

Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ
Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΜΣ Λογιστική και Ελεγκτική



Διπλωματική εργασία που υποβλήθηκε
στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής
του Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ, ως μέρος των απαιτήσεων για την για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική
από τον: **κ. Νικολιάκη Ευτύχη ΑΜ: 78**

**«Η Συμβολή των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην ανάπτυξη των
επιχειρήσεων».**

“The effects of Mergers and Acquisitions on Business Growth”

Ηράκλειο, 2014

Σελίδα δήλωσης αυθεντικότητας, ζητήματα copyright

«Ο μεταπτυχιακός φοιτητής που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη 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.λπ.), 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».

Σελίδα Τριμελούς Εξεταστικής Επιτροπής

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

- Αρβανίτης Σταύρος, Επίκουρος Καθηγητής (Επιβλέπων)
- Σταματόπουλος Θεόδωρος, Αναπληρωτής Καθηγητής (Μέλος)
- Σώρρος Ιωάννης, Αναπληρωτής Καθηγητής (Μέλος)

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

Ευχαριστίες

Με την ολοκλήρωση της μεταπτυχιακής μου εργασίας, αισθάνομαι την ανάγκη να αναφέρω και να ευχαριστήσω όλους όσους συνέβαλαν στην εκπόνησή της.

Θα ήθελα αρχικά να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα της διπλωματικής μου εργασίας κ. Αρβανίτη Σταύρο, Επίκουρο Καθηγητή στο ΤΕΙ Κρήτης, για την πολύτιμη βοήθειά του καθ' όλη τη διάρκεια της συνεργασίας μας. Η ουσιαστική του καθοδήγηση, οι παρατηρήσεις και οι επισημάνσεις του συνέβαλαν στο σχεδιασμό και την ολοκλήρωση της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Επιπλέον, θα ήθελα να ευχαριστήσω και τα υπόλοιπα μέλη της επιτροπής, τον κ. Σταματόπουλο Θεόδωρο, Αναπληρωτή καθηγητή στο ΤΕΙ Κρήτης και πρόεδρο του ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική» και τον κ. Ιωάννη Σώρρο, Αναπληρωτή Καθηγητή Πανεπιστημίου Πειραιά για τη συμμετοχή τους και την αξιολόγηση της παρούσας εργασίας.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια και τους φίλους μου για την αμέριστη συμπαράσταση και την βοήθειά τους κατά την διάρκεια όλης αυτής της προσπάθειας.

Περιεχόμενα

<i>Abstract</i>	
<i>Περίληψη</i>	
<i>Εισαγωγή</i>	1
<i>1. Ανάπτυξη των επιχειρήσεων (Business Growth)</i>	3
<i>2. Εξαγορές και Συγχωνεύσεις (Mergers and Acquisitions)</i>	10
2.1 Μορφές Ε&Σ	11
2.2 Τα κύματα των Ε&Σ	14
2.3 Ε&Σ η Ελληνική εμπειρία	19
2.4 Θεσμικό Πλαίσιο για τις Ε&Σ στην Ελλάδα	20
2.5 Λόγοι πραγματοποίησης Ε&Σ	26
2.6 Στάδια υλοποίησης μιας Ε&Σ.....	30
2.7 Τρόποι χρηματοδότησης των Ε&Σ	31
2.8 Λόγοι αποτυχίας των Ε&Σ	33
2.9 Παράγοντες επιτυχίας των Ε&Σ	34
<i>3. Βιβλιογραφική Ανασκόπηση</i>	40
<i>4. Μεθοδολογία</i>	59
4.1 Δεδομένα	59
4.2 Περιγραφική Στατιστική.....	60
4.3 Μεθοδολογία	67
4.4 Αποτελέσματα.....	72
<i>Συμπεράσματα</i>	78
<i>Βιβλιογραφία</i>	80

Ευρετήριο Πινάκων

Πίνακας 1: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση	40
Πίνακας 2: Περιγραφή μεταβλητών υποδείγματος.....	59
Πίνακας 4: Συσχέτιση μεταβλητών κατά Pearson.....	63
Πίνακας 5: Έλεγχος πολυσυγγραμμικότητας	66
Πίνακας 6: Εκτιμήσεις υποδειγμάτων με την εφικτή γενικευμένη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (FGLS with Panels heteroskedastic and common (AR1).....	74
Πίνακας 7: Δυναμική εκτίμηση υποδειγμάτων (Last-squares dummy variable estimator/LSDV).....	76

Abstract

Purpose: The purpose of this study is to investigate empirically the effects of Mergers and Acquisitions (M&As) on firms' growth. In particular, this research examines whether M&As affect the size of the firms which have taken part in M&As activity in Greece.

Design/methodology/approach: Using financial data from 2003-2012, this study examined the post – M&As firm growth. The data was collected from the Thomson One database (Thomson Reuters) and related to 135 Greek listed companies (1029 observations) at the Athens Stock Exchange, which were engaged in M&A transaction during this period. Therefore, a panel data model was applied and estimated with FGLS estimator (feasible generalized least squares). In addition models were estimated by Least - Squares Dummy Variable (LSDV) estimator for unbalanced panels.

Findings: In accordance with a previous study (K.Park and S.Jang, 2010), we found that a firm experienced positive sales growth in the year of the M&As as well as in the couple of years to follow. The effects of M&As on firm growth disappeared during or after the third year since the transaction time. Finally the Retained Earnings to Total Assets ratio is positively associated with M&As.

Originality/Value: This is the first study in Greece to focus on the effect of mergers and acquisitions on the firms' growth which investigates so large a sample of firms in such a long period.

Research limitations/implications: We used sales growth as a measure of firm growth, thus further research can be conducted for the investigation of other firm performance or cost reduction. In addition a number of firms were excluded due to lack of data related to M&As activity.

Keywords: Growth strategy, Mergers and Acquisitions, Firm growth, Greek listed companies

Περίληψη

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να ερευνήσει εμπειρικά τις επιδράσεις των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων (Ε&Σ) στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα εξετάζεται κατά πόσο οι Ε&Σ επηρεάζουν το μέγεθος των επιχειρήσεων, οι οποίες ενεπλάκησαν σε Ε&Σ στην Ελλάδα. Για το σκοπό αυτό χρησιμοποιήσαμε οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων κατά την περίοδο 2003 έως 2012. Τα στοιχεία συλλέχθηκαν από τη βάση δεδομένων Thomson One της Thomson Reuters και αφορούν σε 135 ελληνικές επιχειρήσεις (1029 παρατηρήσεις) εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Με τον τρόπο αυτό, δημιουργήσαμε ένα σύνολο δεδομένων με τη μορφή panel, το οποίο εκτιμήθηκε με την Μέθοδο Εφικτών Γενικευμένων Τετραγώνων (FGLS) και με τον Δυναμικό εκτιμητή Least – Squares Dummy Variable Regression Model – LSDV για μη ισορροπημένα δεδομένα με την μορφή panel. Τα αποτελέσματα της παρούσας ερευνάς δείχνουν ότι οι περισσότερες εταιρίες, για δυο χρόνια μετά την Ε&Σ, παρουσίασαν αύξηση των πωλήσεων. Ωστόσο, οι επιπτώσεις των Ε&Σ στην ανάπτυξη των πωλήσεων σταμάτησαν να παρατηρούνται κατά τη διάρκεια ή μετά το τρίτο έτος. Κατά συνέπεια, οι Ε&Σ δεν αποτελούν μια αποτελεσματική μέθοδο για την επίτευξη συνεχούς και μακροπρόθεσμης ανάπτυξης από τις επιχειρήσεις του ελληνικού χρηματιστηρίου. Επίσης διαπιστώθηκε ότι οι επιχειρήσεις προτιμούν την εσωτερική χρηματοδότηση, παρά την άντληση κεφαλαίων από εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης.

Λέξεις κλειδιά: Στρατηγικές Ανάπτυξης, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις, Ανάπτυξη των Επιχειρήσεων, ελληνικές Επιχειρήσεις

Εισαγωγή

Κύριο χαρακτηριστικό του αιώνα που διανύουμε, πριν το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης, ήταν η ραγδαία ανάπτυξη σε όλες σχεδόν τις γωνιές του πλανήτη. Οι παράγοντες που συνετέλεσαν σε αυτή την ραγδαία ανάπτυξη ήταν η παγκοσμιοποίηση, η συνεχώς μεγαλύτερη διεθνοποίηση των εγχώριων οικονομιών και κυρίως η θεαματική εξάπλωση της τεχνολογίας των πληροφοριών. Έτσι αναπόφευκτα ο κόσμος έγινε ένα μεγάλο «χωριό», μετατρέποντας σε άκρως ανταγωνιστικό το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις, στενεύοντας παράλληλα το περιθώριο ανεύρεσης ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και κατ' επέκταση τη δυνατότητα επίτευξης μεγαλύτερων κερδών. Η οικονομική κρίση όμως που ξέσπασε τα τελευταία χρόνια άλλαξε τις αγοραστικές συνήθειες, αφήνοντας στην άκρη τις παραδοσιακές στρατηγικές του μάρκετινγκ και της συμπεριφοράς του καταναλωτή και μετατρέποντας την τιμή ως τον κρίσιμότερο παράγοντα για την επιλογή του. Με αυτό το δεδομένο, η ανάπτυξη αρχίζει να γίνεται επιτακτική ανάγκη για τις επιχειρήσεις, λόγω του ότι μπορεί να μειώσει τα λειτουργικά κόστη. Η ανάπτυξη αυτή είναι δυνατόν να προέλθει είτε από εσωτερικές διαδικασίες, είτε από πιο επιθετικές στρατηγικές, μέσω εξαγορών ή/και συγχωνεύσεων.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξεταστούν οι επιδράσεις των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων (Ε&Σ) στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Ειδικότερα η δομή της εργασίας έχει ως εξής: στο πρώτο μέρος προσεγγίζεται η έννοια της ανάπτυξης των επιχειρήσεων και παρουσιάζονται κάποιες στρατηγικές προκειμένου να επιτευχθεί αυτή. Στη συνέχεια γίνεται μια αναφορά σε βασικές έννοιες των συγχωνεύσεων και εξαγορών, όπως τα είδη και τα κίνητρα που οδηγούν τις διοικήσεις των επιχειρήσεων σε αυτή την επιλογή. Παρουσιάζεται επίσης ιστορικά το φαινόμενο των Ε&Σ, η ελληνική εμπειρία σχετικά με τις Ε&Σ, από πού αντλούνται τα κεφάλαια προκειμένου να ολοκληρωθεί μια Ε&Σ, ποιοι είναι οι κρίσιμοι παράγοντες ώστε μια συμφωνία για Ε&Σ να στεφθεί με επιτυχία και ποιοι είναι οι λόγοι για τους οποίους μπορεί να αποτύχει αυτή η διαδικασία.

Στο δεύτερο μέρος παρουσιάζεται η προσέγγιση του θέματος από την διεθνή βιβλιογραφία και τέλος, στο τρίτο μέρος, γίνεται η ανάλυση δείγματος 135 ελληνικών επιχειρήσεων εισηγμένων στο χρηματιστήριο αξιών με εμπλοκή σε εξαγορές και συγχωνεύσεις. Τα αποτελέσματα της παρούσας ερευνάς δείχνουν ότι οι περισσότερες εταιρίες, για δυο χρόνια μετά την Ε&Σ, παρουσίασαν αύξηση των πωλήσεων. Ωστόσο, οι επιπτώσεις των Ε&Σ στην ανάπτυξη των πωλήσεων σταμάτησαν να παρατηρούνται κατά τη διάρκεια ή μετά το τρίτο έτος. Κατά συνέπεια, οι Ε&Σ δεν αποτελούν αποτελεσματική μέθοδο προκειμένου να επιτευχθεί συνεχής και μακροπρόθεσμη ανάπτυξη για τις επιχειρήσεις του ελληνικού χρηματιστηρίου. Επίσης διαπιστώθηκε ότι οι επιχειρήσεις προτιμούν εσωτερική χρηματοδότηση, παρά την άντληση κεφαλαίων από εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης, διότι το κόστος των εσωτερικών πόρων είναι φθηνότερη επιλογή.

1. Ανάπτυξη των επιχειρήσεων (Business Growth)

Ένας από τους βασικότερους στόχους των περισσότερων επιχειρήσεων είναι η ανάπτυξη τους. Οι επιχειρήσεις αναπτύσσονται για διάφορους λόγους και πολλές είναι οι περιπτώσεις όπου οι στόχοι τους επιβάλλονται από τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά. Η έννοια της ανάπτυξης είναι συνδεδεμένη με θετικές προκλήσεις και ανταμοιβές. Η ανάπτυξη των επιχειρήσεων αντιμετωπίζεται από την διεθνή βιβλιογραφία από δύο σκοπιές. Μια πρώτη προσέγγιση εξετάζει την ανάπτυξη με ποσοτικά κριτήρια. Πιο συγκεκριμένα, λαμβάνονται υπόψη παράμετροι όπως η αύξηση του όγκου παραγωγής, η αύξηση των εσόδων από πωλήσεις, η διαφοροποίηση του προϊόντος, οι ποσότητες παραγωγικών συντελεστών που χρησιμοποιούνται (π.χ. αριθμός εργαζομένων, κεφάλαια κτλ) και το ύψος των στοιχείων του Ενεργητικού. Από την άλλη όμως, η έννοια της ανάπτυξης μπορεί να εξεταστεί και ως ανάπτυξη της ποιότητας ως φιλοσοφία μέσα σε μία επιχείρηση. Είναι σαφώς πιο δύσκολο να μετρηθούν μη αριθμητικά χαρακτηριστικά που σχετίζονται με την ποιότητα, αλλά είναι πλέον αποδεκτό ότι μια επιχείρηση που υιοθετεί την ιδέα της βελτίωσης της ποιότητας ως φιλοσοφία της, μπορεί να επιτύχει τα ίδια αποτελέσματα με την ποσοτική ανάπτυξη. Μια επιχείρηση που στοχεύει στην ανάπτυξη μπορεί να την επιτύχει με διάφορους τρόπους (Weinzimmer, et. al 1998).

Τρεις είναι σύμφωνα με τους Child & Kieser (1981) οι πιθανές αιτίες για το πώς οι επιχειρήσεις οδηγούνται στην ανάπτυξη. Η πρώτη και πιο απλή εξήγηση είναι ότι η ανάπτυξη μπορεί να προκύψει ως ένα υποπροϊόν των άλλων στρατηγικών. Το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις εκπληρώνουν με επιτυχία το σκοπό της λειτουργίας τους, ενισχύει τις όποιες προοπτικές για ανάπτυξη υπάρχουν. Δεύτερον, η ανάπτυξη συχνά ζητείται άμεσα από τις επιχειρήσεις, διότι διευκολύνει την εσωτερική διαχείρισή τους. Τα πλεονάσματα επιχειρησιακών πόρων που προκύπτουν εξαιτίας της διαδικασίας της ανάπτυξης, κάνουν ευκολότερη τη τήρηση των δεσμεύσεων και την προσήλωση στους εταιρικούς στόχους. Επιπλέον, η ανάπτυξη δίνει ευκαιρίες για την προώθηση των στελεχών και τη δυνατότητα να ικανοποιηθούν οι ανάγκες τους για υψηλότερους μισθούς και κύρος. Τρίτον, η ανάπτυξη επιτρέπει σε έναν οργανισμό να μετριάσει την εξάρτησή του από το περιβάλλον του, μειώνοντας είτε την

αβεβαιότητα, είτε τον εξωτερικό έλεγχο. Ερευνητικές μελέτες έχουν δείξει ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις τείνουν να έχουν πιο συνεπή, σταθερή απόδοση. Επίσης η επιλογή για ανάπτυξη μπορεί να είναι αποτέλεσμα της προσπάθειας της επιχείρησης για μεγαλύτερη διασπορά του κινδύνου, που ελλοχεύει στις επιχειρησιακές δραστηριότητες, μεταξύ διαφορετικών γραμμών παραγωγής ή ακόμα και διαφορετικών κλάδων δραστηριότητας.

Δυο είναι οι κυρίες κατηγορίες ανάπτυξης μιας επιχείρησης, οργανική (εκ των έσω) και μη οργανική (εξωτερική). Η ανάπτυξη που γίνεται «οργανικά», αφορά στην επέκταση των υπαρχόντων δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Συνήθως οι επιχειρήσεις, οι οποίες ακολουθούν στρατηγικές ανάπτυξης εσωτερικά χρησιμοποιούν δικούς τους πόρους. Η χρηματοδότηση της διαδικασίας γίνεται με πολλούς τρόπους, μέσω δανεισμού, αυτοχρηματοδότησης ή αναζήτησης άλλων πηγών κεφαλαίου. Στην άλλη περίπτωση, όπου μια επιχείρηση αναπτύσσεται με μη οργανικό τρόπο, εκμεταλλεύεται τους πόρους μιας άλλης επιχείρησης. Κυρίως ακολουθώντας στρατηγικές Συγχωνεύσεων ή Εξαγορών (θα αναλυθεί περαιτέρω, κεφ. 2). Τέτοιες διαδικασίες λαμβάνουν χώρα τόσο εγχώρια, όσο και σε διεθνές επίπεδο, προκειμένου η επιχείρηση να αποκτήσει πρόσβαση σε πόρους εντός και εκτός της άλλης επιχείρησης (Akgöbek, 2012).

Υπάρχουν τουλάχιστον τέσσερις διαφορετικοί τρόποι για την οργανωτική ανάπτυξη, δύο στρατηγικοί και δύο επιχειρησιακοί. Ο πρώτος είναι η επέκταση της επιχείρησης στον κλάδο που ήδη δραστηριοποιείται. Το γεγονός ότι στους περισσότερους κλάδους παρατηρείται η τάση για συγκέντρωση όλο και μεγαλύτερης δύναμης από τις επιχειρήσεις, φανερώνει ότι υπάρχουν τάσεις από πολλές, προς μονοπωλιακές βιομηχανικές μονάδες. Εναλλακτικά η ανάπτυξη προκύπτει λόγω της διαφοροποίησης σε νέους τομείς. Η διαφοροποίηση είναι μια πολύ γνωστή επιχειρηματική στρατηγική για την διασπορά, ή για την αύξηση της πολιτικής στήριξης μεταξύ των κυβερνητικών οργανισμών (Peabody και Rourke, 1965). Η επιθετική διαφοροποίηση ήταν χαρακτηριστική πολιτική των μεγάλων επιχειρήσεων και εμφανίζεται σε μία ποικιλία μορφών, συμπεριλαμβανομένων της ανάπτυξης νέων προϊόντων και υπηρεσιών, της καθετοποίησης, συγκεντρωτικής διαφοροποίησης, όπου στόχος είναι οι ήδη υπάρχοντες πελάτες να συνεχίζουν να αγοράζουν τα παλιά

αλλά να επιλέγουν και τα καινούρια προϊόντα της επιχείρησης και τέλος της διαφοροποίησης επιχειρήσεων ετερογενών δραστηριοτήτων. Τρίτο μέσο για ανάπτυξη είναι η τεχνολογία. Ιστορικά έχει παρατηρηθεί ότι από την βιομηχανική επανάσταση και έπειτα πολλές είναι οι επιχειρήσεις και οι μη κερδοσκοπικοί οργανισμοί που αναπτύχθηκαν υιοθετώντας τις νέες τεχνολογικές ανακαλύψεις. Τέλος, η ανάπτυξη επιτυγχάνεται μέσα από τη βελτίωση των διοικητικών τεχνικών.

Αναφέρθηκε και παραπάνω, ότι μία από τις πρώτες εξηγήσεις για την επιχειρησιακή ανάπτυξη ήταν ότι προώθησε την αξιοποίηση του διευθυντικού ταλέντου (Penrose, 1952). Έτσι είναι αναμενόμενο η αύξηση της αποτελεσματικότητας των διαδικασιών του μανάτζμεντ να δίνει ώθηση για περαιτέρω ανάπτυξη. Πάλι όμως, είναι δύσκολο να διαχωρίσει κανείς ποια είναι η γενεσιουργός αιτία και ποιο το αποτέλεσμα, αν και υπάρχουν πολλές απόψεις στη βιβλιογραφία που υποστηρίζουν ότι η βελτίωση του μανάτζμεντ ενισχύει την οργανωτική ανάπτυξη. Σε αυτό το σημείο, θα ήταν χρήσιμο να εντοπίσουμε τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των δύο αυτών επιλογών ανάπτυξης που έχει μια επιχείρηση. Με μια πρώτη ματιά, η επιλογή των Ε&Σ φαίνεται να δίνει περισσότερα πλεονεκτήματα.

Αρχικά η ανάπτυξη μέσω εσωτερικών διαδικασιών είναι πιο χρονοβόρα. Ενώ τα προσδοκώμενα αποτελέσματα από μια Ε&Σ είναι ορατά γρηγορότερα. Επίσης η επιλογή των Ε&Σ επιτρέπει στην επιχείρηση να αποφύγει το ρίσκο της επένδυσης, δίνοντάς της παράλληλα την ευκαιρία εισόδου σε νέες αγορές και διαφοροποίησης των προϊόντων της, χρησιμοποιώντας τους πόρους της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Ενώ τέλος η στρατηγική των εξαγορών δίνει την δυνατότητα μετατροπής της αγοράς σε ολιγοπώλιο ή ακόμα και μονοπώλιο. Παρόλα αυτά, εκεί όπου εντοπίζεται το πιο σημαντικό πλεονέκτημα των Ε&Σ έγκειται και ένα από τα μειονεκτήματα τους. Εξαγοράζοντας μια ήδη υπάρχουσα επιχείρηση δεν είναι σίγουρο ότι θα αποκτηθεί αυτό ακριβώς που επιθυμούσε η διοίκηση που πήρε αυτή την απόφαση. Ενώ αν είχε επενδύσει φτιάχνοντας κάτι από την αρχή, θα το είχε σχεδιάσει και υλοποιήσει με τον τρόπο ακριβώς που επιθυμούσε. Επιπλέον ένα άλλο μειονέκτημα της μη οργανικής ανάπτυξης είναι ότι, εξαγοράζοντας ή απορροφώντας μια ήδη υπάρχουσα επιχείρηση, εκτός από τα καλά, η εξαγοράζουσα εταιρία επωμίζεται και τα προβλήματα της άλλης εταιρίας που την οδήγησαν στην εξαγορά. Τέλος ακόμα και αν δεν υπάρχουν τέτοιου

είδους προβλήματα, είναι πιθανό να προκύψουν δυσκολίες στην ολοκλήρωση της διαδικασίας για την πλήρη ενσωμάτωση της νέας επιχείρησης στην ήδη υπάρχουσα επιχειρησιακή δομή της εξαγοράζουσας εταιρίας. Βασιζόμενοι στα παραπάνω είναι πολύ δύσκολο να προτείνουμε τη μία ή την άλλη μέθοδο αφού τα πλεονεκτήματα της μιας ή της άλλης διαφέρουν κατά περίπτωση (Weinzimmer, et. al 1998).

1.1 Στρατηγικές Ανάπτυξης των επιχειρήσεων

Οι στρατηγικές μιας επιχείρησης είναι πολλές, ωστόσο οι ευρύτερα αποδεκτές είναι εκείνες που έχουν σχεδιαστεί προκειμένου να πετύχουν τους αναπτυξιακούς στόχους της. Η λογική γύρω από τις στρατηγικές αυτές είναι ότι το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις είναι ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον, στο οποίο πρέπει να προσαρμόζονται και να αναπτύσσονται προκειμένου να επιβιώσουν. Οι βασικές κατηγορίες ανάπτυξης σύμφωνα με τον Παπαδάκη (2007) είναι οι παρακάτω:

- Κάθετη ολοκλήρωση

Η κάθετη ολοκλήρωση περιλαμβάνει τις ενέργειες που κάνει μια επιχείρηση προκειμένου να αποκτήσει παρουσία είτε προς τα μπροστά (διανομείς) είτε προς τα πίσω (προμηθευτές) στην Εφοδιαστική Αλυσίδα της. Η απόκτηση παρουσίας είναι δυνατόν να προκύψει με δυο τρόπους, είτε με τις δικές της δυνάμεις δημιουργώντας μια άλλη επιχείρηση που θα αναλάβει τη διανομή των προϊόντων ή την προμήθεια των πρώτων υλών, είτε εξαγοράζοντας μια ήδη υπάρχουσα. Η εφαρμογή της επιλογής για κάθετη ολοκλήρωση είναι αποτέλεσμα προσπαθειών που κάνει η επιχείρηση ώστε να εδραιώσει την ανταγωνιστική της θέση στον κύριο τομέα δραστηριοτήτων της. Οι λόγοι που οδηγούν σε μια τέτοια επιλογή είναι: 1. η προστασία των ποιοτικών χαρακτηριστικών του προϊόντος, 2. το υψηλό κόστος λόγω της ύπαρξης προμηθευτών ή διανομέων, 3. η επένδυση σε πολύ εξειδικευμένους πόρους που θα δώσει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, 4. χτίσιμο εμποδίων εισόδου στην αγορά και 5. πλεονεκτήματα σταθερής παραγωγής.

- Οριζόντια ολοκλήρωση

Υιοθετώντας μια τέτοιου είδους στρατηγική, η επιχείρηση προσπαθεί να αναπτυχθεί είτε εξαγοράζοντας μια ήδη υπάρχουσα, είτε δημιουργώντας νέες επιχειρήσεις που λειτουργούν στο ίδιο στάδιο της εφοδιαστικής αλυσίδας. Η οριζόντια ολοκλήρωση έχει σαν στόχο την εξάλειψη του ανταγωνισμού ή την δημιουργία μονοπωλιακών δομών. Οι επιχειρήσεις επιλέγουν αυτή την στρατηγική για να αποκτήσουν τον έλεγχο ανταγωνιστών που αντιμετωπίζουν προβλήματα, όταν τα στελέχη τους διαβλέπουν ότι με το διοικητικό τους ταλέντο και τα καλύτερα συστήματα που διαθέτουν μπορούν να αντιστρέψουν την κατάσταση.

- Διαφοροποίηση δραστηριοτήτων

Η στρατηγική αυτή προσφέρει τη δυνατότητα δύο επιλογών, της συσχετισμένης και της ασυσχέτιστης διαφοροποίησης. Όταν οι δραστηριότητες με τις οποίες ασχολείται μια επιχείρηση συνδέονται μεταξύ τους, εφαρμόζει στρατηγική συσχετισμένης διαφοροποίησης. Τα οφέλη που αποκομίζουν οι επιχειρήσεις είναι η δημιουργία αξίας μέσω μεταφοράς ικανοτήτων μεταξύ των διαφορετικών δραστηριοτήτων, η εκμετάλλευση οικονομιών εύρους και η ενδυνάμωση της θέσης τους στην αγορά. Αντίθετα όταν οι δραστηριότητες της επιχείρησης δεν συνδέονται μεταξύ τους, αυτή εφαρμόζει στρατηγική ασυσχέτιστης διαφοροποίησης. Σε μια τέτοια επιλογή μπορεί να οδηγήσει η αβεβαιότητα για την μελλοντική εξέλιξη ενός κλάδου. Πολλές φορές οι λόγοι είναι, η διασπορά κινδύνου, η συσσώρευση κεφαλαίου το οποίο οι επιχειρήσεις δεν μπορούν να επενδύσουν στον κλάδο τους και η υπέρμετρη φιλοδοξία κάποιων στελεχών για τη δημιουργία «αυτοκρατοριών».

- Συγκέντρωση - Διείδυση Αγοράς

Όταν μια επιχείρηση επιλέξει την συγκεκριμένη στρατηγική αποφασίζει να διαθέσει τους πόρους της για πιο επικερδή ανάπτυξη ενός προϊόντος, μεγαλύτερη διείδυση σε μια αγορά ή αποτελεσματικότερη ανάπτυξης μιας τεχνολογίας. Αυτό μπορεί να συμβεί με την αύξηση της χρήσης από τους ήδη πελάτες, με την

προσέλκυση πελατών από τους ανταγωνιστές και τέλος με την δημιουργία νέων πελατών που δεν χρησιμοποιούσαν πριν το προϊόν ή κάποιο ανταγωνιστικό.

- Ανάπτυξη προϊόντων

Η στρατηγική αυτή επιδιώκει την ανάπτυξη νέων προϊόντων, τα οποία θα διατεθούν στις υπάρχουσες αγορές ή στην σημαντική τροποποίηση των ήδη υπάρχοντων προϊόντων. Υλοποιείται δε με την ανάπτυξη νέων χαρακτηριστικών του προϊόντος, την ανάπτυξη ποιοτικών χαρακτηριστικών και την διάθεση μεγεθών ή μοντέλων.

- Ανάπτυξη αγοράς

Με αυτή τη στρατηγική η επιχείρηση έχει σαν στόχο την διεύρυνση σε νέες αγορές με το ήδη υπάρχον προϊόν. Κάτι τέτοιο επιτυγχάνεται με την επιλογή νέων αγορών γεωγραφικά, με την διαφοροποίηση στην επιλογή της αγοράς στόχου κατά την τμηματοποίηση της αγοράς και με την είσοδο σε νέα κανάλια διανομής

1.2 Διοικητικές Στρατηγικές γρήγορης ανάπτυξης των επιχειρήσεων

Σε πολλούς κλάδους της επιχειρηματικής δραστηριότητας, ειδικότερα σε εκείνους που χαρακτηρίζονται από την υιοθέτηση υψηλής τεχνολογίας, οι επιχειρήσεις καλούνται να πάρουν σημαντικές αποφάσεις αναφορικά με την γρήγορη ανάπτυξη που βιώνουν και τους τρόπους με τους οποίους θα την διαχειριστούν. Τα στελέχη των επιχειρήσεων αυτών καλούνται να σχεδιάσουν στρατηγικές συστηματικής ανάπτυξης πωλήσεων για μακροχρόνιο ορίζοντα. Ο von Krogh (2001) μελέτησε επιχειρήσεις που διαχειρίστηκαν τέτοιες καταστάσεις και διαπίστωσε τις παρακάτω στρατηγικές για γρήγορη ανάπτυξη:

- α) Η στρατηγική της κλιμάκωσης (scaling). Προϋπόθεση αποτελεί η επιχείρηση να μαθαίνει και να εξοικειώνεται με τις έννοιες της μαζικής παραγωγής αλλά και των νέων μεθόδων και τεχνικών παραγωγής. Χαρακτηριστικά της στρατηγικής αυτής είναι η επιθετική επένδυση, η εξειδίκευση και τυποποίηση, η σωστή επιλογή του ανθρώπινου παράγοντα και η επιδίωξη της όσο το δυνατόν ταχύτερης πρόσβασης σε πληροφορίες από τις γνώμες των πελατών. Η στρατηγική κλιμάκωσης

ενδείκνυται σε περιπτώσεις όπου: Η αγορά θεωρείται μεγάλη για την ανάπτυξη μιας εξειδικευμένης γραμμής προϊόντος, όταν το προϊόν δημιουργεί κατά την άποψη των καταναλωτών μοναδική αξία και τέλος αν υπάρχει η δυνατότητα διανομής του προϊόντος σε ευρεία κλίμακα με χαμηλό κόστος.

β) Η στρατηγική της αντιγραφής, αναφέρεται στην αντιγραφή - εκ νέου εφαρμογή του επιχειρηματικού μοντέλου σε νέες περιοχές. Η στρατηγική αυτή χαρακτηρίζεται από την εξισορρόπηση εξειδίκευσης και προσαρμογής, την προσέλκυση ανεξάρτητων διευθυντικών στελεχών, την αναπαραγωγή τμημάτων-κλειδιών της υποδομής και την αναπαραγωγή της επιχειρηματικής γνώσης. Η επιλογή αυτής της στρατηγικής θεωρείται σωστή σε περιπτώσεις που η φυσική παρουσία θεωρείται απαραίτητη για την άσκηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας και η επιχείρηση μπορεί να επαναλάβει την εφαρμογή του μοντέλου της σε άλλες γεωγραφικές περιοχές. Επίσης όταν τα κανάλια διανομής δεν είναι επαρκώς αναπτυγμένα ή αν η επιχείρηση είναι σε θέση να δημιουργήσει ένα σύνολο τοπικών διανομέων που θα ήταν δύσκολο να μιμηθεί από τον ανταγωνισμό λόγω του υψηλού κόστους. Τέλος, όταν η επιχείρηση μπορεί εύκολα να ενσωματώσει τις εμπειρίες της στις διαδικασίες ανάπτυξης νέων προϊόντων, παραγωγής και μάρκετινγκ. Οι εξειδικευμένες πληροφορίες για τοπικούς πελάτες και τις νέες τάσεις που επικρατούν στις ξένες αγορές δίνουν τη δυνατότητα για καλύτερη τμηματοποίηση της αγοράς και την εφαρμογή πιο στοχευμένων στρατηγικών μάρκετινγκ.

γ) Η στρατηγική της κοκκίδωσης (business cells) διαπραγματεύεται την ανάπτυξη επιλεγμένων κυψελίδων της δραστηριότητας της επιχείρησης. Περιλαμβάνει την παρακολούθηση και επιλεκτική αξιολόγηση των νέων ευκαιριών κι επίσης την αξιοποίηση της γνώσης που προέρχεται από τους πελάτες, συνεταιίρους και ανταγωνιστές. Η συγκεκριμένη στρατηγική θεωρείται η καταλληλότερη, όταν οι δύο προηγούμενες εμφανίζουν περιορισμούς κατά την εφαρμογή τους. Όταν για παράδειγμα δεν υπάρχουν άλλες νέες αγορές για να επεκταθεί η επιχείρηση, οι προτιμήσεις των καταναλωτών αλλάζουν και ο ανταγωνισμός αυξάνεται καθιστώντας το κόστος της περαιτέρω ανάπτυξης απαγορευτικό. Ακόμα, αν η επιχείρηση είναι στα τελευταία στάδια της φάσης της ωρίμανσης και κατά

συνέπεια δεν είναι σε θέση να προσαρμόζεται στις νέες τάσεις του επιχειρηματικού χώρου, να μοιράζει εσωτερικά τη γνώση και να παρακολουθεί τις νέες αγορές και τα σενάρια του ανταγωνισμού.

2. Εξαγορές και Συγχωνεύσεις (Mergers and Acquisitions)

Οι Ε&Σ αποτελούν μια από τις σημαντικότερες επιλογές για την αναδιάρθρωση των εταιριών, προκειμένου αυτές να αντεπεξέλθουν στον αυξανόμενο ανταγωνισμό και να επιβιώσουν στο σύγχρονο παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον. Οι συμφωνίες αυτές λόγω των τεράστιων χρηματικών ροών που διακινούνται και των γενικότερων αλλαγών που επιφέρουν στη δομή της οικονομίας, βρίσκονται στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος. Οι εξαγορές αφορούν συναλλαγές όπου μια εταιρία (εξαγοράζουσα) αποκτά το σύνολο ή πλειοψηφικό μέρος της ιδιοκτησίας μιας άλλης επιχείρησης (εξαγοραζόμενη), καταβάλλοντας το αντίστοιχο αντίτιμο. Η μεταβίβαση ολοκληρώνεται με καταβολή μετρητών ή με αγορά/ανταλλαγή μετοχών, μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών όπου διαπραγματεύονται οι μετοχές της επιχείρησης. Αρκετές είναι και οι περιπτώσεις όπου η απόκτηση μικρότερου ποσοστού από το πλειοψηφικό πακέτο των μετοχών επιτρέπει στην εξαγοράζουσα εταιρία να ασκεί ουσιαστικό έλεγχο, αν με την απόκτηση του ποσοστού αυτού επηρεάζει την στρατηγική της εξαγοραζόμενης ή εάν υπάρχει μεγάλη διασπορά στο υπόλοιπο ποσοστό των μετοχών της (Γεωργακοπούλου, 2002).

Με τον όρο Συγχώνευση περιγράφεται η διαδικασία συνένωσης δύο ή περισσότερων εταιριών σε μία, που είτε προϋπήρχε είτε δημιουργείται για να εξυπηρετήσει το σκοπό αυτό. Οι εταιρίες αυτές λύνονται χωρίς να επέλθει η εκκαθάριση τους και ταυτόχρονα η περιουσία τους μεταβιβάζεται στη νέα επιχειρησιακή δομή, με αντάλλαγμα σε αυτούς που συμμετείχαν στις εταιρίες που έπαψαν να υπάρχουν, ποσοστά συμμετοχής στη νέα επιχείρηση, στην οποία μεταβιβάστηκαν τα περιουσιακά στοιχεία (Κυριαζής 2007). Οι δυο έννοιες, Συγχώνευση και Εξαγορά, αν και εμφανίζουν ορισμένες διαφοροποιήσεις, στην ουσία παρουσιάζουν την κεφαλαιακή συνένωση δυο ή περισσότερων εταιριών που μέχρι πριν ήταν ανεξάρτητες. Οι διαφοροποιήσεις εντοπίζονται κυρίως στο είδος του

αντίτιμου που καταβάλλεται και στο δικαίωμα «λόγου» των ιδιοκτητών της εξαγοραζόμενης εταιρίας στη νέα διοικητική κατάσταση που θα προκύψει μετά την συναλλαγή.

2.1 Μορφές E&Σ

Μια πρώτη διάκριση του φαινομένου που μπορεί να γίνει, είναι ανάλογα με τη στάση των διοικήσεων των επιχειρήσεων που έρχονται σε συμφωνία. Έτσι διαχωρίζουμε τις «φιλικού τύπου» και τις «επιθετικές» εξαγορές. Στις φιλικές E&Σ, η διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης συμφωνεί να απορροφηθεί. Ενώ αντίθετα σε μια επιθετική E&Σ, η εξαγοράζουσα εταιρία αποκτά τις μετοχές της εξαγοραζόμενης σε τιμές πολύ μεγαλύτερες από την πραγματική τους αξία, ώστε να ξεπεράσει τις αντιρρήσεις των διοικούντων της και να αποκτήσει την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της (Schwert, 2000). Σύμφωνα με τον Σουμπενιώτη και τους συνεργάτες του (2006), στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση που αποτελεί τον υποψήφιο αγοραστή προχωρά την διαδικασία με τους παρακάτω τρόπους:

Μέσω δημόσιας προσφοράς

Με αυτόν τον τρόπο προσπαθεί να προσεγγίσει την διοίκηση και τους μετόχους της εταιρίας-στόχου, εντός ορισμένου χρονικού ορίζοντα. Ενώ η επιχείρηση-στόχος, με την παρουσίαση διάφορων παραγόντων προσπαθεί να πείσει τους μετόχους να μην αποδεχτούν την προσφορά.

Με κατάληψη της επιχείρησης-στόχου (target company)

Με τον όρο αυτό προσδιορίζεται η διαδικασία κατά την οποία η εξαγοράζουσα εταιρία αποκτά σιγά σιγά και αθόρυβα πολλά μικρά πακέτα μετοχών που σταδιακά της δίνουν τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

Με συνδυασμό των δύο παραπάνω στρατηγικών

Αρχικά ένα μέρος του μετοχικού κεφαλαίου αποκτάται είτε «αθόρυβα», με αγορά μετοχών από μικρομετόχους, είτε μετά από συμφωνία με όσους κατέχουν μεγάλο αριθμό μετοχών και στη συνέχεια το υπόλοιπο μέρος που απαιτείται για την απόκτηση του πλειοψηφικού πακέτου των μετοχών και συνεπώς και του μανάτζμεντ της εταιρίας-στόχου, γίνεται προσπάθεια να αποκτηθεί μέσω δημόσιας προσφοράς.

Ο Adelaja και οι συνεργάτες του (1999) διέκριναν τέσσερις διαφοροποιήσεις συγχωνεύσεων:

- Συγχώνευση με απορρόφηση (merger): είναι η συνένωση δύο ή περισσότερων εταιριών όπου η εξαγοράζουσα εταιρία απορροφά τα στοιχεία του ενεργητικού και τις υποχρεώσεις της εξαγοραζόμενης. Η ταυτότητα που παραμένει είναι της εξαγοράζουσας εταιρίας, ενώ μετά την επίσημη ανακοίνωση η εξαγοραζόμενη επιχείρηση παύει να υφίσταται.
- Συγχώνευση (consolidation): οι δύο εταιρίες σε αυτήν την περίπτωση δημιουργούν μια νέα επιχειρησιακή οντότητα. Οι μέτοχοι των δύο πλευρών λαμβάνουν μερίδια της νέας εταιρίας.
- Εξαγορά Μετοχικού Κεφαλαίου (acquisition of stock): η εξαγοράζουσα εταιρία καταθέτει προσφορά για την απόκτηση του πλειοψηφικού πακέτου των μετοχών της εξαγοραζόμενης, ώστε να αποκτήσει τον έλεγχο του Διοικητικού Συμβουλίου της. Η ανταλλαγή ολοκληρώνεται με καταβολή μετρητών ή με αγορά/ανταλλαγή μετοχών, μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών ή με συνδυασμό των δύο.
- Εξαγορά στοιχείων ενεργητικού (acquisition of assets): σε αυτήν την περίπτωση, η εξαγοράζουσα εταιρία αποκτά όλα ή το μεγαλύτερο ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων της εξαγοραζόμενης, όμως δεν είναι απαραίτητο ότι η τελευταία παύει να υπάρχει εξαιτίας της συναλλαγής αυτής.

Επίσης οι Ε&Σ μπορούν να διαφοροποιηθούν ανάλογα με το είδος των δραστηριοτήτων των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων. Έτσι σύμφωνα με τον Lubatkin (1983), διακρίνονται σε:

Κάθετη Ε&Σ (vertical M&A): αφορά συγχωνεύσεις που καλύπτουν διαφορετικά στάδια της παραγωγικής αλυσίδας ή της κυκλοφορίας αγαθών ή υπηρεσιών, όπως για παράδειγμα, τη σχέση πελάτη/προμηθευτή.

Οριζόντια Ε&Σ (horizontal M&A): είναι συγχωνεύσεις επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, που παράγουν ίδια ή συναφή προϊόντα και η μία μπορεί να αντλήσει πλεονεκτήματα από την άλλη στη συνεργασία τους.

Ομοκεντρική ή ομογενής Σ&Ε (concentric or congeneric M&A): συγχωνεύσεις επιχειρήσεων, που ανήκουν στην ίδια βιομηχανία προϊόντος, αλλά όχι στην ίδια γραμμή παραγωγής και των οποίων οι διαδικασίες αλληλοσυμπληρώνονται.

Διαγώνια ή ανομοιογενής Σ&Ε (conglomerate M&A): οι διαδικασίες των εταιριών που συγχωνεύονται δεν συσχετίζονται. Ουσιαστικά πρόκειται για στρατηγική δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, που παράγουν διαφορετικά προϊόντα ή προσφέρουν διαφορετικές υπηρεσίες, η οποία σαν σκοπό έχει την καλύτερη οργάνωση και διοίκηση και όσο δυνατόν μεγαλύτερα κέρδη.

Μια άλλη διάκριση που μπορεί να γίνει είναι, ανάλογα με τους επιδιωκόμενους σκοπούς του επίδοξου αγοραστή. Έτσι διακρίνουμε:

- *Επενδυτική Ε&Σ*: είναι η απόκτηση μιας επιχείρησης με μοναδικό σκοπό το κέρδος, είτε με την είσπραξη από διανομή μερισμάτων, είτε με την μεταπώλησή της για να καρπωθεί η εξαγοράζουσα τη διαφορά από τη συναλλαγή ή και τα δύο (Παζάρσκη και οι συνεργάτες του, 2007).

- *Ανανεωτική ή Συμπληρωματική E&S*: Στην περίπτωση αυτή, η εξαγοράζουσα επιχείρηση συγχωνεύεται με την εξαγοραζόμενη, με σκοπό την συνένωση των επιχειρηματικών τους δραστηριοτήτων και την αξιοποίηση ενσώματων ακινητοποιήσεων, ή ασώματων (άυλων) ακινητοποιήσεων της εξαγοραζόμενης επιχείρησης (Ιγνατιάδης, 1990)
- *Απόκτηση με E&S για Άμεση Ρευστοποίηση*: μια επιχείρηση εξαγοράζεται με μοναδικό σκοπό την άμεση παύση των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων και την πώληση των περιουσιακών στοιχείων της σε τρίτους, κατά τμήματα με τιμή υψηλότερη από το κόστος εξαγοράς όλης της επιχείρησης. (Littlewood, 1988).

Δυο πιο εξειδικευμένες περιπτώσεις είναι η *μοχλευμένη εξαγορά*, όπου η χρηματοδότηση της συναλλαγής προέρχεται κυρίως από τραπεζικό δανεισμό (τουλάχιστον κατά 75%) και η *εξαγορά των επιχειρήσεων από τη διοίκησή τους*, όταν η εξαγορά της επιχείρησης πραγματοποιείται από τα διευθυντικά της στελέχη (Παπαδάκης 2007).

Τέλος, μια άλλη κατηγοριοποίηση που μπορεί να γίνει, είναι με κριτήριο την εθνικότητα της εξαγοράζουσας επιχείρησης σε σχέση με την εθνικότητα της επιχείρησης-στόχου. Σύμφωνα με τους Shimizou et al. (2004), διασυννοριακές E&S είναι αυτές κατά τις οποίες η εξαγοράζουσα και η επιχείρηση-στόχος έχουν εγκατεστημένες έδρες σε διαφορετικές χώρες. Ενώ αν οι έδρες των επιχειρήσεων βρίσκονται στην ίδια χώρα, οι E&S καλούνται εγχώριες.

2.2 Τα κύματα των E&S

Το φαινόμενο των E&S δεν είναι καινούριο στην οικονομική και επιχειρηματική δραστηριότητα, μάλιστα έχει παρατηρηθεί στην οικονομική ιστορία ότι εμφανίζεται κατά κύματα. Τα κύματα των E&S συνήθως συνοδεύονται από υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με σημαντικές μεταβολές στις αγορές, με ευκαιρίες για επενδύσεις μετά από πολέμους, διεθνείς ανακατατάξεις λόγω σημαντικών τεχνολογικών ανακαλύψεων, με δελεαστικά κρατικά κίνητρα ή μετά από

συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και μάνατζερ (Πρωτονοτάριος, 1999). Τα πρώτα τέσσερα κύματα εμφανίζονται κυρίως στις ΗΠΑ, προκαλώντας τεράστιες αλλαγές στην δομή των αμερικάνικων εταιριών. Οι Ε&Σ διαδραμάτισαν πολύ σημαντικό ρόλο στην μετατροπή της αμερικάνικης βιομηχανίας από ένα σύνολο μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, στη σημερινή της μορφή, η οποία αποτελείται από χιλιάδες πολυεθνικές επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα, ο 20^{ος} αιώνας χαρακτηρίστηκε από πέντε τέτοια κύματα. Στα τέλη του 1990 όταν λόγω της ύφεσης έληξε το 4^ο κύμα Ε&Σ, επικρατούσε ένα αίσθημα ότι θα περνούσε αρκετός καιρός για να εμφανιστεί ένα νέο. Η ύφεση όμως αποδείχτηκε σχετικά σύντομη, η οικονομία άρχισε σταδιακά να ανακάμπτει και στις αρχές του 1994 ο κόσμος βρίσκεται μπροστά σε μια νέα περίοδο άνθισης των Ε&Σ. Καταγράφονται μεγάλες συμφωνίες και πολλές διασυνοριακές, στις οποίες εμπλέκονται αμερικανικές εταιρίες, όμως το νέο δεδομένο είναι ότι καταγράφονται και μεγάλες συμφωνίες στις οποίες κανένα μέρος δεν είναι αμερικάνικη εταιρία. Το φαινόμενο των Ε&Σ λαμβάνει πια παγκόσμιες διαστάσεις.

Το πρώτο κύμα Ε&Σ έκανε την εμφάνισή του κάπου στο 1883 μετά την οικονομική ύφεση, μεταξύ 1898 και 1902 παρατηρείται η κορύφωσή του και διήρκεσε ως το 1904. Οι Ε&Σ την περίοδο αυτή αφορούσαν τον βιομηχανικό κλάδο και ήταν κυρίως οριζόντιες με αποτέλεσμα τη δημιουργία μεγάλων μονοπωλίων (Kusstascher & Cooper 2005). Η μεγαλύτερη δραστηριότητα, περίπου τα 2/3 των συνολικών Ε&Σ, καταγράφεται σε οκτώ κλάδους της βιομηχανίας όπως, τα πρωτογενή μέταλλα, προϊόντα διατροφής, πετρελαϊκά προϊόντα, χημικά, εξοπλισμός μεταφορών, επεξεργασμένα μέταλλα, η μηχανουργία και ο κλάδος εξόρυξης άνθρακα. Ως το 1909, οι 100 μεγαλύτερες βιομηχανικές επιχειρήσεις ήλεγχαν περίπου το 18% του ενεργητικού όλου του βιομηχανικού κλάδου. Στο τέλος λοιπόν του πρώτου μεγάλου κύματος Ε&Σ, ο αριθμός των επιχειρήσεων σε μερικές βιομηχανίες, όπως αυτή του ατσαλιού μειώθηκε δραματικά, ενώ σε άλλους κλάδους μόνο μία επιχείρηση κατάφερε να επιβιώσει. Μερικές τεράστιες επιχειρήσεις που είναι γνωστές στις μέρες μας, όπως οι General Electric, Standard Oil, US Steel, American Tobacco, Eastman Kodak, κ.α., δημιουργήθηκαν κατά την περίοδο αυτή.

Το δεύτερο κύμα τοποθετείται από το 1916 ως το 1929, οπότε η αμερικάνικη οικονομία συνέχισε να εξελίσσεται και να αναπτύσσεται κυρίως λόγω της, μετά τον πρώτο παγκόσμιο πόλεμο οικονομικής άνθισης, στη διάρκεια της οποίας κεφάλαια έρρεαν υπό ευνοϊκούς οικονομικούς όρους. Το τέλος της περιόδου αυτής έρχεται με την κατάρρευση του Χρηματιστηρίου το 1929. Το μοτίβο ενοποίησης, που θεσπίστηκε κατά το πρώτο κύμα Ε&Σ, υιοθετήθηκε και στο δεύτερο. Έτσι, το κύριο χαρακτηριστικό της περιόδου αυτής είναι οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις συμπληρωματικών ή συσχετιζόμενων επιχειρήσεων. Αυτή η κάθετη επεκτατική δραστηριότητα οδήγησε στη δημιουργία ολιγοπωλιακών δομών. Η αμερικάνικη κυβέρνηση επιβάλλει πιο αυστηρή αντιμονοπωλιακή πολιτική σε σχέση με αυτή της πρώτης περιόδου. Παρόλα αυτά, πρωταρχικός της στόχος ήταν να πατάξει αθέμιτες επιχειρηματικές πρακτικές, να αποτρέψει τη δημιουργία καρτέλ, όπως επίσης και να σταματήσει τις μη ανταγωνιστικές εξαγορές. Όπως συνέβη και κατά το πρώτο κύμα των Ε&Σ, πολλές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται ακόμα, όπως οι General Motors, IBM κ.α. οφείλουν την ύπαρξή τους στην δεύτερη αυτή περίοδο των Ε&Σ. Πριν από την τρίτη περίοδο των Ε&Σ, την δεκαετία του 1940, μεγάλες επιχειρήσεις εξαγόρασαν μικρές, οικογενειακές επιχειρήσεις. Τα κίνητρα των συναλλαγών αυτών ήταν φορολογικά, αφού η υψηλή φορολόγηση της περιουσίας, κατέστησε την ιδιοκτησία μιας επιχείρησης από οικογένειες απαγορευτική. Αυτές οι Ε&Σ δεν οδήγησαν σε αλλαγές στις βιομηχανίες επειδή οι επιχειρήσεις που ενεπλάκησαν δεν κατείχαν σημαντικό μερίδιο αγοράς. Κατά τη δεκαετία αυτή καμία σπουδαία τεχνολογική ανακάλυψη ή δραματική βελτίωση στις υποδομές της χώρας δεν καταγράφηκε περιορίζοντας έτσι σε χαμηλά επίπεδα την δραστηριότητα των Ε&Σ.

Την περίοδο 1965-69 χρονολογείται το τρίτο κύμα, κατά τη διάρκεια του οποίου υπάρχει έντονη δραστηριότητα Ε&Σ καταγράφοντας ιστορικά τα υψηλότερα επίπεδα. Χαρακτηριστικό της εποχής, η οποία έμεινε γνωστή ως εποχή των Ε&Σ επιχειρήσεων ετερογενών δραστηριοτήτων, ήταν το γεγονός ότι σε πολλές συμφωνίες η εξαγοράζουσα επιχείρηση ήταν μικρότερου μεγέθους από την εξαγοραζόμενη. Όπως παρατηρείται, το μεγαλύτερο ποσοστό, περίπου το 80%, των Ε&Σ που ανακοινώθηκαν εκείνη την περίοδο, αφορούσε επιχειρήσεις με μη συσχετιζόμενες δραστηριότητες, με σκοπό τη διασπορά του κινδύνου λόγω της διαφοροποίησης των

δραστηριοτήτων τους. Ο όρος «διαφοροποιημένη επιχείρηση» χρησιμοποιείται για επιχειρήσεις με θυγατρικές σε άλλους κλάδους της βιομηχανίας. Το γεγονός ότι οι οριζόντιες και κάθετες Ε&Σ ήταν περιορισμένες, είχε ως αποτέλεσμα να μην μεταβληθούν τα μερίδια αγοράς στις βιομηχανίες παρά τον μεγάλο αριθμό εξαγορών. Είναι αξιοσημείωτο ότι, περίπου 6.000 Ε&Σ που οδήγησαν στον αφανισμό 25.000 επιχειρήσεις πραγματοποιήθηκαν εκείνη την περίοδο χωρίς ωστόσο να διαταραχθούν οι συνθήκες ανταγωνισμού στην αμερικάνικη οικονομία. Το 1969, η φορολογική αναμόρφωση που ψηφίστηκε έδωσε τέλος σε μια από τις πιο χειραγωγημένες λογιστικές τακτικές, η οποία δημιουργούσε εικονικά κέρδη που υποστήριζαν την τιμή τις μετοχής. Συγκεκριμένα περιορίσε την χρηματοδότηση των Ε&Σ από τα κέρδη λόγω μετατροπής του χρέους (χρέος από υψηλά επιτόκια σε νέο με χαμηλότερα) (Gaughan, 2011).

Η πτώση στη δραστηριότητα των Ε&Σ συνεχίστηκε μέχρι το 1981, οπότε το κλίμα αντιστράφηκε, όμως χωρίς θεαματική πορεία. Το τέταρτο κύμα έδειξε την δύναμή του το 1984 και διήρκεσε περίπου μέχρι το 1990. Η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται από μεγάλο αριθμό επιθετικών Ε&Σ, οι οποίες αποτελούν την κυριότερη στρατηγική για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων, γεγονός που επιβεβαιώνεται και από την αύξηση των διεθνών Ε&Σ. Η δραστηριότητα αυτή είχε σκοπό την συγκέντρωση εταιρικού πλούτου ενώ η θεωρία της διαφοροποίησης παραγκωνίζεται. Παρόλο που σε απόλυτο αριθμό ο όγκος των εχθρικών Ε&Σ δεν είναι τρομακτικά υψηλός σε σχέση με το σύνολό τους, το σχετικό ποσοστό των εχθρικών Ε&Σ στην συνολική αξία των συναλλαγών είναι αρκετά μεγάλο. Το τέταρτο κύμα ξεχωρίζει από τα υπόλοιπα για το μέγεθος και την εξέχουσα θέση που κατείχαν στον κλάδο τους οι εταιρίες που έγιναν στόχοι. Κατά την περίοδο αυτή αυξήθηκαν ραγδαία η αξία και το μέσο μέγεθος των συναλλαγών. Σε αντίθεση με την προηγούμενη περίοδο, στην οποία καταγράφηκαν κατά κύριο λόγο Ε&Σ μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, αυτή χαρακτηρίζεται ως περίοδος των «μέγα-εξαγορών». Η πτώση της δραστηριότητας άρχισε να παρατηρείται στα τέλη της δεκαετίας του '80, οπότε σταμάτησε η οικονομική μεγέθυνση και η οικονομία πέρασε σε μια σχετικά ήπια ύφεση το 1990 (Jemison & Sitkin 1986, Gaughan, 2011).

Η πτώση ωστόσο δεν κράτησε για πολύ αφού το 1992 άρχισε να αυξάνεται ξανά ο αριθμός των Ε&Σ. Μεγάλες συμφωνίες, όμοιες με αυτές της προηγούμενης περιόδου, άρχισαν να εμφανίζονται ξανά. Τώρα πια, είναι καταγεγραμμένες οι επιδόσεις των επιχειρησιακών δομών, οι οποίες δημιουργήθηκαν με τις μεγάλες συμφωνίες της προηγούμενης περιόδου και είχαν μεγάλη δανειακή εξάρτηση. Οι μάνατζερ ισχυρίζονται ότι τα λάθη της προηγούμενης δεκαετίας δεν θα επαναληφθούν και εστιάζουν περισσότερο σε συμφωνίες στρατηγικής σημασίας, αποφεύγοντας την δανειακή επιβάρυνση για τις ανάγκες της χρηματοδότησης. Αυτή η δεκαετία χαρακτηρίστηκε από την μεγαλύτερη οικονομική μεγέθυνση της αμερικάνικης οικονομίας μεταπολεμικά. Οι επιχειρήσεις αντέδρασαν στην αυξανόμενη μέση ζήτηση, επιχειρώντας να επιτύχουν κάποια Ε&Σ, μέθοδο ταχύτερης ανάπτυξης από την οργανική (εκ των έσω) ανάπτυξη (Gaughan, 2011).

Το πέμπτο κύμα ήταν μεγαλύτερο τόσο σε αριθμό συναλλαγών όσο και σε όγκο δαπανώμενων κεφαλαίων. Η παγκοσμιοποίηση υπήρξε σημαντικός παράγοντας, αφού διεθνοποίησε τις εγχώριες αγορές και ανάγκασε τις επιχειρήσεις να επιδιώκουν συνεχώς την αύξηση του μεγέθους τους προκειμένου να ανταποκριθούν στη νέα ανταγωνιστική πραγματικότητα. Σημαντικός παράγοντας επίσης ήταν η άμβλυνση των νομικών περιορισμών που οδήγησε στην εξαφάνιση των εγχώριων μονοπωλίων, δίνοντας την ευκαιρία για επέκταση σε νέες αγορές μέσω διασυνοριακών Ε&Σ (Andrade και Stafford 2004). Επειδή οι συναλλαγές αυτές δεν βασίστηκαν στην δανειακή χρηματοδότηση, δεν υπήρχε πίεση για πώληση στοιχείων του ενεργητικού ώστε να εξυπηρετηθούν έγκαιρα οι ανάγκες του δανείου. Οι συμφωνίες της περιόδου αυτής, τουλάχιστον αρχικά, ήταν αποτέλεσμα κάποιας συγκεκριμένης στρατηγικής επιλογής της εξαγοράζουσας επιχείρησης που μπορούσε να επιτευχθεί άμεσα μέσω των Ε&Σ. Οι περισσότερες συμφωνίες ανακοινώθηκαν από τους κλάδους των τραπεζικών και χρηματοοικονομικών, των επικοινωνιών και της ραδιοτηλεόρασης, με πάνω από το ¼ των συνολικών Ε&Σ. Το πέμπτο κύμα Ε&Σ ήταν πραγματικά διεθνές. Στην Ευρώπη ξεκίνησε περίπου το 1998 και μέσα σε ένα έτος η αξία των συναλλαγών κυμαινόταν στα ίδια επίπεδα με αυτά των ΗΠΑ. Πρωταγωνιστικό ρόλο είχε το Ην. Βασίλειο και από κοντά ακολουθούσαν Γερμανία και Γαλλία. Στην Ασία έκανε την εμφάνισή του την ίδια χρονική περίοδο, με την ένταση και τον όγκο των

συναλλαγών να αυξάνεται όχι μόνο στην Ιαπωνία, αλλά και σε άλλες μεγάλες χώρες. Το τέλος της περιόδου αυτής έρχεται με τη σύντομη ύφεση του 2001.

Το έκτο κύμα κάνει την εμφάνισή του αμέσως μετά την ύφεση στα τέλη του 2001. Τα επιτόκια κυμαίνονταν σε χαμηλά επίπεδα προκειμένου να τονωθεί η οικονομία των ΗΠΑ. Αυτά τα χαμηλά επιτόκια αποτέλεσαν πρόσφορο έδαφος, ώστε να δημιουργηθεί η κερδοσκοπική φούσκα στην αγορά ακινήτων, η οποία πήρε διεθνείς διαστάσεις. Τα χαμηλά επιτόκια όμως έδωσαν και μια σημαντική ώθηση στον κλάδο των ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων. Οι Ε&Σ με την διαδικασία ανάληψης χρέους δεν ήταν πλέον τόσο δαπανηρές και συμφωνίες πολλών δισεκατομμυρίων ήταν πλέον εφικτές. Καθώς η ζήτηση για περισσότερες Ε&Σ μάλωνε, μεγαλύτερες ήταν και οι προσφορές που γίνονταν για να κλείσει μια συμφωνία. Έτσι καταγράφεται ένα σχετικά σύντομο, αλλά παρόλα αυτά έντονο κύμα Ε&Σ που τελειώνει το 2007 όταν ξέσπασε η κρίση των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου (Gaughan, 2011).

2.3 Ε&Σ η Ελληνική εμπειρία

Το φαινόμενο των Ε&Σ στην Ελλάδα δεν έχει ιδιαίτερα μακρύ παρελθόν. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι υπήρχε περιορισμένος αριθμός εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών, η κρατική ιδιοκτησία ήταν πολύ ισχυρή, οι επιχειρήσεις είχαν ένα οικογενειακό τρόπο διοίκησης, δεν υπήρχε κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο που να ρυθμίζει τέτοιου είδους διαδικασίες και τέλος οι επενδυτές έβλεπαν τη χώρα μας σαν μια οικονομία με περιορισμένες δυνατότητες και προοπτικές ανάπτυξης (ΤτΕ 2000). Όπως αναφέρεται και παραπάνω, το 1986 η δημιουργία της Ενιαίας αγοράς είχε ως αποτέλεσμα την εμφάνιση ενός κύματος Ε&Σ στην Ευρώπη, συμπαράσύροντας και την ελληνική οικονομία. Έτσι ως το 1994 περίπου το 9% των ελληνικών βιομηχανιών ενεπλάκησαν σε Ε&Σ, με το ποσοστό αυτό συγκεκριμένα να κυμαίνεται μεταξύ 13-24% σε επιμέρους κλάδους της οικονομίας, όπως αυτούς των τροφίμων και ποτών, πλαστικών και μη μεταλλικών ορυκτών. Στην αμέσως επόμενη περίοδο ως το 2000, οι Ε&Σ ελληνικών επιχειρήσεων από ξένες φαίνεται να

συνυπάρχουν με σημαντικές άμεσες ξένες επενδύσεις, σε κλάδους όπως της κινητής τηλεφωνίας, στα καζίνο, στα σουπερμάρκετ, στα έργα του Γ' ΚΠΣ. Ο όγκος των Ε&Σ πολλαπλασιάστηκε στη χώρα μας την τελευταία δεκαετία, γεγονός στο οποίο είχαν συμμετοχή διάφοροι παράγοντες όπως, η ανάπτυξη του Χρηματιστηρίου Αξιών, η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, η ένταξη της Ελλάδας στην Οικονομική Νομισματική Ένωση και η υιοθέτηση του ευρώ, η γενική βελτίωση των επιδόσεων της οικονομίας, οι ευκαιρίες των μεγάλων έργων λόγω και της διοργάνωσης των Ολυμπιακών αγώνων του 2004, η διάνοιξη προοπτικών στα Βαλκάνια και τέλος η συνεχιζόμενη πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων που ακολουθούν οι τελευταίες κυβερνήσεις. Πρωταγωνιστικό ρόλο στη διαδικασία έπαιξε το ίδιο το τραπεζικό σύστημα. Το επόμενο διάστημα ως το 2005, παρατηρήθηκαν στη χώρα μας περίπου χίλιες Ε&Σ με τον όγκο συναλλαγών να φτάνει περίπου τα 35 εκατομμύρια ευρώ. Οι κλάδοι της τεχνολογίας και των τηλεπικοινωνιών καθώς και ο κλάδος των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών είχαν τις περισσότερες συναλλαγές. Τη ραγδαία αυτή αύξηση των Ε&Σ ανέκοψε δραματικά το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης του 2008 που ταλανίζει μέχρι και σήμερα την ελληνική οικονομία.

2.4 Θεσμικό Πλαίσιο για τις Ε&Σ στην Ελλάδα

Λόγω της συνεχούς αύξησης των επιχειρήσεων, που ενεπλάκησαν σε Ε&Σ στην ελληνική οικονομία, θεσπίστηκαν μια σειρά νομοθετικών διατάξεων οι οποίες ρυθμίζουν τη δραστηριότητα αυτή, δηλαδή: *Ο Κώδικας Νόμων 2190/20* «περί ανωνύμων εταιριών» και συγκεκριμένα τα άρθρα 68 έως 80. *Το Νομοθετικό Διάταγμα 1297/72 και τα άρθρα 1 έως 5 του Ν.2166/93* «περί κινήτρων ανάπτυξης επιχειρήσεων, διαρρυθμίσεις στην άμεση και έμμεση φορολογία και άλλες διατάξεις», τα οποία ρυθμίζουν όλων των ειδών τις συγχωνεύσεις. *Ο Νόμος 2578/98* για εταιρίες διαφορετικών κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ο οποίος εντάσσει στο δίκαιο της χώρας τις διατάξεις της κοινοτικής οδηγίας 90/434 ΕΟΚ.Λ.225, 20.8.90. *Ο Νόμος 3461/06* περί των δημόσιων προτάσεων, ο οποίος ενσωματώνει την κοινοτική οδηγία 2004/25/ΕΚ. *Ο Νόμος 3190/55* για τη

συγχώνευση Εταιριών Περιορισμένης Ευθύνης και ο Νόμος 2515/97 για συγχωνεύσεις Πιστωτικών Ιδρυμάτων. Παρακάτω παρουσιάζεται ο τρόπος κατά τον οποίον η διαδικασία μιας Ε&Σ ρυθμίζεται από τον Κώδικα Νόμων 2190/20 «περί ανωνύμων εταιριών».

Είδη Ε&Σ βάσει του Κώδικα Νόμων 2190/20 «περί ανωνύμων εταιριών».

Οι διατάξεις του κώδικα περί ανωνύμων εταιριών ρυθμίζουν αποκλειστικά τις συμφωνίες που αφορούν τις Ανώνυμες Εταιρίες και όχι συμφωνίες εταιριών οποιασδήποτε άλλης νομικής μορφής. Σύμφωνα με την 1^η παράγραφο του άρθρου 68, η συγχώνευση ανωνύμων εταιριών πραγματοποιείται είτε με απορρόφηση, είτε με σύσταση νέας εταιρίας. *Συγχώνευση με απορρόφηση:* είναι πράξη με την οποία μία ή περισσότερες ανώνυμες εταιρίες (απορροφούμενες), οι οποίες σταματούν να λειτουργούν χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, μεταβιβάζουν σε άλλη ήδη υπάρχουσα ανώνυμη εταιρία (απορροφούσα), το σύνολο της περιουσίας τους, έναντι απόδοσης στους μετόχους τους μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφούσα εταιρεία και, ενδεχομένως, καταβολής ενός χρηματικού αντίτιμου ώστε να συμψηφιστούν οι μετοχές τις οποίες δικαιούνται. Επίσης ο κώδικας προβλέπει και συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρίας, κατά την οποία δύο ή περισσότερες ανώνυμες εταιρίες, λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση και μεταβιβάζουν σε ανώνυμη εταιρία, η οποία συνίσταται τώρα το σύνολο της περιουσίας τους με τους ίδιους όρους. Το ποσό αυτό δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών που αποδίδονται στους μετόχους των απορροφούμενων εταιριών και, αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών, την αξία της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας αυτών των εταιριών. Σύμφωνα με το άρθρο 79 του ίδιου κώδικα, για την πράξη με την οποία μία ή περισσότερες ανώνυμες εταιρίες (εξαγοραζόμενες) μεταβιβάζουν, μετά από λύση τους χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, σε άλλη (εξαγοράζουσα) το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) έναντι απόδοσης στους μετόχους των εξαγοραζόμενων εταιριών του αντίτιμου των δικαιωμάτων τους (εξαγορά), εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις των άρθρων για τις συγχωνεύσεις εταιριών.

Διαδικασίες και διατυπώσεις της Συγχώνευσης με απορρόφηση.

Για την πραγματοποίηση μιας Ε&Σ, ο Ν. 2190/20 επιτάσσει μια σειρά ενεργειών και διατυπώσεων, η οποία ακολουθεί τα παρακάτω στάδια:

1^ο Στάδιο Τα Διοικητικά Συμβούλια των συγχωνευόμενων εταιριών καταρτίζουν σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης και λεπτομερή έκθεση, στην οποία επεξηγείται το σχέδιο αυτό:

➤ Το άρθρο 69 του κώδικα προβλέπει ότι το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης πρέπει να περιέχει τουλάχιστον τα ακόλουθα στοιχεία:

α) Την ειδικότερη μορφή, την επωνυμία και την έδρα των εταιριών που συγχωνεύονται και τον αριθμό μητρώου τους.

β) Τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών και, ενδεχομένως, το ύψος του χρηματικού αντιτίμου που προβλέπει.

γ) Τις διατυπώσεις παράδοσης των νέων μετοχών που εκδίδει η απορροφούσα εταιρία.

δ) Την ημερομηνία από την οποία οι μετοχές, που παραδίδονται στους μετόχους της ή των απορροφούμενων εταιριών, παρέχουν δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη της απορροφούσας εταιρίας, καθώς και κάθε ειδικό όρο σχετικό με το δικαίωμα αυτό.

ε) Την ημερομηνία από την οποία οι πράξεις της ή των απορροφούμενων εταιριών θεωρούνται, από λογιστική άποψη, ότι γίνονται για λογαριασμό της απορροφούσας εταιρίας και την τύχη των οικονομικών αποτελεσμάτων της ή των απορροφούμενων εταιριών, που θα προκύψουν από την ημερομηνία αυτή μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συγχώνευσης όπως προβλέπεται στα άρθρα 74 και 75.

στ) Τα δικαιώματα που εξασφαλίζει η απορροφούσα εταιρία στους μετόχους που έχουν ειδικά δικαιώματα στην ή στις απορροφούμενες εταιρίες, καθώς και στους κατόχους άλλων τίτλων, πλην μετόχων, ή τα μέτρα που προτείνονται γι' αυτούς.

ζ) Όλα τα ιδιαίτερα πλεονεκτήματα που, ενδεχομένως παρέχονται στα Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και στους τακτικούς ελεγκτές των συγχωνευόμενων εταιριών.

➤ Το Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιριών, καταρτίζει λεπτομερή έκθεση για να εξηγήσει και να δικαιολογήσει από νομική και οικονομική άποψη, το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης. Η έκθεση αυτή αναφέρει επίσης οποιεσδήποτε ειδικές δυσχέρειες που τυχόν εμφανίστηκαν ή θα εμφανιστούν κατά εκτίμηση και υποβάλλεται για έγκριση στη Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρίας.

➤ Το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης υποβάλλεται στις διατυπώσεις δημοσιότητας, δηλαδή αρχικά καταχωρείται στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών από κάθε μία από τις συγχωνευόμενες εταιρίες και περίληψή του δημοσιεύεται στο τεύχος Α.Ε. και Ε.Π.Ε. της Εφημερίδος της Κυβερνήσεως, δύο τουλάχιστον μήνες πριν από την ημερομηνία συνεδρίασης της Γενικής Συνέλευσης, η οποία καλείται να αποφασίσει.

2^ο Στάδιο Εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων των συγχωνευόμενων εταιριών: Έπειτα από κοινή αίτηση των συγχωνευόμενων εταιριών, ορίζεται μια Επιτροπή Εμπειρογνομόνων, που προσδιορίζει τα περιουσιακά στοιχεία τους και εξετάζει τους όρους που περιλαμβάνονται στο σχέδιο σύμβασης της συγχώνευσης. Κάθε μέλος της Επιτροπής έχει το δικαίωμα να πάρει από τις συγχωνευόμενες εταιρίες οποιαδήποτε πληροφορία ή έγγραφο χρήσιμο για τη διεκπεραίωση του έργου της, καθώς και να διενεργεί όλες τις απαραίτητες έρευνες και να προβαίνει στους αναγκαίους ελέγχους. Στην έκθεσή της η Επιτροπή υποχρεούται να αναφέρει αν, κατά τη γνώμη της, η σχέση ανταλλαγής των μετοχών της ή των απορροφουμένων εταιριών προς τις μετοχές που εκδίδει η απορροφούσα εταιρία είναι δίκαιη και λογική. Στην ίδια έκθεση πρέπει να περιλαμβάνονται τουλάχιστον οι εξής πληροφορίες:

α) Η αξία της εισφερόμενης εταιρικής περιουσίας στο σύνολό της (ενεργητικό και παθητικό) για τη μεταβολή του κεφαλαίου της απορροφούσας εταιρίας, την οποία συνεπάγεται η συγχώνευση και τα στοιχεία που προβλέπονται στο άρθρο 9 παρ. 2 εδάφιο δεύτερο.

β) Η μέθοδος ή οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν για τον καθορισμό της προτεινόμενης σχέσης ανταλλαγής των μετοχών.

γ) Δήλωση για το αν η μέθοδος ή οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν είναι κατάλληλες για την ή τις συγκεκριμένες περιπτώσεις, τις αξίες που προέκυψαν από την εφαρμογή κάθε μεθόδου και γνώμη για τη βαρύτητα που αποδόθηκε σε ορισμένες μεθόδους για τον προσδιορισμό των αξιών αυτών, καθώς και περιγραφή των τυχόν δυσκολιών, που προέκυψαν κατά την εκτίμηση.

3^ο Στάδιο Δημοσίευση του σχεδίου σύμβασης της συγχώνευσης σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα και χορήγηση εγγυήσεων στους πιστωτές των απορροφώμενων εταιριών: Μετά την δημοσιότητα που επιβάλλεται στο 1^ο στάδιο, το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης δημοσιεύεται σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα. Μέσα σε ένα μήνα από τη δημοσίευση, οι πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιριών έχουν το δικαίωμα να ζητήσουν να λάβουν επαρκείς εγγυήσεις για το αν η οικονομική κατάσταση των συγχωνευόμενων εταιριών καθιστά απαραίτητη την προστασία αυτή, εφ' όσον οι πιστωτές αυτοί δεν έχουν ήδη λάβει τέτοιες εγγυήσεις. Οι εγγυήσεις που θα χορηγηθούν στους πιστωτές της απορροφώσης εταιρίας μπορεί να είναι διαφορετικές από αυτές που θα χορηγηθούν στους πιστωτές της ή των απορροφουμένων εταιριών. Κάθε διαφορά που θα προκύψει παρέχει δικαίωμα στους ενδιαφερόμενους πιστωτές να προβάλουν εγγράφως αντιρρήσεις κατά της συγχώνευσης, οι οποίες κοινοποιούνται στις συγχωνευόμενες εταιρίες μέσα στην μηνιαία προθεσμία που προβλέπει το πρώτο εδάφιο της παραγράφου 2 του άρθρου 70. Έπειτα από αίτηση της εταιρίας ή των εταιριών που συγχωνεύονται, το Μονομελές Πρωτοδικείο της έδρας οποιασδήποτε από τις αιτούσες εταιρίες, μπορεί να επιτρέψει τη συγχώνευση, παρά τις αντιρρήσεις πιστωτή ή πιστωτών από τους αναφερόμενους στην παράγραφο 2 του ίδιου άρθρου, αν κρίνει ότι η οικονομική κατάσταση των συγχωνευόμενων εταιριών ή οι εγγυήσεις που ήδη έχουν λάβει οι πιστωτές αυτοί ή τους προσφέρονται, δεν δικαιολογούν τις αντιρρήσεις τους.

4^ο Στάδιο Πληροφόρηση των μετόχων των συγχωνευόμενων εταιριών: Κάθε μέτοχος των συγχωνευόμενων εταιριών ένα μήνα, τουλάχιστον, πριν από την ημερομηνία συνεδρίασης της Γενικής Συνέλευσης που καλείται για να αποφασίσει για το σχέδιο σύμβασης της συγχώνευσης, έχει το δικαίωμα να λάβει γνώση για αυτό, για τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, τις εκθέσεις των Δ.Σ. των τελευταίων τριών ετών και ενδεχομένως για κάποιες λογιστικές καταστάσεις.

5^ο Στάδιο Έγκριση του σχεδίου σύμβασης συγχωνεύσεως από τις ΓΣ των συγχωνευόμενων εταιριών: Η Γενική Συνέλευση κάθε εξαγοραζόμενης εταιρίας εγκρίνει το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης. Σε περίπτωση που έχουν υπάρξει τροποποιήσεις από τις υποδείξεις των εμπειρογνώμων, υποβάλλεται προς έγκριση το τροποποιημένο σχέδιο.

6^ο Στάδιο Κατάρτιση της Σύμβασης: Η σύμβαση της Ε&Σ καταρτίζεται ενώπιον συμβολαιογράφου. Στο συμβολαιογραφικό έγγραφο προσαρτώνται υπεύθυνες δηλώσεις των Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιριών, οι οποίες διαβεβαιώνουν ότι δεν προέκυψαν αντιρρήσεις από τους πιστωτές τους ή και αν προέκυψαν έχουν ήδη διευθετηθεί.

7^ο Στάδιο Έγκριση της Συγχώνευσης: Η πράξη της Ε&Σ εγκρίνεται από τον υπουργό εμπορίου μόνο αφού εξακριβωθεί η ύπαρξη και η νομιμότητα όλων των πράξεων και διατυπώσεων που επιβάλλει ο νόμος στις συγχωνευόμενες εταιρείες για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης.

Απορρόφηση εταιρίας από άλλη που κατέχει το 100% των μετοχών της.

Είναι η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες εταιρίες μεταβιβάζουν, μετά από λύση τους χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, το σύνολο της περιουσίας τους σε άλλη εταιρία που κατέχει το σύνολο των μετοχών τους, είτε η ίδια είτε δια μέσου προσώπων που κατέχουν τις μετοχές στο όνομά τους αλλά για λογαριασμό της (Περάκης, 2010).

2.5 Λόγοι πραγματοποίησης Ε&Σ

Πολλοί είναι οι συγγραφείς, οι οποίοι έχουν ασχοληθεί με τους λόγους που ωθούν τις διοικήσεις των εταιριών σε Ε&Σ. Ο Halpen (1983) διαχωρίζει δύο γενικές κατηγορίες κινήτρων. Η πρώτη κατηγορία αφορά κίνητρα που σαν στόχο έχουν τη μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής των εμπλεκόμενων εταιριών, ενώ στη δεύτερη εντάσσονται κίνητρα που δεν εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων αλλά έχουν να κάνουν με προσωπικές φιλοδοξίες των διοικητικών στελεχών. Πρωταρχικός λόγος σύμφωνα με τον Porter (1985), για τον οποίο οι επιχειρήσεις παίρνουν απόφαση να πραγματοποιήσουν μια Ε&Σ είναι να αποκτήσουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, το οποίο προκύπτει από τις συνέργειες που επιτυγχάνονται όταν δυο ή και περισσότερες επιχειρηματικές μονάδες ενσωματώνονται. Η λέξη συνέργεια προέρχεται από την ελληνική λέξη συνεργός, η οποία σημαίνει «εργαζόμαστε μαζί». Στο επιχειρησιακό περιβάλλον, η συνέργεια αναφέρεται στην δυνατότητα που αποκτούν δυο ή και περισσότερες επιχειρήσεις να επιτυγχάνουν μεγαλύτερα αποτελέσματα, δουλεύοντας μαζί παρά αν λειτουργούσαν ξεχωριστά η καθεμία. Έχουν λοιπόν προσδιοριστεί έξι πεδία στα οποία μπορούν να επιτευχθούν συνέργειες:

- Τεχνογνωσία: επιχειρήσεις συχνά επωφελούνται από την ανταλλαγή γνώσεων ή δεξιοτήτων.
- Κοινά ενσώματα στοιχεία: εταιρίες μπορούν να εξοικονομήσουν πολλά χρήματα από την ανταλλαγή υλικών περιουσιακών στοιχείων ή πόρων.
- Αύξηση διαπραγματευτικής δύναμης: με την ενδελεχή έρευνα των αγορών τους, διαφορετικές επιχειρήσεις μπορούν να αποκτήσουν μεγαλύτερη επιρροή στους προμηθευτές, τη μείωση του κόστους ή ακόμα και τη βελτίωση της ποιότητας των αγαθών που αγοράζουν.
- Συντονισμένες στρατηγικές: μερικές φορές λειτουργεί προς όφελος μιας εταιρείας να ευθυγραμμίσει τις στρατηγικές δύο ή περισσότερων από τις επιχειρήσεις της. Για παράδειγμα ο συντονισμός των τρόπων δράσης όσον αφορά κοινούς ανταγωνιστές μπορεί να αποτελεί έναν ισχυρό και αποτελεσματικό τρόπο για την αντιμετώπιση ανταγωνιστικών απειλών.

- Κάθετη ολοκλήρωση: ο συντονισμός της ροής των προϊόντων ή υπηρεσιών από μία εταιρία στην άλλη, μπορεί να μειώσει το κόστος των αποθεμάτων και να επιφέρει την ταχύτερη ανάπτυξη προϊόντων, την αύξηση της χρησιμοποίησης της παραγωγικής ικανότητας και τη βελτίωση της πρόσβασης στην αγορά.
- Από κοινού σύσταση επιχειρήσεων: η δημιουργία νέων επιχειρήσεων μπορεί να διευκολυνθεί όταν συνδυάζονται οι τεχνογνωσίες από διαφορετικές επιχειρήσεις, εξάγοντας διακριτές δραστηριότητες διαφορετικών επιχειρήσεων και ο συνδυασμός τους σε μια νέα μονάδα, ή η δημιουργία κοινοπραξιών ή συμμαχιών (Campbell & Goold 1998, p. 139).

Οι βασικοί λόγοι για την πραγματοποίηση των Ε&Σ σύμφωνα με τους Copeland και Weston (1988) είναι: Αύξηση της αποδοτικότητας, Προνομιακή πληροφόρηση, Απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς, Φορολογικά οφέλη, Προβλήματα ταύτισης συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διοικητικών στελεχών. Πιο σύγχρονες μελέτες έχουν αναλύσει περισσότερο τους λόγους για τους οποίους οι εταιρίες οδηγούνται σε Ε&Σ.

Ο Παπαδάκης (2007) παρουσίασε αναλυτικότερα τα κίνητρα για την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων ή εξαγορών:

- Εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος

Είναι σχεδόν βέβαιο ότι θα προκύψει μείωση του κόστους από οικονομίες κλίμακος, εξαιτίας του αυξημένου μεγέθους της νέας επιχειρηματικής μονάδας. Συνήθως εμφανίζονται στην διαχείριση αποθεμάτων, στην αγορά πρώτων υλών και γενικότερα στον τομέα παραγωγής. Οι οικονομίες φάσματος αφορούν τη δυνατότητα που αποκτά μια επιχείρηση για παροχή νέων εξειδικευμένων προϊόντων ως αποτέλεσμα της καθετοποίησης της επιχείρησης και την ενσωμάτωση όλων των προμηθευτών και των διανομέων. Αποτέλεσμα της διαδικασίας αυτής είναι η εξάλειψη του κόστους των μεσαζόντων.

- Συνδυασμός – αλληλοσυμπλήρωση πόρων

Οι πόροι είναι μια ευρεία κατηγορία παραγόντων που αφορούν από τις πρώτες ύλες μέχρι και το διοικητικό προσωπικό. Για παράδειγμα μια επιχείρηση μπορεί να προβεί σε συγχώνευση μιας άλλης, προκειμένου να εκμεταλλευτεί την πρόσβασή της σε φθηνές πηγές πρώτων υλών ή το δίκτυο διανομής της κτλ.

- Αύξηση του μεριδίου αγοράς

Με την επίτευξη μιας Ε&Σ, μαζί με το μέγεθος, σχεδόν πάντα αυξάνεται και η δύναμη που κατέχει στον κλάδο η νέα επιχείρηση, η οποία μπορεί πια να αντιμετωπίσει διαφορετικά τους ανταγωνιστές της.

- Μείωση του χρόνου και κόστους της ανάπτυξης νέων προϊόντων

Η ανάπτυξη καινοτομιών είναι από τη φύση της μια αρκετά χρονοβόρα διαδικασία με υψηλό δείκτη ρίσκου και η επιχείρηση αργεί να απολαύσει τους καρπούς αυτής της επένδυσης. Έτσι οι διοικήσεις των επιχειρήσεων προτιμούν να καταβάλουν ένα μεγάλο τίμημα σε μια εξαγορά, προκειμένου να αποφύγουν το ρίσκο αλλά και τον χρόνο της εξ αρχής ανάπτυξης ενός νέου προϊόντος.

-Υπέρβαση εμποδίων στην αγορά

Στην προσπάθεια εισόδου σε μια νέα αγορά, είναι σύνηθες οι επιχειρήσεις να συναντούν εμπόδια, όπως για παράδειγμα υψηλό κόστος εξοπλισμού. Τα προβλήματα εντείνονται σε άκρως ανταγωνιστικές αγορές. Τέτοιου είδους προβλήματα εξαλείφονται με την εξαγορά μιας επιχείρησης που δραστηριοποιείται ήδη στην αγορά αυτή.

- Διαφοροποίηση δραστηριοτήτων

Οι επιχειρήσεις, στην προσπάθειά τους να διαφοροποιήσουν τις δραστηριότητες τους και να εισέλθουν σε άγνωστες για αυτές αγορές, αντιμετωπίζουν δυσκολίες λόγω του ότι τα στελέχη τους δεν γνωρίζουν τις αγορές αυτές και τις ιδιαιτερότητες τους. Η πρόσβαση στην εξειδικευμένη αυτή γνώση μπορεί να επιτευχθεί μέσω μιας Ε&Σ.

- Μείωση υπερβάλλουσας ρευστότητας

Η επιχείρηση κατέχει πολλά ρευστά διαθέσιμα και μια Ε&Σ είναι ένας δελεαστικός τρόπος επένδυσης των διαθεσίμων αυτών.

- Αποφυγή του υπερβάλλοντος ανταγωνισμού

Προκειμένου να αποφύγει καταστάσεις έντονης πίεσης από τον συνεχώς αυξανόμενο ανταγωνισμό στον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται, μια επιχείρηση μπορεί να επεκταθεί μέσω Ε&Σ σε σχετικές και μη αγορές.

- Διοικητική αλαζονεία

Είναι συχνό φαινόμενο, επιτυχημένα διοικητικά στελέχη να υιοθετούν αλαζονική συμπεριφορά και να πιστεύουν πως μπορούν να διοικήσουν καλύτερα την εξαγοραζόμενη επιχείρηση.

2.6 Στάδια υλοποίησης μιας Ε&Σ

Η εκπλήρωση των στόχων που επιτάσσει η στρατηγική της, είναι αυτό που επιδιώκει η εξαγοράζουσα επιχείρηση η οποία αποφασίζει να εμπλακεί σε μια Ε&Σ. Η αγωνία της εναρμόνισης με την πολιτική της επιχείρησης, μπορεί να οδηγήσει σε παράλειψη σημαντικών παραγόντων που επιδρούν στη διαδικασία και ίσως διαφοροποιήσουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Τα στάδια της διαδικασίας Ε&Σ σύμφωνα με τον Πατρινό (2007) είναι :

Πρώτο στάδιο: Χρονικά είναι ένα πρώιμο στάδιο και αναφέρεται στην απόφαση στρατηγικής σημασίας την οποία πρέπει να λάβει η διοίκηση. Πρέπει να εντοπιστούν τα κατάλληλα κριτήρια, με τα οποία θα κριθεί σε ποίο βαθμό μια τέτοια επενδυτική κίνηση είναι χρήσιμη και αποδοτική στο μέλλον. Κρίσιμη ενέργεια κατά το στάδιο αυτό είναι η διεξοδική ανάλυση, αξιολόγηση και σωστή ιεράρχηση όλων των κινδύνων που ενδέχεται να εμφανιστούν. Η εξαγοράζουσα επιχείρηση οφείλει να δημιουργήσει πρότυπες τιμές για τα οφέλη που επιδιώκει από την αύξηση των πωλήσεων, την μείωση των λειτουργικών κοστών κτλ.

Δεύτερο στάδιο: Για να συνεχιστεί η διαδικασία, πρέπει να γίνει εξονυχιστικός έλεγχος όλων στοιχείων της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Σ' αυτό το στάδιο, ομάδες ελέγχου του υποψήφιου αγοραστή ελέγχουν μια σειρά δεδομένων, όπως οικονομικά και φορολογικά στοιχεία, το ανθρώπινο δυναμικό, τα πληροφοριακά συστήματα, συστήματα ελέγχου και διάφορες διοικητικές πρακτικές. Σκοπός του ελέγχου αυτού είναι ο εντοπισμός κινδύνων που ίσως να αλλάξουν την επενδυτική πολιτική ή ο εντοπισμός αδυναμιών που θα αντιμετωπιστούν σε αρχικό στάδιο.

Τρίτο στάδιο: Σ' αυτή τη φάση γίνονται οι απαραίτητες διαπραγματεύσεις μεταξύ των δυο μερών ώσπου να επιτευχθεί η τελική συμφωνία. Διατυπώνονται αναλυτικά υποχρεώσεις και δικαιώματα των συναλλασσόμενων, καθορίζονται ρεαλιστικοί και εφικτοί στόχοι κι επίσης αναλύονται οι κανόνες λειτουργίας. Με την επίτευξη της συμφωνίας, όλη η προσοχή στρέφεται στην ευθυγράμμιση των διαδικασιών και την ενημέρωση της διοίκησης για τις δυσλειτουργίες που τυχόν θα εντοπιστούν.

Τέταρτο στάδιο: Η συμμαχία έχει ξεκινήσει να δραστηριοποιείται. Η ολοκλήρωση της διαδικασίας υλοποίησης μιας E&S γίνεται με τη φάση της επισκόπησης της διαδικασίας ενοποίησης και με τον έλεγχο της ομαλής λειτουργίας του νέου επιχειρηματικού σχήματος. Η διαδικασία αυτή είναι πολύ σημαντική, καθώς σε αυτό το στάδιο παρατηρούνται προβλήματα απορρόφησης ακόμη και απόπειρες απάτης που βρίσκουν πρόσφορο έδαφος λόγω του αποσυντονισμού του συστήματος.

2.7 Τρόποι χρηματοδότησης των E&S

Η γενικότερη οικονομική συγκυρία στην οποία βρίσκεται η χώρα και η εν γένει οικονομική κατάσταση της εξαγοράστριας εταιρίας είναι παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν τον τρόπο καταβολής του συμφωνηθέντος αντιτίμου για την ολοκλήρωση μιας E&S. Ο Bruner (2004) ανέφερε ότι ο τρόπος χρηματοδότησης μιας E&S εξαρτάται από τα επιτόκια, τις τιμές των μετοχών στα Χρηματιστήρια Αξιών και γενικότερα από το στάδιο της οικονομίας. Βασικοί τρόποι άντλησης κεφαλαίων για την ολοκλήρωση της διαδικασίας μιας E&S είναι οι παρακάτω:

Καταβολή του αντιτίμου με μετρητά

Η επιλογή αυτή, με μια πρόχειρη ανάλυση, φαίνεται να αποτελεί τον πιο εύκολο τρόπο για εξαγορά μιας επιχείρησης, ωστόσο τις περισσότερες φορές το αντίτιμο κυμαίνεται σε αρκετά υψηλά ποσά, τα οποία μια εταιρία διστάζει να διαθέσει. Υπάρχει βέβαια και η επιλογή του να ολοκληρωθεί τμηματικά η διαδικασία, όταν δηλαδή η εξαγοράζουσα εταιρεία έχει δεσμεύσει ήδη με κεφάλαιά της ένα μέρος του μετοχικού κεφαλαίου της εξαγοραζόμενης και αποφασίζει να αποκτήσει το υπόλοιπο μέρος με την καταβολή μετρητών. Για πολλούς και διάφορους λόγους όμως η εξαγοράζουσα επιχείρηση μπορεί να μην είναι σε θέση να καλύψει το αντίτιμο με μετρητά, είτε να μην θέλει να δεσμεύσει ένα τόσο μεγάλο ποσό κεφαλαίων. Έτσι μπορεί να στραφεί σε πιστωτικά ιδρύματα προκειμένου να εξασφαλίσει τα απαραίτητα κεφάλαια, με την προϋπόθεση να μπορεί να υποθηκευθεί κάποιο εμπράγματο περιουσιακό στοιχείο της. Σε αυτήν την περίπτωση η διοίκηση της εξαγοράζουσας επιχείρησης πρέπει να αποδεχτεί το γεγονός ότι δεν θα καρπωθεί την

απόδοση της E&Σ αφού τα κεφάλαια αυτά θα διατίθενται για την αποπληρωμή της υποχρέωσης προς την τράπεζα (Παπαδάκης, 2002). Μία άλλη μέθοδος αποπληρωμής είναι η Asset Striping (Παζάρσκις, 2008). Η καταβολή των δόσεων σε αυτή την περίπτωση προέρχεται από κεφάλαια από πωλήσεις παγίων ή από την εκποίηση αποθεμάτων της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Τέλος, υπάρχει η δυνατότητα το πιστωτικό ίδρυμα να συμφωνήσει να μετατραπεί το δάνειο σε μετοχές, από τις οποίες θα καρπώνεται το μέρισμα και εφόσον η επιχείρηση είναι αναπτυσσόμενη να τις πουλήσει όταν κρίνει και να ανακτήσει το κεφάλαιο του δανείου.

Αποπληρωμή με ανταλλαγή μετοχών

Στην περίπτωση κατά την οποία η εξαγοράζουσα εταιρεία δεν διαθέτει τα κεφάλαια που απαιτούνται για την ολοκλήρωση της E&Σ και προτιμά να μην εμπλακούν στη διαδικασία τραπεζικά ιδρύματα, προτείνει στη διοίκηση της εταιρείας-στόχου την ανταλλαγή μετοχών. Προφανώς τα ποσοστά μετοχών που ανταλλάσσονται δεν είναι ίσα. Η πρακτική αυτή χρησιμοποιείται όταν οι τιμές των μετοχών είναι αρκετά υψηλές. Με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνεται η δέσμευση των επενδυτών και στελεχών της νέας εταιρίας που θα προκύψει, αφού τα κέρδη τους είναι συνάρτηση της επιτυχημένης πορείας της νέας εταιρίας. Ωστόσο, αν και δεν δαπανώνται χρήματα για την ολοκλήρωση της διαδικασίας της E&Σ, διαχρονικά ο τρόπος αυτός αποτελεί τον πιο ακριβό τρόπο χρηματοδότησης, αφού τα πραγματικά κέρδη διανέμονται σε μεγαλύτερο αριθμό μετόχων (Παπαδάκης, 2002).

Συνδυασμός μεθόδων χρηματοδότησης

Τις περισσότερες φορές, κατά τις διαπραγματεύσεις που λαμβάνουν χώρα για την ολοκλήρωση μιας E&Σ, οι διοικήσεις των δυο εταιριών συμφωνούν η αποπληρωμή να γίνει κατά κάποιο μέρος με μετρητά και το υπόλοιπο σε μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές ή ομολογίες. Οι μέτοχοι της εταιρείας - στόχου μπορεί να προτιμούν αυτήν την εκδοχή γιατί έτσι συμμετέχουν στην ανάπτυξη της εταιρείας και εξασφαλίζουν κέρδη από την είσπραξη των μερισμάτων. Τέλος, υπάρχουν και φορολογικά κίνητρα αφού η καταβολή μετρητών συνοδεύεται και από την καταβολή ανάλογου φόρου (Παπαδόπουλος, 1990).

2.8 Λόγοι αποτυχίας των Ε&Σ

Οι προσπάθειες των διοικήσεων των επιχειρήσεων δεν καταλήγουν πάντα στο επιθυμητό αποτέλεσμα. Μάλιστα έχει παρατηρηθεί ότι από το σύνολο των επιχειρούμενων προσπαθειών για κάποια Ε&Σ, λιγότερες από το 30% είναι επιτυχημένες. Οι λόγοι της αποτυχίας είναι διάφοροι, με πιο σημαντικό την ανεπαρκή αξιολόγηση – υπερεκτίμηση προσδοκιών. Όταν μια επιχείρηση εξετάζει το ενδεχόμενο να πραγματοποιήσει μια Ε&Σ ξεκινά μια διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης-στόχου. Συχνά η διαδικασία αυτή αποδεικνύεται ανεπαρκής, λόγω του ότι η εταιρία είχε υπερεκτιμήσει τα οφέλη από την Ε&Σ, είτε είχε υποτιμήσει τα προβλήματα που συνόδευαν την επιχείρηση - στόχο. Ένα άλλο εμπόδιο είναι οι δυσκολίες που συναντώνται κατά την ενοποίηση. Σε αρκετές περιπτώσεις δεν είναι δυνατή η ένωση δυο διαφορετικών εταιρικών κουλτουρών, χρηματοοικονομικών συστημάτων, συστημάτων ελέγχου και η αποτελεσματική επικοινωνία και συνεργασία των διοικητικών στελεχών των δύο επιχειρήσεων. Το υπερβολικό χρέος είναι επίσης ένας παράγοντας που μπορεί να οδηγήσει σε αποτυχία. Όταν μια επιχείρηση αποφασίσει να προχωρήσει σε μια Ε&Σ, είναι διατεθειμένη να ολοκληρώσει την διαδικασία ακόμα και αν το τίμημα είναι μεγάλο. Εξαιτίας όμως του ανεπαρκούς ελέγχου των οικονομικών της επιχείρησης - στόχου, είτε λόγω υπέρμετρης αυτοπεποίθησης των στελεχών της, η επιχείρηση λίγο πριν την ολοκλήρωση της συμφωνίας δεν γνωρίζει ποια είναι η ακριβής αξία της αγοράς στόχου. Έτσι η καταβολή υψηλής υπεραξίας για την ολοκλήρωση της Ε&Σ είναι πιθανόν να οδηγήσει την εξαγοράζουσα εταιρία σε συσσώρευση χρεών παρά σε ελάττωση του κόστους. Τέλος, σημαντικός είναι ο ρόλος των στελεχών κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων, οπότε και μπορεί να παρουσιαστούν προβλήματα. Στις διαπραγματεύσεις συμμετέχουν μια ομάδα στελεχών της επιχείρησης-αγοραστή και διάφορα άλλα άτομα με διαφορετικές ιδιότητες, τα οποία δεν έχουν συνεργαστεί ποτέ ξανά στο παρελθόν. Τα άτομα αυτά καλούνται να παρουσιάσουν μια κοινή άποψη για επικείμενη Ε&Σ σε περιορισμένο χρόνο, διαδικασία δύσκολη αφού κάθε στέλεχος αντιμετωπίζει το θέμα από άλλη οπτική γωνία και συγκεντρώνονται πολλές διαφορετικές απόψεις (Παπαδάκης Β. 2002).

2.9 Παράγοντες επιτυχίας των Ε&Σ

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την αποτελεσματικότητα της στρατηγικής των Ε&Σ σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία είναι πάρα πολλοί και μπορούμε να τους εντάξουμε στις παρακάτω κατηγορίες:

Στρατηγικό κίνητρο

Σημαντικός παράγοντας για την επιτυχημένη έκβαση μιας Ε&Σ είναι το κίνητρο που οδήγησε σε αυτήν να είναι στρατηγικό, γιατί σε διαφορετική περίπτωση δεν θα να είναι συμβατή με τις εταιρικές δυνατότητες και τους στόχους. Κατά την εξέταση των στόχων της, μια εταιρία πρέπει να λάβει υπόψη την θέση της σε σχέση με τον ανταγωνισμό, τις δυνάμεις και τις αδυναμίες της, καθώς και τις φιλοδοξίες και ικανότητες των διοικητικών στελεχών της (Mirvis & Marks, 1992). Σύμφωνα με τον Kitching (1967), οι μάνατζερ αντιμετωπίζουν την επιλογή για Ε&Σ με δυο διαφορετικές προσεγγίσεις: η προσέγγιση «golf course» αναφέρεται στα διοικητικά άλματα που πρέπει να γίνουν ώστε να εκμεταλλευτεί η επιχείρηση μια ευκαιρία που ενδεχομένως εμφανιστεί τυχαία και η δεύτερη οπτική ονομάζεται «crystal ball» και προϋποθέτει ότι η διοίκηση σκέφτεται στρατηγικά και η απόφαση αποτελεί μέρος μιας συνολικής εταιρικής στρατηγικής. Ο Kitching βασιζόμενος σε 22 συνεντεύξεις με εξειδικευμένα στελέχη επιχειρήσεων κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες επιλέγουν την προσέγγιση «golf course» έχουν την τάση να αποτυγχάνουν. Αργότερα ο Levinson (1970) πρόσθεσε ότι μπορεί οι Ε&Σ να οφείλονται και σε δύο ψυχολογικούς παράγοντες. Ο φόβος, «Fear», ήταν ο ένας και αναφερόταν στην αίσθηση που δημιουργείτο ότι αν η επιχείρηση δεν αναπτυχθεί, θα αφανιστεί τελικά λόγω του σκληρού ανταγωνισμού των μεγάλων επιχειρήσεων της αγοράς. Ο άλλος παράγοντας ονομάζεται απαξίωση «obsolescence» και συνεπάγεται ότι η Ε&Σ είναι μια προσπάθεια για ανανέωση, επειδή οι άνθρωποι και οι οργανώσεις με την πάροδο των χρόνων τείνουν να γίνονται πιο στερεότυπες με τους τρόπους τους, να χάνουν την ικανότητα προσαρμογής στις μεταβαλλόμενες συνθήκες του περιβάλλοντος και είναι λιγότερο ευέλικτες στη διαμόρφωση των στρατηγικών τους.

Είδος ή/και βαθμός διαφοροποίησης

Στο στρατηγικό τομέα, ο τύπος της διαφοροποίησης που η εξαγορά επιδιώκει να επιτύχει - ανάλογα με το αν είναι οριζόντια, κάθετη, ομόκεντρη, ή ενός ομίλου - επηρεάζει τη σύζευξη και τη σχέση μεταξύ της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Αυτή η συνένωση μπορεί να έχει θετική επίδραση στην επίδοση των επιχειρήσεων. Πολλές μελέτες έχουν δείξει ότι οι επιχειρήσεις προτιμούν τις Ε&Σ με επιχειρήσεις που έχουν συναφή δραστηριότητα και ότι αυτή η συσχετισμένη διαφοροποίηση είναι πιο προσοδοφόρα απ' ό,τι η ασυσχέτιστη. Ο Porter (1985) επισήμανε ότι οι οριζόντιες και ομόκεντρες συγχωνεύσεις είναι πιθανότερο να δημιουργήσουν συνέργειες σε μεγαλύτερο βαθμό από τις κάθετες και ασυσχέτιστες.

Τα κριτήρια επιλογής

Πρόκειται για τα κριτήρια που καθορίζει η υπεύθυνη ομάδα της εξαγοράζουσας επιχείρησης για την ανεύρεση πιθανών επιχειρήσεων - στόχων προς εξαγορά. Η απόφαση σχετικά με τα κριτήρια είναι κρίσιμη, δεδομένου ότι συμβάλλει ώστε η εταιρεία να είναι συνεπής και να μην επηρεάζεται από τα συναισθήματα ή να αντιδρά παρορμητικά (Kitching, 1967).

Η τιμή

Το αντίτιμο που καταβάλλεται για την εξαγορά μιας επιχείρησης θεωρείται από τους πιο κρίσιμους παράγοντες για την επιτυχημένη έκβασή της. Ο Severson (1989) τόνισε ότι, προτού μια εταιρεία αποφασίσει να προβεί σε μια Ε&Σ, θα πρέπει να αναλύσει διεξοδικά τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης εταιρείας, προκειμένου να εξακριβώσει την εμπορική τους αξία. Πρέπει επίσης να προσδιοριστεί το ύψος δανεισμού και αν υπάρχουν τυχόν προβλήματα με τους τίτλους που κατέχει η επιχείρηση - στόχος. Αυτή η διεξοδική εξέταση θα δώσει την δυνατότητα στην εξαγοράζουσα εταιρεία να προσφέρει ένα δίκαιο αντίτιμο, μεγιστοποιώντας έτσι τα κέρδη της συναλλαγής. Σε αντίθετη περίπτωση, όπως τονίζουν οι Rappaport (1979) και Terry (1982) αν δαπανηθούν παραπάνω χρήματα για την εξαγορά μιας επιχείρησης από αυτά που αξίζει, σε μακροχρόνιο ορίζοντα η

χρηματοοικονομική κατάσταση της εξαγοράζουσας εταιρίας θα χειροτερεύσει. Σε αντίθεση με όσα αναφέρθηκαν, πολλοί είναι αυτοί που υποστηρίζουν ότι η τιμή σε μια Ε&Σ δεν είναι τόσο κρίσιμη ώστε να χαρακτηριστεί αυτή ως επιτυχημένη ή μη, αφού τονίζουν ότι δεν παίζει τόσο μεγάλο ρόλο το τι πληρώνεις για να εξαγοράσεις μια επιχείρηση αλλά τι μπορείς να κάνεις με αυτήν.

Στρατηγική Προσαρμογή

Ένα άλλο πολύ σημαντικό κριτήριο, όπως υποστηρίζουν οι Jemison και Sitkin (1986), είναι η στρατηγική προσαρμογή, η οποία μπορεί να οριστεί ως «ο βαθμός στον οποίο η εταιρία - στόχος συμπληρώνει ή πάει ένα βήμα παρακάτω την στρατηγική της μητρικής εταιρίας και ως εκ τούτου καθιστά αναγνωρίσιμες συνεισφορές στους οικονομικούς και μη οικονομικούς στόχους της». Ο Lubatkin (1983) υπογράμμισε ότι τα κέρδη ή οι ζημιές της εταιρείας που προκύπτουν από μια συγχώνευση εξαρτώνται από τη στρατηγική προσαρμογή μεταξύ των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων και των ρυθμών ανάπτυξης της εξαγοράζουσας και εξαγοραζόμενης εταιρίας. Όσο μεγαλύτερη είναι η προσαρμογή των δυο στρατηγικών, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα επίτευξης υψηλού κέρδους από αυτή την συναλλαγή.

Εμπλοκή της διοίκησης στη διαδικασία

Ο Boland (1970) πραγματοποίησε μια έρευνα σε τυχαίες επιχειρήσεις οι οποίες ενεπλάκησαν σε 2.815 Ε&Σ κατά το πρώτο μισό του 1969. Η πρώτη ερώτηση στο ερωτηματολόγιο που χρησιμοποίησε, αφορούσε τα διοικητικά στελέχη και την προσοχή που έδωσαν αυτοί κατά τη διάρκεια της αξιολόγησης πριν την Ε&Σ σε παράγοντες της αγοράς, της παραγωγής, χρηματοοικονομικούς και παράγοντες ανθρώπινου δυναμικού. Διαπίστωσε ότι ιδιαίτερη προσοχή έδωσαν στο ταλέντο και το βάθος των γνώσεων των διοικητικών στελεχών της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Αυτά τα στελέχη πρέπει να είναι ειδικοί σε διάφορους τομείς και να λειτουργούν με ομαδικό πνεύμα ώστε να λύσουν οποιοσδήποτε συγκρούσεις.

Διοίκηση Ανθρωπίνων Πόρων

Σε συνέχεια της παραπάνω λογικής, είναι εξαιρετικά σημαντικό οι υπεύθυνοι Ανθρωπίνων Πόρων να εμπλέκονται στη διαδικασία Ε&Σ όσο το δυνατόν γρηγορότερα. Η κατά το δυνατόν καλύτερη γνώση του τμήματος Ανθρωπίνων Πόρων για τους εργαζόμενους, για παράδειγμα των κινήτρων που αυξάνουν την απόδοσή τους, έχει ουσιαστική συνεισφορά στην μετά την εξαγορά απορρόφηση της επιχείρησης - στόχου. Επίσης πρέπει να δοθεί μεγάλη προσοχή στις διαφορές που υπάρχουν μεταξύ εξαγοράζουσας και εξαγοραζόμενης επιχείρησης σε θέματα που έχουν να κάνουν με την αξιολόγηση της εργασίας, την εκπαίδευση του ανθρώπινου δυναμικού, την αξιολόγηση της απόδοσης, των προοπτικών για καριέρα, το επίπεδο των μισθών και άλλα τέτοια ζητήματα που αφορούν το τμήμα Ανθρωπίνων Πόρων (Mirvis & Marks, 1992). Ο Schweiger και οι συνεργάτες του (1989) εξέτασαν τον παράγοντα του ανθρώπινου δυναμικού, ζητώντας από τα Διοικητικά Στελέχη 80 επιχειρήσεων να αξιολογήσουν 15 κριτήρια που τον αφορούν και αν αυτά συνυπολογίστηκαν για την λήψη της απόφασης μιας Ε&Σ, όπως για παράδειγμα αν υπάρχει πρόγραμμα για Συνταξιοδότηση των εργαζομένων. Βρήκαν ότι τέτοια κριτήρια δεν έπαιξαν κάποιο ρόλο στην διαδικασία μιας Ε&Σ, παρόλο που θεωρούνται πολύ σημαντικά για την επιτυχή πορεία μιας επιχείρησης.

Κουλτούρα

Πολλοί ερευνητές του κλάδου της διοίκησης επιχειρήσεων ισχυρίζονται ότι οι διαφορές στην κουλτούρα των επιχειρήσεων είναι κρίσιμος παράγοντας για την απόδοσή τους κατά την διαδικασία της ενσωμάτωσης μετά την ανακοίνωση της Ε&Σ. Παρόλα αυτά οι αλληλεξαρτήσεις μεταξύ εταιρικής κουλτούρας, εθνικής κουλτούρας, των προσπαθειών ενσωμάτωσης, καθώς και η επιρροή τους στην επιτυχημένη έκβαση διασυνοριακών Ε&Σ δεν είναι απολύτως ξεκάθαρες (Stahl & Voight, 2008). Ως εταιρική κουλτούρα, ορίζονται από τον Schein (1985) οι πεποιθήσεις και οι κοινές αξίες που ενστερνίζονται τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη σχετικά με τις κατάλληλες επιχειρηματικές πρακτικές. Οι Weber και Schweiger (1992) επισημαίνουν ότι η διοίκηση θα πρέπει να δίνει την ίδια προσοχή στην προσαρμογή των κουλτουρών (σε εταιρικό και εθνικό επίπεδο) κατά τη διαδικασία αναζήτησης της επιχείρησης - στόχου για εξαγορά όσο και για χρηματοοικονομικούς

και στρατηγικούς παράγοντες. Ο Appelbaum και οι συνεργάτες του (2000), υποστήριξαν ότι η επιλογή για το ποιο μοντέλο επιχειρηματικής κουλτούρας θα εφαρμοστεί πρέπει να ληφθεί στο στάδιο προετοιμασίας της εξαγοράς. Τα διαφορετικά πρότυπα που εξετάζονται είναι: επιλογή της μιας ή της άλλης κουλτούρας, διαμόρφωση μιας κουλτούρας η οποία υιοθετεί τα δυνατά στοιχεία της κάθε μιας και τέλος η δημιουργία μιας εντελώς νέας κουλτούρας, η οποία δε χρησιμοποιεί καμιά από της προηγούμενες ως βάση της.

Διαφορά στο μέγεθος

Ο παράγοντας αυτός αναφέρεται στις Ε&Σ μεταξύ επιχειρήσεων με εξαιρετικά ανόμοιες αναλογίες, κατά τις οποίες η εξαγοράζουσα (μεγάλη) επιχείρηση δεν έχει την απαραίτητη πείρα και τις γνώσεις ώστε να είναι σε θέση να διαχειριστεί σωστά μια μικρότερου μεγέθους επιχείρηση και το αντίστροφο. Η διαφορά στο μέγεθος δυο επιχειρήσεων μπορεί να διαπιστωθεί με αρκετούς τρόπους ανάλογα με την ερευνητική σκοπιά με την οποία αντιμετωπίζεται το ζήτημα και για παράδειγμα είναι, η διαφορά στον αριθμό των εργαζομένων μεταξύ εξαγοράζουσας κι εξαγοραζόμενης επιχείρησης, η διαφορά στον όγκο πωλήσεων που επέτυχαν οι δυο επιχειρήσεις ή και η διαφορά στο ύψος των περιουσιακών στοιχείων τους (Calipha et. al 2011).

Οργανωσιακή δομή

Η Οργανωσιακή δομή είναι ένας παράγοντας που θα πρέπει να εξεταστεί στα πρώιμα στάδια μιας Ε&Σ, δεδομένου ότι αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι της διοίκησης και της εταιρικής πολιτικής. Η απορροφώσα εταιρεία έχει πολλές αποφάσεις να λάβει, συμπεριλαμβανομένης και της νέα δομής που θα προκύψει μετά την Ε&Σ. Ακόμα ένα κρίσιμο ζήτημα είναι το επίπεδο διοικητικής αποκέντρωσης που θα επιτευχθεί. Επίσης άλλο ένα ζήτημα που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι η ενδεχόμενη αντίσταση και δυσαρέσκεια στελεχών που μπορεί να χάσουν θέσεις ανώτερων κλιμακίων στην ιεραρχία της επιχείρησης, αφού μια πιο συγκεντρωτική διαδικασία λήψης αποφάσεων μπορεί να απομονώσει τη διοίκηση από την υπόλοιπη επιχείρηση (Young & Tavares, 2004). Σύμφωνα με τον Brockhaus (1975), η εξαγοραζόμενη εταιρεία μπορεί να συνεχίσει με τις αξίες της και οι εργαζόμενοι

μπορούν να συνεχίσουν να εργάζονται μέσα στα καθιερωμένα πρότυπα λειτουργίας της. Έτσι αποφεύγεται η σύγχυση και η εξαγοραζόμενη εταιρεία λειτουργεί ανεξάρτητα και ξεχωριστά, αλλά εξακολουθεί να είναι υπό την εποπτεία της μητρικής εταιρείας.

Συστήματα ελέγχου

Ένα σημαντικό ζήτημα που αφορά στην επιχειρησιακή δομή είναι ο έλεγχος. Διαφορετικά συστήματα ελέγχου μπορούν να οδηγήσουν σε προβλήματα σε ό,τι έχει να κάνει με τις αναφορές που πρέπει να δίνει η εξαγοραζόμενη στη μητρική εταιρεία. Επομένως, θα πρέπει να αποτελεί αντικείμενο συζητήσεων σε όσο το δυνατόν πιο πρώιμο στάδιο της διαδικασίας μιας Ε&Σ ώστε να αποφεύγονται μελλοντικές παρερμηνείες (Calipha et. al 2011).

Ενδεδειγμένη εξέταση όλων των ενδιαφερόμενων μερών

Παρότι είναι αρκετά πιθανό να υπάρχουν πολλές και σύνθετες ομάδες ενδιαφερόντων όπως για παράδειγμα, μέτοχοι, πελάτες, προμηθευτές, πιστωτές, δημόσιοι φορείς και άλλοι φορείς της τοπικής κοινωνίας, είναι πολύ σημαντικό να ληφθούν υπόψη, να εκτιμηθεί τυχόν αντίσταση που ενδεχομένως να προκύψει και να προσδιοριστούν με σαφήνεια πιθανές απειλές και ευκαιρίες (Mirvis & Marks, 1992). Αυτή η εξέταση συμβάλλει στο να αποφευχθούν μελλοντικές αντιστάσεις και εν δυνάμει αντιπαραθέσεις με τους βασικούς ενδιαφερομένους, οι οποίες μπορεί να οδηγήσουν σε απώλεια εσόδων και άλλα αρνητικά αποτελέσματα.

Ανάλυση αναγκών μελλοντικών κεφαλαίων

Ένα κρίσιμο λάθος που κάνουν συχνά τα στελέχη της εξαγοράζουσας επιχείρησης είναι ότι υποτιμούν τις μελλοντικές τους επενδύσεις και άλλες ανάγκες κεφαλαίου της απορροφούμενης εταιρείας πριν από την υπογραφή της συμφωνίας (Kitching, 1967).

3. Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Πινάκας 1: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Έρευνα	Πεδίο Μελέτης	Μέγεθος Δείγματος	Μοντέλο	Περίοδος	Χώρα	Ευρήματα
Ravenscraft & Scherer (1987)	Η κερδοφορία των επιχειρήσεων που ήταν στόχοι E&Σ	471	Regression Estimate	1950-1977	ΗΠΑ	Οι επιχειρήσεις που ενεπλάκησαν σε εχθρικές E&Σ, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν με δημόσια προσφορά παρουσιάζουν πτωτική τάση του αριθμοδείκτη απόδοσης ενεργητικού (ROA). Επίσης οι εν λόγω επιχειρήσεις ήταν κατά 3,1% λιγότερο επικερδείς από ό,τι οι επιχειρήσεις που δεν είχαν ανάμιξη σε E&Σ.
Dickerson, Gibson & Tsakalotos (1997)	Η απόδοση των επιχειρήσεων πριν και μετά την E&Σ (ROA)	2.941	Regression Estimate	1950-1977	Ην. Βασίλειο	Η E&Σ δεν είχε θετική επίδραση στην απόδοση των επιχειρήσεων, για πέντε χρόνια μετά την E&Σ ο δείκτης ROA για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις ήταν χαμηλότερος σε σχέση με επιχειρήσεις που δεν είχαν ανάμιξη σε E&Σ. Η ανάπτυξη μέσω εξαγορών υστερεί συγκριτικά με την οργανική ανάπτυξη και υπάρχει συνεχής μείωση της κερδοφορίας μετά την εξαγορά.

Kitching (1974)	Προσδιορισμός των χαρακτηριστικών των εξαγορασμένων εταιριών	90	Περιγραφική στατιστική	1965-1970	ΗΠΑ	Επιτυχημένες εξαγορές ήταν αυτές που πραγματοποιήθηκαν με οριζόντια μορφή και οι εταιρίες – στόχοι διέθεταν μεγάλο μέγεθος σε σχέση με την εταιρία που τις εξαγοράζει, υψηλή αποδοτικότητα και μεγάλα μερίδια αγοράς στον βιομηχανικό τομέα όπου ανήκαν.
Meeks (1977)	Κερδοφορία (ROA) πριν και μετά την Ε&Σ		Change Model	1964-1972		Αν και υπάρχει μια μικρή θετική επίδραση κατά το έτος απόκτησης, στη συνέχεια η κερδοφορία είναι σημαντικά μικρότερη από ό,τι στην προ Ε&Σ φάση, μερικές φορές πάνω από 50% λιγότερη.
Mueller (1980)	Μέτρα σύγκρισης: ROE, ROA & ROC	287	Change Model	1962-1972	ΗΠΑ	Οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις σε Ε&Σ ήταν λιγότερο κερδοφόρες σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου που δεν έκαναν Ε&Σ.
Kusewitt (1985)	Χρηματοοικονομική απόδοση (ROA και απόδοση μετοχής)	138	Regression Estimate	1967-1976	ΗΠΑ	Ο κοινός κλάδος και η κερδοφορία της εξαγοραζόμενης συσχετίζονται θετικά με την απόδοση της εξαγοράζουσας. Οι υπόλοιποι παράγοντες (το μέγεθος, ο αριθμός Ε&Σ που πραγματοποιήθηκαν, ο χρόνος που πραγματοποιήθηκε σε σχέση με την φάση του κύκλου ζωής της αγοράς, το αντίτιμο και το % του αντίτιμου σε μετρητά) έχουν αρνητική σχέση με την χρηματοοικονομική απόδοση.

Hay & Liu (1998)	Οι καθοριστικοί παράγοντες της συμπεριφοράς μιας Ε&Σ	110	Regression Estimate	1971-1989	Ην. Βασίλειο	Η συχνότητα εμφάνισης εξαγορών συσχετίζεται θετικά με τα ποσοστά κέρδους, το ρυθμό επένδυσης, τον δείκτη αποτίμησης (P/E), ενώ υπάρχει αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη χρέους / περιουσιακών στοιχείων.
Healy et. al (1992)	Απόδοση των Ε&Σ (ΛΤΡ)	50	Change Model - Regression Estimate	1979-1984	ΗΠΑ	Οι λειτουργικές αποδόσεις των επιχειρήσεων βελτιώθηκαν και με τα δυο μοντέλα μετά την Ε&Σ. Αναλύοντας τα δομικά στοιχεία των ΛΤΡ, διαπιστώθηκε αύξηση της απόδοσης του ενεργητικού, η οποία θα μπορούσε να είναι η αιτία ώστε να βελτιωθεί η απόδοση μετά την Ε&Σ, ενώ από την άλλη, η πολιτική των επιχειρήσεων για ενδύσεις στην Ε&Α παρέμεινε αμετάβλητη.
Rahman & Limmack (2004)	Χρηματοοικονομική απόδοση (ΛΤΡ)	94 εξαγοραζουσών & 113 εξαγοραζόμενων	Change Model - Regression Estimate	1988-1992	Μαλαισία	Οι ΛΤΡ των επιχειρήσεων βελτιώθηκαν μετά την Ε&Σ σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Τα αποτελέσματα του υποδείγματος της παλινδρόμησης δείχνουν ότι υπήρξε βελτίωση της κερδοφορίας και των αποδόσεων μετά την Ε&Σ.

Powell & Stark (2005)	Αποδοτικότητα των E&Σ (ΑΤΡ)	191	Change Model - Regression Estimate	1985-1993	Ην. Βασίλειο	Η λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων που ενεπλάκησαν σε E&Σ βελτιώθηκε. Δεν υπάρχουν σαφείς ενδείξεις ότι η μορφή του αντιτίμου, η φύση της E&Σ, η κλαδική σχέση και το σχετικό μέγεθος της επιχείρησης, μπορούν να εξηγήσουν την απόδοση μετά την E&Σ.
Park & Jang (2010)	Η ανάπτυξη των επιχειρήσεων μετά την E&Σ (αύξηση των πωλήσεων)	347	Regression Estimate	1980-2007	ΗΠΑ	Το μοτίβο της ανάπτυξης διαφέρει κατά περίπτωση ανάλογα με το μέγεθος της επιχείρησης και τον χρονικό ορίζοντα. Οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν αυξητικές τάσεις των πωλήσεων τους κατά το χρόνο μετά την E&Σ, τάσεις που εξαφανίζονται κατά τη διάρκεια ή μετά το πέρας του τρίτου έτους.
Rossi & Volpin (2004)	Προσδιοριστικοί Παράγοντες των E&Σ	4007 (E&Σ)	Regression Estimate	1990-2002	Διεθνής	Οι διαφορές στη νομοθεσία και στην εφαρμογή της εξηγούν την ένταση και το μοτίβο των E&Σ. Η καλύτερη προστασία των επενδυτών συνδέεται με περισσότερες συναλλαγές, περισσότερες εχθρικές εξαγορές και λιγότερες διασυνοριακές ευκαιρίες. Ακόμα συνδέεται με την χρήση των μετοχών ως μεθόδου πληρωμής και με υψηλότερα ασφάλιστρα εξαγοράς.

Luybaert & Huyghebaert (2007)	Προσδιοριστικοί παράγοντες της εξωτερικής ανάπτυξης μέσω Ε&Σ	378	Regression Estimate (logit)	1997-2005	Βέλγιο	Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία, η μόχλευση και το μέγεθος της επιχείρησης επηρεάζουν θετικά και μάλιστα σε σημαντικό βαθμό την απόφασή της να αναπτυχθεί μέσω Ε&Σ, ενώ το ποσοστό του χρέους που αποτελείται από τραπεζικά δάνεια και η συγκέντρωση ιδιοκτησίας έχουν αρνητικές επιπτώσεις.
Muisa (2010)	Παράγοντες που επηρεάζουν την ανάπτυξη των επιχειρήσεων μέσω Ε&Σ	32	Regression Estimate	1999-2009	Κένυα	Η κερδοφορία έχει τη μεγαλύτερη επίδραση στον προσδιορισμό της ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Ενώ η συγκέντρωση της βιομηχανίας, η αύξηση των πωλήσεων, οι δείκτες του χρηματιστηρίου και η αύξηση του ΑΕΠ καθορίζουν σε μικρότερο βαθμό την ανάπτυξη μέσω Ε&Σ.

Charlotte & Manigart (2010)	Οι οικονομικές επιδόσεις των εξαγορασμένων επιχειρήσεων μετά την Ε&Σ	384	Περιγραφική στατιστική	2000-2004	Βέλγιο	Οι επιχειρήσεις-στόχοι στις εγχώριες εξαγορές είναι λιγότερο αποδοτικές και αναπτύσσονται λιγότερο από τις ανεξάρτητες επιχειρήσεις, τόσο πριν όσο και μετά την εξαγορά. Αντίθετα, οι επιχειρήσεις-στόχοι σε διασυνοριακές εξαγορές παρουσιάζουν συγκρίσιμα αποτελέσματα με τις ανεξάρτητες εταιρείες πριν, αλλά έχουν υψηλότερα περιθώρια κέρδους και υψηλότερες αποδόσεις μετά την εξαγορά.
Changqi & Ningling (2007)	Απόδοση των διασυνοριακών Ε&Σ	61	Regression Estimate	2000-2006	Κίνα	Η προ της εξαγοράς απόδοση και το ποσοστό των κρατικών μετοχών επηρεάζουν θετικά τις διασυνοριακές Ε&Σ των κινέζικων επιχειρήσεων. Ενώ η ηλικία της επιχείρησης και οι ελεύθερες ταμειακές ροές δεν έχουν στατιστικά σημαντική επίδραση στις επιδόσεις αυτές.
Λαζαρίδης & Δρυμπέτας (2008)	Τα κίνητρα, οι προϋποθέσεις και οι μέθοδοι των Ε&Σ στην Ελλάδα	60	Probit	2001-2006	Ελλάδα	Η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας, η αποτελεσματικότητα των συστημάτων ελέγχου και το μέγεθος της επιχείρησης είναι οι βασικοί παράγοντες για τις Ε&Σ. Η πιθανότητα εφαρμογής Ε&Σ αυξάνεται όταν η επιχείρηση είναι μεγάλη και με ισχυρή διοίκηση.

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις (E&S) αποτελούν μια από τις δημοφιλέστερες στρατηγικές ανάπτυξης για τις επιχειρήσεις. Χαρακτηριστικά το 2005 με βάση τα στοιχεία του factset, η αξία των E&S στις ΗΠΑ άγγιξε το ένα τρις δολάρια και στην Ευρώπη τα 883 δις. Η ξέφρενη αυτή δραστηριότητα μετριάστηκε εξαιτίας της οικονομικής κρίσης που ξέσπασε το 2007. Μάλιστα υποστηρίζεται ότι το 2012 ήταν η χειρότερη χρονιά της τελευταίας τετραετίας. Μια πρόσφατη όμως έκθεση παρουσιάζει αξιοσημείωτη βελτίωση της κατάστασης το τελευταίο τετράμηνο του 2012, με την αξία των συναλλαγών παγκοσμίως να προσεγγίζει το υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων ετών. Το γεγονός αυτό σηματοδοτεί μια αλλαγή στην εταιρική ψυχολογία κατά την περίοδο της ύφεσης, με αποτέλεσμα να δούμε τελικά μεγάλης αξίας επιλογές αγοράς. Πλέον όλο και περισσότερες εταιρίες επανεξετάζουν πιθανές ευκαιρίες E&S που είχαν τεθεί στο αρχείο, λόγω της συνεχιζόμενης ύφεσης και της οικονομικής επιβράδυνσης (nasdaq 2013). Αυτή η ευρεία αποδοχή και υιοθέτηση της στρατηγικής των E&S από την επιχειρηματική κοινότητα διεθνώς θα ήταν αδύνατο να μην κινήσει το ενδιαφέρον πολλών επιστημόνων της οικονομίας και της διοίκησης των επιχειρήσεων.

Σε γενικές γραμμές, υπάρχουν δύο βασικά ρεύματα στην υπάρχουσα βιβλιογραφία. Το πρώτο εξετάζει τις επιπτώσεις των E&S χρησιμοποιώντας στοιχεία από τη χρηματιστηριακή αγορά και, χρησιμοποιώντας την αγορά μετοχών, καθορίζει την επιτυχία ή την αποτυχία της εξαγοράς. Υποθέτει ότι η χρηματιστηριακή αγορά είναι αποτελεσματική και ως εκ τούτου οι αλλαγές στις τιμές των μετοχών τόσο της απορροφώσας όσο και των εταιριών-στόχων, ο έλεγχος των «κινήσεων» στην ευρύτερη αγορά και εν γένει ο συστηματικός κίνδυνος της εταιρίας, αντιπροσωπεύουν την αξία των οικονομικών επιπτώσεων της εξαγοράς. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι ο αντίκτυπος της εξαγοράς για τις επιχειρήσεις -στόχους είναι θετικός. Σε αντίθεση με τις εξαγοράζουσες, για τις οποίες τα στοιχεία καταδεικνύουν μικρή επίδραση ή ακόμη και αρνητικές επιπτώσεις. Η δεύτερη προσέγγιση επικεντρώνεται στη βιομηχανική οργάνωση και εξετάζει τους καθοριστικούς παράγοντες της απόδοσης της επιχείρησης, κάνοντας χρήση των λογιστικών στοιχείων (Dickerson et. al 1997). Ο Kitching (1974) εστίασε στον προσδιορισμό των χαρακτηριστικών των εξαγορασμένων εταιριών, μέσω των

αποτελεσμάτων που είχαν αυτές οι εξαγορές και της στρατηγικής που ακολούθησαν οι εταιρίες που τις εξαγόρασαν. Στα πλαίσια της ερευνάς του, μελέτησε ένα δείγμα 90 αμερικανικών επιχειρήσεων που προέβησαν σε εξαγορά στην Ευρώπη κατά την περίοδο 1965 – 1970. Χωρίς τη χρήση κάποιου συγκεκριμένου υποδείγματος παρά μόνο με περιγραφικά μέτρα, διερευνώντας ταυτόχρονα και μη χρηματοοικονομικές μεταβλητές, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι επιτυχημένες εξαγορές στην Ευρώπη είναι αυτές που πραγματοποιούνται με οριζόντια μορφή και οι εταιρίες – στόχοι διαθέτουν μεγάλο μέγεθος σε σχέση με την εταιρία που τις εξαγοράζει, υψηλή αποδοτικότητα και μεγάλα μερίδια αγοράς στον βιομηχανικό τομέα όπου ανήκουν.

Οι Hay και Liu (1998) παρουσίασαν κάποια στοιχεία σχετικά με τους καθοριστικούς παράγοντες της συμπεριφοράς μιας εξαγοράς σε ένα δείγμα 110 επιχειρήσεων σε 18 τομείς της μεταποιητικής βιομηχανίας του Ηνωμένου Βασιλείου για την περίοδο 1971-1989. Επέλεξαν τις μεγάλες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνταν σε αυτούς τους τομείς κατά την εν λόγω χρονική περίοδο και για τους σκοπούς της ανάλυσής τους περιορίζονται σε εκείνες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Ηνωμένου Βασιλείου. Η μελέτη τους διαφέρει από τις προηγούμενες στο γεγονός ότι εστιάζει στους καθοριστικούς παράγοντες της συμπεριφοράς της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Ειδικότερα, εστιάζει στο αν μια επιχείρηση κάνει εξαγορές σε ένα συγκεκριμένο έτος και στους καθοριστικούς παράγοντες του ύψους των εξαγορών, δεδομένου ότι οι εξαγορές της συγκεκριμένης επιχείρησης μπορεί να καθίσταται αρκετά ασταθείς με την πάροδο του χρόνου. Έμφαση δίνεται στις εξαγορές, ως μέσο της ανάπτυξης ή της επενδυτικής στρατηγικής της επιχείρησης και ως εναλλακτική λύση για τη δημιουργία νέων υλικών περιουσιακών στοιχείων. Το μοντέλο που χρησιμοποιούν για να μελετήσουν την συμπεριφορά των Ε&Σ, έχει εξαρτημένη μεταβλητή την περίπτωση η εταιρία να έχει εμπλακεί σε μια Ε&Σ και ως ανεξάρτητες το ρυθμό των κερδών μετά φόρων, το ρυθμό επένδυσης, τον δείκτη αποτίμησης (P/E) και τον δείκτη δανειακών κεφαλαίων προς περιουσιακά στοιχεία. Σύμφωνα με τα αποτελέσματά τους, η συχνότητα εμφάνισης εξαγορών συσχετίζεται θετικά με τα ποσοστά κέρδους. Ενστικτωδώς δηλαδή, μια εταιρεία με προβλεπόμενη αύξηση των ταμειακών ροών είναι πιο πιθανό να προβεί σε μια εξαγορά. Επίσης έδειξαν ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση με τον

δείκτη χρέους/περιουσιακών στοιχείων. Η διαπίστωσή τους ότι η εξαγορά συσχετίζεται θετικά με τις επενδύσεις από την εταιρεία, είναι λίγο περίεργη, αφού θα περίμενε κανείς οι εξαγορές και οι επενδύσεις να είναι υποκατάστατες επιλογές. Διαπίστωσαν επίσης ότι η συχνότητα εμφάνισης μιας εξαγοράς συσχετίζεται θετικά με την αύξηση του δείκτη αποτίμησης.

Ο Seth (1990) μελέτησε 102 περιπτώσεις E&Σ κατά το χρονικό διάστημα 1962-1979 οι οποίες πραγματοποιήθηκαν με κατάθεση δημόσιας προσφοράς. Για τις ανάγκες της έρευνάς του χρησιμοποίησε ένα ειδικό μοντέλο, το οποίο εξέταζε την αξία των μετοχών των επιχειρήσεων σε σχέση με τις αναμενόμενες χρηματορροές. Μετά από διάφορες E&Σ που εξέτασε κατέληξε στο συμπέρασμά ότι το προσδοκώμενο ποσοστό απόδοσης για τους επενδυτές ήταν κατ' αρχήν θετικό ως προς το αποτέλεσμα του και ανερχόταν στο ύψος του 9,3%. Το ποσοστό αυτό αναλύεται σε ποσοστό απόδοσης από λειτουργικές συνέργειες των εμπλεκόμενων μερών 12,9% και σε ποσοστό απόδοσης από χρηματοοικονομικές συνέργειες -3,6%. Ο Cosh και οι συνεργάτες του (1980) μελέτησαν 225 συγχωνεύσεις που έλαβαν χώρα στο Ηνωμένο Βασίλειο, ως προς το τελικό αποτέλεσμα τους, κατά την περίοδο 1967-1970. Στα πλαίσια της έρευνας τους εξέτασαν την κερδοφορία με τον αριθμοδείκτη ROE και έκαναν μια σύγκριση μεταξύ των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων μιας E&Σ και άλλων επιχειρήσεων μη εμπλεκόμενων σε E&Σ. Το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν ήταν ότι η κερδοφορία των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων βελτιώθηκε σημαντικά μετά την επίτευξη της E&Σ σε χρονικό ορίζοντα τριών και πέντε ετών σε σχέση με τις μη εμπλεκόμενες επιχειρήσεις σε E&Σ.

Ο Kusewitt (1985) πραγματοποίησε μια έρευνα προκειμένου να μελετήσει την σχέση επτά διαφορετικών παραγόντων, οι οποίοι σχετίζονται με τις στρατηγικές των E&Σ, με την μακροχρόνια χρηματοοικονομική απόδοση των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων και με ποιον τρόπο αυτοί οι παράγοντες αλληλεξαρτώνται. Έτσι εξέτασε 138 περιπτώσεις εξαγοραζουσών επιχειρήσεων με έδρα τις Η.Π.Α. οι οποίες δεν σταμάτησαν τις δραστηριότητές τους και ενεπλάκησαν σε 3.500 E&Σ για τα έτη 1967-1976. Όλοι οι παράγοντες που εξετάστηκαν, εξαιρουμένου του αντιτίμου που δαπανήθηκε για την ολοκλήρωση της E&Σ, έχουν στατιστικά σημαντική σχέση με τα μέτρα χρηματοοικονομικής απόδοσης (ROA και απόδοση μετοχής) της

εξαγοράζουσας επιχείρησης. Δυο από τους παράγοντες, ο κοινός κλάδος δραστηριοποίησης και η κερδοφορία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης συσχετίζονται θετικά με την απόδοση της εξαγοράζουσας. Ενώ οι υπόλοιποι παράγοντες (το μέγεθος, ο αριθμός E&Σ που πραγματοποιήθηκαν, ο χρόνος που πραγματοποιήθηκε σε σχέση με την φάση του κύκλου ζωής της αγοράς, το αντίτιμο και το % του αντιτίμου σε μετρητά) έχουν αρνητική σχέση με την χρηματοοικονομική απόδοση των εξαγοράζουσων επιχειρήσεων. Οι Ravenscraft & Scherer (1987) πραγματοποίησαν μια έρευνα για τις οικονομικές επιπτώσεις των E&Σ, αναλύοντας την κερδοφορία των επιχειρήσεων που ήταν στόχοι E&Σ. Το δείγμα που επέλεξαν να μελετήσουν περιείχε 471 περιπτώσεις E&Σ στις Η.Π.Α. για το χρονικό διάστημα 1950-1977. Οι έρευνές τους κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις που ενεπλάκησαν σε εχθρικές E&Σ οι οποίες πραγματοποιήθηκαν μέσω δημόσιων προσφορών, παρουσιάζουν πτωτική τάση του αριθμοδείκτη απόδοσης ενεργητικού (ROA). Επίσης επεσήμαναν ότι οι εν λόγω επιχειρήσεις ήταν κατά 3,1% λιγότερο επικερδείς από ό,τι οι επιχειρήσεις που δεν είχαν ανάμιξη σε τέτοιου είδους δραστηριότητα.

Ο Mueller (1980) μελέτησε 287 E&Σ κατά την περίοδο 1962-1972, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν στις Η.Π.Α. Στα πλαίσια της έρευνάς του αυτής προέβη σε μια σύγκριση των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων με αυτές που δεν ενεπλάκησαν σε E&Σ. Ως μέτρο σύγκρισης χρησιμοποίησε το ROE, το ROA και το ROC (Return On Capital), δείκτης αποδοτικότητας συνολικά απασχολούμενου κεφαλαίου, όπου $ROC = \text{Κέρδη προ Φόρων και Τόκων} / \text{συνολικά απασχολούμενο κεφάλαιο}$. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνάς του, οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις σε E&Σ ήταν λιγότερο κερδοφόρες σε σχέση με άλλες του ίδιου κλάδου που δεν έκαναν E&Σ. Παρόμοια συμπεράσματα εξήγαγε και στην περίπτωση που εφάρμοσε την ως άνω του και σε δείγμα επιχειρήσεων από διάφορα ευρωπαϊκά κράτη (επιλεκτικά Βέλγιο, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Σουηδία, Η.Β). Οι Herman και Lowenstein (1988) διερεύνησαν 56 περιπτώσεις εχθρικών εξαγορών οι οποίες πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1975-1983. Με βάση τα αποτελέσματά τους, προκύπτει ότι το ROC για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις (που κάνουν εχθρικές E&Σ με κατάθεση δημόσιας προσφοράς) βελτιώνεται περίπου κατά 5% κατά την περίοδο μετά την πράξη της E&Σ. Αυτό

παρατηρείται στο δείγμα τους κατά τα έτη 1975-1978. Αντίθετα, κατά την υπόλοιπη περίοδο της έρευνας (1981-1983), τα ευρήματά τους είναι διαφορετικά από τα αρχικά και επισημαίνουν μια γενική μείωση στον αριθμοδείκτη του ROC σε όλες τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις.

Ο Healy και οι συνεργάτες του (1992) ως αντικείμενο της μελέτης τους επέλεξαν τις 50 μεγαλύτερες συγχωνεύσεις στις Η.Π.Α. για το χρονικό διάστημα 1979-1984. Συγκεκριμένα εξέτασαν την απόδοση των Ε&Σ. Βασικό εργαλείο για τον προσδιορισμό της μεταβολής της απόδοσης ήταν οι Λειτουργικές Ταμειακές Ροές (ΛΤΡ), που ορίστηκαν ως ο λόγος των ΛΤΡ προς την τρέχουσα αξία του ενεργητικού, μετά την αφαίρεση της διαμέσου του αντίστοιχου δείκτη των επιχειρήσεων του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η κάθε επιχείρηση. Τα αποτελέσματα της έρευνας που πραγματοποίησαν έδειξαν ότι υπάρχει σημαντική βελτίωση στη λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων μετά την Ε&Σ. Προκειμένου να διαπιστώσουν αν η παρατηρούμενη βελτίωση είναι αποτέλεσμα της Ε&Σ και όχι συνέχια της προηγούμενης δραστηριότητας, χρησιμοποίησαν ένα υπόδειγμα παλινδρόμησης, στα πλαίσια του οποίου εκτίμησαν κανονικές αποδόσεις των ΛΤΡ πριν και μετά την Ε&Σ. Τα αποτελέσματα του υποδείματος έδειξαν πάλι σημαντική βελτίωση στη λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων μετά την Ε&Σ. Αναλύοντας τα δομικά στοιχεία των ΛΤΡ, διαπίστωσαν αύξηση της απόδοσης του ενεργητικού, η οποία θα μπορούσε να αποτελέσει την αιτία ώστε να βελτιωθεί η απόδοση μετά την Ε&Σ, ενώ από την άλλη, η επενδυτική πολιτική των επιχειρήσεων για Ε&Α έμεινε αμετάβλητη.

Οι Rahman και Limmack (2004) είχαν ως στόχο να συνεισφέρουν στη διαμάχη για τις επιδράσεις των Ε&Σ. Για τον λόγο αυτό μελέτησαν την χρηματοοικονομική απόδοση των Ε&Σ σε ένα δείγμα 94 εξαγοραζουσών και 113 εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων στη Μαλαισία, οι οποίες ενεπλάκησαν σε Ε&Σ κατά την περίοδο 1988 με 1992. Για να προσδιορίσουν την απόδοση χρησιμοποίησαν τις ΛΤΡ. Η χρήση των ΛΤΡ, ως μέτρο απόδοσης, επιτρέπει να αξιολογηθεί ο αντίκτυπος της συμφωνίας, ανεξάρτητα από τη λογιστική μέθοδο που χρησιμοποιείται για να καταγραφεί η Ε&Σ ή οι αλλαγές στις λογιστικές μεθόδους που χρησιμοποιούνται μετά την Ε&Σ. Η στάθμιση των ΛΤΡ έγινε με βάση ένα τυχαίο δείγμα επιχειρήσεων,

οι οποίες δεν ενεπλάκησαν σε κάποια Ε&Σ και είχαν παρόμοια χαρακτηριστικά. Από τα αποτελέσματά τους προκύπτει ότι οι ΛΤΡ των επιχειρήσεων σημείωναν βελτίωση μετά την Ε&Σ σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Τα αποτελέσματα αυτά συνάδουν με τα αποτελέσματα του υποδείγματος της παλινδρόμησης πριν και μετά την εξαγορά, καθώς συγκεκριμένα διαπίστωσαν ότι υπήρχε σημαντική βελτίωση της κερδοφορίας των αποδόσεων με ετήσια αύξηση αυτών κατά 3,7% μετά την Ε&Σ. Τέλος, προέβησαν σε μια ανάλυση των συστατικών στοιχείων των ΛΤΡ και παρατήρησαν βελτίωση του δείκτη παραγωγικότητας του ενεργητικού και υψηλότερες ανά μονάδα πωλήσεων ΛΤΡ μετά την εξαγορά.

Οι Powell και Stark (2005) μελέτησαν την αποδοτικότητα των Ε&Σ, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν στο Ηνωμένο Βασίλειο, κατά την περίοδο 1985-1993. Ως κύριο δείκτη μέτρηση της απόδοσης χρησιμοποίησαν τις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές (ΛΤΡ), επειδή υποστηρίζουν ότι πρόκειται για το καλύτερο μέτρο απόδοσης σε σχέση με άλλους δείκτες, οι οποίοι μπορούν εύκολα να χειραγωγηθούν από τις επιχειρήσεις, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις σημαντικών γεγονότων όπως είναι οι Ε&Σ. Για να προσδιορίσουν τις ΛΤΡ έκαναν χρήση δυο εναλλακτικών προσεγγίσεων, αυτής του Lawson (1995), η οποία ορίζει τις ΛΤΡ ως τα κέρδη προ αποσβέσεων προσαρμοσμένα στις μεταβολές του κεφαλαίου κίνησης και αυτής των Healy και της ομάδας του (1992). Για την εκπόνηση της μελέτης τους χρησιμοποίησαν τρία υποδείγματα: α. μοντέλο παλινδρόμησης μεταξύ των αποδόσεων πριν και μετά την Ε&Σ, β. ένα διευρυμένο μοντέλο παλινδρόμησης με μεταβλητές ελέγχου για το μέγεθος, το είδος του αντίτιμου που καταβλήθηκε και την κλαδική σχέση των επιχειρήσεων και γ. ένα μοντέλο διαφορών. Με βάση τα εμπειρικά τους αποτελέσματα, η λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων που ενεπλάκησαν σε Ε&Σ βελτιώθηκε. Περαιτέρω, με βάση το πρώτο μοντέλο παλινδρόμησης των αποδόσεων πριν και μετά την συγχώνευση, τα αποτελέσματα έδειξαν σημαντική βελτίωση των αποδόσεων μετά την Ε&Σ, με τις μη κανονικές αποδόσεις να κυμαίνονται μεταξύ του 0,8 και 3,1%. Τα αποτελέσματα με βάση τα άλλα δυο μοντέλα, υποδηλώνουν βελτίωση της απόδοσης μετά τη συγχώνευση, ωστόσο δεν ήταν στατιστικά σημαντικά ώστε να επιτρέψουν την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων. Τέλος δεν εντοπίστηκαν να υπάρχουν σαφείς ενδείξεις ότι η μορφή του αντίτιμου που

καταβλήθηκε, η φύση της E&Σ, η κλαδική σχέση της επιχείρησης, καθώς και το σχετικό μέγεθος της επιχείρησης μπορούν να εξηγήσουν την απόδοση μετά την E&Σ.

Ο Παπαδάκης (2005) διερεύνησε την επίδραση μιας σειράς παραγόντων, συμπεριλαμβανομένου του εξωτερικού περιβάλλοντος μιας επιχείρησης, κάποιων χαρακτηριστικών αυτής, του προγράμματος επικοινωνίας της και τα χαρακτηριστικά μιας E&Σ. Η μελέτη του βασίζεται σε ένα σχετικά μεγάλο δείγμα από 72 E&Σ που πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα κατά την περίοδο 1997-1999. Το εχθρικό περιβάλλον φαίνεται να είναι ο πιο σημαντικός παράγοντας που σχετίζεται με την επιτυχή εφαρμογή μιας E&Σ και μάλιστα με αρνητική επίδραση. Ενώ από την άλλη, οι τεχνολογικές αλλαγές δεν φαίνεται να έχουν στατιστικά σημαντική επίδραση. Επίσης διαπίστωσε ότι η εκ των προτέρων κατανόηση των αλλαγών που επιφέρει μια E&Σ έχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με την επιτυχή εφαρμογή της. Από τα αποτελέσματά του δεν προκύπτει καμιά στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του ασφάλιστρου που καταβάλλεται για την E&Σ και της επιτυχούς εφαρμογής της τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, η προηγούμενη εμπειρία δεν είναι σημαντικός παράγοντας για την επιτυχή έκβαση μιας E&Σ σε αντίθεση με τον βαθμό οργάνωσης μιας επιχείρησης και το μέγεθός της που την επηρεάζουν σημαντικά και θετικά Η ύπαρξη ενός ολοκληρωμένου προγράμματος επικοινωνίας είναι ένας από τους πιο σημαντικούς παράγοντες που συμβάλλουν στην επιτυχή υλοποίηση της E&Σ. Ο χρόνος σχεδίασης του προγράμματος δεν αποτελεί σημαντικό παράγοντα, ενώ η τρίτη μεταβλητή επικοινωνίας, δηλαδή η συχνότητα επικοινωνίας, φαίνεται να είναι οριακά σημαντική. Τέλος, το ποσοστό των εργαζομένων που εγκαταλείπουν την εταιρεία έχει επίσης μια οριακά στατιστική επίδραση στην επιτυχή εφαρμογή της E&Σ.

Οι Dickerson, Gibson και Tsakalotos (1997) μελέτησαν τις επιπτώσεις των εξαγορών σε ένα μεγάλο δείγμα βρετανικών επιχειρήσεων για σημαντικό χρονικό διάστημα. Μελέτησαν δηλαδή 2.941 επιχειρήσεις εκ των οποίων οι 613 είχαν πραγματοποιήσει έστω και μια εξαγορά. Συνολικά αυτές οι 613 επιχειρήσεις προέβησαν σε 1.443 E&Σ. Συνέκριναν την απόδοση (την οποία μέτρησαν με βάση την κερδοφορία) των επιχειρήσεων πριν και μετά την εξαγορά, καθώς και τις επιχειρήσεις που ενεπλάκησαν σε εξαγορές με αυτές που δεν είχαν συμμετοχή. Από τα αποτελέσματα της έρευνάς τους δεν προκύπτει καμιά ένδειξη ότι η εξαγορά είχε

θετική επίδραση στην απόδοση των επιχειρήσεων. Αντίθετα διαπίστωσαν ότι για πέντε χρόνια μετά την E&Σ, ο δείκτης ROA για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις ήταν χαμηλότερος σε σχέση με επιχειρήσεις που δεν είχαν ανάμιξη σε E&Σ. Επίσης παρατήρησαν ότι η ανάπτυξη μέσω εξαγορών υστερεί συγκριτικά με την οργανική ανάπτυξη και ότι υπάρχει συνεχής μείωση της κερδοφορίας μετά την εξαγορά. Επιπλέον υπάρχουν ενδείξεις ότι το μέγεθος μιας επιχείρησης αποτελεί πολύ καθοριστικό παράγοντα για την κερδοφορία της και μάλιστα διαπίστωσαν ότι η σχέση των δυο μεγεθών είναι μη γραμμική.

Ο Meeks (1977) χρησιμοποιεί ένα δείγμα από 233 εισηγμένες εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου την περίοδο 1964-1972. Η μελέτη του επιδιώκει να μετρηθεί με ακρίβεια το ποσοστό απόδοσης για την εξαγοράζουσα εταιρία. Βασικό του μεθοδολογικό υπόδειγμα αποτέλεσε ένα μοντέλο διαφορών (Change Model). Συνέκρινε την κερδοφορία (ROA= κέρδη προ φόρων & μετά αποσβέσεων/ μέσου όρου του ενεργητικού χρήσης) πριν και μετά την εξαγορά (ROAchange= ROAafter-ROAbefore) σε σχέση με το μέσο όρο του κλάδου γύρω από το χρόνο της απόκτησης (συνήθως τρία χρόνια πριν από την εξαγορά και, εφόσον είναι διαθέσιμα τα στοιχεία, μέχρι και επτά χρόνια μετά). Αν και ο ίδιος παρατηρεί μια μικρή θετική επίδραση κατά το έτος απόκτησης, στη συνέχεια η κερδοφορία είναι σημαντικά μικρότερη από ό,τι στην προ συγχώνευσης περίοδο, μερικές φορές μάλιστα πάνω από 50% λιγότερη. Αυτό υποδηλώνει ότι οι εξαγορές έχουν αρνητική επίδραση στην κερδοφορία. Οι Park και Jang (2010) εξέτασαν την ανάπτυξη των επιχειρήσεων μετά την πραγματοποίηση μιας E&Σ σε σχέση με την ανάπτυξη επιχειρήσεων που δεν είχαν εμπλοκή σε E&Σ. Για το σκοπό της έρευνάς τους χρησιμοποίησαν οικονομικά στοιχεία 347 αμερικάνικων εστιατορίων κατά την περίοδο 1980 έως 2007 και ανέλυσαν την ανάπτυξη των πωλήσεών τους για πέντε χρόνια μετά την E&Σ. Βάσει των ευρημάτων τους, το μοτίβο που ακολουθεί η ανάπτυξη αυτή διαφέρει κατά περίπτωση ανάλογα με το μέγεθος της επιχείρησης και τον χρονικό ορίζοντα. Έδειξαν επίσης ότι τόσο οι μεγάλες όσο και οι μικρές επιχειρήσεις παρουσιάζουν αυξητικές τάσεις των πωλήσεών τους κατά το χρόνο μετά την E&Σ, τάση ωστόσο που εξαφανίζεται κατά τη διάρκεια ή μετά το πέρας του τρίτου έτους. Διαπίστωσαν ακόμα ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις εμφανίζουν μεγαλύτερους δείκτες ανάπτυξης. Τέλος

προτείνουν στους μάνατζερ να μην χρησιμοποιούν σαν αναπτυξιακή στρατηγική τις E&S, άλλα σαν στρατηγικές αύξησης της δύναμης της επιχείρησης στον κλάδο, μείωσης του κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης των δραστηριοτήτων ή ως στρατηγική μείωσης του κόστους της επιχείρησης.

Η εργασία των Luyraert και Huyghebaert (2007) διερευνά εμπειρικά τους προσδιοριστικούς παράγοντες της εξωτερικής ανάπτυξης μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών (E&S) σε μια τυπική χώρα της ηπειρωτικής Ευρώπης, το Βέλγιο. Για το σκοπό αυτό, χρησιμοποίησαν δεδομένα σχετικά με 378 ιδιωτικές και εισηγμένες εταιρείες που ενεπλάκησαν σε 816 E&S κατά τη διάρκεια του διαστήματος 1997-2005 και συνέκριναν αυτό το δείγμα με τις εταιρείες που δεν ενεπλάκησαν. Αναλύοντας τα χαρακτηριστικά της εξαγοράζουσας εταιρίας, της βιομηχανίας και των συνολικών μεταβλητών της αγοράς, καθόρισαν ποια κίνητρα είναι σημαντικά για την απόφαση για E&S. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνάς τους, τα άυλα περιουσιακά στοιχεία, η μόχλευση και το μέγεθος της επιχείρησης επηρεάζουν θετικά και μάλιστα σε σημαντικό βαθμό την απόφαση της επιχείρησης να αναπτυχθεί μέσω E&S, ενώ το ποσοστό του χρέους που αποτελείται από τραπεζικά δάνεια και η συγκέντρωση ιδιοκτησίας έχουν αρνητικές επιπτώσεις. Επιπλέον, E&S είναι πολύ πιο πιθανό να λάβουν χώρα σε βιομηχανίες των οποίων ο κλάδος υπέστη πρόσφατα απελευθέρωση με άρση των όποιων νομοθετικών ρυθμίσεων, που είναι λιγότερο συγκεντρωτικές και όπου οι κατεστημένοι φορείς της βιομηχανίας λειτουργούν σε σχετικά χαμηλή κλίμακα. Επίσης, τα δεδομένα δείχνουν ότι οι εσωτερικές και εξωτερικές επενδύσεις είναι ανεξάρτητες στρατηγικές ανάπτυξης. Τα αποτελέσματα ακόμα καταδεικνύουν ότι οι καθοριστικοί παράγοντες που ωθούν σε E&S διαφέρουν σημαντικά σε επιχειρήσεις με χαμηλούς δείκτες ανάπτυξης έναντι αυτών με υψηλή ανάπτυξη. Τέλος, μελέτησαν E&S ομοειδών επιχειρήσεων σε σχέση με E&S για λόγους διαφοροποίησης και διαπίστωσαν ότι δεν υπάρχουν ενδείξεις που να υποστηρίζουν την θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης ή την ύπαρξη του φαινομένου της υιοθέτησης αλαζονικής συμπεριφοράς εκ μέρους των διοικητικών στελεχών, ενώ αντίθετα τα αποτελέσματά τους υποστηρίζουν την ισχύ της θεωρίας της δύναμης στην αγορά και της αποφυγής της πτώχευσης.

Ο Μuiia (2010) ασχολήθηκε με την μελέτη της στρατηγικής των επιχειρήσεων για ανάπτυξη μέσω των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στην Κένυα. Ο κύριος στόχος του είναι η διερεύνηση των παραγόντων που επηρεάζουν την ανάπτυξη των επιχειρήσεων μέσω Ε&Σ, μελετώντας τις ολοκληρωμένες Ε&Σ των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών του Ναϊρόμπι την περίοδο 1999 – 2009. Η μελέτη εξετάζει τα χαρακτηριστικά εξαγοράζουσας επιχείρησης, μεταβλητές της βιομηχανίας και μεταβλητές της αγοράς. Το δείγμα που παρατήρησε αποτελείται από 32 εταιρείες οι οποίες δραστηριοποιούνται στους κλάδους της βιομηχανίας και τον χρηματοοικονομικό. Η κερδοφορία είναι η μεταβλητή με την μεγαλύτερη επιρροή στον προσδιορισμό της ανάπτυξης των επιχειρήσεων μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Κένυα. Ωστόσο, η συγκέντρωση της βιομηχανίας, η αύξηση των πωλήσεων, οι δείκτες του χρηματιστηρίου και η αύξηση του ΑΕΠ καθορίζουν επίσης την ανάπτυξη των επιχειρήσεων μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών, αλλά σε μικρότερο βαθμό. Η μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις πρέπει να ενθαρρύνονται ώστε να υιοθετούν στρατηγικές ανάπτυξης μέσω Ε&Σ, παρά την επιλογή ανάπτυξης με εταιρική χρηματοδότηση, ιδίως όταν επιδιώκουν την κερδοφορία. Οι Ε&Σ μπορεί να διαφέρουν μεταξύ σε τρία επίπεδα: τις προϋποθέσεις, τις μεθόδους πληρωμής και τα κίνητρα που οδήγησαν στην πραγματοποίησή τους.

Οι Λαζαρίδης και Δρυμπέτας (2008) στην έρευνα που διεξήγαγαν καθόρισαν τα κίνητρα, τις προϋποθέσεις και τις μεθόδους των Ε&Σ στην Ελλάδα και συνέκριναν τα ευρήματά τους με αυτά που καταγράφονται στις μελέτες για τις αγγλοσαξονικές χώρες. Ήταν οι πρώτοι που χρησιμοποίησαν τη μεθοδολογία Probit για να μελετήσουν τις Ε&Σ στην Ελλάδα και συμπλήρωσαν ένα κομμάτι της βιβλιογραφίας που μελετά το φαινόμενο στην Ευρώπη. Τα δεδομένα που χρησιμοποίησαν είχαν συλλεχθεί από τις ετήσιες εκθέσεις των 60 μεγαλύτερων σε κεφαλαιοποίηση εταιριών (FTSE-20 και FTSE-40) του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Το δείγμα τους αποτελείτο από 312 παρατηρήσεις που αφορούσαν την περίοδο 2001 με 2006. Η έρευνά τους επικεντρώθηκε στην απόφαση για την έγκριση της υιοθέτησης της στρατηγικής των Ε&Σ. Υποστηρίζουν ότι η δραστηριότητα των Ε&Σ στην Ελλάδα δεν ήταν το αποτέλεσμα μιας τάσης σύγκλισης (μια στροφή στα θεμελιώδη στοιχεία του ελληνικού επιχειρηματικού περιβάλλοντος), αλλά μάλλον ένα έκτακτο γεγονός.

Οι προϋποθέσεις και τα κίνητρα που έχουν αναφερθεί για τις αγγλοσαξονικές χώρες, είτε δεν υφίστανται ή η ύπαρξη τους είναι αδύναμη στην περίπτωση της Ελλάδας. Η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας, η αποτελεσματικότητα των συστημάτων ελέγχου και το μέγεθος της επιχείρησης είναι οι βασικοί παράγοντες για τις Ε&Σ. Η πιθανότητα εφαρμογής Ε&Σ αυξάνεται όταν η επιχείρηση είναι μεγάλη και με ισχυρή διοίκηση. Χαρακτηριστικά αναφέρουν ότι στις αγγλοσαξονικές χώρες μια Ε&Σ αλλάζει την επιχείρηση και το οργανωτικό μοντέλο, ενώ στην Ελλάδα τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά παραμένουν ίδια.

Ο Ali-Yrkkö (2002) εξετάζει τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, ως επενδυτική στρατηγική των επιχειρήσεων. Ο σκοπός της μελέτης του ήταν να γίνει μια συγκριτική αξιολόγηση ανάμεσα στη φινλανδική δραστηριότητα Ε&Σ έναντι των άλλων χωρών. Πολλές έρευνες δείχνουν ότι οι φινλανδικές εταιρείες είναι πολύ δραστήριες. Αυτό το υψηλό επίπεδο της δραστηριότητας δεν οφείλεται μόνο στις εγχώριες συναλλαγές, αλλά και σε έναν μεγάλο αριθμό διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών τόσο από φινλανδικές επιχειρήσεις όσο κι από ξένες. Από τα αποτελέσματά του προκύπτει ότι στις περισσότερες περιπτώσεις, η διακύμανση της δραστηριότητας των Ε&Σ των επιχειρήσεων σε διάφορες χώρες, τόσο διαστρωματικά όσο και με τη χρήση χρονοσειρών, μπορεί να εξηγηθεί με τη χρησιμοποίηση του ΑΕΠ, της κεφαλαιοποίησης και του αριθμού των εισηγμένων εταιρειών που υπάρχουν στη χώρα ως επεξηγηματικών μεταβλητών. Τέλος, πρότεινε ένα σχηματικό μοντέλο αναφορικά με τις αιτίες των Ε&Σ. Αυτό το σχηματικό μοντέλο δείχνει ότι υπάρχουν παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση για την πραγματοποίηση μιας Ε&Σ σε μακροοικονομικό επίπεδο, σε επίπεδο βιομηχανίας (κλάδου) και σε επίπεδο επιχείρησης. Οι Rossi και Volpin (2004) μελέτησαν τους προσδιοριστικούς παράγοντες των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε ολόκληρο τον κόσμο, εστιάζοντας στις διαφορές στους νόμους και στα ρυθμιστικά πλαίσια σε διάφορες χώρες. Ανέλυσαν ένα δείγμα 4.007 συγχωνεύσεων και εξαγορών που ανακοινώθηκαν στη δεκαετία του 1990 και ολοκληρώθηκαν μέχρι το τέλος του 2002. Το δείγμα τους αποτελείται από επιχειρήσεις σε 49 μεγάλες χώρες και έδειξε ότι οι διαφορές στη νομοθεσία και στην εφαρμογή της εξηγούν την ένταση και το μοτίβο των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε όλο τον κόσμο. Παρατήρησαν ότι η καλύτερη

προστασία των επενδυτών συνδέεται με περισσότερες Ε&Σ, περισσότερες απόπειρες για εχθρικές εξαγορές και λιγότερες διασυννοριακές ευκαιρίες. Διαπίστωσαν επίσης ότι η καλύτερη προστασία των επενδυτών συνδέεται με μεγαλύτερη χρήση των μετοχών ως μεθόδου πληρωμής και με υψηλότερα ασφάλιστρα εξαγοράς. Τα αποτελέσματα αυτά δείχνουν ότι η εγχώρια προστασία των επενδυτών είναι σημαντικός και καθοριστικός παράγοντας της ανταγωνιστικότητας και της αποτελεσματικότητας των Ε&Σ στο εσωτερικό μιας χώρας. Στις διασυννοριακές συναλλαγές, οι ερευνητές διαπίστωσαν ότι οι αγοραστές έχουν κατά μέσο όρο καλύτερη προστασία των επενδυτών από τις χώρες στόχους. Αυτό σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις επιλέγουν χώρες με αδύναμο σύστημα διακυβέρνησης προκειμένου να επιχειρήσουν διασυννοριακές εξαγορές.

Οι Feys και Manigart (2010) μελέτησαν τις οικονομικές επιδόσεις των εξαγορασμένων ιδιωτικών επιχειρήσεων στο Βέλγιο μετά την εξαγορά. Για το σκοπό αυτό, ανέλυσαν την επίδοση 384 εισηγμένων επιχειρήσεων που είχαν εξαγοραστεί κατά το διάστημα μεταξύ του 2000 και του 2004, και τη συνέκριναν με 875 ανεξάρτητες επιχειρήσεις. Τα δεδομένα των εταιρειών αποτελούνται από λογιστικές μεταβλητές που αφορούν την περίοδο από ένα έτος πριν την εξαγορά έως και τέσσερα έτη μετά. Για τη σύγκριση της εξέλιξης των οικονομικών επιδόσεων ανάμεσα στις εξαγορασμένες και τις ανεξάρτητες εταιρείες, χρησιμοποίησαν παράγοντες όπως η ανάπτυξη και κάποια μέτρα επίδοσης. Παρατήρησαν ότι οι επιχειρήσεις-στόχοι στις εγχώριες εξαγορές είναι λιγότερο αποδοτικές και αναπτύσσονται λιγότερο από τις ανεξάρτητες επιχειρήσεις, τόσο πριν όσο και μετά την εξαγορά. Οι επιχειρήσεις-στόχοι ωστόσο σε διασυννοριακές εξαγορές παρουσιάζουν συγκρίσιμα αποτελέσματα με τις ανεξάρτητες εταιρείες στην ανάπτυξη και την κερδοφορία, αλλά έχουν υψηλότερα περιθώρια κέρδους και υψηλότερες αποδόσεις μετά την εξαγορά.

Οι Changqi και Ningling (2007) προσπάθησαν να κατανοήσουν τους καθοριστικούς παράγοντες της απόδοσης των διασυννοριακών Ε&Σ από τις κινεζικές εταιρείες. Κατασκεύασαν τη δική τους βάση δεδομένων για την περίοδο 2000-2006, η οποία συμπεριελάμβανε 61 επιχειρήσεις εισηγμένες στα δύο χρηματιστήρια της Κίνας. Όμως προκειμένου να συμπεριληφθεί στο δείγμα της έρευνας, η

εξαγοράζουσα επιχείρηση έπρεπε να πληροί ορισμένα κριτήρια. Αυτό οδήγησε τελικά σε μέγεθος δείγματος 32 επιχειρήσεων. Η έρευνα τους αυτή αναλύει τους παράγοντες που επηρεάζουν τις επιδόσεις των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών των κινεζικών επιχειρήσεων. Τέτοιοι παράγοντες είναι οι διαχειριστικές ικανότητες του αγοραστή, οι ελεύθερες ταμειακές ροές, το ποσοστό των κρατικών μετοχών, καθώς και η ικανότητα της οργάνωσης για μάθηση. Τα ευρήματά τους δείχνουν ότι η προ της εξαγοράς απόδοση και το ποσοστό των κρατικών μετοχών επηρεάζουν θετικά τις διασυνοριακές Ε&Σ των κινεζικών επιχειρήσεων, ενώ η ηλικία της επιχείρησης και οι ελεύθερες ταμειακές ροές δεν έχουν στατιστικά σημαντική επίδραση στις επιδόσεις αυτές.

4. Μεθοδολογία

4.1 Δεδομένα

Για την εκπόνηση του εμπειρικού μέρους της παρούσας εργασίας, διερευνήσαμε τις Ε&Σ, οι οποίες έγιναν από ελληνικές εταιρίες, εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η διαδικασία συλλογής των δεδομένων ήταν δύσκολη, εξαιτίας του μεγάλου χρονικού ορίζοντα της έρευνας. Οι εν λόγω Ε&Σ έχουν δημοσιευθεί στη βάση δεδομένων Thomson One και η περίοδος της έρευνας είναι από το 2003 - 2012. Από το δείγμα αποκλείστηκαν οι εταιρίες του τραπεζικού κλάδου και κατά την συλλογή των στοιχείων κάποιες εταιρίες, για τις οποίες τα δεδομένα της βάσης ήταν ελλιπή. Έτσι τελικά, ο πληθυσμός του δείγματος της έρευνας περιλαμβάνει 135 εταιρίες. Στον πίνακα που ακολουθεί μπορείτε να δείτε τις βασικές μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στα οικονομετρικά υποδείγματα.

Πίνακας 2: Περιγραφή μεταβλητών υποδείγματος

Μεταβλητές	Περιγραφή	Υπολογισμός
Εξαρτημένη (y_i)	Ποσοστό ανάπτυξης των πωλήσεων μιας επιχείρησης i την χρονική στιγμή t	Η διαφορά των πωλήσεων μιας επιχείρησης i , τις χρονικές στιγμές t και $t-1$ επί τοις 100
SalesGR $_{i,t}$		
Εξαρτημένες (x_i)	Πωλήσεις μιας επιχείρησης i την χρονική στιγμή t	
Sales $_{i,t}$		
DM&A $_{i,t}$	Ψευδομεταβλητή για το αν πραγματοποιήθηκε μια Ε&Σ	1 αν η επιχείρηση πραγματοποίησε μια Ε&Σ ή 0 σε διαφορετική περίπτωση
ln(TDL) $_{i,t-1}$	Δείκτης συνολικού δανεισμού	Συνολικές Υποχρεώσεις /
ln(LTDL) $_{i,t-1}$	Δείκτης μακροχρόνιου δανεισμού	Μακροχρόνιες Υποχρεώσεις / Συν. Ενεργητικό
RER $_{i,t-1}$	Παρακρατηθέντα κέρδη μιας επιχείρησης i την στιγμή $t-1$	Παρακρατηθέντα κέρδη/ Συν. Ενεργητικό

Πηγή: ίδια επεξεργασία

Με βάση τη λογική της έρευνας των K. Park και S. C. Jang, ως μέτρο για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων επιλέχθηκε η αύξηση των καθαρών πωλήσεων. Για την πραγματοποίηση ή όχι μιας Ε&Σ χρησιμοποιήσαμε μια ψευδομεταβλητή. Ως βασικές ερμηνευτικές μεταβλητές επιλέχθηκαν ο δείκτης συνολικού δανεισμού, ο δείκτης μακροχρόνιου δανεισμού και ο δείκτης παρακρατηθέντων

κερδών. Τέλος για να ερευνήσουμε τις επιδράσεις μετά από την πραγματοποίηση μιας E&S χρησιμοποιήσαμε ψευδομεταβλητές με χρονική υστέρηση για 5 χρόνια.

4.2 Περιγραφική Στατιστική

Στον πίνακα 2 παρουσιάζονται κάποια περιγραφικά μέτρα των μεταβλητών. Οι πωλήσεις των επιχειρήσεων του δείγματος παρουσιάζουν μέση τιμή ύψους 382 εκ. ευρώ, με τη μέγιστη τιμή να είναι 10,5 δις. ευρώ και ελάχιστη τιμή 189.871 ευρώ. Το 10% των επιχειρήσεων του δείγματος καταγράφουν πωλήσεις 12,8 εκ. ευρώ. Αντίστοιχα το 50% των επιχειρήσεων εμφανίζουν πωλήσεις 84,4 εκ. ευρώ και οι άλλες μισές πάνω από αυτό. Τέλος, οι πωλήσεις για το 90% των επιχειρήσεων του δείγματος ανέρχονται στα 662 εκ. ευρώ, ενώ μόλις το 10% από τις επιχειρήσεις εμφανίζουν πωλήσεις πάνω από αυτό το ποσό.

Πίνακας 3: Βασικά περιγραφικά μέτρα μεταβλητών

stats	Sales	SalesGR	Sales _{t-1}	ln(TDL) _{t-1}	ln(TLDL) _{t-1}	RER _{t-1}
mean	382.000.000,00	0,08	378.000.000,00	-1,34	-2,26	-0,04
sd	1.110.000.000,00	1,16	1.070.000.000,00	0,96	1,42	0,31
min	189.871,00	-0,99	290.253,00	-9,39	-12,89	-3,22
max	10.500.000.000,00	33,92	10.100.000.000,00	0,36	-0,16	0,53
p10	12.800.000,00	-0,28	13.800.000,00	-2,30	-3,91	-0,32
p25	26.300.000,00	-0,13	27.700.000,00	-1,58	-2,74	-0,08
p50	84.400.000,00	0,02	88.000.000,00	-1,09	-1,87	0,02
p75	236.000.000,00	0,14	238.000.000,00	-0,79	-1,38	0,11
p90	662.000.000,00	0,31	662.000.000,00	-0,59	-1,00	0,19
N	1374	1231	1231	1191	1053	1206

Πηγή: ίδια επεξεργασία

Σχετικά με την ανάπτυξη των πωλήσεων, η μέση τιμή είναι 0,08, με τη μέγιστη τιμή να φτάνει 33,92 και ελάχιστη τιμή -0,99. Όπως φαίνεται στον πίνακα 2, το 10% των παρατηρούμενων επιχειρήσεων δεν εμφάνισαν ανάπτυξη πωλήσεων, αφού εμφανίζουν αρνητική τιμή στο σχετικό δείκτη -0,28. Στο 50% των επιχειρήσεων παρατηρείται οριακή αύξηση κατά 0,02, ενώ μόλις το 10% των επιχειρήσεων εμφανίζουν αύξηση του σχετικού δείκτη πάνω από 0,31.

Όσον αφορά στις πωλήσεις ένα χρόνο πριν την ολοκλήρωση της Ε&Σ, ο μέσος παίρνει τιμή 378 εκ. με μέγιστη τιμή 10,1 εκ. και ελάχιστη 290.253 €. Το 10% των επιχειρήσεων εμφανίζουν πωλήσεις 13,8 εκ., το 50% των επιχειρήσεων εμφανίζει 88 εκ., ενώ οι άλλες μισές πάνω από αυτό το ποσό και τέλος το 10% των επιχειρήσεων του δείγματος είχαν πωλήσεις πάνω από 662 εκ τον προηγούμενο χρόνο από την Ε&Σ.

Ο δείκτης συνολικού δανεισμού είναι ένας χρηματοοικονομικός δείκτης που μετρά την έκταση της μόχλευσης μιας επιχείρησης. Ορίζεται ως ο λόγος των συνολικών υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού, εκφράζεται σε ποσοστό και μπορεί να ερμηνευθεί ως η αναλογία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας που χρηματοδοτούνται από Ξένα κεφάλαια. Όσο μεγαλύτερη είναι η αναλογία, τόσο μεγαλύτερη η μόχλευση της εταιρίας και μεγαλύτερος ο οικονομικός κίνδυνος. Σε περίπτωση που ο δείκτης είναι πάνω από 50% αυτό σημαίνει ότι οι πιστωτές έχουν χορηγήσει περισσότερο από το μισό της συνολικής χρηματοδότησης. Στην έρευνά μας χρησιμοποιήσαμε τον φυσικό λογάριθμο το δείκτη, $\ln(\text{TDL})$ ένα χρόνο πριν την ημερομηνία της Ε&Σ.

Γενικά ισχύει: $\ln\left(\frac{\theta_1}{\theta_2}\right) = \ln\theta_1 - \ln\theta_2$, στην περίπτωση μας:

$$\frac{\ln(\text{Συν. Υποχρεώσεων})}{\ln(\text{Συν. Ενεργητικού})} = \ln(\text{Συν. Υποχρεώσεων}) - \ln(\text{Συν. Ενεργητικού})$$

Οπότε η αρνητική τιμή οφείλεται στο γεγονός ότι $\ln(\text{Συν. Υποχρεώσεων}) < \ln(\text{Συν. Ενεργητικού})$. Η μέση τιμή του δείκτη έλαβε τιμή -1,34, η ελάχιστη τιμή του δείκτη είναι -9,36, ενώ η μέγιστη 0,36. Για το 10% των επιχειρήσεων ο δείκτης έλαβε τιμή -2,3, για τις μισές επιχειρήσεις του δείγματος ο δείκτης πήρε τιμή -1,09 και τέλος ο δείκτης κυμάνθηκε πάνω από -0,59 για το τελευταίο 10% του δείγματος.

Ο δείκτης μακροχρόνιου δανεισμού αντιπροσωπεύει το ποσοστό του ενεργητικού μιας εταιρίας, η οποία χρηματοδοτείται με δάνεια και υποχρεώσεις που διαρκούν περισσότερο από ένα έτος. Ορίζεται ως ο λόγος των μακροχρόνιων υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού και παρέχει ένα γενικό μέτρο της οικονομικής θέσης της εταιρείας, συμπεριλαμβανομένης της ικανότητάς της να ανταποκριθεί στις οικονομικές απαιτήσεις των υπολοίπων των δανείων. Μια από έτος σε έτος μείωση σε αυτό τον δείκτη, θα έδειχνε ότι η εξάρτηση της εταιρίας από το χρέος

σταδιακά μειώνεται. Όπως και με τον προηγούμενο δείκτη, τα στοιχεία αφορούν ένα έτος πριν την E&Σ και υπολογίσαμε τον φυσικό λογάριθμο και στους ίδιους λόγους οφείλεται το αρνητικό πρόσημο. Η μέση τιμή του δείκτη είναι -2,26, η μέγιστη -0,16 και η ελάχιστη τιμή του δείκτη ήταν -12,89. Στο πρώτο 10% των επιχειρήσεων ο δείκτης έλαβε τιμή -3,91, για τις μισές επιχειρήσεις του δείγματος ο δείκτης πήρε τιμή -1,87 και τέλος ο δείκτης κυμάνθηκε πάνω από -1 για το τελευταίο 10% του δείγματος.

Το ποσοστό των καθαρών εσόδων που δεν καταβάλλονται ως μερίσματα, αλλά παρακρατούνται από την εταιρία, χρησιμοποιούνται για να επανεπενδυθούν στους βασικούς τομείς δραστηριοποίησής της ή να πληρώσει το χρέος. Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι εταιρίες διατηρούν τα κέρδη τους προκειμένου να τα επενδύσουν σε περιοχές όπου μπορούν να δημιουργήσουν ευκαιρίες ανάπτυξης, όπως η αγορά νέων μηχανημάτων ή δαπανούν τα χρήματα σε περισσότερη έρευνα και ανάπτυξη. Στην έρευνά μας, έγινε χρήση του δείκτη για το έτος πριν την E&Σ. Ο δείκτης μπορεί να πάρει και αρνητικές τιμές, στην περίπτωση που η επιχείρηση καταγράφει ζημιές αντί κέρδη. Ο δείκτης εμφανίζει μέση τιμή -0,04, μέγιστη τιμή 0,53 και ελάχιστη -3,22. Το πρώτο 10% των επιχειρήσεων εμφανίζει τιμή στον συγκεκριμένο δείκτη -0,08, για το 50% των επιχειρήσεων του δείγματος ο δείκτης εμφανίζει θετική τιμή έστω και οριακά 0,02, ενώ τέλος μόλις το τελευταίο 10% του δείγματος εμφάνισε τιμές μεγαλύτερες του 0,19.

Στη συνέχεια επιχειρήσαμε να υπολογίσουμε το είδος και το μέγεθος της συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών. Το πιο σύνηθες μέτρο είναι ο συντελεστής συσχέτισης Pearson, που κυμαίνεται σε μέγεθος από -1 έως +1. Το θετικό πρόσημο υποδηλώνει θετική συσχέτιση, δηλαδή ότι οι τιμές μιας μεταβλητής αυξάνονται όταν αυξάνονται και οι τιμές της άλλης. Το αρνητικό πρόσημο σημαίνει αρνητική συσχέτιση, δηλαδή οι τιμές μιας μεταβλητής αυξάνονται καθώς μειώνονται οι τιμές της άλλης. Όταν ο συντελεστής συσχέτισης είναι +1 υπάρχει η τέλεια θετική γραμμική συσχέτιση και όταν είναι -1 υπάρχει η τέλεια αρνητική γραμμική συσχέτιση. Ένας συντελεστής συσχέτισης 0,5 δηλώνει ότι υπάρχει μία μέτρια συσχέτιση αρνητική ή θετική ανάλογα με το πρόσημο. Τιμές του δείκτη κοντά στο 0 υποδηλώνουν ότι οι δύο μεταβλητές δεν σχετίζονται γραμμικά. Στον πίνακα 3 βλέπετε τις συσχετίσεις μεταξύ των μεταβλητών σε επίπεδο σημαντικότητας 0,5%.

Πίνακας 4: Συσχέτιση μεταβλητών κατά Pearson

	Salesgr	Sales _{t-1}	DMA	DMA* Sales _{t-1}	DMA* Salesgr _{t-1}	DMA _{t-1}	DMA _{t-1} * Sales _{t-1}	DMA _{t-1} * Salesgr _{t-1}
Salesgr	1							
Sales _{t-1}	-0,0101	1						
DMA	0,0273	0.1836*	1					
DMA*				1				
Sales _{t-1}	-0,0047	0.7486*	0.3684*		1			
DMA*						1		
salesgr _{t-1}	0,0165	0,0117	0.0904*	0,0275				
DMA _{t-1}	0,0146	0.1900*	0.1770*	0.1420*	0,0081		1	
DMA _{t-1} *								1
Sales _{t-1}	-0,0044	0.7582*	0.1386*	0.5113*	0,0046	0.3701*		
DMA _{t-1} *								
salesgr _{t-1}	0.1839*	0,0312	0,0413	0,0201	0.2087*	0.1508*	0.0597*	1
DMA _{t-2}	0.0826*	0.1997*	0.1502*	0.1461*	0,0116	0.1838*	0.1569*	0.0675*
DMA _{t-2} *								
Sales _{t-1}	0,0254	0.7479*	0.1291*	0.5268*	0,006	0.1480*	0.5260*	0,027
DMA _{t-2} *								
Salesgr _{t-1}	0.1094*	0,0447	0.0699*	0,0346	0.2638*	0.0933*	0,0388	0.6666*
DMA _{t-3}	-0,0172	0.2220*	0.0976*	0.2068*	0.0868*	0.1600*	0.1726*	0.1045*
DMA _{t-3} *								
sales _{t-1}	-0,0006	0.8105*	0.1590*	0.6855*	0,047	0.1357*	0.6034*	0,0489
DMA _{t-3} *								
Salesgr _{t-1}	0.1799*	0,0457	0,0542	0,038	0.6518*	0.1075*	0,0579	0.9288*
DMA _{t-4}	-0,0459	0.2208*	0.0807*	0.1744*	-0,0148	0.1044*	0.2086*	-0,019
DMA _{t-4} *								
Sales _{t-1}	-0,0015	0.7820*	0.1255*	0.6346*	0,0028	0.1567*	0.6771*	0,0121
DMA _{t-4} *								
Salesgr _{t-1}	0,0551	0.0878*	0,0231	0,0333	0.1496*	0,0525	0.0875*	0.1362*
DMA _{t-5}	-0,0127	0.2019*	0,0404	0.1486*	-0,012	0,072	0.1428*	-0,0603
DMA _{t-4} *								
Sales _{t-1}	0,0278	0.7301*	0.1229*	0.5813*	0,0039	0.0985*	0.5551*	-0,0111
DMA _{t-4} *								
Salesgr _{t-1}	0,0498	0.0870*	0.0975*	0,0675	0.1198*	-0,0365	0,0262	0.1480*
lnTDL _{t-1}	-0,027	0,0058	0,0245	0,0298	-0,005	0,0232	0,0276	-0,0037
lnLTDL _{t-1}	0.0661*	0,0374	0,0335	0.0661*	0,0056	0,0385	0,0384	0,0448
RER _{t-1}	0,0352	0.1710*	0,0494	0.1156*	0,0308	0,0178	0.1104*	0,058

επίπεδο σημαντικότητας *p<0.5.

Πίνακας 4: Συσχέτιση μεταβλητών κατά Pearson (συνέχεια)

	DMA _{t-2}	DMA _{t-2} * Sales _{t-1}	DMA _{t-2} * Salesgr _{t-1}	DMA _{t-3}	DMA _{t-3} * Sales _{t-1}	DMA _{t-3} * Salesgr _{t-1}
Salesgr						
Sales _{t-1}						
DMA						
DMA*						
Sales _{t-1}						
DMA*						
salesgr _{t-1}						
DMA _{t-1}						
DMA _{t-1} *						
Sales _{t-1}						
DMA _{t-1} *						
Salesgr _{t-1}						
DMA _{t-2}	1					
DMA _{t-2} *						
Sales _{t-1}	0.3850*	1				
DMA _{t-2} *						
Salesgr _{t-1}	0.1616*	0.0780*	1			
DMA _{t-3}	0.2267*	0.1957*	0.0847*	1		
DMA _{t-3} *						
Sales _{t-1}	0.1709*	0.6313*	0,0546	0.3783*	1	
DMA _{t-3} *						
Salesgr _{t-1}	0.0652*	0,0473	0.6681*	0.1201*	0.0679*	1
DMA _{t-4}	0.1822*	0.1809*	0,0122	0.2361*	0.1993*	-0,009
DMA _{t-4} *						
Sales _{t-1}	0.1463*	0.5591*	0,0136	0.1957*	0.6966*	0,028
DMA _{t-4} *						
Salesgr _{t-1}	0.0996*	0,0663	0.3248*	0,0539	0.1129*	0.1452*
DMA _{t-5}	0.1110*	0.2092*	-0,0535	0.1929*	0.1662*	-0,0325
DMA _{t-4} *						
Sales _{t-1}	0.1678*	0.6626*	0,0044	0.1612*	0.6080*	0,0216
DMA _{t-4} *						
Salesgr _{t-1}	-0,0013	0.0903*	0.1372*	0,0347	0.1201*	0.1542*
lnTDL _{t-1}	0,014	0,0076	-0,0264	0,0604	0,0454	-0,0117
lnLTDL _{t-1}	0,0303	0,052	0	0.0816*	0.0718*	0,0172
RER _{t-1}	0,0067	0.1152*	0.0822*	-0,0076	0.1139*	0,0374

επίπεδο σημαντικότητας * $p < 0.5$.

Πίνακας 4: Συσχέτιση μεταβλητών κατά Pearson (συνέχεια)

	DMA _{t-4}	DMA _{t-4} *	DMA _{t-4} *	DMA _{t-5}	DMA _{t-4} *	DMA _{t-4} *	lnTDL _{t-1}	lnLTDL _{t-1}	RER _{t-1}	
Salesgr										
Sales _{t-1}										
DMA										
DMA*										
Sales _{t-1}										
DMA*										
Salesgr _{t-1}										
DMA _{t-1}										
DMA _{t-1} *										
Sales _{t-1}										
DMA _{t-1} *										
Salesgr _{t-1}										
DMA _{t-2}										
DMA _{t-2} *										
Sales _{t-1}										
DMA _{t-2} *										
Salesgr _{t-1}										
DMA _{t-3}										
DMA _{t-3} *										
Sales _{t-1}										
DMA _{t-3} *										
Salesgr _{t-1}										
DMA _{t-4}	1									
DMA _{t-4} *										
Sales _{t-1}	0.3908*	1								
DMA _{t-4} *										
Salesgr _{t-1}	0.0849*	0.1173*	1							
DMA _{t-5}	0.2418*	0.1672*	-0,0464	1						
DMA _{t-4} *										
Sales _{t-1}	0.1703*	0.5404*	-0,0118	0.3978*	1					
DMA _{t-4} *										
Salesgr _{t-1}	-0,0314	-0,0027	0.2765*	-0.0860*	0.1011*	1				
lnTDL _{t-1}	0,0648	0,0657	0,0667	0,0336	0,0455	0,0746	1			
lnLTDL _{t-1}	0.0909*	0.0834*	0.0946*	-0,0057	0,063	0.1180*	0.5943*	1		
RER _{t-1}	-0,008	0.1127*	0.1496*	-0,0174	0.1104*	0.1530*	-0.1840*	-0,0627	1	

επίπεδο σημαντικότητας *p<0.5.

Για την εφαρμογή μοντέλων Παλινδρόμησης, μια απαραίτητη προϋπόθεση είναι η μη ύπαρξη συγγραμμικότητας ή πολυσυγγραμμικότητας, δηλαδή συσχέτισης μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών. Ένα μέτρο διάγνωσης είναι ο συντελεστής διόγκωσης της διακύμανσης ή πληθωριστικής διασποράς, το VIF (Variation Inflation Factor) και ο λεγόμενος συντελεστής ανοχής (Tolerance), $1/\text{VIF}$. Τιμές μεγαλύτερες του 10,00 για το VIF αποτελούν ένδειξη ότι υπάρχει πρόβλημα συγγραμμικότητας στο μοντέλο, όπως επίσης και τιμές μικρότερες του 0,1 για την Tolerance. Για τα υποδείγματα της έρευνάς μας δεν παρουσιάστηκαν προβλήματα πολυσυγγραμμικότητας.

Πίνακας 5: Έλεγχος πολυσυγγραμμικότητας

Variable	VIF	Tolerance (1/VIF)
DMA _{t-1} *Salesgr _{t-1}	9,130	0,110
DMA _{t-3} *Sales _{t-1}	8,640	0,116
Sales _{t-1}	8,240	0,121
DMA*Salesgr _{t-1}	4,700	0,213
DMA _{t-2} *Sales _{t-1}	4,640	0,216
DMA _{t-3} *Sales _{t-1}	3,640	0,275
DMA*Sales _{t-1}	2,900	0,345
DMA _{t-1} *Sales _{t-1}	2,900	0,345
DMA _{t-2} *Sales _{t-1}	2,760	0,362
lnTDL _{t-1}	1,650	0,605
lnLTDL _{t-1}	1,590	0,630
DMA _{t-2}	1,330	0,753
DMA _{t-3}	1,290	0,773
DMA _{t-1}	1,290	0,775
DMA	1,250	0,797
RER _{t-1}	1,090	0,918
Mean VIF	3,57	

Ενδεικτικά στον πίνακα 4, βλέπουμε ότι για το 4^ο υπόδειγμα δεν προκύπτει πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας αφού η υψηλότερη τιμή του VIF είναι 9,130 για τη μεταβλητή DMA_{t-1}*Salesgr_{t-1} και μέση τιμή 3,57, όπως επίσης και όλες οι τιμές του δείκτη ανεκτικότητας για όλες τις μεταβλητές είναι > 0,1 .

4.3 Μεθοδολογία

Για την εμπειρική ανάλυση των δεδομένων μας, χρησιμοποιήσαμε υποδείγματα που χρησιμοποιούν εξατομικευμένα δεδομένα (panel data), τα οποία χρησιμοποιούνται για την ανάλυση των διαστρωματικών στοιχείων χρονολογικών σειρών. Ένα σύνολο στοιχείων panel data αποτελείται από πολλαπλές οντότητες $i=1,2,\dots,n$ οι οποίες παρατηρούνται για περισσότερα από ένα χρονικά σημεία $t=1,2,\dots,T$. Επίσης αποτελείται από μία ερμηνευτική μεταβλητή Y_{it} και ερμηνευτικές μεταβλητές X_{it} . Οι μη παρατηρούμενες επιδράσεις ή σταθερός όρος (c_i) μπορεί να αντιμετωπιστεί ως τυχαία ή σταθερή επίδραση (random or fixed effects). Σύμφωνα με τον Wooldridge, η «τυχαία επίδραση» είναι ταυτόσημη με την μηδενική συσχέτιση μεταξύ των παρατηρούμενων επεξηγηματικών μεταβλητών και την μη παρατηρούμενη επίδραση. Στις μικροοικονομικές εφαρμογές, ο όρος «σταθερή επίδραση» δεν σημαίνει ότι το c_i , αντιμετωπίζεται ως μη τυχαίο, αλλά ότι αναγνωρίζεται η αυθαίρετη συσχέτιση της μη παρατηρούμενης επίδρασης, c_i και των παρατηρούμενων επεξηγηματικών μεταβλητών. Τέτοιου είδους ανάλυση προσφέρει μια σειρά πλεονεκτημάτων όπως, καταγραφή της ατομικής ανομοιογένειας (individual heterogeneity). Η ύπαρξη panel data υποδηλώνει από μόνη της ότι οι οικονομικές οντότητες έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά. Επίσης παρέχει περισσότερες πληροφορίες για τις οικονομικές οντότητες, περισσότερη διακύμανση και λιγότερη συγγραμμικότητα μεταξύ των μεταβλητών, περισσότερους βαθμούς ελευθερίας και περισσότερη αποτελεσματικότητα στην οικονομετρική εκτίμηση. Τα οικονομετρικά υποδείγματα που βασίζονται αποκλειστικά σε στοιχεία χρονολογικών σειρών παρουσιάζουν σημαντικά προβλήματα πολυσυγγραμμικότητας (multicollinearity). Η χρήση panel data μας δίνει την δυνατότητα να αναλύσουμε τη διαδικασία και τη δυναμική προσαρμογής των οικονομικών δεδομένων των οντοτήτων διαχρονικά. Ακόμη, επιτρέπει την εμπειρική εξειδίκευση πολύπλοκων θεωρητικών υποδειγμάτων για την ανάλυση της συμπεριφοράς των οικονομικών οντοτήτων, διατηρώντας όμως την ατομική ετερογένεια στα χαρακτηριστικά τους.

Λόγω του ότι το δείγμα μας παρουσιάζει προβλήματα ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης, για την εκτίμηση χρησιμοποιήσαμε τη Μέθοδο Εφικτών Γενικευμένων Τετραγώνων (FGLS), η οποία λαμβάνοντας υπ' όψιν τα προβλήματα αυτά, συνεχίζει να παράγει αξιόπιστα αποτελέσματα και Μοντέλο Παλινδρόμησης Ελαχίστων Τετραγώνων με Ψευδομεταβλητές (LSDV). Για τις εκτιμήσεις μας χρησιμοποιήσαμε το λογισμικό πακέτο Stata 11.2.

Τα 6 υποδείγματα που αναπτύχθηκαν είναι με τη μέθοδο Εφικτών Γενικευμένων Τετραγώνων:

Υπόδειγμα 1.

$$SalesGR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Sales_{t-1} + \gamma \ln(LTDL)_{t-1} + \delta RER_{t-1}$$

Υπόδειγμα 2.

$$SalesGR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Sales_{t-1} + \alpha_2 DMA + \alpha_3 DMASales_{t-1} + \alpha_4 DMASalesGR_{t-1} + \alpha_5 DMA_{t-1} + \alpha_6 DMA_{t-1} Sales_{t-1} + \alpha_7 DMA_{t-1} SalesGR_{t-1} + \beta \ln(TDL)_{t-1} + \gamma \ln(LTDL)_{t-1} + \delta RER_{t-1}$$

Υπόδειγμα 3.

$$SalesGR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Sales_{t-1} + \alpha_2 DMA + \alpha_3 DMASales_{t-1} + \alpha_4 DMASalesGR_{t-1} + \alpha_5 DMA_{t-1} + \alpha_6 DMA_{t-1} Sales_{t-1} + \alpha_7 DMA_{t-1} SalesGR_{t-1} + \alpha_8 DMA_{t-2} + \alpha_9 DMA_{t-2} Sales_{t-1} + \alpha_{10} DMA_{t-2} SalesGR_{t-1} + \beta \ln(TDL)_{t-1} + \gamma \ln(LTDL)_{t-1} + \delta RER_{t-1}$$

Υπόδειγμα 4.

$$SalesGR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Sales_{t-1} + \alpha_2 DMA + \alpha_3 DMASales_{t-1} + \alpha_4 DMASalesGR_{t-1} + \alpha_5 DMA_{t-1} + \alpha_6 DMA_{t-1} Sales_{t-1} + \alpha_7 DMA_{t-1} SalesGR_{t-1} + \alpha_8 DMA_{t-2} + \alpha_9 DMA_{t-2} Sales_{t-1} + \alpha_{10} DMA_{t-2} SalesGR_{t-1} + \alpha_{11} DMA_{t-3} + \alpha_{12} DMA_{t-3} Sales_{t-1} + \alpha_{13} DMA_{t-3} SalesGR_{t-1} + \beta \ln(TDL)_{t-1} + \gamma \ln(LTDL)_{t-1} + \delta RER_{t-1}$$

Υπόδειγμα 5.

$$SalesGR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Sales_{t-1} + \alpha_2 DMA + \alpha_3 DMASales_{t-1} + \alpha_4 DMASalesGR_{t-1} + \alpha_5 DMA_{t-1} + \alpha_6 DMA_{t-1} Sales_{t-1} + \alpha_7 DMA_{t-1} SalesGR_{t-1} + \alpha_8 DMA_{t-2} + \alpha_9 DMA_{t-2} Sales_{t-1} + \alpha_{10} DMA_{t-2} SalesGR_{t-1} + \alpha_{11} DMA_{t-3} + \alpha_{12} DMA_{t-3} Sales_{t-1} + \alpha_{13} DMA_{t-3} SalesGR_{t-1} + \alpha_{14} DMA_{t-4} + \alpha_{15} DMA_{t-4} Sales_{t-1} + \alpha_{16} DMA_{t-4} SalesGR_{t-1} + \beta \ln(TDL)_{t-1} + \gamma \ln(LTDL)_{t-1} + \delta RER_{t-1}$$

Υπόδειγμα 6.

$$\begin{aligned} SalesGR_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Sales_{i,t-1} + \alpha_2 DMA_{i,t-1} + \alpha_3 DMA_{i,t-1} Sales_{i,t-1} + \alpha_4 DMA_{i,t-1} SalesGR_{i,t-1} + \alpha_5 DMA_{i,t-1}^2 + \alpha_6 DMA_{i,t-1} Sales_{i,t-1}^2 \\ & + \alpha_7 DMA_{i,t-1} SalesGR_{i,t-1} + \alpha_8 DMA_{i,t-2} + \alpha_9 DMA_{i,t-2} Sales_{i,t-1} + \alpha_{10} DMA_{i,t-2} SalesGR_{i,t-1} + \alpha_{11} DMA_{i,t-3} + \alpha_{12} DMA_{i,t-3} Sales_{i,t-1} \\ & + \alpha_{13} DMA_{i,t-3} SalesGR_{i,t-1} + \alpha_{14} DMA_{i,t-4} + \alpha_{15} DMA_{i,t-4} Sales_{i,t-1} + \alpha_{16} DMA_{i,t-4} SalesGR_{i,t-1} + \alpha_{17} DMA_{i,t-5} + \alpha_{18} DMA_{i,t-5} Sales_{i,t-1} \\ & + \alpha_{19} DMA_{i,t-5} SalesGR_{i,t-1} + \beta \ln(TDL)_{i,t-1} + \gamma \ln(LTDL)_{i,t-1} + \delta RER_{i,t-1} \end{aligned}$$

Υπόδειγμα Ελαχίστων Τετραγώνων με Ψευδομεταβλητές (Least – Squares Dummy Variable Regression Model – LSDV).

Ένα γνωστό και ευρέως χρησιμοποιούμενο μοντέλο για την εκτίμηση διαγραμματικών δεδομένων με την μορφή panel είναι το Μοντέλο Παλινδρόμησης Ελαχίστων Τετραγώνων με Ψευδομεταβλητές (Least – Squares Dummy Variable Regression Model – LSDV). Η βασική μορφή ενός τέτοιου δυναμικού μοντέλου είναι:

$$y_{it} = \gamma y_{i,t-1} + x'_{it} \beta + \eta_i + \epsilon_{it}, \quad i = 1, \dots, N \quad \text{και} \quad t = 1, \dots, T.$$

όπου το y_{it} συμβολίζει την εξαρτημένη μεταβλητή, το x_{it} αντιπροσωπεύει το $((K-1) \times 1)$ διάνυσμα μιας αυστηρώς εξωγενούς ερμηνευτικής μεταβλητής, το β αντιπροσωπεύει τους συντελεστές παλινδρόμησης, ενώ το i συμβολίζει τη διαστρωματική μονάδα και το t την χρονική περίοδο, το η_i αποτελεί την μη παρατηρούμενη επίδραση και τέλος το ϵ_{it} αντιπροσωπεύει τον διατακτικό όρο.

Συλλέγοντας παρατηρήσεις για μεγάλο χρονικό διάστημα και για διαφορές μονάδες-οντότητες προκύπτει:

$$y = D\eta + W\delta + \epsilon,$$

Όπου y και $W = \begin{bmatrix} y_{-1} \\ X \end{bmatrix}$ είναι οι $(NT \times 1)$ και $(NT \times K)$ μήτρες των στοιβαγμένων μεταβλητών, το $D = I_N \otimes \iota_T$ είναι η μήτρα $(NT \times N)$ μεμονωμένων ψευδομεταβλητών, το ι_T είναι το διάνυσμα όλων των στοιχείων της ενότητας, το η

αποτελεί το $(N \times 1)$ διάνυσμα της μη παρατηρούμενης επίδρασης, το ϵ_{it} αντιπροσωπεύει το διάνυσμα $(N \times 1)$ του διατακτικού όρου και το $\delta = \begin{bmatrix} \gamma \\ \beta \end{bmatrix}'$ είναι το $(K \times 1)$ διάνυσμα των συντελεστών της παλινδρόμησης.

Ο Bruno (2005) επεξέτεινε το βασικό αυτό μοντέλο για μη ισορροπημένα δεδομένα με την μορφή panel. Διατύπωσε μια πιο γενική μορφή του μοντέλου, η οποία επιτρέπει την απουσία κάποιων παρατηρήσεων για το χρονικό διάστημα $[0, T]$. Πιο συγκεκριμένα όρισε ένα δείκτη r_{it} ο οποίος λαμβάνει την τιμή 1 αν υπάρχουν οι παρατηρήσεις για τις μεταβλητές Y_{it} και X_{it} , ενώ σε διαφορετική περίπτωση ο δείκτης παίρνει την τιμή 0. Έτσι καθορίζεται ένας δυναμικός κανόνας επιλογής $S(r_{it}, r_{it-1})$, ο οποίος είναι σε θέση να επιλέγει τις παρατηρήσεις οι οποίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν στο δυναμικό μοντέλο.

$$s_{it} = \begin{cases} 1 & \text{αν } (r_{i,t}, r_{i,t-1}) = (1, 1) \\ 0 & \text{διαφορετικά} \end{cases} \quad i = 1, \dots, N \text{ και } t = 1, \dots, T.$$

Δηλαδή επιλέγει τις παρατηρήσεις για τις οποίες υπάρχουν τιμές τόσο για το τρέχον έτος όσο και ένα χρόνο πριν. Το υπόδειγμα LSDV για μη ισορροπημένα δεδομένα με την μορφή panel μπορεί να διατυπωθεί ως:

$$Sy = SD\eta + SW\delta + S\epsilon.$$

Με βάση την θεωρία pecking-order, υποθέτουμε ότι οι επιχειρήσεις προτιμούν εσωτερική χρηματοδότηση παρά την άντληση κεφαλαίων από εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης, διότι το κόστος των εσωτερικών πόρων είναι φθηνότερη επιλογή. Έτσι, τα αδιανέμητα κέρδη είναι η πρώτη σε σειρά πηγή άντλησης κεφαλαίων για την ανάπτυξη των εταιριών. Κατά συνέπεια, τα αδιανέμητα κέρδη του προηγούμενου έτους θα μπορούσαν να επηρεάσουν θετικά την ανάπτυξη των επιχειρήσεων κατά το τρέχον έτος. Η θεωρία pecking-order προτείνει επίσης ότι οι επιχειρήσεις προτιμούν το δανεισμό σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια, επειδή οι ιδιοκτήτες προτιμούν να διατηρούν τον έλεγχο από το να αποδυναμώνεται η ιδιοκτησία τους. Ωστόσο, όσο

υψηλότερο είναι το χρέος, τόσο αυξάνεται η πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων ή πτώχευσης. Έτσι, επιχειρήσεις με υψηλή μόχλευση δεν μπορούν να επενδύσουν στην ανάπτυξη των βασικών πυρήνων δραστηριότητας τους, λόγω της πίεσης της αποπληρωμής του χρέους. Κατά συνέπεια, αναμένεται ότι η συνολική δανειακή μόχλευση θα επηρεάσει αρνητικά την ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Από την άλλη, προηγούμενες μελέτες έχουν αναφέρει ότι η μακροπρόθεσμη δανειακή μόχλευση έχει θετική επίδραση στη σταθερή ανάπτυξη, επειδή το μακροπρόθεσμο χρέος έχει υψηλό βαθμό συσχέτισης με τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις, οι οποίες με τη σειρά τους σχετίζονται με την ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Έτσι, αναμένεται ότι μακροπρόθεσμα η δανειακή μόχλευση έχει θετική επίδραση στην ανάπτυξη. Συνολικά, η βιβλιογραφία δείχνει ότι ακόμα κι αν το μακροπρόθεσμο χρέος θα μπορούσε να συσχετίζεται θετικά με την επενδυτική πολιτική της επιχείρησης και την ανάπτυξη, η υπερβολική χρήση του χρέους προκαλεί οικονομική επιβάρυνση και δυσκολεύει την ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Τέλος, χρησιμοποιήσαμε ψευδομεταβλητές με χρονική υστέρηση για να ερευνήσουμε τις επιδράσεις των Ε&Σ για 5 χρόνια.

4.4 Αποτελέσματα

Με την Μέθοδο Εφικτών Γενικευμένων Τετραγώνων (FGLS)

Από την εκτίμηση των υποδειγμάτων με την μέθοδο FGLS, προέκυψαν τα ακόλουθα αποτελέσματα:

Υπόδειγμα 1.

Από την εκτίμηση του πρώτου υποδείγματος, προέκυψαν δυο στατιστικά σημαντικές μεταβλητές, ο μακροχρόνιος δανεισμός ($\ln(LTDL)_{t-1}$) και τα παρακρατηθέντα κέρδη ($RER_{i,t-1}$). Η μεταβλητή $\ln(LTDL)_{t-1}$ συσχετίζεται θετικά με την ανάπτυξη των επιχειρήσεων σε βαθμό σημαντικότητας 10% και ο δείκτης $RER_{i,t-1}$ επίσης θετικά σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Από την άλλη, οι πωλήσεις κατά το προηγούμενο έτος δεν εκτιμήθηκαν στατιστικώς σημαντικές.

Υπόδειγμα 2.

Η ψευδομεταβλητή DMA για την αποτύπωση της Ε&Σ επηρεάζει θετικά την ανάπτυξη και εκτιμήθηκε στατιστικά σημαντική για το δεύτερο υπόδειγμα σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Η μεταβλητή $DMA * sales_{t-1}$ έχει μια αρνητική συσχέτιση με την ανάπτυξη των πωλήσεων σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, η οποία παίρνει τιμή πολύ κοντά στο μηδέν. Το γεγονός της Ε&Σ ένα χρόνο μετά την συμφωνία, επηρεάζει θετικά την ανάπτυξη σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Επίσης η μεταβλητή $DMA_{t-1} * Salesgr_{t-1}$ παρουσιάζει μια θετική συσχέτιση με την εξαρτημένη μεταβλητή σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Τα παρακρατηθέντα κέρδη εκτιμήθηκε ότι έχουν θετική συσχέτιση με την ανάπτυξη σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Υπόδειγμα 3.

Όσον αφορά το τρίτο υπόδειγμα, η ανάπτυξη επηρεάζεται θετικά από το γεγονός της Ε&Σ σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Η μεταβλητή $DMA * Salesgr_{t-1}$ έχει αρνητική συσχέτιση με την ανάπτυξη σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Ένα χρόνο μετά την συμφωνία της Ε&Σ, η ανάπτυξη επηρεάζεται θετικά σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Επίσης οι μεταβλητές $DMA_{t-1} * Salesgr_{t-1}$ και $DMA_{t-2} * Sales_{t-1}$ βρέθηκαν να έχουν

θετική συσχέτιση με την ανάπτυξη σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και 5% αντίστοιχα. Αντίθετα η συσχέτιση της μεταβλητής $DMA_{t-2} * Salesgr_{t-1}$ βρέθηκε να είναι αρνητική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Τέλος, ο δείκτης $RER_{i,t-1}$ εμφανίζει θετική συσχέτιση με την ανάπτυξη των επιχειρήσεων σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Υπόδειγμα 4.

Η επίτευξη Ε&Σ επιδρά θετικά στην ανάπτυξη σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Οι μεταβλητές $DMA * Salesgr_{t-1}$, DMA_{t-1} , $DMA_{t-1} * Salesgr_{t-1}$ και $DMA_{t-2} * Sales_{t-1}$ συσχετίζονται θετικά με την εξαρτημένη μεταβλητή, οι δυο πρώτες σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, οι άλλες δυο δε σε 10%. Επίσης η $DMA_{t-2} * Salesgr_{t-1}$ εμφανίζει αρνητική συσχέτιση σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Αντιθέτως η $DMA_{t-3} * Salesgr_{t-1}$ και ο δείκτης $RER_{i,t-1}$ συσχετίζονται θετικά με την ανάπτυξη των επιχειρήσεων σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Υπόδειγμα 5.

Κατά την εκτίμηση του πέμπτου υποδείγματος, διαπιστώθηκε ότι η ανάπτυξη των επιχειρήσεων επηρεάζεται θετικά από το γεγονός της Ε&Σ κατά το έτος της συμφωνίας και για ένα έτος μετά σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Αντίθετα η $DMA_{t-1} * Sales_{t-1}$ εκτιμήθηκε ότι έχει αρνητική συσχέτιση σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Οι μεταβλητές $DMA_{t-1} * Salesgr_{t-1}$ και $DMA_{t-2} * Sales_{t-1}$ έχουν αρνητική συσχέτιση με την εξαρτημένη μεταβλητή σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και 5% αντίστοιχα. Από την άλλη η $DMA_{t-2} * Salesgr_{t-1}$ και DMA_{t-3} συσχετίζονται αρνητικά με την ανάπτυξη σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Ενώ τέλος, τα παρακρατηθέντα κέρδη εκτιμήθηκε ότι έχουν θετική συσχέτιση σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Υπόδειγμα 6.

Όπως και στο προηγούμενο υπόδειγμα, διαπιστώθηκε ότι η ανάπτυξη των επιχειρήσεων επηρεάζεται θετικά από το γεγονός της Ε&Σ κατά το έτος της συμφωνίας και για ένα έτος μετά σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Επίσης οι μεταβλητές DMA_{t-2} και $DMA_{t-2} * Sales_{t-1}$ εμφανίζουν θετική συσχέτιση σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και 1% αντίστοιχα. Αντίθετα το γεγονός της Ε&Σ επηρεάζει αρνητικά την ανάπτυξη των επιχειρήσεων το τρίτο και τέταρτο έτος μετά την συμφωνία σε επίπεδο σημαντικότητας 10% και 5% αντίστοιχα. Όπως και στα

προβλεπόμενα υποδείγματα ο δείκτης $RER_{i,t-1}$ συσχετίζεται θετικά με την ανάπτυξη των επιχειρήσεων σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Πίνακας 6: Εκτιμήσεις υποδειγμάτων με την εφικτή γενικευμένη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (FGLS with Panels heteroskedastic and common (AR1))

	Υπόδειγμα 1	Υπόδειγμα 2	Υπόδειγμα 3	Υπόδειγμα 4	Υπόδειγμα 5	Υπόδειγμα 6
var.	Salesgr	Salesgr	Salesgr	Salesgr	Salesgr	Salesgr
Sales _{t-1}	-5,96e-12 (-1.378)	8,98e-12 (1.269)	-7,08e-12 (-0.622)	6,68e-12 (0.572)	6,42e-12 (0.427)	4,88e-12 (0.278)
DMA		0.0461*** (3.334)	0.0432*** (3.108)	0.0557*** (3.616)	0.0536*** (3.358)	0.0667*** (4.052)
DMA* Sales _{t-1}		-1,62e-11** (-2.308)	-4,78e-12 (-0.571)	-7,41e-12 (-0.858)	-3,35e-12 (-0.354)	-3,35e-12 (-0.323)
DMA* Salesgr _{t-1}		-0.0116 (-1.477)	-0.0120* (-1.674)	0.125** (1.976)	0.0562 (0.844)	-0.0271 (-0.352)
DMA _{t-1}		0.0248* (1.672)	0.0263* (1.753)	0.0363** (2.305)	0.0440*** (2.632)	0.0653*** (3.708)
DMA _{t-1} * Sales _{t-1}		-6,48e-12 (-0.909)	-5,43e-12 (-0.663)	-1,31e-11 (-1.623)	-1,57e-11* (-1.701)	-1,35e-11 (-1.365)
DMA _{t-1} * Salesgr _{t-1}		0.113** (2.522)	0.188*** (5.205)	0.0916* (1.659)	0.148*** (2.836)	0.0739 (1.090)
DMA _{t-2}			0.00826 (0.537)	-0.000111 (-0.00661)	0.0199 (1.142)	0.0361** (2.045)
DMA _{t-2} * Sales _{t-1}			1,67e-11** (1.973)	1,61e-11* (1.879)	1,88e-11** (1.969)	2,66e-11*** (2.675)
DMA _{t-2} * Salesgr _{t-1}			-0.141*** (-2.840)	-0.124** (-2.222)	-0.143** (-2.377)	-0.0474 (-0.723)
DMA _{t-3}				-0.0233 (-1.398)	-0.0419** (-2.378)	-0.0317* (-1.796)
DMA _{t-3} * Sales _{t-1}				-1,02e-11 (-1.219)	-1,15e-11 (-1.222)	-1,44e-11 (-1.443)
DMA _{t-3} * Salesgr _{t-1}				0.155*** (2.731)	0.0956* (1.777)	-0.00725 (-0.0843)

z-statistics in parentheses *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Πίνακας 6: Εκτιμήσεις υποδειγμάτων με την εφικτή γενικευμένη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (FGLS with Panels heteroskedastic and common (AR1))

var.	salesgr	salesgr	salesgr	salesgr	salesgr	salesgr
DMA _{t-4}					-0.0203 (-1.151)	-0.0395** (-2.095)
DMA _{t-4} * Sales _{t-1}					-2,67e-11	3,07e-12
DMA _{t-4} * Salesgr _{t-1}					(-0.293) 0.0548	(0.298) -0.0408
DMA _{t-5}					(0.749)	(-0.519) -0.00457 (-0.250)
DMA _{t-5} * Sales _{t-1}						-3,22e-12 (-0.338)
DMA _{t-5} * Salesgr _{t-1}						0.0411 (0.501)
ln(TDL) _{t-1}		-0.0108 (-1.020)	-0.0103 (-0.947)	0.00124 (0.112)	-0.000358 (-0.0302)	0.00542 (0.439)
ln(LTDL) _{t-1}	0.00694*	0.00649 (1.288)	0.00497 (0.963)	0.00156 (0.287)	0.00753 (1.294)	0.00794 (1.254)
RER _{i,t-1}	0.145*** (5.885)	0.133*** (5.019)	0.143*** (5.221)	0.133*** (4.726)	0.107*** (3.397)	0.123*** (3.411)
Constant	0.0369*** (2.861)	-0.0133 (-0.899)	-0.0152 (-0.979)	-0.0186 (-1.148)	-0.0192 (-1.162)	-0.0480*** (-2.604)
Observations	1,029	929	929	815	706	587
Number of firms	135	135	135	134	131	129

z-statistics in parentheses *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Δυναμική εκτίμηση υποδειγμάτων (LSDV).

Η οικονομετρική εκτίμηση των υποδειγμάτων με την μέθοδο FGLS έδωσε τα ακόλουθα αποτελέσματα:

Σε όλα τα υποδείγματα η μεταβλητή *salesgr* βρέθηκε ότι έχει θετική συσχέτιση με την ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Στο πρώτο υπόδειγμα σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ενώ στα υπόλοιπα σε επίπεδο 1%. Αντίθετα η $Sales_{t-1}$ συσχετίζεται αρνητικά σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Στο δεύτερο και το τρίτο υπόδειγμα, διαπιστώθηκε ότι η ανάπτυξη των επιχειρήσεων επηρεάζεται θετικά από το γεγονός της Ε&Σ κατά το έτος της συμφωνίας και για ένα έτος μετά σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και 10% αντίστοιχα. Αντίθετα η $DMA * Salesgr_{t-1}$ επηρεάζει αρνητικά την ανάπτυξη σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Από την άλλη, ο μακροχρόνιος δανεισμός παρουσιάζει θετική συσχέτιση σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Από την διερεύνηση του τέταρτου, πέμπτου και έκτου υποδείματος, υπολογίστηκε ότι το γεγονός της Ε&Σ επηρεάζει αρνητικά την ανάπτυξη των επιχειρήσεων από το τρίτο έτος και έπειτα. Τέλος, τα παρακρατηθέντα κέρδη εκτιμήθηκε ότι έχουν θετική συσχέτιση σε επίπεδο σημαντικότητας 10% κατά την εκτίμηση του τρίτου και τέταρτου υποδείματος.

Πίνακας 7: Δυναμική εκτίμηση υποδειγμάτων (Last-squares dummy variable estimator/LSDV)

VAR	Υπόδειγμα 1 SALESGR	Υπόδειγμα 2 SALESGR	Υπόδειγμα 3 SALESGR	Υπόδειγμα 4 SALESGR	Υπόδειγμα 5 SALESGR	Υπόδειγμα 6 SALESGR
salesgr	0.0274** -2.202	0.154*** -6.809	0.141*** -6.260	0.583*** (12.21)	0.441*** -8.455	0.220*** -3.139
$Sales_{t-1}$	-2.23e-10*** (-4.816)	-1.78e-10*** (-3.379)	-1.64e-10*** (-2.934)	-3.29e-10*** (-3.491)	-5.64e-10*** (-3.851)	-6.11e-10*** (-3.025)
DMA		0.111*** -2.931	0.114*** -2.928	0.0712 -1.488	0.0643 -1.117	0.0347 (0.486)
DMA* $Sales_{t-1}$		-2,75E-11 (-0.945)	-3,16E-11 (-0.900)	-2,65E-11 (-0.731)	-2,80E-11 (-0.692)	-7.48e-11* (-1.677)
DMA* $Salesgr_{t-1}$		-0.168*** (-6.575)	-0.152*** (-5.981)	0.00955 (0.0623)	-0.182 (-1.337)	-0.106 (-0.506)
DMA_{t-1}		0.0650* -1.831	0.0646* -1.803	0.0580 -1.152	0.0186 (0.268)	0.00822 (0.115)
$DMA_{t-1} * Sales_{t-1}$		-1,96E-11 (-0.804)	-2,37E-11 (-0.799)	-4,53E-12 (0.126)	1,12E-11 (0.282)	-1,24E-11 (-0.260)

Πίνακας 7: Δυναμική εκτίμηση υποδειγμάτων (Last-squares dummy variable estimator/LSDV)

	SALESGR	SALESGR	SALESGR	SALESGR	SALESGR	SALESGR
DMA _{t-1} *						
Salesgr _{t-1}	0.0580	0.108**	-0.218**	-0.115	-0.0989	
	-1.341	-2.544	(-2.209)	(-0.818)	(-0.492)	
DMA _{t-2} *						
Sales _{t-1}		-9,20E-12	4,42E-12	-5,00E-12	-4,94E-11	
		(-0.243)	(0.111)	(-0.107)	(-0.887)	
DMA _{t-2} *						
Salesgr _{t-1}		-0.0887	-0.302**	-0.203	-0.0811	
		(-1.038)	(-2.255)	(-1.614)	(-0.377)	
				(-2.472)	(-3.195)	
DMA _{t-4} *						
Salest-1				4.67e-11	2,65E-11	
				-1.138	(0.423)	
DMA _{t-4} *						
Salest-1				-0.185	-0.176	
				(-1.290)	(-1.161)	
DMA _{t-5}						
					-0.156**	
					(-2.094)	
DMA _{t-5} *						
Salest-1					-1,01E-11	
					(-0.223)	
DMA _{t-5} *						
Salest-1					0.255	
					-1.050	
ln(TDL) _{i,t-1}	-0.0653	-0.0682	-0.0670	-0.0563	-0.0419	
	(-1.545)	(-1.630)	(-1.230)	(-1.084)	(-0.617)	
ln(LTDL) _{I,t-1}	0.0252	0.0351**	0.0359**	0.0235	0.0303	0.0242
	-1.552	-2.004	-2.059	-1.049	-1.243	(0.878)
RER _{i,t-1}	0.141	0.134	0.143	0.171*	0.193*	0.160
	-1.614	-1.497	-1.591	-1.703	-1.729	-1.348
Observations	931	931	931	818	710	590
Number of firms	137	137	137	137	135	132

*z-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1*

Συμπεράσματα

Στο πλαίσιο της μεταπτυχιακής εργασίας μου, εκπόνησα μια εμπειρική μελέτη η οποία επικεντρώθηκε στην επίδραση των Ε&Σ στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων, εξετάζοντας τα ποσοστά αύξησης των πωλήσεων τους έως και πέντε χρόνια μετά. Προηγούμενες έρευνες υποστηρίζουν ότι η αναζήτηση της ανάπτυξης μέσω της Ε&Σ θα μπορούσε να είναι πιο αποτελεσματική από ό, τι η οργανική ανάπτυξη. Παρ' όλα αυτά, η σταθερή ανάπτυξη μετά την Ε&Σ μπορεί να είναι ένα δύσκολο εγχείρημα λόγω των πολλών εμποδίων που είναι πιθανόν να προκύψουν μεταξύ της εξαγοράζουσας και των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων. Αν και το θέμα των Ε&Σ και των επιπτώσεων τους στην απόδοση των επιχειρήσεων έχει μελετηθεί πάρα πολύ από ακαδημαϊκές μελέτες, περιορισμένες εμπειρικές μελέτες έχουν γίνει προκειμένου να επαληθευτούν οι θεωρητικές αυτές διαπιστώσεις.

Αυτή η μελέτη διαπίστωσε ότι οι περισσότερες εταιρίες, για δυο χρόνια μετά την Ε&Σ, παρουσίασαν αύξηση των πωλήσεων, γεγονός που υποδηλώνει την θετική επίδραση των Ε&Σ στην αύξηση των πωλήσεων για δυο χρόνια μετά την Ε&Σ. Ωστόσο, οι επιπτώσεις των Ε&Σ στην ανάπτυξη των πωλήσεων κατά τη διάρκεια ή μετά το τρίτο έτος σταμάτησαν να παρατηρούνται. Κατά συνέπεια, η επίδραση των Ε&Σ σε σχέση με την αύξηση των πωλήσεων διήρκεσε μόνο ένα ή δύο χρόνια και εξαφανίστηκε μετά από αυτό, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι Ε&Σ δεν είναι μια αποτελεσματική μέθοδος για την επίτευξη συνεχούς και μακροπρόθεσμης ανάπτυξης για τις επιχειρήσεις του ελληνικού χρηματιστηρίου. Επίσης συμφωνώντας με την βιβλιογραφία, διαπιστώθηκε ότι οι επιχειρήσεις προτιμούν εσωτερική χρηματοδότηση, παρά την άντληση κεφαλαίων από εξωτερικές πηγές, διότι το κόστος των εσωτερικών πόρων είναι φθηνότερη επιλογή.

Τα ευρήματα της μελέτης αυτής παρείχαν μια διαφορετική άποψη για τις επιδόσεις των επιχειρήσεων μετά την Ε&Σ. Οι περισσότερες προηγούμενες μελέτες είχαν την τάση να εξετάζουν τις οικονομικές επιδόσεις, χρησιμοποιώντας μελέτες ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων. Επιπλέον αυτή είναι η πρώτη έρευνα η οποία μελέτησε τις επιπτώσεις των Ε&Σ στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων στην Ελλάδα σε τόσο μεγάλο βάθος χρόνου. Από πρακτικής πλευράς, με βάση τα αποτελέσματα της

έρευνας αυτής, δηλαδή ότι οι θετικές επιδράσεις των Ε&Σ διαρκούν το πολύ δυο χρόνια, θα μπορούσαν να προσδιοριστούν ορισμένες διευθυντικές ευθύνες, σε περίπτωση που οι διευθυντές βασίζονται στην Ε&Σ ως κύρια στρατηγική για την ανάπτυξη των πωλήσεων. Αντίθετα, οι Ε&Σ θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για τη δημιουργία άλλων τύπων αξίας, όπως η ενίσχυση δύναμης στην αγορά, η ελαχιστοποίηση του κόστους μέσω οικονομιών κλίμακας ή η μείωση του κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης αγορών και προϊόν.

Δεν θα ήταν δυνατόν η παρούσα μελέτη να μην έχει περιορισμούς. Εξ αρχής από την έρευνα αποκλείστηκαν επιχειρήσεις που ανήκουν στον τραπεζικό κλάδο. Επιπλέον κάποιες επιχειρήσεις αποκλείστηκαν από την έρευνα κατά την διαδικασία συλλογής των στοιχείων, επειδή η βάση δεν παρείχε στοιχεία για όλες τις μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στο χρονικό διάστημα της έρευνας. Ως μέτρο για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων, όπως και σε άλλες μελέτες, επιλέχθηκε η αύξηση των καθαρών πωλήσεων, επομένως περαιτέρω έρευνα θα μπορούσε να γίνει για την εξέταση άλλων μέτρων της ανάπτυξης των επιχειρήσεων, όπως για παράδειγμα η μεταβολή του συνολικού ενεργητικού ή ο αριθμός των εργαζομένων. Επιπλέον, μελλοντική έρευνα θα μπορούσε να διερευνήσει τις επιπτώσεις των Ε&Σ σε άλλους τομείς των επιχειρησιακών επιδόσεων όπως η αποδοτικότητα, η αποτελεσματικότητα ή η μείωση του κόστους. Τέλος, θα ήταν χρήσιμο να πραγματοποιηθεί παρόμοια έρευνα ώστε να εξεταστούν οι επιπτώσεις των Ε&Σ στις επιχειρήσεις του τραπεζικού κλάδου, που όπως παρατηρούμε τα τελευταία χρόνια αποτελούν πεδίο έντονης δραστηριότητας Ε&Σ.

Βιβλιογραφία

- Adelaja, A., Nayga, R., & Farooq, Z. (1999). Predicting mergers and acquisitions in the food industry. *Agribusiness*, 15(1), pp. 1-23.
- Akgöbek, Ibrahim, (2012), “Mergers and Acquisitions as a Growth Strategy”, *International Conference on Business, Economics, and Behavioral Sciences*.
- Ali-Yrkko, J. (2002), “Mergers and acquisitions: Reasons and Results”, *The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA)*, Discussion paper series, No.792.
- Andrade, G. and Stafford, E. (2004), “Investigating the economic role of mergers.” *Journal of Corporate Finance*, 10(1), pp. 1-36.
- Appelbaum, S. H., Gandell, J., Yortis, H., Proper, S. and Jobin, F. (2000), “Anatomy of a Merger: Behavior of Organizational Factors and Processes Throughout the Pre-during-post Stages (P.1)”, *Management Decision* 38(9), pp. 649-661.
- Boland, Lawrence A. (1978), “Time in economics vs economics in time: The 'Hayek Problem””, *Canadian Journal of Economics*, pp. 240-262.
- Brockhaus, R. H. (1975), “The Locus Of Control Scores as Predictors Of Entrepreneurial Intentions”, *Academy of Management Proceedings*, Vol. 1975, No. 1, pp. 433-435), Academy of Management.
- Bruner, R. (2002) “Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker”, *Journal of Applied Finance*, 12, pp. 48-68.
- Calipha, R., Tarba, S. & Brock, D (2011), “Mergers and Acquisitions: A Review of Phases, Motives and Success Factors. In Cary L. Cooper & Sydney Finkelstein (eds.)”, *Advances in Mergers and Acquisitions*, 9, Emerald Group Publishing Limited, pp. 1-24.
- Campbell, A., & Goold, M., (1998), Desperately seeking synergy, *Harvard Business Review*, 76, 131–145.
- Changqi and Ningling (2007), “Determinants of Cross-Border Merger & Acquisition Performance of Chinese Enterprise” *Procedia, Social and Behavioral Sciences*, Volume 2, Issue 5, 2010, pp. 6896–6905.
- Child, J., Kieser, A. (1981), “Development of organizations over time. In Handbook of Organizational Design, ed. P. C. Nystrom, W. H. Starbuck”, New York: Oxford Univ. Press.

- Copeland, T. E., and Weston, J. F. (1988), "Financial theory and corporate finance", *Reading, Addison Wesley*.
- Cosh, A., Hughes, A. and Singh, A. (1980) "*The Causes and Effects of Takeovers in the U.K.: An Empirical Investigation for the late 1960s at the Microeconomic Level*", in D. Mueller, eds., "*The Determinants and Effects of Merger: An International Comparison*", Gunn & Horn Publications, Cambridge, U.K.
- Dickerson, A., Gibson, H. and Tsakalotos, E. (1997), "The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of U.K. Firms," *Oxford Economic Papers*, 49, pp.344-361.
- Feys, C., & Manigart, S. (2010), "The post-acquisition performance of acquired entrepreneurial firms", *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 30(1), 2.
- Gaughan, P. A. (2011), *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. 5th Edition, Wiley.
- Haplern, P. (1983), "Corporate Acquisitions: A theory of special cases? A review of special cases applied to acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 23, pp. 121-153.
- Hay, D. A. and Liu, G. S. (1998), "When do firms go in for growth by acquisition?" *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 60, no. 2, pp. 143-64.
- Healy, P., Palepu, K. and Ruback, R. (1992), "Does Corporate Performance Improve After Mergers?", *Journal of Financial Economics*, 31, pp. 135-175.
- Herman, E. and Lowenstein, L. (1988), "The Efficiency Effect of Hostile Takeovers." in J. Coffee, L. Lowenstein, and S. Rose-Ackerman, eds., "*Knights, Raiders, and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*", Oxford University Press, Oxford, U.K.
- Jemison, D. B., & Sitkin, S. B. (1986), "Corporate acquisitions: A process perspective", *Academy of Management Review*, 11(1), pp. 145-163.
- Kitching J. (1974), "Winning and losing with European acquisitions", *Harvard Business Review*, March-April, pp. 124-136.
- Kitching, J. (1967), "Why Do Mergers Miscarry?", *Harvard Business Review*, 45, pp. 84-101.
- Kusewitt, J. (1985), "An Explanatory Study of Strategic Acquisition Factors Relating to Performance", *Strategic Management Journal*, 6, pp. 151-169.
- Kusstascher, V., & Cooper, C. L. (2005), *Managing emotions in mergers and acquisitions*. Edward Elgar Publishing.

- Lazarides, T. and Drimpetas, E. (2008), Mergers– Acquisitions as a Strategic Option: A Probit Model.
- Leverson, M. A. (1989), "The merger and acquisition game into the 1990s".
- Levinson, H. (1970), A psychologist diagnoses merger failures. *Harvard Business Review*, 48(2), pp. 139-147.
- Littlewood, J. (1988), "*The stock market, fifty years of capitalism at work*", Financial Times Pitman Publishing, London, UK.
- Lubatkin, M. (1983), "Merger and Performance of the Acquiring Firm", *Academic of Management Review*, 8, pp. 218-225.
- Luybaert, M., and Huyghebaert, N. (2007), Determinants of growth through mergers and acquisitions: An empirical analysis, *25th Erasmus finance day, Rotterdam (The Netherlands, Working paper*.
- Marks, M. L., and Mirvis, P. H. (1992), "Rebuilding after the merger: Dealing with "survivor sickness"", *Organizational Dynamics*, 21(2), pp. 18-32.
- Meeks, G. (1977), "Disappointing Marriage: A Study of the Gains from Merger", *University of Cambridge: Occasional Paper 51*, Cambridge University Press, Cambridge, U.K.
- Mueller, D. (1980), "*The Determinants and Effects of Merger: An International Comparison*", Gunn & Horn Publications, Cambridge, U.K.
- Muia, F. (2010), "Determinants of growth of firms through mergers and acquisitions in Kenya. An empirical study at the Nairobi Stock Exchange–Kenya".
- Papadakis, V. M. (2005), "The role of broader context and the communication program in merger and acquisition implementation success", *Management Decision*, 43 (2), pp. 236-255.
- Park, K. and Jang, S.(2010), " Mergers and Acquisitions and Firm growth: Investigation restaurant firms", *International Journal of Hospitality Management*, 30 (2011), pp. 141-149.
- Peabody, R. L., Rourke, F. E. (1965), Public bureaucracies, In *Handbook of Organizations*, ed. J. G., pp. 802-37. Chicago: Rand McNally.
- Penrose, E. T. (1952), Biological analogies in the theory of the firm. *Am. Econ. Rev.* 4, pp. 804-19.
- Porter, M. E. (1985), "*Competitive advantages*". Free Press, New York.

- Powell, R. and Stark, A., (2005), "Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks", *Journal of Corporate Finance*, 11, pp. 293-317.
- Rahman, R.A. and Limmack, R.J. (2004), "Corporate acquisitions and the operating performance of Malaysian companies", *Journal of Business Finance & Accounting*, 31, pp. 359-400.
- Rappaport, A.(1979), "Strategic analysis for more profitable acquisitions" *Harvard Business Review*, pp.99-110.
- Ravencraft, D. and Scherer, F. (1987), "Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency", *Brookings Institution*, Washington, U.S.
- Rossi, S. and P. Volpin (2004), "Cross-country determinants of mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 74, pp. 277-304.
- Schein, E. H. (1985), "Defining organizational culture", *Classics of organization theory*, 3, 490-502.
- Schweiger, D. M., & Weber, Y. (1992), "Strategies for managing human resources during mergers and acquisitions: An empirical investigation", *Human Resource Planning*, pp. 101-118, Gabler Verlag.
- Schweiger, D. M., Sandberg, W. R., & Rechner, P. L. (1989), "Experiential effects of dialectical inquiry, devil's advocacy and consensus approaches to strategic decision making", *Academy of Management Journal*, 32(4), pp. 745-772.
- Schwert, G. W. (2000), Hostility in takeovers: in the eyes of the beholder?. *The Journal of Finance*, 55(6), pp. 2599-2640.
- Seth, A. (1990), "Sources of Value Creation in Acquisitions: An Empirical Investigation", *Strategic Management Journal*, 11, pp. 431-446.
- Shimizu, K., Hitt, M. Vaidyanath D. Pisano, V. (2004), "Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future", *Journal of International Management*, Vol. 10 pp. 307-353.
- Soubeniotis, D., Mylonakis, J., Fotiadis, T., Chatzithomas, L. and Mertzimekis, C. (2006) "Evaluation of Mergers & Acquisitions in Greece", *International Research Journal of Finance and Economics*, 1, pp. 92-104.
- Stahl, G.K. & Voigt, A. (2008). Do cultural differences matter in mergers and acquisitions? A tentative model and examination. *Organization Science*, Vol. 19 (1), pp. 160-176.

Terry, R. (1982), "The suggestions of acquisition success", *Managerial Planning*, pp. 13-16.

Von Krogh. G. and M.A. Cusumano (2001), "*Three Strategies For Managing Fast Growth*", *MIT Sloan Management Review*, Winter, pp 53-61.

Weinzimmer, Nystrom, Freeman (1998), "Measuring Organizational Growth: Issues, Consequences and Guidelines" *Journal of Management*, Vol. 24, No. 2, pp. 235-262.

Young, S., & Tavares, A. T. (2004), "Multilateral rules on FDI: Do we need them? Will we get them? A developing country perspective", *Transnational Corporations*, 13, pp. 1-30.

Ελληνική

Γεωργακοπούλου (2002), "Εξαγορές και συγχωνεύσεις: Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις", *Επιθ. Εργασιακών Σχέσεων*, τεύχος 20.

Ιγνατιάδης, Α. (1990) "*Χρηματοοικονομική Λογιστική*", Τεύχος 1ο, Αυτοέκδοση, Θεσσαλονίκη.

Κυριαζής, Δ. (2007) "*Συγγενεύσεις και Εξαγορές*", Εκδόσεις Σμπίλια, Αθήνα.

Παζάρσκη, Μ. (2008) "Διερεύνηση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών Επιχειρήσεων στην Ελλάδα με την Εφαρμογή Στατιστικών Μεθόδων", Διδακτορική Διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.

Παζάρσκη, Μ., Καραγιώργος, Θ., Χριστοδούλου, Π. και Δρογαλάς, Γ. (2007) "*Συγχωνεύσεις, Εξαγορές και Επιχειρηματική Επίδοση: Μια Λογιστική Θεώρηση*", *Διοικητική Ενημέρωση*, σελ. 55-69.

Παπαδάκης, Β. (2007) *Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία*, 7^η Έκδοση, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα.

Παπαδόπουλος, Δ. (1990), "*Φορολογικό – Νομικό Πλαίσιο Μετατροπής, Συγχώνευσης και Διάσπασης Επιχειρήσεων*", Εκδόσεις Παρατηρητής, Θεσσαλονίκη.

Πατρινός, Δ. (2007), "*Διεθνές Μάνατζμεντ*", Εκδόσεις Έλλην, Αθήνα.

Περάκης, Ε., (2010) "*Το Νέο Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας*", Β' Έκδοση, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

Πρωτονοταριος, Μ., 1999, Οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις- Ο νέος κύκλος συγκέντρωσης των ελληνικών επιχειρήσεων, εκδόσεις Επιλογή , 1/12/1999.