος διευρύνει τα κέρδη του τα επόμενα χρόνια.

Σε μακροπρόθεσμο επίπεδο, οφέλη αποτελούν η δημιουργία και εκμετάλλευση οικονομιών 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 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.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ IV**

### **ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΕΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ Η ΕΛΛΑΔΑ**

Στην Ελλάδα, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις συναντούσαν σημαντικά εμπόδια κατά το παρελθόν: μικρός αριθμός εταιριών εισηγμένων στο ΧΑΑ, ισχυρή παρουσία κρατικής ιδιοκτησίας και οικογενειακής οργάνωσης επιχειρήσεις, περιορισμένα όρια και προοπτικές της εγχώριας αγοράς και έλλειψη θεσμικού πλαισίου. Με την δημιουργία της Ενιαίας Αγοράς το 1986, που οδήγησε σε ένα κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ευρώπη, η ελληνική οικονομία επηρεάστηκε σημαντικά. Έτσι, μεταξύ 1987 και 1994 το 9% περίπου του ενεργητικού της ελληνικής βιομηχανίας έγινε αντικείμενο εξαγορών και συγχωνεύσεων με το ποσοστό αυτό να φτάνει το 13-24% στους κλάδους τροφίμων, ποτών, πλαστικών και μη μεταλλικών ορυκτών. Ανάλογα, αλλά μη προσδιορίσιμα ποσοστά εκτιμάται ότι σημειώθηκαν και σε κλάδους των υπηρεσιών. Μάλιστα κατά την περίοδο 1985-1993, οι περισσότερες ξένες επενδύσεις στην Ελλάδα έγιναν μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων. Στην αμέσως επόμενη περίοδο 1994-1999 με την ανάπτυξη του ΧΑΑ, την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, τη γενική βελτίωση των οικονομικών επιδόσεων της οικονομίας, τις ευκαιρίες των μεγάλων έργων, τη διάνοιξη προοπτικών στα Βαλκάνια, καθώς και τη συνεχιζόμενη πολιτική ιδιωτικοποιήσεων, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις πολλαπλασιάστηκαν στην Ελλάδα. (Γεωργακοπούλου, 2002)

Το υφεσιακό διεθνές περιβάλλον μετά το 2000 βρίσκει την ελληνική οικονομία σε μια ιδιαίτερη περίοδο, με χαρακτηριστικά που δεν ταιριάζουν στο

γενικότερο κλίμα. Έχει την τύχη να διατηρεί υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης από τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης, δε μπορεί να πει κανείς ότι διατηρεί ιδιαιτέρως περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, η αγορά της υποστηρίζεται από την ταχεία μείωση του κόστους του χρήματος, έχει στη διάθεσή της αναπτυξιακούς πόρους εκ του τρίτου Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης και επιπλέον, η Ελληνική οικονομία δεν καταπιέζεται από τόσο εμφανείς εισοδηματικές διαφορές καθώς δεν έχει ολοκληρώσει τη διαδικασία υπερσυσσώρευσης, αφού το κράτος παραμένει μεγάλο και οι αγορές είναι μερικώς απελευθερωμένες (Καρακούσης, 2001).

Πιο συγκεκριμένα, ο τραπεζικός κλάδος έχει γνωρίσει την τελευταία εικοσαετία μία σημαντική τάση για εξαγορές και συγχωνεύσεις. Η τάση αυτή είναι εμφανής ιδιαίτερα στις ανεπτυγμένες χώρες, γεγονός που έχει προκαλέσει το ενδιαφέρον της διεθνούς επιστημονικής κοινότητας και των σχετικών ερευνητών.

Οι Ελληνικές τράπεζες αναγνωρίζοντας τις ευκαιρίες για αύξηση των κερδών τους, που παρουσιάζονται στην αγορά των Βαλκανικών χωρών, μετά και την είσοδο κάποιων από αυτές στην Ευρωπαϊκή ένωση, καθώς και τη σταδιακή ένταξη των υπολοίπων φρόντισαν να επεκτείνουν τα μεγέθη τους με εξαγορές τραπεζών σε αυτές τις χώρες. Σημαντικό ρόλο στην απόφαση των Ελληνικών τραπεζών για εξαγορές Βαλκανικών τραπεζών έπαιξε οι επενδύσεις των Ελληνικών επιχειρήσεων στις Βαλκανικές χώρες από τις αρχές τις δεκαετίας του '90. Ένας ακόμη καθοριστικός παράγοντας της επέκτασης των Ελληνικών τραπεζών στα Βαλκάνια ήταν η είσοδος της χώρας στη ζώνη του Ευρώ.

Οι ελληνικές τράπεζες έχουν ωφεληθεί σημαντικά από τις εξαγορές και συγχωνεύσεις (εντός συνόρων και διασυνοριακές), αφού έχουν αυξήσει σημαντικά τόσο τις καταθέσεις τους όσο και το χαρτοφυλάκιο των δανείων τους. Επίσης, αν και σε ορισμένες περιπτώσεις το κόστος εξαγοράς βαλκανικής τράπεζας από ελληνική τράπεζα ήταν σημαντικά υψηλό διαφαίνεται ότι αυτό σταδιακά θα αποσβεσθεί αφού και οι δύο τράπεζες έχουν αρκετά υψηλό δείκτη ROAE (π.χ. Finance Bank από ΕΤΕ και DZI από ΕFG Eurobank).

Το κύμα των διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων στα Βαλκάνια προκάλεσε κάποιους φόβους, κυρίως όσον αφορά τη σταθερότητα του συστήματος, αλλά και την παροχή επαρκών δανειακών κεφαλαίων προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και τους καταναλωτές.

Οι εξελίξεις υποχρεώνουν τις τράπεζες να προβούν σε αναδιάρθρωση της επιχειρηματικής τους δομής και σε επανεξέταση της στρατηγικής τους, με αξιοποίηση των οικονομιών κλίμακας και φάσματος και μείωση του λειτουργικού τους κόστους. Η κυρίαρχη τάση, που υπάρχει, είναι εξαγορές και συγχωνεύσεις για τη δημιουργία μεγάλων χρηματοοικονομικών ομίλων, έτοιμων να ανταγωνισθούν αποτελεσματικά σε διεθνές επίπεδο.

Η διεξαγωγή διασυνοριακών συγκεντρώσεων στην Ελληνική αγορά (20%) παρουσιάζεται αρκετά χαμηλότερη από τον αντίστοιχο Ευρωπαϊκό μέσο όρο (54%), αποτέλεσμα που είναι σύμφωνο με τα στοιχεία των ερευνών που διενεργούνται σε Ευρωπαϊκό επίπεδο. Η συντριπτική πλειοψηφία των διεθνών συγχωνεύσεων αφορά στην εξαγορά Ελληνικών Εταιριών από αλλοδαπές. Στη χαμηλή αυτή παρουσία των διεθνών συγχωνεύσεων, θα πρέπει να συνεκτιμηθεί το σημαντικό ποσοστό που παρουσιάζει η συμμετοχή των ελληνικών εταιριών που ελέγχονται από αλλοδαπά κεφάλαια. Το στοιχείο αυτό εξηγεί εν μέρει το χαμηλό ποσοστό των διεθνών συγχωνεύσεων καθώς παρατηρείται η διεξαγωγή συγχωνευτικής δραστηριότητας από αλλοδαπές εταιρίες που έχουν ήδη εισέλθει στην Ελληνική αγορά μέσω θυγατρικών ή ελεγχόμενων ημεδαπών εταιριών.

Σε σχέση με την κλαδική επεξεργασία, οι κλάδοι που παρουσιάζουν τη σημαντικότερη δραστηριότητα είναι ο τομέας των υπηρεσιών και ιδιαίτερα ο κλάδος των τραπεζικών και χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, ο κλάδος του εμπορίου και της πληροφορικής αλλά και οι κλάδοι των κατασκευών και της βιομηχανίας ποτών, σε αντίθεση με την αντίστοιχη διεθνή δραστηριότητα.

Με το νέο Φορολογικό καθεστώς, όπου επιτρέπεται και ο συμψηφισμός των ζημιών των εξαγοραζόμενων εταιριών, υπάρχει ήδη ένα έντονο ενδιαφέρον ξένων επενδυτών για εξαγορές επιχειρήσεων στην Ελλάδα, όμως σε πολύ χαμηλότερες τιμές, από αυτές που προσμένουν οι Έλληνες επιχειρηματίες. Χρειάζεται όμως μια εντονότερη προώθηση των εταιριών που σχεδιάζουν να συγχωνευθούν ή είναι διαθέσιμες προς εξαγορά.

Τέλος, παρατηρούμε ραγδαία αύξηση ενδιαφέροντος για επενδύσεις στις Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας (ΑΠΕ) στην Ελλάδα από επενδυτές κυρίως από Κίνα, Ιαπωνία, Η.Π.Α. και Ρωσία οι οποίοι απ' ό,τι φαίνεται δεν πτοούνται καθόλου από τον

ήχο των λέξεων «sovereign risk» και ετοιμάζουν ιδιαίτερα εντυπωσιακές κινήσεις στον Ελλαδικό χώρο.

Πιο συγκεκριμένα, η Κρήτη χρειάζεται ένα πρόγραμμα δράσης για την επόμενη δεκαετία με φιλόδοξους στόχους για τη διείσδυση των ΑΠΕ και την εξοικονόμηση ενέργειας. Το θεσμικό πλαίσιο πρέπει να απλοποιηθεί χρησιμοποιώντας τις εμπειρίες των άλλων χωρών για τη δημιουργία βιώσιμης αγοράς των ΑΠΕ με τους αναγκαίους υποστηρικτικούς μηχανισμούς χωρίς στρεβλώσεις και αγκυλώσεις στις εφαρμογές. Η στρατηγική αξιοποίησης των ΑΠΕ μαζί με την εξοικονόμηση ενέργειας θα οδηγήσει σε βιώσιμα ενεργειακά συστήματα και οικολογικό τουρισμό στην Κρήτη με τα αναμενόμενα οφέλη.

Το ενδιαφέρον ξένων επενδυτών για εξαγορά επιχειρήσεων στην Κρήτη στον τομέα των Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας, θα ήταν ιδιαίτερα σημαντικό. Στην πραγματικότητα, ανάλογα με τα κίνητρα της εξαγοράς, η εταιρία επικεντρώνεται σε επιχειρήσεις-στόχους με διαφορετικά χαρακτηριστικά, όπως το μέγεθος, οι συμπληρωματικοί πόροι, οι τοπικοί φορείς διασύνδεσης κ.ά. Η σωστή επιλογή της εταιρίας-στόχου για την εξαγορά, μπορεί να αποφέρει στην αγοράστρια εταιρία ένα ισχυρό τοπικό δίκτυο σχέσεων και περισσότερη ισχύ στην χώρα υποδοχής.

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές θεωρούνται φυσικό και υγιές επακόλουθο της ανάπτυξης της αγοράς, που βοηθά τη μετακίνηση πόρων σε πιο ωφέλιμες χρήσεις, ενώ ταυτόχρονα δημιουργεί πρόσθετη οικονομική αποτελεσματικότητα και ανταγωνιστικότητα της οικονομίας στο διεθνή χώρο. Αυτό που απαιτείται κατά την διαδικασία διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η θέσπιση κατάλληλων ρυθμίσεων ελέγχου και περιορισμού των καταχρήσεων, με σκοπό την ολοκλήρωση αυτών με νόμιμες μεθόδους, αποφέροντας πλεονεκτήματα κερδοφορίας και στην εξαγοράστρια εταιρία και στην εταιρία-στόχο.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα εργασία επιχειρήθηκε μια θεωρητική επισκόπηση του φαινομένου των διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων. Μια εξαγορά ή συγχώνευση για να χαρακτηριστεί πετυχημένη δεν αρκεί να αποτελέσει το άθροισμα των δυο ξεχωριστών αρχικά επιχειρήσεων αλλά θα πρέπει μέσα από την εξαγορά ή συγχώνευση να δημιουργηθεί μια «υπεραξία»<sup>3</sup>, η οποία να ξεπερνάει το απλό άθροισμα των δυο αρχικά ξεχωριστών επιχειρήσεων. Η «υπεραξία» αυτή οφείλεται σε συνέργειες που αναπτύσσονται λόγω της αλληλεπίδρασης των δύο επιχειρήσεων τόσο από οικονομικής όσο και από λειτουργική άποψη. Από οικονομικής πλευράς, δημιουργούνται μέσω των έκτακτων χρηματιστηριακών αποδόσεων των μετοχών των εμπλεκόμενων στην εξαγορά ή συγχώνευση επιχειρήσεων, που οφείλονται στο κλίμα που δημιουργείται στο επενδυτικό κοινό σχετικά με την προοπτική της εξαγοράς ή συγχώνευσης. Συνέργειες μπορούν επίσης να δημιουργηθούν και στις λειτουργικές αποδόσεις των δύο επιχειρήσεων. Σε αυτή την περίπτωση η υπεραξία της εξαγοράς ή συγχώνευσης δημιουργείται μέσα από τη λειτουργία της επιχείρησης. Δηλαδή, για παράδειγμα, η αύξηση του κύκλου εργασιών της αγοράστριας επιχείρησης μπορεί να προκύψει μέσω της πρόσβασής της στα δίκτυα διανομής της επιχείρησης στόχου.

Έτσι, συνάγεται το συμπέρασμα ότι μια εξαγορά ή συγχώνευση θα πρέπει να πραγματοποιείται μόνο αν τα οφέλη είναι περισσότερα από το απλό άθροισμα της παρούσας αξίας των επιχειρήσεων. Πρέπει λοιπόν να υπάρχει λεπτομερής ανάλυση περιουσιακών στοιχείων και δεδομένων της επιχείρησης στόχου αλλά και προσεκτικού υπολογισμού των μελλοντικών επιδράσεων σε όλα τα μεγέθη της επιχείρησης, των εσόδων, των κερδών και του κόστους, αλλά και των μειονεκτημάτων της συνέργειας.

Σύμφωνα με τις έρευνες που έχουν γίνει σχετικά με τις διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις εξετάζονται πολλοί παράγοντες που τις επηρεάζουν. Αρκετές έρευνες δείχνουν το σημαντικό ρόλο που διαδραματίζουν οι

---

<sup>3</sup> Ως υπεραξία, ορίζεται η πραγματική τιμή απόκτησης της εξαγορασθείσας τράπεζας προς την λογιστική αξία.

μακροοικονομικοί παράγοντες της χώρας καταγωγής και υποστηρίζουν την ιδέα ότι οι μακροοικονομικοί παράγοντες της χώρας καταγωγής δημιουργούν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα στα οποία οι επιχειρήσεις επενδύσεων παίρνουν αποφάσεις.

Επίσης, οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές υποκινούνται από την αναζήτηση των εταιριών για καλύτερη διακυβέρνηση. Στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές οι εταιρίες από χώρες με καλή εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να είναι αγοραστές και εταιρίες από χώρες με κακή εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να είναι οι στόχοι.

Ένας άλλος παράγοντας που εξετάζεται στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι κατά πόσο επηρεάζονται οι εταιρίες από τις πολιτισμικές διαφορές των χωρών καταγωγής. Η πολιτισμική απόσταση έχει μια ισχυρή επίδραση στην απόδοση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων από τους έμπειρους διασυνοριακούς αγοραστές. Οι λιγότερο έμπειροι αγοραστές μπορούν να εξακολουθούν να επωφελούνται από πολιτισμικές διαφορές στις διασυνοριακές εξαγορές, αλλά σε πολύ μικρότερο βαθμό. Τα δύο βασικά κίνητρα για τις επιχειρήσεις αναδυόμενων αγορών για την απόκτηση ξένων στόχων είναι η στρατηγική επιδίωξη των πόρων και η γρήγορη είσοδος σε ξένες αγορές.

Παράλληλα, το νομικό και θεσμικό περιβάλλον είναι ένας άλλος καθοριστικός παράγοντας για την εκτίμηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών από τους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρείας. Όσο καλύτερη είναι η οικονομική κατάσταση των χωρών των εταιριών που συμμετέχουν στις συναλλαγές των συγχωνεύσεων και εξαγορών προς τους επενδυτές, τόσο πιο πιθανό είναι η συναλλαγή να γίνει μια διασυνοριακή συμφωνία και κυρίως από αγοραστές που προέρχονται από χώρες με καλύτερους μακροοικονομικούς δείκτες και προστασία των επενδύσεων. Έχει επίσης, εξεταστεί η επίδραση των μεθόδων πληρωμής στο πλαίσιο των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η βιβλιογραφία δείχνει ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά γενικά προτιμούν τα μετρητά να χρηματοδοτούν τις προσφορές. Ωστόσο, οι διασυνοριακές εξαγορές έχουν κάποια ενδιαφέροντα στοιχεία που μπορούν να κάνουν τους συμμετέχοντες στην αγορά να δουν τις μετοχές πιο ευνοϊκά.

Άλλες έρευνες έχουν δείξει ότι στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, η γεωγραφία έχει σημασία. Οι πιθανότητες απόκτησης μιας επιχείρησης σε μια κοντινή χώρα είναι σημαντικά υψηλότερες από τις πιθανότητες απόκτησης μιας

επιχείρησης σε μια χώρα μακριά. Επιπλέον, μεγαλύτερη οικονομική ανάπτυξη και καλύτερη ποιότητα λογιστικής, σχετίζονται με την πιθανότητα η εταιρία να είναι αγοραστής αντί για στόχος.

Τέλος, η διαδικασία της μάθησης πρέπει να αποτελεί καθημερινό φαινόμενο για τις εταιρείες. Η συνεκτική δομή της εταιρείας, η προσαρμογή της στις ανάγκες του περιβάλλοντος, η συνεργασία και ο ανοικτός διάλογος ανάμεσα σε όλους τους εργαζόμενους ανεξαρτήτου διοικητικής ιεραρχίας, οι κοινοί στόχοι, η καινοτομικότητα αλλά και η κουλτούρα η οποία θα συμβάλει στις διαδικασίες μάθησης είναι στοιχεία που βοηθούν μια εταιρεία να μετατραπεί σε μαθησιακό οργανισμό. Οι εργαζόμενοι της επιχείρησης που συνεχώς μαθαίνει, μπορούν να καταξιωθούν και να αισθανθούν ικανοποιημένοι μέσα από την εκπλήρωση των κοινών στόχων ενώ η ίδια η εταιρία είναι περισσότερο αποτελεσματική αφού μπορεί να αναπτύσσεται και να ελίσσεται πιο γρήγορα.

Περίπου το ένα τρίτο των παγκόσμιων συγχωνεύσεων συνδυάζουν επιχειρήσεις από δύο διαφορετικές χώρες. Καθώς οι οικονομίες του κόσμου γίνονται όλο και πιο ενοποιημένες, οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις είναι πιθανό να καταστούν ακόμη πιο σημαντικές στο μέλλον. Ωστόσο, στην ογκώδη βιβλιογραφία σχετικά με τις συγχωνεύσεις, η συντριπτική πλειοψηφία των ερευνών μελετούν εγχώριες συμφωνίες. Η κατανόηση των προτύπων και των κινήτρων για τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις είναι ως εκ τούτου ένα σημαντικό θέμα έρευνας.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

### Ηλεκτρονικές πηγές

1. Cory, J. *The basics of mergers and acquisitions*. Investopedia. (2010)  
<http://i.investopedia.com/inv/pdf/tutorials/ma.pdf>
2. Erel, I., Liao, C. R. & Weisbach S. M. *Determinants of cross-border mergers and acquisitions*. Journal of Finance (2012)  
<http://www.afajof.org/SpringboardWebApp/userfiles/afa/file/Presentation%20Slides/2012/3/8097.pdf>
3. Ghoshal, S. *Global strategy: An organizing framework*. Strategic Management Journal. Vol.8, No.5 (1987)  
<http://business.illinois.edu/aguilera/Teaching/Ghoshal%20%20Global%20Strategy%201987.pdf>
4. Hopkings, H. D., Chaganti, R. & Kotabe, M. *Cross-border mergers and acquisitions: Global and regional perspectives*. Journal of International Management (1999) <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1075425399000149>
5. Sonenshine, R, Reynolds, K. *Determinants of cross-border mergers Premia*. American University: Department of Economy (2012)  
<http://www.american.edu/cas/economics/research/upload/2012-13.pdf>
6. Roberts, A., Wallace, W., Moles, P. *Mergers and acquisitions*. Edinburgh Business School: Heriot-Watt University (2012)  
<https://ebsglobal.net/documents/course-tasters/english/pdf/h17mq-bk-taster.pdf>
7. Shimizu, K., Hitt, A. M., Vaidyanath, D. & Pisano, V. *Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future*. Volume 10. Issue 3. Journal of International Management (2004)  
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1075425304000377>
8. Web Chapter. *Cross-border mergers, acquisitions and valuation*. (2005)  
[http://wps.aw.com/wps/media/objects/5315/5443332/Chapter\\_WEB.pdf](http://wps.aw.com/wps/media/objects/5315/5443332/Chapter_WEB.pdf)

## **Βιβλία**

- 1 Gaughan A. Patrick, 2011. Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings. 5<sup>th</sup> ed. John Wiley & Sons, Inc.
- 2 Sudarsanam, S., 2010. Creating Value from Mergers and Acquisitions. The challenges. 2<sup>nd</sup> ed. Prentice Hall
- 3 Γεωργακοπούλου Βασιλική, 2002. «Εξαγορές και συγχωνεύσεις: Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις», Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα.
- 4 Παπαδάκης Βασίλης, 2002. «Στρατηγική των επιχειρήσεων, Ελληνική και διεθνής εμπειρία», εκδόσεις Μπένος.

## **Άρθρα**

1. Ahammad, M. F., & Glaister, K. W., 2013. The pre-acquisition evaluation of target firms and cross border acquisition performance. *International Business Review*.
2. Boateng, A., Hua, X, Uddin, M. & Du, M., 2013. Home country macroeconomic factors on outward cross-border mergers and acquisitions: Evidence from the UK. *Research in International Business and Finance*.
3. Bris, A., Brisley, N. & Cabolis, Chr., 2008. Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers. *Journal of Corporate Finance*.
4. Changqi, W. & Ningling, X., 2010. Determinants of cross-border merger & acquisition performance of Chinese Enterprises. *Procedia Social and Behavioral Sciences*.
5. Chen, Y. Y. & Young, N. M., 2010. Cross-border mergers and acquisitions by Chinese listed companies: A principal-principal perspective. *School of Business*.
6. Collins, J. D., Holcomb, T. R., Certo, T. S., Hitt, M. A. & Lester, R. H., 2009. Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Business Research*.
7. Dikova D., & Rao Sahib P., 2013. Is cultural distance a bane or a boon for cross-border acquisition performance? *Journal of World Business*.
8. Eduardo, P., 2012. Cross-border diversification through M&As in Latin America. *Journal of Business Research*.
9. Eduardo, P., 2009. Determinants of cross-border M&As in Latin America. *Journal of Business Research*.

10. Isil Erel, Rose C. Liao & Michael S. Weisbach., 2012. Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, The Journal of the American Finance Association.
11. Feito-Ruiz, I. & Menéndez-Requejo, S., 2011. Cross-border mergers and acquisitions in different legal environments. *International Review of Law and Economics*.
12. Georgieva, D., Jandik, T. & Lee, Y. W., 2012. The impact of laws, regulations, and culture on cross-border joint ventures. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*.
13. Kam-Ming W. & Ka-fu W., 2009. Economic impact of political barriers to cross-border acquisitions: An empirical study of CNOOC's unsuccessful takeover of Unocal. *Journal of Corporate Finance*.
14. Kiymaz, H., 2009. The impact of country risk on U.S. firms in large cross-border acquisitions. *Global Finance Journal*.
15. King, G., Ghobadian, A., Hitt, A. M., Weitzel, U. & O;Regan N., 2013. The effects of cross-border and cross-industry mergers and acquisitions on home-region and global multinational enterprises. *British Journal of Management*.
16. Kohli, R. & Mann, J. S. B., 2012. Analyzing determinants of value creation in domestic and cross border acquisitions in India. *International Business Review*.
17. Mantecon, T., 2009. Mitigating risks in cross-border acquisitions. *Journal of Banking & Finance*.
18. Mushfique, U., & Boateng, A., 2011. Explaining the trends in the UK cross-border mergers & acquisitions: An analysis of macro-economic factors. *International Business Review*.
19. Nicholson, R. R., & Salaber, J., 2013. The motives and performance of cross-border acquirers from emerging economies: Comparison between Chinese and Indian firms. *International Business Review*.
20. Owers, E. J., Lin, B-X & Rogers, C. R., 2008. Cross-border mergers and acquisitions using ADRs as consideration. *International Review of Economics and Finance*.
21. PengCheng, Z., 2011. Persistent performance and interaction effects in sequential cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Multinational Financial Management*.

22. Reus. H. T., 2012. Culture's consequences for emotional attending during cross-border acquisition implementation. *Journal of World Business*.
23. Rossi, S. & Volpin, P., 2007. The governance motive in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*.
24. Shantanu, D., Samir, S., & PengCheng Z., 2012. Does payment method matter in cross-border acquisitions? *International Review of Economics and Finance*.
25. Sun, Li. S., Peng, W. M., Ren, B. & Yan, D., 2011. A comparative ownership advantage framework for cross-border M&As: The rise of Chinese and Indian MNEs. *Journal of World Business*.
26. Yang, M. & Hyland, M., 2012. Similarity in Cross-border mergers and acquisitions: Imitation, uncertainty and experience among Chinese firms, 1985-2006. *Journal of International Management for School Business*.