

T.E.I. ΚΡΗΤΗΣ



Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Εξαγορές - συγχωνεύσεις και κερδοφορία
επιχειρήσεων**

Διπλωματική Εργασία

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

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Εξειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική

από το

Νταουκάκη Εμμανουήλ του Ξενοφώντος

Ηράκλειο, Ιούνιος 2015

Δήλωση 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, κλπ), του ποσοστού και της σημασίας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή τη γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου».

«Η παρούσα διπλωματική εργασία υποβάλλεται προς έγκριση προς 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 είναι:

- Τερζάκης Δ. (Επιβλέπον)
- Σταματόπουλος Θ. (Μέλος)
- Αρβανίτης Σ. (Μέλος)

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η πτυχιακή αυτή εργασία αποτελεί έργο προσωπικής μου προσπάθειας. Για να ολοκληρωθεί και να φτάσει στο επιθυμητό αυτό σημείο απαιτήθηκαν ώρες μελέτης, συγκέντρωσης και συλλογής πληροφοριών. Ευχαριστώ όλους όσους με βοήθησαν καθ' όλη την περίοδο εκπόνησης και συγγραφής δίνοντάς μου κουράγιο και στήριξη. Επίσης, ευχαριστώ θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου για τις πολύτιμες συμβουλές, τις συστάσεις και τις κατευθυντήριες γραμμές που μου έδινε. Τέλος, ευχαριστώ την εξεταστική επιτροπή που μου κάνει την τιμή να αξιολογήσει την εργασία μου.

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Από τις αρχές της δεκαετίας του 2000 μπορούμε να διακρίνουμε εύκολα μια παγκόσμια εμπορική κρίση. Όλο και περισσότερες μικρές επιχειρήσεις χρεοκοπούν και η πλειοψηφία των μικρομεσαίων επιχειρήσεων προσπαθούν να αποκτήσουν ένα απαραίτητο κέρδος έτσι ώστε να επιβιώσουν. Παρατηρούμε πως η παγκόσμια οικονομική κρίση επηρεάζει ακόμα και παγκόσμιους κολοσσούς επιχειρήσεων όπως που είτε πτώχευσαν είτε έφτασαν πολύ κοντά. Κερδισμένοι από αυτήν την κρίση θα είναι αυτοί που θα προσπαθήσουν να αναπτύξουν νέα επιχειρηματικά μοντέλα, όπου θα παράγουν στρατηγικές σε γερές βάσεις και οι οποίοι θα είναι σε μια συνεχής αναζήτηση καινοτόμων ιδεών.

Στηριζόμενες στα παραπάνω, οι επιχειρήσεις θεωρούν ότι ένας επιτυχής και γρήγορος τρόπος για να δυναμώσουν την οικονομική τους ισχύ μέσα σε μια δύσκολη οικονομική περίοδο είναι οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές θεωρούνται από τους σύγχρονους τρόπους στρατηγικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων και περιγράφονται ως τρόπος με τον οποίο δύο εταιρείες ενώνονται με σκοπό να επιτύχουν συγκεκριμένους στρατηγικούς στόχους. Επιπλέον είναι συναλλαγές σημασίας όχι μόνο για τις ίδιες τις επιχειρήσεις αλλά και για ολόκληρη την οικονομία αφού τις περισσότερες περιπτώσεις επενδύονται τεράστια ποσά διεθνώς.

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι ένας τομέας που μπορεί να μελετηθεί λαμβάνοντας υπόψη αρκετούς παράγοντες που έχουν να κάνουν με τον βαθμό επιτυχίας ή αποτυχίας των στρατηγικών κινήσεων που αφορούν τις επιχειρήσεις που πρόκειται να μπουν στη διαδικασία της συνένωσης.

Το αντικείμενο της παρούσας εργασίας είναι οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές επιχειρήσεων στην Ελλάδα και τα δείγματα κερδοφορίας που αυτές επιφέρουν. Σκοπός της εργασίας αυτής είναι ο προσδιορισμός και η αξιολόγηση των κριτηρίων και των παραγόντων που συντελούν σε μια επιτυχημένη συνένωση, η οποία θα έχει τα επιθυμητά αποτελέσματα για την επιχείρηση.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών και πως αυτές επιδρούν στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα πραγματοποιήθηκε βιβλιογραφική επισκόπηση σε 28 άρθρα και έρευνες από την εγχώρια και παγκόσμια βιβλιογραφία. Στόχος ήταν να διερευνηθούν οι χρησιμοποιούμενες τεχνικές των επιχειρήσεων γύρω από το θέμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών καθώς και οι συνέπειες τους για τις ίδιες τις επιχειρήσεις. Από τα ευρήματα της μελέτης προέκυψε πως οι εξαγορές των επιχειρήσεων επηρεάζονται θετικά από τα λογιστικά μέτρα και αρνητικά από τις υπερβάλλουσες αποδόσεις και τις υποκειμενικές εκτιμήσεις, ενώ βρέθηκε ότι οι συγχωνεύσεις επηρεάζονται από τη γεωγραφία, την ποιότητα των λογιστικών εκθέσεων και το διμερές εμπόριο, τα οποία αυξάνουν την πιθανότητα των συγχωνεύσεων μεταξύ δύο χωρών. Ωστόσο, οι κατασκευαστικές επιδόσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα αντικίνητρα ή οι λόγοι που απέτυχαν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις, όπως η μη ύπαρξη στρατηγικού σχεδιασμού και σκεπτικού σωστής επένδυσης, οι μη ρεαλιστικές προσδοκίες, το εξαιρετικά υψηλό κόστος εξαγοράς, οι αντικρουόμενες φιλοσοφίες της εταιρείας, η αποτυχία γρήγορης συγχώνευσης, τα αντικρουόμενα συμφέροντα των μετόχων, το εξωτερικό περιβάλλον και η γενική οικονομική συγκυρία, όλα αυτά επηρεάζουν εξίσου τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις των επιχειρήσεων. Οι περιορισμοί της έρευνας αφορούσαν την χρονολογία δημοσίευσης των άρθρων και τις πηγές εύρεσής τους. Έτσι, αποφασίστηκε να χρησιμοποιηθούν άρθρα μετά το 2002 και προέρχονταν κυρίως από έγκυρα επιστημονικά περιοδικά. Συμπερασματικά από την εν λόγω ανάλυση προέκυψε πως οι στρατηγικές συγχωνεύσεων και εξαγορών των επιχειρήσεων επιδρούν στην κερδοφορία τους. Δύο ενδεικτικές στρατηγικές που μπορούν να εφαρμοστούν για μεγαλύτερη κερδοφορία στις επιχειρήσεις και προκύπτουν από την παραπάνω έρευνα είναι αρχικά, να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στη νομική μορφή της εξαγοραζόμενης ή συγχωνευόμενης εταιρίας η οποία έχει τη δυνατότητα να εμφανίζει βελτιωμένη επίδοση, και επιπλέον οι μέτοχοι μιας επιχείρησης που ψηφίσουν υπέρ μιας ενδεχόμενης πράξης συγχωνεύσεων και εξαγορών, πρέπει να είναι ιδιαίτερα

Εξαγορές - συγχωνεύσεις και κερδοφορία επιχειρήσεων

προσεκτικοί, ώστε να μην υπάρξουν πιθανές αρνητικές μελλοντικές επιπτώσεις στην επίδοση της επιχείρησής τους.

Λέξεις κλειδιά: Εξαγορές, Συγχωνεύσεις, Κερδοφορία

ABSTRACT

The aim of this thesis is to explore the mergers and acquisitions and their effect on the profit-making of the businesses. More specifically, it was conducted a bibliographical review in 28 articles and surveys from the domestic and international publication reference. The objective was to explore the techniques used from the businesses as far as the mergers and acquisitions are concerned and also the consequences for the business itself. It was revealed from the survey that the acquisitions of the businesses are positively affected by the accounting measures and negatively affected by the excessive yields and the subjective assessments. At the same time it was also revealed that mergers are also affected by the geographical location, the quality of the accounting reports and the bilateral trade, which increase the merger possibility between two countries. However, the manufacturing performances of the mergers and acquisitions, the disincentives or the reasons that made fail the mergers or acquisitions, as the non-existence of strategic planning and proper investment reasoning, the unrealistic expectations, the excessive high acquisition cost, the existing conflicting philosophies of the company, the quick merging failure, the conflicting shareholders' interests, the external environment and the general economic situation, all of these equally affect the mergers and acquisitions of the businesses. The research limitations concerned the chronological publication of the articles and the sources of their findings. So, it was decided to use articles after 2002 and mainly from valid scientific journals. In conclusion, from this analysis it was revealed that the strategic mergers and acquisitions contribute to their profitability. Two indicative strategies that can be applied for greater profitability on businesses arising from the abovementioned survey, is initially to be given particular attention to the legal form of the of acquired or merged company which has the capability to reveal improved performance, and also the shareholders of a business who vote in favor of a possible act of merger and acquisition, have to be particularly careful, so as not to be any possible future consequences on the their business performance.

Key words: Mergers, Acquisitions, Profitability

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	4
ΠΡΟΛΟΓΟΣ	6
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	7
ABSTRACT	9
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ	12
1.1 Εισαγωγή.....	12
1.2 Ιστορική αναδρομή	14
1.3 Τύποι συγχωνεύσεων και εξαγορών	15
1.4 Στρατηγικές συγχωνεύσεων και εξαγορών	2019
1.5 Κίνητρα εξαγορών και συγχωνεύσεων	210
1.6 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα εξαγορών και συγχωνεύσεων	26
1.7 Παράγοντες επιτυχίας και αποτυχίας εξαγορών και συγχωνεύσεων	29
1.8 Βήματα εξαγοράς μιας επιχείρησης	30
1.9 Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων στην Ελλάδα	31
1.10 Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων Διεθνώς.....	332
1.11 Καθοριστικοί παράγοντες για την επιτυχία των συγχωνεύσεων και των εξαγορών	354
1.12 Δυσκολίες ενοποίησης – Ο ανθρώπινος παράγοντας	37
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ	39
Πίνακας Βιβλιογραφικής Ανασκόπησης.....	62
ΕΠΙΛΟΓΟΣ	77
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	79

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ

1.1 Εισαγωγή

Η θεωρητική βιβλιογραφία των συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορεί να χωριστεί σε τρεις μεγάλες κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει την συνέργεια ή αποτελεσματικότητα, στην οποία η συνολική αξία από τις συνδυασμένες επιχειρήσεις είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα των αξιών της κάθε επιχείρησης. Η αυξημένη αξία προκύπτει από την αύξηση της αποδοτικότητας (εισροών ή εκροών) και την αύξηση της ισχύος στην αγορά. Η ύβρις είναι η δεύτερη κατηγορία και είναι το αποτέλεσμα της κατάρτας του νικητή, προκαλώντας τους πλειοδότες να πληρώνουν πάρα πολλά, ενώ η αξία παραμένει αμετάβλητη. Η τρίτη κατηγορία περιλαμβάνει εκείνους στους οποίους η συνολική αξία μειώνεται ως αποτέλεσμα των λαθών ή των διαχειριστών που βάζουν τις δικές τους προτιμήσεις (πρόβλημα εντολέα-εντολοδόχου) πάνω από της επιχείρησης, «κτίζοντας αυτοκρατορίες» για το προσωπικό τους συμφέρον σε αντίθεση με το συμφέρον των εντολέων τους και των μετόχων.

Τα εμπειρικά στοιχεία σχετικά με την αξιολόγηση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών βασίζονται σε πέντε διαφορετικούς τύπους ανάλυσης, δηλαδή στις λειτουργίες παραγωγής, στις συναρτήσεις κόστους, στη χρήση των λογιστικών στοιχείων, στην αποτελεσματική προσέγγιση αιχμής και στις μελέτες (event studies). Η έννοια της μέτρησης απόδοσης υποθέτει ότι η λειτουργία παραγωγής μιας πλήρως αποτελεσματικής επιχείρησης ή των επιχειρήσεων είναι γνωστή. Δεδομένου ότι αυτό δεν είναι το ζητούμενο, στην πράξη πρέπει κανείς να εκτιμήσει την συνάρτηση παραγωγής. Η συνάρτηση παραγωγής υπολογίζεται από τα δεδομένα του δείγματος και εφαρμόζεται είτε με μία μη-παραμετρική (Μαθηματικού προγραμματισμού) ή με μία παραμετρική (οικονομετρική) προσέγγιση. Όσον αφορά τον ορισμό των εσόδων και εξόδων των τραπεζών, δεν υπάρχει συναίνεση σχετικά με τις μεταβλητές που καθορίζουν καλύτερα τις τραπεζικές εκροές.

Σύμφωνα με την προσέγγιση της παραγωγής, οι τράπεζες μετατρέπουν τις εισροές κεφαλαίου και εργασίας σε δύο ομάδες εκροών, των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού. Ο αριθμός και το είδος των συναλλαγών και των εγγράφων θεωρείται ότι είναι ο καλύτερος τρόπος μέτρησης των τραπεζικών εκροών. Τέτοια όμως συγκεκριμένα δεδομένα είναι γενικά μη διαθέσιμα και ως εκ τούτου, στην πράξη, ο αριθμός των καταθετικών και δανειακών λογαριασμών συνήθως χρησιμοποιείται ως μέτρο των τραπεζικών εκροών.

Ένας μεγάλος αριθμός από ερευνητές χρησιμοποιούν την «προσέγγιση της διαμεσολάβησης» το οποίο αντιμετωπίζει τις τράπεζες ως μεσολαβητές μετατροπής κεφαλαίων μεταξύ καταθετών και των επενδυτών. Το κύριο καθήκον της τράπεζας είναι να διοχετεύσει κεφάλαια από τους αποταμιευτές στους επενδυτές. Στο πλαίσιο αυτό οι καταθέσεις αντιμετωπίζονται ως εισροές και τα δάνεια ως εκροές. Αυτή η προσέγγιση διακρίνεται από την προσέγγιση της παραγωγής με την προσθήκη των καταθέσεων στις εισροές λαμβάνοντας υπόψη τόσο το κόστος λειτουργίας όσο και το κόστος τόκων.

Η τεχνολογική καινοτομία της δεκαετίας του '80 στη μαζική παραγωγή και τις μεταφορές καθώς επίσης και των καινοτομιών στην πληροφορική τεχνολογία στη δεκαετία του '90 ώθησε το κύμα συγχωνεύσεων. Οι αλλαγές στο φορολογικό σύστημα ή οι δημογραφικές αλλαγές και οι κρατικοί κανονισμοί στις συντάξεις των πολιτών είναι παραδείγματα των αλλαγών στους αντίστοιχους παράγοντες που μπορούν να προσφέρουν στις επιχειρήσεις την πιθανότητα να αναπτύξουν τα νέα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματά τους μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών (το κύμα συγχώνευσης στις ΗΠΑ κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '20 είναι ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα).

1.2 Ιστορική αναδρομή

Κατά τη διάρκεια των προηγούμενων δεκαετιών ο αριθμός των εξαγορών και συγχωνεύσεων επιχειρήσεων αυξήθηκε με ταχύτατους ρυθμούς. Στην Ελλάδα, το φαινόμενο των εξαγορών και συγχωνεύσεων επιχειρήσεων διαδραματίζει αρκετά σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη των εταιριών σήμερα, αν και άρχισε να παρουσιάζεται και να αναπτύσσεται κάπως αργά, περίπου στα μέσα της δεκαετίας του '80. Η απόφαση για αγορά μιας άλλης επιχείρησης, ή της συγχώνευσης για να δημιουργηθεί μια μεγαλύτερη και πιθανόν αρκετά διαφορετική επιχείρηση, είναι μια από τις σημαντικότερες αποφάσεις που μια διοίκηση καλείται να πάρει. Η σωστή απόκτηση στο σωστό χρόνο μπορεί να είναι ο συντομότερος δρόμος για την επέκταση, την αυξανόμενη αποδοτικότητα, και μια νέα κατεύθυνση για την επιχείρηση. Συνεπώς, μια κακή απόφαση μπορεί να είναι μοιραία, περιορίζοντας τους οικονομικούς, διοικητικούς και άλλους πόρους του αγοραστή πέρα από τις δυνατότητές του, με αποτέλεσμα ολόκληρη η δομή να αποτύχει. Τα κυριότερα επιχειρήματα στα οποία στηρίζεται η λήψη απόφασης για την πραγματοποίηση μιας εξαγοράς ή μιας συγχώνευσης, βασίζονται στο γεγονός ότι διαμέσου μιας τέτοιας δραστηριότητας η επιχείρηση επιτυγχάνει επιτυχίες κλίμακας. Το γεγονός αυτό την καθιστά περισσότερο ανταγωνιστική, αφού επιτυγχάνει χαμηλότερο κόστος παραγωγής ανά μονάδα προϊόντος. Η επιχείρηση που προκύπτει αυξάνει την ανταγωνιστικότητά της και βελτιώνει το δίκτυο διανομής των προϊόντων της. Επομένως καταλαβαίνουμε ότι η επιλογή του σωστού υποψηφίου και η ολοκλήρωση της διαδικασίας απόκτησης είναι δύσκολα και επικίνδυνα βήματα. Στη δεκαετία του '90, η συζήτηση για την εταιρική στρατηγική συμπεριέλαβε μελέτες συγχωνεύσεων και εξαγορών. Άλλωστε είναι από τα βασικά ζητήματα της εταιρικής στρατηγικής. Ολοένα και μεγαλύτερος αριθμός επιχειρήσεων επιχειρεί σήμερα την αύξηση των δραστηριοτήτων τους με τη μέθοδο της εξαγοράς ή της συγχώνευσης. Σήμερα, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις αντιμετωπίζονται ως κάτι το αναπόφευκτο, ως απαραίτητη επιλογή ή ως «αναγκαίο κακό».

1.3 Τύποι συγχωνεύσεων και εξαγορών

Οι εξαγορές αφορούν στη μεταβίβαση του συνόλου ή πλειοψηφικού μέρους της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης (εξαγοραζόμενη) σε μια άλλη (εξαγοράζουσα), που καταβάλλει το αντίστοιχο αντίτιμο. Η μεταβίβαση γίνεται συνήθως, με καταβολή μετρητών ή με αγορά/ανταλλαγή μετοχών, μέσω του Χρηματιστηρίου. Σε πολλές περιπτώσεις, ακόμα και η απόκτηση μειοψηφικού πακέτου μετοχών ή ανάλογου ποσοστού επί της συνολικής ιδιοκτησίας, μπορεί να εξασφαλίζει στην εξαγοράζουσα επιχείρηση ουσιαστικό έλεγχο, εάν με τη μεταβίβαση μπορεί να επηρεάσει κρίσιμες επιλογές της Διοίκησης και της στρατηγικής της εξαγοραζόμενης, ή εάν τα λοιπά μερίδια ιδιοκτησίας αυτής της επιχείρησης είναι κατακερματισμένα.

Για τη μελέτη των οικονομικών και κοινωνικών επιπτώσεών τους, οι εξαγορές ομαδοποιούνται και αξιολογούνται συνήθως, με βάση τα ακόλουθα κριτήρια (Κουζής, 2008):

1. Είδος εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Εάν η εξαγοραζόμενη επιχείρηση ανήκει στο δημόσιο τομέα και αγοράζεται από ιδιωτική επιχείρηση, υπάρχει, παράλληλα με την εξαγορά, η λεγόμενη ιδιωτικοποίηση.

2. Προέλευση εξαγοράζουσας επιχείρησης. Η εξαγορά μπορεί να είναι ξένη, πολυεθνική ή εδρεύουσα σε άλλη χώρα, ή εγχώρια επιχείρηση.

3. Οικονομικοί και επιχειρηματικοί στόχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Τέτοιοι στόχοι μπορεί να είναι:

- Αμυντική ή επιθετική προσπάθεια προσαρμογής στον ανταγωνισμό
- Αύξηση μεγέθους για πιο αποδοτική λειτουργία
- Απορρόφηση ανταγωνιστών
- Ενίσχυση της θέσης της στην αγορά
- Αξιοποίηση συμπληρωματικότητας δραστηριοτήτων
- Προοπτική συγχώνευσης και ολοκληρωμένης ανάπτυξης

- Συντονισμένη ανάπτυξη δραστηριοτήτων με τη μορφή ομίλου εταιριών
- Ανάπτυξη και επικερδής μεταπώληση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης
- Επιλεκτική συρρίκνωση ή κλείσιμο εξαγοραζόμενης επιχείρησης
- Είσοδος σε νέα αγορά/χώρα, περιοχή
- Διαφοροποίηση προϊόντων-υπηρεσιών, κ.λπ.

Συγχώνευση είναι η συνένωση δύο ή περισσότερων εταιρειών σε μία, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, και συμβαίνει όταν μια επιχείρηση αγοράζει μια άλλη και την απορροφά σε μια ενιαία επιχειρηματική δομή, συνήθως διατηρώντας την αρχική εταιρική ταυτότητα της εξαγοράζουσας επιχείρησης.

Μια εξαγορά δεν οδηγεί πάντοτε σε συγχώνευση της εξαγοράζουσας με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Η επιχειρηματική πρακτική δείχνει ότι, εάν η εξαγορά μιας επιχείρησης, η ένταξη και ο συντονισμός της στο πλαίσιο ενός ευρύτερου ομίλου είναι ήδη ένα σύνθετο εγχείρημα, η συγχώνευση με την εξαγοράζουσα εταιρία ή και με άλλες θυγατρικές της, είναι ακόμα δυσκολότερο και σπάνια αποφέρει τα αναμενόμενα οφέλη, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα.

Η υλοποίηση της συγχώνευσης μπορεί να πάρει διαφορετικές μορφές στην πράξη. Μπορεί να είναι άμεση ή σταδιακή, ολική ή επιλεκτική, οδηγώντας αντίστοιχα σε ολική ή μερική συνένωση μονάδων, καταστημάτων, υπηρεσιών, με μεταπώληση ή κλείσιμο άλλων, κ.λπ. Η διαδικασία της λειτουργικής συγχώνευσης, ολικής ή μερικής, δε συμπίπτει απαραίτητα με την τυπική-νομική διαδικασία ολοκλήρωσής της. Έτσι, οι διάφορες συνέπειες της, ιδίως αυτές που αφορούν στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις, μπορεί να εμφανίζονται πριν, κατά τη διάρκεια ή και πολύ μετά την τυπική ολοκλήρωση μιας συγχώνευσης, κάτι που έχει ιδιαίτερη σημασία για τη ρύθμιση και την προστασία των αντίστοιχων εργασιακών δικαιωμάτων. (Soubeniotis et Al, 2006)

Συνήθως, ο συνδυασμός εξαγοράς με συγχώνευση εξαρτάται (Κουζής, 2008):

- Από τη στρατηγική και τους στόχους της εξαγοραζόμενης επιχείρησης

- Από το αντικείμενο και ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά της εξαγοραζόμενης επιχείρησης (συναφής δραστηριότητα, συμπληρωματικότητα λειτουργιών, συμβατότητα πολιτισμικών, διοικητικών και εργασιακών δεδομένων αλλά και της προϋπάρχουσας επιχειρησιακής κουλτούρας).
- Από τη γενικότερη κοινωνική-οικονομική συγκυρία στη χώρα ή και διεθνώς.

Σε κάθε περίπτωση, η υπάρχουσα εμπειρία για τις συγχωνεύσεις αναδεικνύει τη δυσκολία τους και επισημαίνει, ανάμεσα στις σπουδαιότερες προϋποθέσεις επιτυχίας τους, i) τον προσεκτικό και λεπτομερή σχεδιασμό των εξαγορών και συγχωνεύσεων και ii) τη σημασία του παράγοντα «ανθρώπινο δυναμικό» και ειδικότερα της επιτυχούς ένταξής τους στο νέο, ενιαίο επιχειρησιακό και διοικητικό πλαίσιο.

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω, ο όρος εξαγορές και συγχωνεύσεις καλύπτει μεγάλη ποικιλία πραγματικών καταστάσεων και επιλογών. Γι' αυτό το λόγο, οι συνέπειές τους στην οργάνωση και την πορεία των επιχειρήσεων, της απασχόλησης και των εργασιακών σχέσεων είναι στις περισσότερες περιπτώσεις ανάλογα διαφοροποιημένες (Κουζής, 2008).

Μια εταιρική συγχώνευση εφαρμόζεται όταν τερματίζονται δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις με σκοπό τον συνδυασμό των επιχειρήσεων που θα δημιουργήσουν μια μεγαλύτερη και ισχυρότερη οικονομική μονάδα (Leontaris, 2000). Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές διακρίνονται με τρεις τρόπους (Panagoroulou, 2002):

A) Ανάλογα με την προσφορά:

- Η απορρόφηση όπου το ενεργητικό και τα στοιχεία του παθητικού μιας επιχείρησης απορροφώνται πλήρως από άλλη. Η «απορροφημένη» επιχείρηση παύει να υπάρχει ως νομικό πρόσωπο και η επιχείρηση που εκτελεί την απόκτηση αναλαμβάνει το ενεργητικό και το παθητικό της. Οι μέτοχοι της απορροφηθείσας επιχείρησης είτε πληρώνονται σε μετρητά είτε με τους τίτλους της επιχείρησης που εκτελεί την απόκτηση. Αυτός ο επιχειρησιακός

συνδυασμός απαιτεί τη συμφωνία των μετόχων και των δύο επιχειρήσεων. Η διοίκηση έχει το δικαίωμα να αρνηθεί μια πρόταση συγχώνευσης προτού να υποβληθεί η πρόταση στους μετόχους για τη συζήτηση.

- Η συνένωση είναι ο συνδυασμός δύο χωριστών επιχειρήσεων σε μια νέα επιχείρηση με τη χωριστή νομική ύπαρξη. Σε αυτήν την περίπτωση, και οι δύο επιχειρήσεις παύουν να υπάρχουν. Η έγκριση των μετόχων είναι απαραίτητη και οι διοικητικοί ανώτεροι υπάλληλοι έχουν δικαίωμα να αρνηθούν τη πρόταση συγχωνεύσεις.
- Η απόκτηση του ενεργητικού (περιούσια) όπου μια επιχείρηση αγοράζει τα στοιχεία ενεργητικού από μια άλλη επιχείρηση. Σε αυτήν την συναλλαγή, η επιχείρηση που εκτελεί την απόκτηση λαμβάνει μόνο τα στοιχεία ενεργητικού (περιούσια) και όχι τις υποχρεώσεις. Επιπλέον, η εταιρεία που πωλείται διατηρεί τη νομική ύπαρξή της.
- Η δημόσια προσφορά αγοράς εμφανίζεται όταν η αγοράστρια επιχείρηση κάνει μια δημόσια πρόταση για να αγοράσει ένα μέρος (συνήθως τη πλειοψηφία) των κοινών μετοχών της επιχείρησης σε μια προτεινόμενη τιμή με ημερομηνία λήξης. Συνήθως αυτή η προσφορά υπόκειται σε ορισμένους περιορισμούς όπως π.χ. ο αριθμός των προσφερθεισών μετοχών. Οι μέτοχοι που προσφέρουν τις μετοχές τους πληρώνονται σε μετρητά ή παίρνουν τίτλους της εξαγορασθείσας επιχείρησης, συνήθως κοινές μετοχές. Επιπλέον, η συγκατάθεση της διοίκησης δεν απαιτείται. Εντούτοις, η συνεργασία τους συμβάλλει στην επιτυχή εφαρμογή της αγοράς.

B) Ανάλογα με τη θέση που υποστηρίζεται από τη διοίκηση της επιχείρησης:

- Η φιλική απόκτηση, όπου η διοίκηση της εταιρείας που εξαγοράστηκε συνεργάζεται επιτυχώς για την εφαρμογή της απόκτησης(εξαγοράς).

- Η εχθρική εξαγορά όπου η διοίκηση της επιχείρησης που εξαγοράστηκε απορρίπτει την πρόταση εξαγοράς προκειμένου να αποφευχθεί ή να καθυστερηθεί η εξαγορά και λαμβάνει αμυντική τακτική.

Γ) Ανάλογα με το συσχετισμό των δραστηριοτήτων των συγχωνευμένων επιχειρήσεων ή τον αποκαλούμενο, βαθμό εφαρμογής υπάρχουν οι ακόλουθες κατηγορίες:

- Η οριζόντια συγχώνευση που αναφέρεται στις επιχειρήσεις που ανήκουν στον ίδιο τομέα, παράγουν παρόμοια προϊόντα και εξετάζουν τις ίδιες αγορές.
- Η κάθετη συγχώνευση που αναφέρεται στις επιχειρήσεις που είναι σχετιζόμενες ως πελάτης- προμηθευτής.
- Η ετερόκλητη συγχώνευση που αναφέρεται στις επιχειρήσεις που ανήκουν σε έναν διαφορετικό τομέα της οικονομικής δραστηριότητας.

Κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, μια νέα μορφή συγχωνεύσεων σημειώθηκε, γνωστή όπως "προχωρώντας σε ιδιωτικές συναλλαγές". Αυτές οι συγχωνεύσεις εμφανίζονται στις ακόλουθες μορφές:

- Οι δανειζόμενες εξαγορές (Lending buyouts) είναι η απόκτηση όλου του μεριδίου ή το ενεργητικού μιας επιχείρησης εισαγόμενης στο χρηματιστήριο από μια ομάδα επενδυτών μέσω μιας συναλλαγής που χρηματοδοτείται κυρίως μέσω του δανεισμού. Οι επενδυτές συνήθως οικονομικά υποστηρίζονται από επιχειρήσεις που ειδικεύονται στις εξαγορές και συγχωνεύσεις ή από τράπεζες επενδύσεων που πραγματοποιούν τέτοιες συναλλαγές. Μετά από την απόκτηση η επιχείρηση που εξαγοράστηκε λειτουργεί ως επιχείρηση με λίγους μετόχους.
- Οι διοικητικές εξαγορές (Management buyouts) είναι οι εξαγορές που αρχίζουν με την πρωτοβουλία μιας ομάδας διοικητικών ανώτερων υπαλλήλων που αποκτά μέρος των μετοχών της επιχείρησης. Τα υπόλοιπα χρήματα

κατατίθενται από τις τράπεζες επενδύσεων είτε ως δανειακά κεφάλαια είτε ως δάνειο.

- Η μονάδα MBOs είναι μια ειδική μορφή εξαγοράς επιχείρησης όπου οι αγοραστές, συνήθως καθοδηγούνται από έναν διευθυντή της μητρικής εταιρείας και αγοράζουν μια θυγατρική επιχείρηση. Οι αγοραστές πληρώνουν μέρος του κεφαλαίου ενώ τα υπόλοιπα κεφάλαια τα παίρνουν από τις τράπεζες επενδύσεων υπό μορφή δανειακών κεφαλαίων και δανείων.
- Αντίστροφο LBOs όπου ο μέτοχος μιας επιχείρησης μη-εισηγμένης στο χρηματιστήριο συμμετέχει στην έκδοση των δικαιωμάτων σχετικά με μια επιχείρηση που εισήχθη ήδη στο χρηματιστήριο, και χρησιμοποίησε το κεφάλαιο προκειμένου να αποκτήσει τη πρώτη και να εξασφαλιστεί η εισαγωγή της στο χρηματιστήριο.

1.4 Στρατηγικές συγχωνεύσεων και εξαγορών

Σύμφωνα με τον Papadakis (2000) η κατευθυντήρια δύναμη σχετικά με την απόφαση για την συγχώνευση και εξαγορά είναι η αναζήτηση των οικονομιών κλίμακας, η αναζήτηση των σχεδίων συνεργασίας, η αύξηση της παραγωγικότητας και η μείωση της λειτουργίας μονάδων της επιχείρησης.

Όσων αφορά το μακροπρόθεσμο πρόγραμμα, αυτά τα κίνητρα έχουν σχέση:

α) με τον σχηματισμό-εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας που οδηγούν στη βελτιωμένη ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης στον τομέα της καθώς επίσης και στα επίπεδα αγοράς.

β) με την βελτίωση της θέσης διαπραγμάτευσής της ως προς τους προμηθευτές της που επιτυγχάνει έτσι μια μείωση του λειτουργικού κόστους και αυξάνει το περιθώριο κέρδους.

γ) την εμφάνιση στις νέες αγορές για τα προϊόντα της που καλύπτουν έναν συνεχώς αυξανόμενο τομέα των καταναλωτικών αναγκών μιας οικονομίας, με την ταυτόχρονη μείωση της εξάρτησής του από την τάση μόνο μιας αγοράς.

δ) την μακροπρόθεσμη ενίσχυση μιας επιχείρησης μέσω της μειωμένης έντασης του ανταγωνισμού.

ε) το προσόν της τεχνολογικής ειδίκευσης και άλλων ειδικοτήτων σχετικά με το μάρκετινγκ, τις διοικητικές μέριμνες, κ.λ.π.

στ) την υλοποίηση των επιχειρησιακών σχεδίων με σκοπό τα στρατηγικά οφέλη.

ζ) ο σχηματισμός ομάδας με πολλαπλή δομή και ισχυρή κεφαλαιακή βάση οι οποίες μπορούν να αντισταθούν σε μια πιθανή εχθρική εξαγορά.

1.5 Κίνητρα εξαγορών και συγχωνεύσεων

Τα κίνητρα για την πραγμάτωση εξαγορών και συγχωνεύσεων μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε τρία επίπεδα, το βραχυπρόθεσμο, το μεσοπρόθεσμο και το μακροπρόθεσμο επίπεδο. Στο βραχυπρόθεσμο επίπεδο, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις προκύπτουν από τα παρακάτω κίνητρα (Ζοπουνίδης & Πασιούρας, 2005):

- Αύξηση των κερδών ανά μετοχή. Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες για την αύξηση της τιμής της μετοχής και τη δημιουργία υπεραξίας στους μετόχους.
- Μείωση του δείκτη P/E. Ο δείκτης P/E, πολλαπλασιαστής των κερδών της επιχείρησης, είναι ένας ευρέως διαδεδομένος χρηματοοικονομικός δείκτης. Η χρηστική αξία του εν λόγω δείκτη, εντοπίζεται στο γεγονός ότι, παριστάνει το «Premium», το οποίο είναι διατεθειμένος ο επενδυτής να πληρώσει για κάθε

χρηματική μονάδα κέρδους που επιτυγχάνει η επιχείρηση. Σε πολλές περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων, το δυναμικό κίνητρο είναι η μείωση του δείκτη P/E της εξαγοράστριας εταιρίας, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις μειωμένης κερδοφορίας.

- Οι συνέργειες που δημιουργούνται σε θέματα ρευστότητας. Πολλές επιχειρήσεις, οι οποίες αντιμετωπίζουν πρόβλημα σε δείκτες ρευστότητας, επιδιώκουν τη συνένωση με κάποια εταιρία, η οποία διαθέτει πιο υγιή χρηματοοικονομική διάρθρωση.
- Τα φορολογικά οφέλη. Τα φορολογικά οφέλη, τα οποία προκύπτουν είτε μέσω της αλλαγής της κλίμακας φορολόγησης επί των κερδών, είτε μέσω της αύξησης του ορίου των αποθεματικών, είτε μέσω ενός συνδυασμού των δύο παραπάνω παραγόντων.

Αντίστοιχα, τα μεσοπρόθεσμα κίνητρα παρουσιάζονται ως εξής (Ζοπουνίδης & Πασιούρας, 2005):

- Αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης. Η αύξηση των μεγεθών του ενοποιημένου πλέον ισολογισμού, οδηγεί σε μεγαλύτερο ύψος ιδίων κεφαλαίων, μειώνοντας τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν τόσο οι μέτοχοι, όσο και οι δανειστές της επιχείρησης (προμηθευτές, χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, κ.λπ.).
- Μείωση του συνολικού δανεισμού του νέου σχήματος, με παράλληλη βελτίωση της χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης σε μεσοπρόθεσμο επίπεδο.
- Δημιουργία και εκμετάλλευση οικονομικών κλίμακας και φάσματος, που εμφανίζονται σε επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους. Οι οικονομίες κλίμακας μεταφράζονται σε οικονομική αξία, μέσω του αυξημένου μεγέθους και της αυξημένης παραγωγικής ικανότητας, την οποία αποκτά η επιχείρηση για το χαρτοφυλάκιο των αγαθών και υπηρεσιών της. Επιπλέον, σε μακροχρόνιο

επίπεδο, επιτυγχάνεται αύξηση της ανταγωνιστικότητας της επιχείρησης σε επίπεδο τόσο κλάδου, όσο και αγοράς, ενώ ταυτόχρονα, η επιχείρηση αυξάνει τη διαπραγματευτική της ικανότητα σε επίπεδο προμηθειών ενδιάμεσων υποπροϊόντων. Με αυτόν τον τρόπο, η επιχείρηση επιτυγχάνει τη μείωση του λειτουργικού της κόστους με παράλληλη αύξηση των περιθωρίων κέρδους της. Αντίστοιχα, οι οικονομίες φάσματος επιτρέπουν στην επιχείρηση να κινηθεί σε νέες κατευθύνσεις προϊόντων και σε νέους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας. Έτσι, η επιχείρηση επεκτείνει το χαρτοφυλάκιο των προϊόντων της, καλύπτοντας ολοένα και μεγαλύτερο φάσμα των καταναλωτικών αναγκών μιας οικονομίας, ενώ ταυτόχρονα επεκτείνεται σε νέες αγορές, αυξάνοντας έτσι το ρυθμό ανάπτυξής της και μειώνοντας την εξάρτησή της από συγκεκριμένες αγορές και προμηθευτές.

- Μακροχρόνια ενδυνάμωση της επιχείρησης, μέσω της μειωμένης έντασης του ανταγωνισμού που αναπτύσσεται σε έναν κλάδο. Σε μια αγορά ολιγοπωλιακής διάρθρωσης, δύο σημαντικοί «πελάτες» έχουν συμφέρον να ενώσουν τις δυνάμεις τους, παρά να αναλωθούν σε έναν πόλεμο μεταξύ τους, ο οποίος πιθανόν να μην οδηγήσει σε κάποιο τελικό νικητή, μέσω της μείωσης των τιμών των τελικών προϊόντων.
- Απόκτηση αποκλειστικής τεχνολογικής γνώσης αλλά και ειδικών επιχειρηματικών ικανοτήτων-δεξιοτήτων. Επιχειρήσεις μικρού μεγέθους, λόγω της άμεσης επαφής μεταξύ των διοικητικών στελεχών αναπτύσσουν ένα «ομαδικό κεφάλαιο» σημαντικής δυναμικής, το οποίο η μεγάλη επιχείρηση, λόγω του μεγέθους της δεν μπορεί να το επιτύχει (λειτουργεί σε αυτήν την περίπτωση, το μεγάλο μέγεθος, ως αντικίνητρο για την ανάπτυξη ομαδικού πνεύματος εργασίας).
- Δημιουργούνται δυνατότητες συνεργίας, μέσω του μεγαλύτερου μεγέθους μεταξύ των δύο επιχειρήσεων, το οποίο κατά τη διάρκεια της αρχικής διαπραγμάτευσης, δεν μπορούσε να υπολογιστεί και να συνεκτιμηθεί στην αποτίμηση της αρχικής συμφωνίας. Παρ' όλα αυτά, σε μακροχρόνιο επίπεδο

ανακαλύπτονται σταδιακά νέοι επιχειρηματικοί σχεδιασμοί, οι οποίοι μπορούν να οδηγήσουν σε επιπρόσθετα στρατηγικά οφέλη.

- Υπέρβαση εμποδίων εισόδου. Εμπόδια, όπως μεγάλες επενδύσεις για εξοπλισμό, εγκαταστάσεις, διαφήμιση και προώθηση προϊόντων, μπορεί να παρουσιάζονται κατά την είσοδο των επιχειρήσεων σε μια νέα αγορά. Η θέση της επιχείρησης είναι ακόμη πιο δύσκολη αν στην αγορά υπάρχουν ήδη αυξημένοι ανταγωνισμοί. Μια εξαγορά ή συγχώνευση με εγχώρια επιχείρηση παρέχει, όχι μόνον τη γνώση της αγοράς, αλλά και ένα εγκατεστημένο δίκτυο διανομής και πιθανώς μια εξασφαλισμένη καταναλωτική πίστη, στο όνομα της επιχείρησης-στόχου. Όσο αυξάνονται τα εμπόδια εισόδου σε μια αγορά, ακόμα και μέσω κρατικών παρεμβάσεων, τόσο οι εξαγορές ή οι συγχωνεύσεις αποτελούν διέξοδο για της επιχειρήσεις.
- Δημιουργούνται μεγάλοι πολυσχιδείς επιχειρηματικοί όμιλοι, οι οποίοι είναι ικανοί να ανταποκριθούν σε νέες μελλοντικές εξαγορές και συγχωνεύσεις. Με αυτόν τον τρόπο, οι επιχειρήσεις ανταποκρίνονται στις συνεχώς αυξανόμενες συνθήκες ανταγωνισμού, ενώ παράλληλα, είναι σε θέση να διαχειριστούν καταστάσεις ανεπιθύμητων προτάσεων συνεργασίας/επιθετικής εξαγοράς (από άλλη επιχείρηση ανταγωνιστή). Έτσι, η επιχείρηση ουσιαστικά επιτυγχάνει τη μείωση της μεταβλητότητας-κινδύνου σε μια αθέλητη εξαγορά.
- Δυνατότητες μεγαλύτερου ρυθμού ανάπτυξης, οι οποίες δημιουργούνται σε πολλές περιπτώσεις, μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων για την επιχείρηση.

Σε σχέση με το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις φαίνεται να ανταποκρίνονται σε μια διαπιστωμένη τάση της αγοράς, για δημιουργία ισχυρών επιχειρήσεων και ομίλων, ικανών:

- ο Να ανταπεξέλθουν στις σύγχρονες συνθήκες της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, στο διεθνή ανταγωνισμό και στις διαρκώς εντεινόμενες διεθνείς νομισματικές αναταράξεις και πιέσεις, μέσα και έξω από το χώρο της ΟΝΕ.

Εξαγορές - συγχωνεύσεις και κερδοφορία επιχειρήσεων

- Να βελτιώσουν την αξιοποίηση του συνολικού επιχειρησιακού και ανθρώπινου δυναμικού, με στόχο τη διατήρηση-επέκταση των μεριδίων αγοράς, την αποτελεσματική προώθηση νέων προϊόντων, την καλύτερη εξυπηρέτηση του πελάτη, τη βελτίωση των επιτελικών λειτουργιών, την κεφαλαιακή του εξυγίανση και ενίσχυση.
 - Να αξιοποιήσουν τις νέες τεχνολογίες συγκέντρωσης, διαχείρισης και διάχυσης της πληροφορίας, που ευνοούν και επιβάλλουν την αναδιοργάνωση, την ολοκλήρωση και τη δικτύωση στο διεθνές περιβάλλον.
 - Να αξιοποιήσουν τις συνεργίες που οφείλουν να αναπτύσσονται, στα πλαίσια των σύγχρονων επιχειρηματικών οργανισμών, εξαλείφοντας τα μειονεκτήματα και τις γραφειοκρατικές αγκυλώσεις των επιχειρηματικών σχημάτων μεγάλου μεγέθους.
- Μείωση κόστους και χρόνου ανάπτυξης νέων προϊόντων. Είναι γνωστό ότι, μια καινοτομία ή διαφοροποίηση της παραγωγής χρειάζεται σημαντικό χρονικό διάστημα μέχρι να αποδώσει και να αποφέρει ουσιαστικά κέρδη. Κατά συνέπεια, ενέχει υψηλό κίνδυνο. Γι' αυτό, τα στελέχη συχνά προτιμούν να πληρώσουν υψηλό τίμημα για την εξαγορά μιας επιχείρησης, αποφεύγοντας το ρίσκο της εξ' αρχής δημιουργίας προϊόντος. Είναι δυνατόν, να ισχυρισθούν κάποιοι ότι, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις μπορούσαν να υποκαταστήσουν την ανάγκη της επιχείρησης για καινοτομία, γιατί συνήθως η επιχείρηση διαθέτει περιορισμένους πόρους, τους οποίους δε ρισκάρει, για την ανάπτυξη νέου προϊόντος.
 - Διοικητική αλαζονεία. Συχνά, τα διοικητικά στελέχη επιδεικνύουν αλαζονική συμπεριφορά, πιστεύοντας ότι μπορούν να διοικήσουν καλύτερα τις επιχειρήσεις-στόχους. Πράγματι, η αλαζονεία είναι πολλές φορές ο κύριος λόγος εμπλοκής σε εξαγορές και συγχωνεύσεις. Στις περισσότερες περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων, ωφελούνται οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης και, υπό προϋποθέσεις, οι μέτοχοι των

εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων. Ωστόσο, οι συνέπειες των εξαγορών και συγχωνεύσεων για το σύνολο της οικονομίας, είναι πολλαπλές, σε ορισμένες μάλιστα περιπτώσεις και αντιφατικές.

1.6 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα εξαγορών και συγχωνεύσεων

Τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να συνοψισθούν στα εξής (Borio & Tsatsaronis, 2005):

1. Μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετοχών. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές προσδίδουν μία δυναμική στο νέο όμιλο που αποκτά την εμπιστοσύνη των επενδυτών και εξασφαλίζει την άνοδο της τιμής της μετοχής του. Αυτή είναι ακόμα μεγαλύτερη εάν ακολουθήσει αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Οι προσδοκίες αυτές δρουν βραχυπρόθεσμα. Σταθερή και μακροπρόθεσμη άνοδο της μετοχής θα παρατηρηθεί εάν ο όμιλος διευρύνει τα κέρδη του στα επόμενα χρόνια.
2. Η εξοικονόμηση κόστους, μπορεί να ανέλθει σε μερικές περιπτώσεις που οι αγορές, στις οποίες δραστηριοποιούνται οι συγχωνευμένες εταιρίες είναι παρεμφερείς μέχρι και 25%. Οικονομίες κλίμακας, φάσματος, μείωση μεταφορικών εξόδων και εξόδων συναλλαγής και περισσότερο αποδοτική χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων. Καλύτερη κατανομή των περιουσιακών στοιχείων.
3. Αντιμετώπιση του οξυνόμενου ανταγωνισμού με την προϋπόθεση ότι, ο όμιλος θα προσφέρει νέα και διαφοροποιημένα υψηλής ποιότητας και σε ελκυστικές τιμές προϊόντα. Αυτά προϋποθέτουν τη μείωση του κόστους λειτουργίας και ιδιαίτερα των δαπανών μισθοδοσίας του προσωπικού.

4. Η ανάγκη δημιουργίας εταιριών μεγάλου μεγέθους, μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών, επιβάλλεται και από την τεχνολογική πρόοδο, η οποία αυξάνει τις οικονομίες κλίμακας στην παραγωγή και διάθεση των προϊόντων και υπηρεσιών. Η εισαγωγή νέας τεχνολογίας είναι στις περισσότερες περιπτώσεις δαπανηρή και συμφέρουσα μόνο σε μέλους ομίλους.
5. Η απόκτηση ολιγοπωλιακής δύναμης αυξάνει τα κέρδη και τη φήμη των επιχειρήσεων.
6. Χρηματοοικονομικά και φορολογικά οφέλη, κυρίως μέσα από τη διασπορά των κερδών και τη μείωση των διακυμάνσεων.
7. Βελτίωση ποιότητας προϊόντων, απόκτηση νέας τεχνολογίας.
8. Διοικητικά οφέλη, βελτιωμένη χρήση πληροφοριών και τεχνογνωσίας.

Σχετικά με τα μειονεκτήματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων, αυτά συνοψίζονται παρακάτω (Borio & Tsatsaronis, 2005):

1. Διαχρονικά, οι περισσότερες ακαδημαϊκές έρευνες έδειξαν ότι, μόνο το 15% περίπου των συγχωνεύσεων και εξαγορών ήταν επιτυχημένες, ενώ ποσοστό μεγαλύτερο του 60% αποτυχημένες.
2. Εάν η εγχώρια αγορά είναι απόλυτα ανταγωνιστική, τότε υπάρχουν μικρά περιθώρια για απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου και υπό την προϋπόθεση προσφοράς διαφοροποιημένων προϊόντων υψηλής ποιότητας και τεχνολογίας.
3. Οι περικοπές κόστους που επιτυγχάνονται με τις οικονομίες κλίμακας και φάσματος και τις συνέργειες, είναι εφάπαξ περικοπές.
4. Το διοικητικό και διαχειριστικό κόστος που συνεπάγονται οι συγχωνεύσεις είναι υψηλό. Θα μπορούσε, όμως, να υποστηριχθεί ότι πρόκειται για εφάπαξ δαπάνη που συμψηφίζονται με τις περικοπές κόστους, λόγω συνεργιών.

5. Προκύπτουν μεγάλες δυσκολίες προσαρμογής, όπως η ενοποίηση της διαφορετικής φιλοσοφίας δράσης των επιχειρήσεων, των διαφορετικών μισθολογίων, επιδομάτων και παροχών και του διαφόρου τρόπου ανέλιξης.
6. Το κοινωνικό κόστος είναι υψηλό, αφού στο 80% των συγχωνεύσεων και εξαγορών υπήρξε μείωση της απασχόλησης με απολύσεις προσωπικού.
7. Τα προβλήματα της γλωσσικής ετερογένειας, των διαφορών κουλτούρας και των μικρών διαφορών στους εποπτικούς κανόνες, μειώνουν τα οφέλη.

Ωστόσο, κατά την εξαγορά ή συγχώνευση, έχουν παρατηρηθεί οι παρακάτω κίνδυνοι (Borio & Tsatsaronis, 2005):

1. Οι κίνδυνοι πριν την εξαγορά, συνδέονται κυρίως με την τιμολόγηση της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Η αξία της εξαγοράς θα πρέπει να αντισταθμίζεται από την παρούσα αξία των προσδοκώμενων εσόδων που θα προκύψουν. Στην περίπτωση της συγχωνεύσεως δύο πιστωτικών ιδρυμάτων που λειτουργούν στην ίδια χώρα με την ίδια περίπου γραμμή παραγωγής, οι στρατηγικοί κίνδυνοι πρέπει λογικά να είναι γνωστοί και συνεπώς εύκολα διατηρήσιμοι από την διοίκηση.
2. Στην περίοδο μετά τη συγχώνευση, ο μεγαλύτερος κίνδυνος είναι ο λειτουργικός, που προκύπτει από την ενσωμάτωση του προσωπικού στη νέα τράπεζα, την ενοποίηση των συστημάτων πληροφορικής και διαχείρισεως κινδύνων, τον επανασχεδιασμό ή επέκταση των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου, την καθημερινή παρακολούθηση των λογιστικών συστημάτων και την επαφή με την πελατεία.
3. Επίσης, η δημιουργία μεγάλων και πολύπλοκων χρηματοοικονομικών ομίλων και οι αλληλεξαρτήσεις αυτών, όπως μετριέται από τη συσχέτιση των αποδόσεων των μετοχών τους, έχουν οδηγήσει σε αύξηση του συστηματικού ρίσκου στο χρηματοοικονομικό σύστημα, παρά το γεγονός ότι υπάρχουν και ευκαιρίες.

1.7 Παράγοντες επιτυχίας και αποτυχίας εξαγορών και συγχωνεύσεων

Η επίτευξη επιτυχούς συγχώνευσης απαιτεί την εξασφάλιση έξι παραγόντων. Η αποτυχία σε οποιονδήποτε από τους έξι, μπορεί να εμποδίσει την επίτευξη των στόχων συγχώνευσης. Μερικοί μπορούν να ελεγχθούν εύκολα μέσω του προσεκτικού σχεδιασμού και της εφαρμογής στην πράξη, ενώ άλλοι είναι πιο δύσκολο να ελεγχθούν, λόγω των πολυάριθμων εξωτερικών δυνάμεων. Οι επιχειρήσεις θα πρέπει να δίνουν μεγάλη προσοχή στην επίδοσή τους αναφορικά με αυτούς τους έξι καθοριστικούς παράγοντες της επιτυχίας συγχώνευσης και οποιαδήποτε αξιολόγηση της επιτυχίας συγχώνευσης θα πρέπει να περιλαμβάνει την αξιολόγηση της επίδοσης σε κάθε ένα από αυτούς τους παράγοντες ξεχωριστά.

Οι έξι καθοριστικοί παράγοντες μιας επιτυχούς συγχώνευσης είναι οι παρακάτω:

1. Στρατηγικό όραμα
2. Δομή της συμφωνίας – Τρόπος χρηματοδότησης
3. Οφειλόμενη επιμέλεια και αφοσίωση
4. Σχεδιασμός προ της εξαγοράς και της συγχώνευσης
5. Ολοκλήρωση μετά την εξαγορά και τη συγχώνευση
6. Εξωτερικοί παράγοντες

Οι λόγοι αποτυχίας και τα μειονεκτήματα μερικών συγχωνεύσεων και εξαγορών που αναπτύσσονται πιο κάτω, απορρέουν από τη διεθνή εμπειρία. Μπορούν όμως κάλλιστα να αφορούν και την ελληνική πραγματικότητα.

1. Ανεπαρκής αξιολόγηση

2. Δυσκολίες ενοποίησης – ο ανθρώπινος παράγοντας
3. Αρνητικές επιπτώσεις της καθυστέρησης ενοποίησης
4. Υπερβολικό χρέος
5. Ρόλος στελεχών

1.8 Βήματα εξαγοράς μιας επιχείρησης

Η αγορά μιας επιχείρησης είναι μια διεργασία σύνθετη με ζητήματα που χρήζουν αποσαφήνισης. Θα πρέπει να γίνει διάκριση μεταξύ της προετοιμασίας, της συναλλαγής, και της φάσης ολοκλήρωσης. Τα βήματα για την εξαγορά μιας επιχείρησης θα ακολουθήσουν παρακάτω.

Αρχικά αν μια συγκεκριμένη επιχείρηση δεν έχει ήδη επιλεγεί για τον επιδιωκόμενο στόχο, η ενδεχόμενη αγορά πρέπει πρώτα να εξετάζεται σύμφωνα με τις προδιαγραφές του ενδιαφερόμενου.

Ύστερα μόλις η επιχείρηση-στόχος εντοπιστεί γίνεται η επικοινωνία μαζί της. Σε αυτό το σημείο είναι χρήσιμο να συνοδεύει την επιχείρηση κάποιος δικηγόρος, σύμβουλος ή φοροτεχνικός. Αν ο <<στόχος>> ενδιαφέρεται και δείχνει την προθυμία να εξαγοραστεί θα πρέπει για λόγους ευνότητος να υπογραφεί μία συμφωνία εμπιστευτικότητας όσον αφορά την ανταλλαγή πληροφοριών (σύγκλιση, καθορισμός συμφερόντων). Σε περίπτωση λοιπόν που αυτά τα δύο μέρη εκφράσουν κάποιο ενδιαφέρον κατά την αρχική συζήτηση για τη συνέχιση των διαπραγματεύσεων της εξαγοράς τότε υπογράφουν μία <<δήλωση προθέσεων>> που θα πρέπει να συμφωνήσουν σε ότι έχει να κάνει με το στάδιο των διαπραγματεύσεων που θα ακολουθήσουν.

Το επόμενο στάδιο απαιτεί μια προσεκτική αποτίμηση της επιχείρησης, το οποίο είναι γνωστό ως “Due Diligence”.Μια ακόμα διάκριση γίνεται μεταξύ του

νομικού ελέγχου και του οικονομικού. Οι διαπραγματεύσεις για τις τιμές μετά τη διενέργεια του Due Diligence ή παράλληλα. Τέλος για εξαγορές μεγαλύτερου αντικειμένου η σύμβαση τις πιο πολλές φορές καταρτίζεται αφού έχει ληφθεί η γνώμη της αρμόδιας επιτροπής ανταγωνισμού. Όταν πραγματοποιηθεί η υπογραφή της σύμβασης τότε θα πρέπει να εξασφαλιστεί η ομαλή μεταβίβαση και η συνέχιση των εργασιών.

1.9 Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων στην Ελλάδα

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

Συγκεκριμένα, μέχρι το 1999 όλοι οι κλάδοι των επιχειρήσεων χαρακτηρίστηκαν από κινήσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών και μάλιστα σε επίπεδο

κορυφής, δηλαδή μεταξύ των μεγαλύτερων εταιρειών του κάθε κλάδου, με αποτέλεσμα μετά ν' αλλάζουν οι συνθήκες και τα χαρακτηριστικά για ολόκληρο τον κλάδο. Ο αριθμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν το 1999 σε όλους τους επιχειρηματικούς κλάδους είναι τόσο μεγάλος (τρόφιμα-ποτά, φάρμακα –καλλυντικά, κλωστοϋφαντουργία-ένδυση, πολυκαταστήματα - λιανεμπόριο, ηλεκτρικά είδη, ξύλο, συσκευασία, καπνοβιομηχανίες, πλαστικά, μεταλλουργία), που είναι αδύνατον να επιχειρηθεί η λεπτομερής καταγραφή τους (Πρωτονατορίου, 1999).

Παρ' όλα αυτά θα είχε ιδιαίτερο ενδιαφέρον να εξεταστούν οι εξαγορές και συγχωνεύσεις ανά κλάδο εφόσον σύμφωνα με έρευνα της εταιρείας McKinsey με δείγμα 231 συμφωνίες η οποίες έγιναν το 2001 σε ευρωπαϊκές χώρες η επιτυχία μιας εξαγοράς και το ποσοστό επίτευξης συνεργειών συσχετίζεται θετικά με τον κλάδο στον οποίο ανήκουν οι προς εξέταση εταιρείες. Όσο περισσότερο κερδοφόρος και αναπτυσσόμενος είναι ο κλάδος αυτός τόσο περισσότερες πιθανότητες υπάρχουν για επιτυχία και απόδοση της συμφωνίας (Bieshaar & Knight & Wassenaer, 2001).

Το υφεσιακό διεθνές περιβάλλον μετά το 2000 βρίσκει την ελληνική οικονομία σε μια ιδιαίτερη περίοδο, με χαρακτηριστικά που δεν ταιριάζουν στο γενικότερο κλίμα. Έχει την τύχη να διατηρεί υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης από τις υπόλοιπες της Ευρωζώνης, δε μπορεί να πει κανείς ότι διατηρεί ιδιαίτερος περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, η αγορά της υποστηρίζεται από την ταχεία μείωση του κόστους του χρήματος, έχει στην διάθεσή της αναπτυξιακούς πόρους εκ του τρίτου Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης και επιπλέον, η Ελληνική οικονομία δεν καταπιέζεται από τόσο εμφανείς εισοδηματικές διαφορές καθώς δεν έχει ολοκληρώσει τη διαδικασία υπερσυσσώρευσης, αφού το κράτος παραμένει μεγάλο και οι αγορές είναι μερικώς απελευθερωμένες (Καρακούσης, 2001).

Συνολικά 38 συγχωνεύσεις εισηγμένων εταιρειών με άλλες εισηγμένες ή μη εταιρείες, πραγματοποιήθηκαν την τριετία 2000-2002, αλλάζοντας σημαντικά το τοπίο στη Σοφοκλέους. Αποτέλεσμα των κινήσεων αυτών ήταν η δημιουργία ισχυρότερων εταιρικών σχημάτων, η εισαγωγή νέων επιχειρήσεων στο ΧΑΑ αλλά και η ενδυνάμωση αρκετών εισηγμένων οι οποίες βελτίωσαν σημαντικά τα

οικονομικά τους μεγέθη, μειώνοντας όμως την ίδια στιγμή τα περιθώρια κερδοφορίας τους. Η πραγματοποίηση του παραπάνω κύκλου συγχωνεύσεων, ουσιαστικά αποτελεί την ολοκλήρωση ενός κύκλου επιχειρηματικών κινήσεων και εξελίξεων που ξεκινά την περίοδο του 1999, οπότε είχε σημειωθεί πλήθος εξαγορών και συνεργασιών στον χώρο, για να μετουσιωθούν σε μία οντότητα μέσω των συγχωνεύσεων κυρίως τη διετία που ακολούθησε.

Όπως προκύπτει από τη μελέτη των στοιχείων του 50% των εταιρειών που προέκυψαν από συγχωνεύσεις και αποτελούν τις σημαντικότερες από το σύνολο αυτών που πραγματοποιήθηκαν το εγχείρημα τους φαίνεται επιτυχημένο. Η πλειοψηφία αποδεικνύει ότι κατόρθωσε να παρουσιάσει αυξητικούς ρυθμούς στην πορεία του συνόλου ενεργητικού αλλά και των μικτών κερδών. Εξετάζοντας όμως εκτενέστερα τα οικονομικά μεγέθη των επιχειρήσεων, διαπιστώνεται ότι σε επίπεδο περιθωρίου κερδών, αυτές παρουσιάζουν μείωση. Προκύπτει ότι μόλις 2 στις 10 εταιρείες κατόρθωσαν να σημειώσουν αύξηση του περιθωρίου μικτού κέρδους ως απόρροια της συγχώνευσης (Σακκάς, 2002).

1.10 Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων Διεθνώς

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν είναι κάτι το πρωτόγνωρο στην ιστορία των οικονομικών και επιχειρησιακών εξελίξεων, στο εσωτερικό μιας χώρας ή και μεταξύ διαφόρων χωρών (διασυνοριακές Ε&Σ). Η οικονομική ιστορία αναφέρει τουλάχιστον πέντε σημαντικά κύματα Ε&Σ στις ΗΠΑ: την περίοδο 1895-1904, την περίοδο 1922-1929, την περίοδο 1940-1947, την δημιουργία ομίλων ετερογενών επιχειρήσεων (conglomerates) της δεκαετίας του 1960 και το τελευταίο κύμα εξαγορών, που ξεκίνησε το 1976 και συνεχίζεται μέχρι και σήμερα.. Μάλιστα το 1995 σύμφωνα με μια εταιρεία ερευνών εξαγορών της Αμερικής την Mergerstrat η αξία των εξαγορών που ανακοινώθηκαν έφτασαν στα 248,5 εκατομμύρια δολάρια, ξεπερνώντας για πρώτη φορά το μέχρι τότε ρεκόρ του 1988 όπου η αξία είχε φτάσει στα 246,9 εκατομμύρια δολάρια (Zweingh & Sirower & Quella, 1995).

Τα κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών στις ΗΠΑ φαίνεται να συνδέονται με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με σημαντικές εξελίξεις στις αγορές, με ευκαιρίες επενδύσεων μετά από λήξη πολέμων ή διεθνείς ανακατατάξεις, με σημαντικές τεχνολογικές ανακαλύψεις, με κρατικά κίνητρα ή και με συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στα διευθυντικά στελέχη και στους μετόχους των εταιρειών (Γεωργακοπούλου, 2002).

Η δεκαετία του 1990 ήταν αυτή στην οποία ο αριθμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών γνώρισε πραγματικά αλματώδη αύξηση φθάνοντας το ποσό των \$6,5 τρισεκατομμυρίων σε αξία. Είναι μάλιστα χαρακτηριστικό ότι μόνο κατά το 1998 και 1999 η αξία των 22100 περίπου κινήσεων συγχωνεύσεων και εξαγορών στις ΗΠΑ ανήλθε σε \$1,63 και \$1,75 τρις αντίστοιχα. Η τάση αυτή συνεχίστηκε αμείωτη και κατά το πρώτο εξάμηνο του 2000, με την αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών να παρουσιάζει αύξηση κατά 20% περίπου σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 1996. Αντίθετα, η συνεχιζόμενη χρηματιστηριακή πτώση και αβεβαιότητα, μείωσε τις κινήσεις E&S εντός του 2001. Μάλιστα κάποιιοι ομιλούν για την «συντριβή» του μεγάλου κύματος εξαγορών και συγχωνεύσεων, καθώς κατά το 2001 οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μειώθηκαν κατά περίπου 36% (Παπαδάκης, 2002). Όπως δήλωσε ένας από τους ισχυρότερους Νεοϋορκέζους δικηγόρους με εξειδίκευση στις συγχωνεύσεις, ο Martin Lipton, της Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, το 2001 οι εργασίες στο πλαίσιο των εξαγορών και των συγχωνεύσεων είχαν σημειώσει έντονη κάμψη, αφού δεν έχει περιοριστεί μόνο ο αριθμός των συμφωνιών αλλά και οι συζητήσεις περί συμφωνιών, που αποτελούν βασική ένδειξη μελλοντικής δραστηριότητας. (Οικονομική Βιομηχανική Επιθεώρηση, Μάρτιος 2001).

Και η Ευρώπη όμως δεν έμεινε αμέτοχη στις νέες εξελίξεις και ευκαιρίες που προδιαγράφονται στον επιχειρηματικό τομέα. Ειδικά για την Ευρώπη, ιδιαίτερο ρόλο έπαιξε και παίζει η δημιουργία της Ενιαίας Αγοράς, η όξυνση του διεθνούς ανταγωνισμού, η απορρύθμιση (deregulation), οι ανάγκες εκσυγχρονισμού και ανασύνταξης του Πιστωτικού Συστήματος, οι αποκρατικοποιήσεις και οι ευκαιρίες που αναδείχθηκαν με την προοπτική ενσωμάτωσης στην αγορά αυτή των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης (Γεωργακοπούλου, 2002).

Μάλιστα η συνολική αξία των επιχειρηματικών κινήσεων στις οποίες εμπλέκονται ευρωπαϊκές επιχειρήσεις διπλασιάστηκε το 1999 σε σχέση με το 1998 και έφτασε τα \$1,2 τρις δολάρια. Η κυριότερη επιχειρηματική κίνηση που πραγματοποιήθηκε κατά το 1999 ήταν η πρωτόγνωρη για τα ευρωπαϊκά δεδομένα εξαγορά του γερμανικού ομίλου τηλεπικοινωνιών Mannesmann από την βρετανική Vodafone AirTouch της οποίας η αξία ανήλθε σε \$148 δις. (Παπαδάκης, 2002). Παρ' όλα αυτά από το 2000 άρχισε να σημειώνεται επιβράδυνση του ρυθμού συγχωνεύσεων και εξαγορών και στην Ευρώπη, όπως και στις ΗΠΑ. Μάλιστα το 2000, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στην Ευρώπη αντιστοιχούσαν σε μικρότερο ποσοστό του παγκόσμιου συνόλου, σε σχέση με το 1999 και άρχισαν να επιβραδύνονται νωρίτερα σε σχέση με τις ΗΠΑ. Η αστάθεια των χρηματιστηρίων, η ολοένα επιθετικότερη εφαρμογή της αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας στην Ευρώπη και η συμπίεση που δέχονται οι αγορές καταναλωτικών προϊόντων αποτελούσαν αντικίνητρα για την πραγματοποίηση εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο της παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης 2000-2002 (Οικονομική και Βιομηχανική Επιθεώρηση, Μάρτιος 2001).

Πέρα όμως από τα παραπάνω, πολλοί είναι αυτοί που θεωρούν η παγκόσμια αυτή κάμψη θα ήταν προσωρινή και ότι οι δυνάμεις που προκαλούν τις συγχωνεύσεις σε παγκόσμιο επίπεδο εξακολουθούσαν να είναι ισχυρές. Μάλιστα, όπως προκύπτει από στοιχεία του ΟΗΕ η Δυτική Ευρώπη και η Βόρεια Αμερική είναι οι «κυρίαρχοι του παιχνιδιού» στις συγχωνεύσεις και εξαγορές που γίνονται διασυνοριακά από επιχειρήσεις τους αλλά και στις διασυνοριακές πωλήσεις εταιρειών της περιοχής τους (Γεωργακοπούλου, 2002).

1.11 Καθοριστικοί παράγοντες για την επιτυχία των συγχωνεύσεων και των εξαγορών

Προκειμένου να θεωρηθεί μια συγχώνευση ή εξαγορά επιτυχής είναι απαραίτητο να υιοθετούνται κάποιες βασικές αρχές. Αρχικά θα πρέπει να γίνεται

διεξοδική έρευνα και ανάλυση, αλλά και σωστός προγραμματισμός της επιχείρησης. Επομένως χρειάζονται ικανά στελέχη και με εμπειρία που να είναι σε θέση να κρίνουν αν η επικείμενη συνένωση θα έχει τα επιθυμητά αποτελέσματα. Επίσης ιδιαίτερη έμφαση πρέπει να δοθεί στο στρατηγικό όραμα των επιχειρήσεων που πρόκειται να συνενωθούν αλλά και στη δομή της συμφωνίας και στον τρόπο χρηματοδότησης. Ο προσανατολισμός της ηγετικής ομάδας είναι απαραίτητο να στρέφεται στη διαχείριση των ανθρώπινων πόρων, καθώς και στη μελέτη της εταιρικής κουλτούρας και φιλοσοφίας, και την υποστήριξη τόσο των μετόχων όσο και των υπολοίπων ενδιαφερομένων μερών. Επίσης η επιλογή της κατάλληλης χρονικής στιγμής για τη σύναψη της συμφωνίας συνεργασίας αποτελεί σημαντικό παράγοντα επιτυχίας στην πορεία της σύμβασης. Η επιτυχημένη πορεία της συνένωσης ενισχύεται από το συντονισμό των ενεργειών σε συγκεκριμένες στιγμές της συγχώνευσης ή εξαγοράς, ενισχύεται ακόμα και από τον έλεγχο των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού, των εσόδων και των δαπανών, αλλά και μη οικονομικών στοιχείων.

Από την άλλη πλευρά, πολλοί είναι οι λόγοι που χαρακτηρίζουν μία συγχώνευση ή και εξαγορά αποτυχημένη. Πιο συγκεκριμένα η αξιολόγηση της εταιρείας-στόχου είναι αρκετές φορές ανεπαρκής όπου αυτό οφείλεται στον τρόπο υπολογισμού της αξίας του στόχου. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να εμφανίζονται υπερεκτιμημένα οφέλη ή υποεκτιμημένα κόστη σε σχέση βέβαια με εκείνα που θα αναμένονταν. Επιπλέον η ενδεχόμενη αυξημένη αυτοπεποίθηση και αλαζονεία κάποιων διευθυντικών στελεχών μπορούν να οδηγήσουν σε μεγάλο χρέος, χωρίς η επιχείρηση που αποφασίζει να προχωρήσει σε εξαγορά να γνωρίζει την ακριβή αξία της εξαγοραζόμενης εταιρείας.

Αξίζει να πούμε ότι δεν είναι λίγες οι δυσκολίες που παρατηρούνται κατά την ενοποίηση των συμβαλλόμενων επιχειρήσεων. Ακόμα η δύσκολη ταύτιση διαφορετικής φιλοσοφίας και κουλτούρας, καθιστά ακανθώδη τη φύση των συνενωτικών προσπαθειών. Τέλος μια συνεργασία είναι πιθανόν να μην αποδώσει καρπούς εάν στηρίζεται στο κριτήριο της μεγέθυνσης, χωρίς ορθολογική επενδυτική λογική και ξεκάθαρο στρατηγικό όραμα.

1.12 Δυσκολίες ενοποίησης – Ο ανθρώπινος παράγοντας

Πολλές φορές παρατηρήθηκε ότι ανθρώπινος παράγοντας ευθύνεται για μία αποτυχημένη συγχώνευση ή εξαγορά. Όταν μιλάμε για ανθρώπινο παράγοντα αναφερόμαστε στο ανθρώπινο δυναμικό των επιχειρήσεων και την εταιρική κουλτούρα που το διακρίνει. Με τον όρο εταιρική κουλτούρα, εννοούμε το σύνολο των συμβόλων, αξιών, ιδεολογιών και υποθέσεων που λειτουργούν, συχνά ασυνείδητα, ώστε να καθοδηγούν και αν διαμορφώνουν την ατομική και την εταιρική συμπεριφορά.

Παρόλο που η συμβατότητα της εταιρικής κουλτούρας είναι καθοριστικός παράγοντας επιτυχίας μιας Σ&Ε, είναι και ο παράγων που συχνά αγνοείται. Οι δυσάρεστες συνέπειες απαντώνται κατά τη μεταβατική περίοδο μετά την οριστικοποίηση της συμφωνίας και είναι δυνατό να οδηγήσουν μια, κατά τα' άλλα, πολλά υποσχόμενη Σ&Ε, σε αποτυχία.

Μεταξύ των εργαζομένων της εξαγοραζόμενης εταιρείας επικρατεί αβεβαιότητα αφού δεν γνωρίζουν αν θα διατηρήσουν τη θέση τους. Η αβεβαιότητα αυτή, οδηγεί σε πτώση ηθικού, άγχος, αύξηση απουσιών από την εργασία και μείωση παραγωγικότητας. Αυτό συμβαίνει κυρίως όταν οι εταιρείες που συγχωνεύονται ήταν σκληροί ανταγωνιστές, με αποτέλεσμα οι εργαζόμενοι της εξαγορασθείσας εταιρείας να νιώθουν ηττημένοι, φοβισμένοι και συχνά προδομένοι, καθώς επίσης στο γεγονός ότι δεν γνωρίζουν ποιος θα είναι ο ρόλος τους στη νέα εταιρεία, σε ποιον θα αναφέρονται καθώς επίσης και πως θα ταιριάζουν οι προσωπικοί και επαγγελματικοί τους στόχοι στην κουλτούρα του νέου οργανισμού. Όσον αφορά τα υψηλά ιστάμενα στελέχη, μειώνεται η αίσθηση του καθήκοντός τους και η διάθεση συνεργασίας με τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή, λόγω του ότι βρίσκονται αντιμέτωπα με την αλλαγή του τρόπου που λειτουργούσαν ως εκείνη τη στιγμή και μετέωρα, σε σχέση με τις αρμοδιότητες που θα έχουν στο εξής, εν όψει της επικείμενης αναδιάρθρωσης των λειτουργιών της επιχείρησης-στόχου. Ορισμένες φορές τα στελέχη αυτά, όπως εξάλλου και εργαζόμενοι της εξαγορασθείσας φοβούνται πως διαγράφονται τα

προηγούμενα επιτεύγματα τους και θα πρέπει πάλι από την αρχή να αποδείξουν την αξία τους και τις ικανότητες τους.

Επιπλέον, συχνά οι εργαζόμενοι στην επιχείρηση- στόχο είναι προκατειλημμένοι έναντι της εξαγοράζουσας και τείνουν να παρεξηγούν και να απορρίπτουν τις αντιλήψεις της, σχετικά με τους στόχους και το σκοπό της συγχώνευσης και εξαγοράς. Οι ασάφειες και η αβεβαιότητα που επικρατούν πυροδοτούν μια σύγκρουση των δύο ειδών κουλτούρας και διαμάχες για το ποια θα επικρατήσει. Η σύγκρουση έγκειται κυρίως στο διαφορετικό τρόπο σκέψης που διακρίνει την κάθε επιχείρηση και στη δυσκολία του να βρει κάποια άλλη επιχείρηση που να τον μοιράζεται, έτσι λοιπόν παρατηρούμε πως μια συγχώνευση ή εξαγορά μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα στις εργασιακές σχέσεις των επιχειρήσεων.

Επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στα Διευθυντικά στελέχη

Η επίπτωση που έχουν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στους managers εξαρτάται από το κίνητρο που διέπει αυτές. Εάν, το κίνητρο είναι πειθαρχικό (disciplinary form), που σημαίνει εχθρική διάθεση τότε ο βαθμός αλλαγής των managers μετά την εξαγορά θα είναι μεγάλος, ενώ εάν το κίνητρο είναι η δημιουργία συνεργιών τότε η εξαγορά θα είναι φιλική και ο βαθμός αλλαγής των managers μικρός. Πράγματι οι διάφορες εμπειρικές μελέτες όπως αυτές των Walsh (1988), Martin & McConnell (1991) και Franks & Mayer (1994) επιβεβαιώνουν την ανώτερη πρόταση, και έμμεσα, τα συμπεράσματα των Lichtenberg and Siegel(1992) σχετικά με την αύξηση της παραγωγικότητας κατά την περίοδο μετά τη συγχώνευση. Από την πλευρά των managers των επιχειρήσεων που εξαγοράζουν διαπιστώνεται ότι υπάρχει μία τάση για αύξηση των αποδοχών τους μετά την συγχώνευση έστω και με την παρουσία αρνητικών αποδόσεων για τους μετόχους τους, γεγονός το οποίο ενισχύει τη θεωρία της αυτονόμησης των managers από τα συμφέροντα των λοιπών μετόχων. Αυτή βέβαια η αλαζονεία των managers μπορεί να οδηγήσει στην καταστροφή την επιχείρηση που διώκουν.

Επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στους εργαζόμενους

Επίπτωση των οι συγχωνεύσεων και εξαγορών στους εργαζόμενους γενικά δεν είναι ευνοϊκές, διότι αυτό σημαίνει απολύσεις, αναδιατάξεις προσωπικού, κλπ. Το μέγεθος των αλλαγών αυτών πάλι εξαρτάται από το κίνητρο της εξαγοράς και από την ύπαρξη του Agency problem, κατά την περίοδο προ της εξαγοράς. Εάν η προσφορά είναι εχθρική ενδέχεται και οι επιπτώσεις για τους εργαζόμενους να είναι πιο δυσμενείς, ενώ εάν είναι φιλική μπορεί να υπάρχουν είτε ευνοϊκές ρυθμίσεις (π.χ. αποζημιώσεις για πρόωρη συνταξιοδότηση, κλπ.) είτε ακόμη και διασφάλιση των περισσότερων θέσεων εργασίας. Επιπλέον το προσωπικό που βρίσκεται σε βοηθητικές και επιτελικές υπηρεσίες κινδυνεύει περισσότερο από απολύσεις σε σχέση με το προσωπικό που βρίσκεται στην παραγωγή.

Μία μελέτη πάντως που θέλει να καταγράψει σωστά τις επιπτώσεις των συγχωνεύσεων πάνω στην απασχόληση θα πρέπει, και αυτό είναι πολύ δύσκολο, να προβλέψει σωστά τις απολύσεις που θα είχαν συμβεί στο μέλλον, στην περίπτωση που η συγχώνευση δεν είχε γίνει. Εάν η επιχείρηση- στόχος είχε όντως προβλήματα αποτελεσματικότητας, που θα την οδηγούσαν πιθανότατα σε εκκαθάριση, τότε η μείωση της απασχόλησης λόγω συγχώνευσης ή της εξαγοράς θα ήταν σαφέστατα μικρότερη από αυτήν που θα γινόταν σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Η ενότητα που ακολουθεί περιλαμβάνει μια συστηματική βιβλιογραφική ανασκόπηση άρθρων και ερευνών από την εγχώρια και παγκόσμια βιβλιογραφία. Στόχος είναι να διερευνηθούν οι χρησιμοποιούμενες τεχνικές των επιχειρήσεων γύρω από το θέμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών καθώς και οι συνέπειες τους για τις ίδιες τις επιχειρήσεις.

Οι Παζάρσκης, Αλεξανδράκης & Καραγιώργος (2010) διεξήγαγαν μια επισκόπηση του νομικού πλαισίου συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα από λογιστική-χρηματοοικονομική θεώρηση και διερεύνησαν τα ζητήματα ανασύνταξής του. Ο σκοπός της έρευνας ήταν η εξέταση και ανάλυση του υφιστάμενου νομικού πλαισίου συγχωνεύσεων και εξαγορών επιχειρήσεων στην Ελλάδα. Πιο συγκεκριμένα επιχειρήθηκε να διερευνηθεί ο μετασχηματισμός επιχειρήσεων υπό την ευρεία και την στενή έννοια του όρου, γενικά, οι μορφές μετασχηματισμών σχετικά με τη μετατροπή, συγχώνευση, εξαγορά και διάσπαση εταιριών, ο τρόπος υλοποίησης συγχώνευσης μεταξύ ανωνύμων εταιριών και η πράξη της εξαγοράς, που εξομοιώνεται εν μέρει με τη συγχώνευση. Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε από τους ερευνητές ήταν η βιβλιογραφική ανασκόπηση υπό το πρίσμα της λογιστικής-χρηματοοικονομικής θεώρησης η οποία αφορούσε κυρίως τους μετασχηματισμούς εταιριών, τις συγχωνεύσεις εταιριών, τη συγχώνευση με απορρόφηση, τη συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρίας και τις εξαγορές εταιριών. Τα ευρήματα της μελέτης μας πληροφορούν ότι στο ισχύον ελληνικό δίκαιο, ο μετασχηματισμός επιχειρήσεων υπό στενή έννοια μπορεί να λάβει τις μορφές της μετατροπής, της συγχώνευσης, της εξαγοράς, κλπ. Κοινό χαρακτηριστικό όλων των παραπάνω περιπτώσεων μετασχηματισμών είναι η συνέχιση της παραγωγικής και, γενικότερα, της επιχειρηματικής δραστηριότητας της επιχείρησης με τη μορφή ενός νέου φορέα που έχει ξεχωριστή νομική αυτοτέλεια. Στην ισχύουσα νομοθεσία υφίστανται

περιπτώσεις τυπικά αρρυθμιστων μετασχηματισμών που σχετίζονται με τη μετατροπή, συγχώνευση, εξαγορά ή διάσπαση αστικών ή εμπορικών προσωπικών εταιριών, ιδίως ομορρυθμων και ετερορρυθμων εταιριών, ενώ ο τρόπος υλοποίησης συγχώνευσης μεταξύ ανωνύμων εταιριών πραγματοποιείται είτε με απορρόφηση, είτε με σύσταση νέας εταιρίας. Τέλος, ο μετασχηματισμός επιχειρήσεων, ως ενέργεια αναδιοργάνωσης μιας επιχείρησης, υπό την στενή έννοια του όρου επιτυγχάνεται με την πράξη της εξαγοράς, όπου μεταξύ των πράξεων που εξομοιώνονται με τη συγχώνευση με απορρόφηση, ορίζεται η πράξη της εξαγοράς ανώνυμης εταιρίας. Συνεπώς, η εξαγορά δεν συνιστά πλέον τρόπο συγχώνευσης, αλλά θεωρείται πράξη που εξομοιώνεται με τη συγχώνευση (Παζάρσκης κ συν, 2010).

Οι Παζάρσκης, Αλεξανδράκης & Μαντζάρης (2010) διεξήγαγαν μια μελέτη για τις εταιρικές συγχωνεύσεις και εξαγορές και πραγματοποίησαν κατηγοριοποίηση των κινήτρων τους με βάση τη θεωρία της επιχείρησης. Σκοπός της συγκεκριμένης μελέτης ήταν η εξέταση και κατηγοριοποίηση των κινήτρων-αιτιών που οδηγούν τις επιχειρήσεις στην υλοποίηση πράξεων συγχωνεύσεων και εξαγορών με βάση τη “Θεωρία της Επιχείρησης” (Theory of the Firm). Σύμφωνα με αυτήν, τα συμπεράσματα από τις διάφορες ερευνητικές εργασίες διακρίνονται και κατατάσσονται με βάση δύο κύριες προσεγγίσεις: τις νεοκλαστικές θεωρίες (neoclassical theories) και τις διοικητικές θεωρίες (managerial theories). Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε από τους μελετητές ήταν η βιβλιογραφική επισκόπηση άρθρων και ερευνών και οι οποίες αναφέρονταν στην κατηγοριοποίηση κινήτρων των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τις νεοκλαστικές θεωρίες, όπου έγινε εστίαση κυρίως στους τρόπους μέσω της συνεργίας (synergy), μέσω της μείωσης του κινδύνου (risk reduction theory) και μέσω της δημιουργίας μονοπωλιακών συνθηκών αγοράς ή της αύξησης της αγοραίας δύναμης της επιχείρησης (monopoly theory or market power theory), τη μείωση του κινδύνου, την αύξηση της αγοραίας δύναμης της επιχείρησης ή δημιουργία μονοπωλιακών συνθηκών αγοράς και τις διοικητικές θεωρίες. Τα τελικά συμπεράσματα που προέκυψαν από την παρούσα εργασία είναι ότι υπάρχει μια διάσταση απόψεων στη διεθνή βιβλιογραφία για το εν λόγω θέμα. Επομένως όσοι μέτοχοι μιας επιχείρησης ψηφίσουν υπέρ μιας ενδεχόμενης πράξης συγχωνεύσεων και εξαγορών, πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικοί, ώστε να μην

υπάρξουν πιθανές αρνητικές μελλοντικές επιπτώσεις στην επίδοση της επιχείρησής τους (Παζάρσκης κ συν, 2010).

Οι Παζάρσκης, Παντελίδης, Αλεξανδράκης & Παπαδόπουλος (2013) στη μελέτη τους ασχολούνται με τους νομικούς και προσδιοριστικούς παράγοντες της επιχειρηματικής επίδοσης ύστερα από συγχωνεύσεις εστιάζοντας κυρίως στην περίπτωση της Ελλάδας. Σκοπός της παρούσας εργασίας ήταν η εξέταση των συγχωνεύσεων, των εξαγορών και της επιχειρηματικής επίδοσης εισηγμένων εταιρειών στην Ελλάδα βάσει του νομικού πλαισίου αυτών των συναλλαγών. Επιπλέον η εργασία απέβλεπε στην ανάλυση των ελλείψεων και αδυναμιών της ισχύουσας νομοθεσίας στις διάφορες περιπτώσεις μετασχηματισμού εταιρειών, των μεθόδων αξιολόγησης καθώς και ανασκόπηση προηγούμενων μελετών στο αντικείμενο. Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε σε αυτή τη μελέτη ήταν η διεξαγωγή έρευνας σε δείγμα από τριάντα πέντε ελληνικές επιχειρήσεις, εισηγμένες στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών, που προχώρησαν σε συγχωνεύσεις ή εξαγορές κατά τη χρονική περίοδο από το 2005 έως το 2007 με άλλες εισηγμένες ή μη επιχειρήσεις. Τα συμπεράσματα της μελέτης δείχνουν, αρχικά, πως η ισχύουσα νομοθεσία δεν καθορίζει ενιαίο δίκαιο για το μετασχηματισμό επιχειρήσεων. Επίσης, δεν υπάρχουν ρυθμιστικοί κανόνες εταιρικού δικαίου για μετασχηματισμό επιχειρήσεων με ομοιόμορφη εφαρμογή προς κάθε κατηγορία νομικών προσώπων ή φυσικών προσώπων. Οι πράξεις συγχωνεύσεων και εξαγορών των τριάντα πέντε εισηγμένων εταιρειών που συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα αξιολογήθηκαν βάσει των δέκα έξι αριθμοδεικτών και δεν παρουσιάστηκε στατιστικά σημαντική αλλαγή σε κανένα από αυτούς για το εξεταζόμενο διάστημα και για τρία έτη πριν και για τρία έτη μετά από την πράξη συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αντίθετα, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές σε σχέση με τη νομική μορφή της εξαγοραζόμενης εταιρίας είχε ως αποτέλεσμα να εμφανίζει βελτιωμένη επίδοση για την περίπτωση της επιλογής της Ε.Π.Ε. Επιπρόσθετα, ανάλογα με το είδος του νομικού πλαισίου της συναλλαγής συγχώνευση ή εξαγορά, η επιλογή της εξαγοράς μιας επιχείρησης ως νομικού πλαισίου συναλλαγής υπήρξε περισσότερο επιτυχημένη σε σχέση με την επιχειρηματική επίδοση των εξεταζόμενων επιχειρήσεων του δείγματος. Όλα τα παραπάνω υποδεικνύουν την άμεση ανάγκη πλήρους ρύθμισης του νομικού πλαισίου

για τις περιπτώσεις αρρυθμιστών κατά τα ως άνω περιπτώσεων συγχωνεύσεων που υφίστανται στην ελληνική νομοθεσία (Παζάρσκης κ συν, 2013).

Οι Thanos & Papadakis (2012) στην έρευνά τους ασχολήθηκαν με τις προόδους στις εξαγορές και συγχωνεύσεις και ασχολήθηκαν με τη χρήση λογιστικών μέτρων μέτρησης της απόδοσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών πραγματοποιώντας μια επισκόπηση ερευνών πέντε δεκαετιών. Ο κύριος στόχος αυτής της μελέτης ήταν να εξετάσει τη χρήση των λογιστικών μέτρων στην απόδοση των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η ακολουθούμενη μεθοδολογία ήταν η ανασκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με τη χρήση των μέτρων λογιστικής στις επιδόσεις των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Ακολουθήθηκε μια διαδικασία τεσσάρων βημάτων. Πρώτον, η μελέτη επικεντρώθηκε μόνο σε εμπειρικές μελέτες, που είναι πιθανό να έχουν χρησιμοποιήσει λογιστικά μέτρα. Δεύτερον, η αναθεώρηση περιορίστηκε σε διεθνή επιστημονικά περιοδικά. Στο τρίτο βήμα πραγματοποιήθηκε μια εις βάθος έρευνα στο Διαδίκτυο των δημοσιεύσεων αυτών που αντλήθηκαν ύστερα από τη χρήση δύο βασικών λέξεων-κλειδιών αναζήτησης και ήταν οι συγχώνευση/σεις και εξαγορά/ες. Η διαδικασία αυτή οδήγησε σε 3026 αποτελέσματα για συγχωνεύσεις και 5578 για εξαγορές. Στη συνέχεια, στο βήμα 4, επανεξετάστηκε το αφηρημένο και το κυρίως κείμενο του καθενός από αυτά τα αποτελέσματα. Τελικά επιλέχθηκαν μόνο εκείνα τα έγγραφα που χρησιμοποιούν μέτρα λογιστικής για την αξιολόγηση της απόδοσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών και τα οποία ήταν 36 στον αριθμό. Από αυτά τα άρθρα εξετάστηκαν τα εξής στοιχεία: το επίπεδο ανάλυσης, η χρονική περίοδος που λήφθηκε υπόψη από προηγούμενους μελετητές, τα διαθέσιμα λογιστικά μέτρα, τα πλεονεκτήματα των λογιστικών μέτρων και τα μειονεκτήματά τους. Τα αποτελέσματα από την ανάλυση των 36 μελετών έδειξαν πως η συγκεκριμένη προσέγγιση της μέτρησης της απόδοσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει σαφή πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Παρ'όλα αυτά, οι προκλήσεις όπως είναι η χρήση πολλαπλών λογιστικών μέτρων μέσα στην ίδια μελέτη, η χρήση πολλαπλών χρονικών υστερήσεων, λαμβάνοντας υπόψη τις επιπτώσεις για τις επιχειρήσεις-στόχους, καθώς επίσης και ο συνδιασμός μέτρων λογιστικής με άλλα κριτήρια των επιδόσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών αντιπροσωπεύουν το δρόμο προς νέα ευρήματα και μελλοντικές μελέτες (Thanos & Papadakis, 2012).

Οι Papadakis & Thanos (2010) πραγματοποίησαν έρευνα όπου έγινε μέτρηση της απόδοσης των εξαγορών και πιο συγκεκριμένα πραγματοποιώντας μια εμπειρική διερεύνηση χρησιμοποιώντας πολλαπλά κριτήρια. Η έρευνα έχει στόχο τη διερεύνηση της συγκρισιμότητας των τριών πιο ευρέως χρησιμοποιούμενων μέτρων απόδοσης απόκτησης, δηλαδή λογιστικών μέτρων, σωρευτικών υπερβάλλουσων αποδόσεων και υποκειμενικών εκτιμήσεων των διαχειριστών, σε μια μη Anglo Saxον ρύθμιση. Η προτεινόμενη μεθοδολογία ήταν η εμπειρική δοκιμή σε δείγμα 50 εγχώριων εξαγορών που διενεργούνται από τις ελληνικές επιχειρήσεις. Συνολικά, τα αποτελέσματα από τα τρία μέτρα δείχνουν την αποτυχία που κυμαίνεται σε ποσοστά από 50% έως 60%. Ωστόσο, το πιο εντυπωσιακό εύρημα προέρχεται από τη σύγκριση (ανάλυση συσχέτισης) των εναλλακτικών μέτρων. Τα λογιστικά μέτρα συσχετίζονται θετικά με τις υποκειμενικές εκτιμήσεις των διευθυντικών στελεχών. Σε αντίθετη περίπτωση, οι σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις δεν συσχετίζονται ούτε με τα λογιστικά μέτρα ούτε με τις υποκειμενικές εκτιμήσεις των διευθυντικών στελεχών. Αυτή η έλλειψη στατιστικά σημαντικών σχέσεις μεταξύ των κριτηρίων απόδοσης μπορεί να παρέχει μια εύλογη βάση για την εξήγηση μερικών από τα αντιφατικά αποτελέσματα που συχνά αναφέρονται στην συγχωνεύσεις και εξαγορές στη βιβλιογραφία (Papadakis & Thanos, 2010).

Οι Ismail, Abdou & Annis (2011) πραγματοποίησαν μια βιβλιογραφική ανασκόπηση που αφορούσε τη σύνδεση της εταιρικής απόδοσης με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Η εργασία αυτή στόχευσε στην σύνθεση και ανάλυση, μέσα από τη βιβλιογραφία, των συγχωνεύσεων και εξαγορών και των επιπτώσεών τους στις οικονομικές επιδόσεις μιας επιχείρησης, σε μια προσπάθεια να προσδιοριστούν οι παράγοντες που θα μπορούσαν να επηρεάσουν τις επιδόσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Με βάση τις προηγούμενες μελέτες που ερευνήθηκαν βρέθηκε ότι χρησιμοποιούν ποικίλα μέτρα προκειμένου να εξετάσουν τον αντίκτυπο των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην εταιρική απόδοση. Πιο συγκεκριμένα εξετάστηκαν προηγούμενες μελέτες που αφορούσαν τα μέτρα λογιστικής, τα μέτρα που βασίζονται στην αγορά, μικτά μέτρα ή ποιοτικά μέτρα. Η μελέτη κατέληξε στο συμπέρασμα ότι υπάρχει μια διαφορά σχετικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν την εταιρική απόδοση. Οι παράγοντες θα μπορούσαν να επηρεάσουν την απόδοση

είναι οκτώ και συνοψίζονται στον τρόπο πληρωμής (μετρητά ή σε μετοχές), το βιβλίο αναλογίας αγοράς, το είδος της συγχώνευσης ή της συναλλαγής εξαγοράς, τις διασυννοριακές έναντι των εγχώριων συγχωνεύσεων και εξαγορών, τις συγχωνεύσεις έναντι διαγωνισμών προσφορών, το μέγεθος της επιχείρησης, τις μακροοικονομικές συνθήκες και το χρονικό διάστημα της συναλλαγής. Οι διευθυντές πρέπει να είναι ενήμεροι αυτών των παραγόντων και των επιπτώσεών τους μετά τη συγχώνευση / εξαγορά στην εταιρική απόδοση, ώστε να αξιολογηθούν με ακρίβεια οι προτεινόμενες προσφορές των συγχωνεύσεων και εξαγορών και να λαμβάνονται τεκμηριωμένες αποφάσεις (Ismail et al, 2011).

Στη μελέτη τους οι Eleftheriadis, Pazarskis, Christodoulou, & Drogalas (2008) ασχολήθηκαν με τις λειτουργικές επιδόσεις, τον επιχειρηματικό κίνδυνο και τις συγχωνεύσεις επιχειρήσεων, εστιάζοντας κυρίως σε ελληνικές επιχειρήσεις. Πιο συγκεκριμένα εξετάστηκε εμπειρικά η επίδραση του επιχειρηματικού κινδύνου για την λειτουργική απόδοση του δείγματος των επιχειρήσεων που συμμετείχαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Αρχικά στη μελέτη πραγματοποιήθηκε βιβλιογραφική επισκόπηση άρθρων που αφορούσαν την ταξινόμηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών και τα είδη κινδύνων τους και πιο συγκεκριμένα έγινε κατηγοριοποίηση των δραστηριοτήτων και των τύπων κινδύνου των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Στη συνέχεια, με τη χρήση οικονομικών δεικτών, διερευνήθηκε η μετά τη συγχώνευση απόδοση ενός δείγματος ελληνικών επιχειρήσεων, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) όπου εκτελέστηκε τουλάχιστον μία συγχώνευση ή εξαγορά, κατά την περίοδο 1998-2002 ως αγοραστές. Έτσι, το δείγμα των επιχειρήσεων αποτελούνταν από δύο διαφορετικές ομάδες, οι οποίες είναι από τη μια οι επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών ως αγοραστές με επιχειρήσεις του κλάδου τους (οριζόντιες ή κάθετες συγχωνεύσεις) και από την άλλη βρίσκονται οι επιχειρήσεις που συμμετείχαν σε δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών ως αγοραστές, αλλά με επιχειρήσεις από διαφορετικούς κλάδους και εκτέθηκαν σε όλο το επιχειρηματικό κίνδυνο (συγχωνεύσεις ετερογενών δραστηριοτήτων). Στη συνέχεια, η μελέτη, εφαρμόζοντας ένα επεξηγηματικό σύνολο των χρηματοοικονομικών δεικτών, συγκρίνει τις διαφορές στις λειτουργικές επιδόσεις μετά τη συγχώνευση των επιχειρήσεων μεταξύ των δύο δειγμάτων για

τέσσερα χρόνια μετά τις συγχωνεύσεις ή τις εξαγορές, προκειμένου να μετρήσει τις αλλαγές στην απόδοση λειτουργίας από την εκτεταμένη επιχειρηματική έκθεση στον κίνδυνο. Τα αποτελέσματα από την ανάλυση των δεικτών δείχνουν την ύπαρξη ειδικών ιδιαιτεροτήτων στην λειτουργική απόδοση των υποκείμενων εταιρειών. Βρέθηκε ότι οι συγκεντρώσεις εταιριών ετερογενών δραστηριοτήτων είναι πιο επιτυχής όσον αφορά την κατηγορία των δεικτών ρευστότητας και την κατηγορία της οικονομικής δομής και των δεικτών βιωσιμότητας. Επίσης, σχετικά με τις κατηγορίες των δεικτών κερδοφορίας και επενδύσεων, δεν υπάρχει καμία σαφής ένδειξη αν οι διαγωνίες συγκεντρώσεις είναι πιο επιτυχημένες ή όχι, καθώς παρατηρούνται αμφίβολα αποτελέσματα. Τέλος, στην κατηγορία των δεικτών δραστηριότητας, δεν υπάρχει καμία σχετική μεταβολή οποιασδήποτε μεταβλητής που εξετάστηκε. Από τα παραπάνω αποτελέσματα, μπορεί να συναχθεί το συμπέρασμα ότι οι στόχοι σε διαγωνίες συγκεντρώσεις ήταν κυρίως επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα ρευστότητας και με την πλειοψηφία των κεφαλαίων τους σε μετρητά, ή σχεδόν σε μετρητά. Για το λόγο αυτό παρατηρείται αυτή την πραγματική βελτίωση της αγοραστικής ρευστότητας της επιχείρησης ακόμα και τέσσερα χρόνια μετά την υπό εξέταση συγχώνευση ετερογενών δραστηριοτήτων (Eleftheriadis et al, 2008).

Οι Calipha, Tarba, & Brock (2010), πραγματοποίησαν μελέτη που αφορούσε τις συγχωνεύσεις και εξαγορές κάνοντας μια ανασκόπηση των φάσεων, των κινήτρων και των παραγόντων επιτυχίας. Σκοπός της συγκεκριμένης έρευνας ήταν η βιβλιογραφική κάλυψη ορισμένων ιστορικών θεμάτων για την επιτυχία των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε ήταν η συστηματική βιβλιογραφική ανασκόπηση η οποία εστίασε σε τρία θέματα. Πρώτον, προκειμένου να τεθούν τα θεμέλια για την καλύτερη κατανόηση των διαδικασιών των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε γενικές γραμμές, πραγματοποιήθηκε επισκόπηση διαφόρων προσεγγίσεων ξεκινώντας από αυτές που περιλάμβαναν μόνο δύο φάσεις – προσυγχώνευση και μετασυγχώνευση - σε εκείνες με επτά φάσεις. Το δεύτερο θέμα αναφέρεται στα κίνητρα των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Το τρίτο θέμα αφορούσε τους παράγοντες επιτυχίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Κάθε τμήμα της μελέτης προτείνει - είτε άμεσα είτε έμμεσα - θέματα για μελλοντική έρευνα. Στα συμπεράσματα της μελέτης αναφέρεται πως μιας και η έρευνα έχει εδραιωθεί για τις

φάσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα κρίσιμα ζητήματα της ολοκλήρωσης της μετασυγχώνευσης και των μακροπρόθεσμων διαχειριστικών συστημάτων παροχής κινήτρων θα πρέπει να αντιμετωπιστούν. Οι πτυχές αυτές χαρακτηρίστηκαν ιδιαίτερα σημαντικές. Είναι σαφώς επιθυμητό για μια επιχείρηση να αποκτήσει αρμοδιότητες σε θέματα συγχωνεύσεων και εξαγορών, μαζί με εμπειρία γύρω από τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές (Calipha et al, 2010).

Στην έρευνά της η Meglio (2009) μέτρησε τις επιδόσεις που βασίζονται στην τεχνολογία των συγχωνεύσεων και εξαγορών μέσα από την επισκόπηση άρθρων και ερευνών. Σκοπός της μελέτης της ήταν η καλύτερη κατανόηση των επιδόσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε ρυθμίσεις υψηλής τεχνολογίας, μέσα από την αναθεώρηση των υφιστάμενων εμπειρικών ερευνών που βασίζονται στην τεχνολογία των συγχωνεύσεων και εξαγορών από ένα ευρύ φάσμα επιστημονικών περιοδικών. Έτσι, αποφασίστηκε η μεθοδολογία της έρευνας να αποτελείται από μια επισκόπηση της βιβλιογραφίας σε αφηγηματική μορφή, εστιάζοντας σε περιοδικά διαχείρισης *top-tier*, καθώς και σε εκείνα με θέματα που σχετίζονταν με τη γνώση, που αντιπροσωπεύουν τις αμερικανικές και ευρωπαϊκές προοπτικές. Οι λέξεις κλειδιά για την αναζήτηση ήταν συγχώνευση ή εξαγορά και καινοτομία. Το χρονικό διάστημα κυμαίνεται μεταξύ των ετών 1990-2008, καθώς ο αριθμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις υψηλής τεχνολογίας βιομηχανίες έχει αυξηθεί δραματικά από τις αρχές της δεκαετίας του 1990. Η αναζήτηση παρήγαγε έναν πρώτο κατάλογο 135 άρθρων. Μετά από μια πιο προσεκτική εξέταση ώστε να επιλεγθούν άρθρα που εντάσσονται στο πεδίο της επανεξέτασης, προέκυψε η τελική λίστα 39 μελετών από 11 περιοδικά. Τα ευρήματα παρουσιάζουν μια κατακερματισμένη κατάσταση με ένα πολλαπλασιασμό των λειτουργικών ορισμών της απόδοσης μετά την εξαγορά και ένα ευρύ φάσμα δεικτών. Επιπλέον, διαφορετικές προοπτικές και χρονικές υπολογίστηκαν αντιπροσώπευαν. Αυτό είναι μια μερική εξήγηση για τις ασυνεπείς και τις αντιφατικές διαπιστώσεις για τις επιδόσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η ανάλυση αυτή μπορεί να επεκταθεί και να βελτιωθεί με διάφορους τρόπους. Μια πρώτη επιλογή είναι να διευρυνθεί το πεδίο εφαρμογής και το χρονικό διάστημα της επανεξέτασης. Παρά το γεγονός ότι το βασίλειο της τεχνολογίας με γνώμονα τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές διαδραματίζει εξέχοντα ρόλο στην αλλαγή του τοπίου

πολλών βιομηχανιών, οι επιδόσεις χαμηλής τεχνολογίας και ο κλάδος υπηρεσιών χρήζει μεγαλύτερης προσοχής. Τέλος, τα ευρήματα παρέχουν ενδείξεις για ένα σοβαρό προβληματισμό σχετικά με την αναγκαιότητα των μετρήσεων κατασκευών. Ως αποτέλεσμα, οι πολύπλοκες κατασκευές συχνά απεικονίζονται με απλά μέτρα με περιορισμένο ενδιαφέρον για την αξιοπιστία και την εγκυρότητα των δοκιμών. Οι κατασκευαστικές επιδόσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτελεί μια τέτοια περίπτωση (Meglio, 2009).

Οι Soubeniotis, Mylonakis, Fotiadis, Chatzithomas & Mertzimekis (2006), ασχολήθηκαν με την αξιολόγηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα. Η μελέτη εστίασε την προσοχή της στα εξής θέματα: τη στρατηγική στόχευση των εξαγορών και συγχωνεύσεων, τους οικονομικούς στόχους των εξαγορών και συγχωνεύσεων, τους παράγοντες που επηρεάζουν την επιχειρησιακή αντιστοίχιση των εμπλεκόμενων εταιρειών μετά τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, την αξιολόγηση των εξαγορών και συγχωνεύσεων όσον αφορά τις μεταβλητές χαρακτηρισμού μιας εξαγοράς / συγχώνευσης ως επιτυχημένη ή αποτυχημένη, και, τέλος, την άποψη των στελεχών σε σχέση με την αποτυχία των εξαγορών / συγχωνεύσεων που βίωσαν. Σε ότι αφορά την βιβλιογραφική ανασκόπηση ιδιαίτερη έμφαση δόθηκε στην παράθεση των τύπων και της ταξινόμησης των συγχωνεύσεων και εξαγορών, καθώς και στη στρατηγική στόχευσή τους. Η μεθοδολογία έρευνας που ακολουθήθηκε περιλαμβάνει την ερευνητική προσέγγιση του θέματος με τη χρήση ερωτηματολογίου. Το υλικό που χρησιμοποιείται στο παρόν έγγραφο προέρχεται από τη συλλογή και την επεξεργασία δεκαπέντε (15) ερωτηματολογίων σχετικά με είκοσι δύο (22) εξαγορές εταιρειών από τις εταιρείες που έχουν ήδη εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι τα αντικίνητρα ή οι λόγοι που απέτυχαν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις, συνοψίζονται στα εξής: α) δεν υπάρχει στρατηγικός σχεδιασμός και σωστή επένδυση σκεπτικού, β) υπάρχουν μη ρεαλιστικές προσδοκίες, γ) το κόστος εξαγοράς είναι εξαιρετικά υψηλό, δ) υπάρχουν αντικρουόμενες φιλοσοφίες της εταιρείας (διαφορετική κουλτούρα), ε) οι δύο επιχειρηματικές οντότητες αποτυγχάνουν να συγχωνευθούν γρήγορα, στ) αντικρουόμενα συμφέροντα των μετόχων, ζ) εξωτερικό περιβάλλον (κρατικές

παρεμβάσεις και θεσμικό πλαίσιο), η) η γενική οικονομική συγκυρία (μακροοικονομικές συνθήκες) (Soubeniotis et al, 2006).

Οι Koumanakos, Siriopoulos & Georgopoulos (2005) στην έρευνά τους ασχολήθηκαν με τις εξαγορές και τα κέρδη της διαχείρισης, λαμβάνοντας ως μελέτη περίπτωσης την Ελλάδα. Σκοπός τους ήταν να διερευνηθεί αν εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, έχουν ολοκληρώσει συγχωνεύσεις και εξαγορές κατά τη διάρκεια της περιόδου 2001-2003, καθώς επίσης και αν έχουν την τάση να χειραγωγήσουν τα λογιστικά κέρδη προς τα πάνω πριν από την έναρξη και την ολοκλήρωση της πράξης. Όσον αφορά τη μεθοδολογία της έρευνας, αρχικά πραγματοποιείται μια σύντομη επισκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με τα θέματα των κερδών διαχείρισης, το ελληνικό λογιστικό σύστημα και τις εξαγορές και συγχωνεύσεις στην Ελλάδα. Στη συνέχεια, η μελέτη επικεντρώθηκε στις τρέχουσες αυξήσεις ως την πηγή της διαχείρισης των κερδών. Για την εκτίμηση των διακριτικών και μη διακριτικών συνιστωσών των συνολικών αυξήσεων, υιοθετήθηκε από τους μελετητές το μοντέλο χρονοσειράς Jones. Για να υλοποιηθεί η έρευνα επιλέχθηκε και αναλύθηκε δείγμα από 42 αγοραστές κατά την περίοδο 2001-2003. Τα αποτελέσματα που αναφέρονται παρέχουν ισχυρή απόδειξη μεροληπτικών αυξήσεων στην υποβολή εκθέσεων από διευθυντικά στελέχη κατά το έτος που προηγείται της ανακοίνωσης και της ολοκλήρωσης της συμφωνίας (Koumanakos et al, 2005).

Στη μελέτη τους οι Ruiz & Menéndez-Requejo (2010) ασχολήθηκαν με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές οικογενειακών επιχειρήσεων σε διαφορετικά νομικά περιβάλλοντα. Σκοπό έχει να μελετήσει τις αποδόσεις σε οικογενειακές εταιρείες έναντι των μη οικογενειακών κάτω από διαφορετικά νομικά περιβάλλοντα όταν μια συγχώνευση και εξαγορά ανακοινώνεται. Για την πραγματοποίηση αυτής της μελέτης επιλέχθηκε η συστηματική βιβλιογραφική ανασκόπηση, όπου επιλέχθηκε να ελεγχθεί βάση δεδομένων που περιλαμβάνει 124 συγχωνεύσεις και εξαγορές ευρωπαϊκών εταιρειών (15 χώρες), με αποκτημένες επιχειρήσεις γνωστές σε όλο τον κόσμο ή ιδιωτικές επιχειρήσεις (23 χώρες), κατά την περίοδο 2002-2004. Το δείγμα της έρευνας πληρούσε τα ακόλουθα κριτήρια: (α) η εστίαση έγινε σε όλες τις συγχωνεύσεις και εξαγορές όπως ανακοινώθηκαν από μια Ευρωπαϊκή εταιρεία για

την περίοδο 2002-2004, (β) τόσο οι εγχώριες όσο και οι διασυνοριακές συναλλαγές λήφθηκαν υπόψη, (γ) οι αποκτηθείσες επιχειρήσεις μπορούν να αναγράφονται ως ιδιωτικές ή θυγατρικές της εξαγοράζουσας επιχείρησης σε οποιοδήποτε μέρος του κόσμου, και (δ) η συναλλαγή συνεπάγεται αλλαγή στον έλεγχο. Τα ευρήματα της έρευνας έδειξαν ότι οι οικογενειακές εταιρίες έχουν μια θετική και σημαντική επίδραση στην απόκτηση μετόχων. Ωστόσο, ένα σημαντικό ποσοστό μετοχικής ιδιοκτησίας της τάξης του 32% έχει αρνητική επίδραση. Οι συγγραφείς επισημαίνουν επίσης ότι ένα ασθενέστερο νομικό και θεσμικό περιβάλλον στη χώρα στόχο έχει θετική επίδραση στην απόκτηση αποτίμησης των μετόχων. Συνοψίζοντας, η παρούσα μελέτη υποστηρίζει την επικράτηση των θετικών οικογενειακών επιχειρήσεων όταν οι οικογενειακές επιχειρήσεις πραγματοποιούν συγχωνεύσεις και εξαγορές, ανεξάρτητα από το νομικό και θεσμικό περιβάλλον που μπορεί να ισχύει (Ruiz & Menéndez-Requejo, 2010).

Οι Weber, Tarba & Reichel (2011) σε έρευνά τους ασχολήθηκαν με ένα μοντέλο επιρροής του Πολιτισμού για την ολοκλήρωση προσεγγίσεων και την απόδοση διεθνών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η μελέτη αυτή έχει ως στόχο να καλύψει το κενό που υπάρχει στην διεθνή βιβλιογραφία και αφορά την ταυτόχρονη διερεύνηση της επιρροής του πολιτισμού και της απόδοσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ακόμη στοχεύει στην ανάπτυξη ενός θεωρητικού μοντέλου χρησιμοποιώντας μια διεπιστημονική προσέγγιση που αντλεί από τη βιβλιογραφία υλικό που αφορά τη στρατηγική διαχείριση, τη διεθνή διαχείριση και την ανθρωπολογία. Επιπλέον, σε αντίθεση με περισσότερες μελέτες που επικεντρώνονται σε ένα μόνο στάδιο των συγχωνεύσεων και εξαγορών, η μελέτη αυτή συνδυάζει τις μεταβλητές των προ- και μετά-συγχώνευσης σταδίων. Η ανασκόπηση της βιβλιογραφία εστιάζει κυρίως στα θέματα που αφορούν τις επιδόσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών και την ολοκλήρωση προσεγγίσεων, τις επιδόσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών και τις πολιτιστικές διαφορές, την εταιρική κουλτούρα, την εθνική κουλτούρα, και το επίπεδο της ολοκλήρωσης, τη διαφορετική προσέγγιση για την ένταξη μετα-συγχωνευτικών προτάσεων ανάπτυξης, προσεγγίσεις ένταξης μετά-εξαγορών και την αποφυγή της αβεβαιότητας, προσεγγίσεις ένταξης μετά-εξαγορών και της απόστασης της εξουσίας και προσεγγίσεις ένταξης μετά-εξαγορών

και ατομικισμού. Τελικά, η συγκεκριμένη μελέτη προτείνει ότι οι διεθνείς συγχωνεύσεις και εξαγορές που προσεγγίζουν το λεγόμενο ιδανικό τύπο της προσέγγισης ενσωμάτωσης είναι πιο αποτελεσματικές από άλλες συγχωνεύσεις και εξαγορές. Επιπλέον, το θεωρητικό μοντέλο που παρουσιάζεται εξηγεί πώς τα συγκεκριμένα εθνικά και εταιρικά πολιτιστικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης θα πρέπει να σχετίζονται με την επιλογή των προσεγγίσεων ολοκλήρωσης. Ως εκ τούτου, η μελέτη σκιαγραφεί τους μηχανισμούς εύρεσης που σχετίζονται με την επίδραση του εθνικού πολιτισμού, τις διαφορές εταιρικής κουλτούρας και τις δυνατότητες συνέργειας των επιδόσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Τέλος, το θεωρητικό μοντέλο παρέχει άφθονες ευκαιρίες για συστηματική έρευνα για τη σχέση μεταξύ πολιτιστικών διαστάσεων και του τρόπου με τον οποίο επηρεάζουν τις πολιτισμικές διαφορές οι προσεγγίσεις ένταξης (Weber et al, 2011).

Οι Erel, Liao & Weisbach (2011) ασχολήθηκαν με τους προσδιοριστικούς παράγοντες των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών εκτός ΗΠΑ. Σκοπός της μελέτης ήταν να αξιολογήσει το βαθμό στον οποίο οι διεθνείς παράγοντες επηρεάζουν την απόφαση των επιχειρήσεων για συγχώνευση. Για να ολοκληρωθεί η έρευνα χρησιμοποιήθηκε δείγμα 56.978 διασυνοριακών συγχωνεύσεων που συνέβησαν μεταξύ του 1990 και του 2007 και το οποίο εκτιμά τους παράγοντες που επηρεάζουν την πιθανότητα ότι οι επιχειρήσεις από κάθε ζεύγος χωρών συγχωνεύονται σε ένα συγκεκριμένο έτος. Το δείγμα των συγχωνεύσεων λήφθηκε από τα Security Data Corporation's (SDC) Mergers and Corporate Transactions database μεταξύ του 1990 και του 2007 και να ολοκληρωθεί μέχρι το τέλος του 2007. Η ανάλυση επικεντρώθηκε στους παράγοντες που επηρεάζουν δυνητικά τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις, αλλά δεν υπάρχουν στον ίδιο βαθμό σε εγχώριες συγχωνεύσεις, όπως πολιτιστικές διαφορές, γεωγραφικές διαφορές, διαφορές στη διακυβέρνηση σε επίπεδο χώρας, καθώς και διεθνείς φορολογικές επιδράσεις. Στο δείγμα, το 80% των διασυνοριακών συμφωνιών ολοκληρώθηκε μεταξύ του 1990 και του 2007, ενώ το 75% των αγοραστών είναι έξω από τις ΗΠΑ. Επιπλέον, η συντριπτική πλειοψηφία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων αφορούν ιδιωτικές επιχειρήσεις. Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι υπάρχει ισχυρό πρότυπο-μοτίβο στα ζεύγη χωρών που επηρεάζονται από την απόδοση, και σε κάθε περίπτωση

οι αλλαγές στην απόδοση έχουν το μεγαλύτερο αντίκτυπο στις χώρες όπου οι συγχωνεύσεις είναι πιο πιθανές για άλλους λόγους. Ως εκ τούτου, επιβεβαιώθηκε η άποψη ότι οι αλλαγές στην απόδοση επηρεάζουν τις συγχωνεύσεις καθιστώντας τις οικονομικές συγχωνεύσεις πιο ελκυστικές. Τέλος, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η γεωγραφία, η ποιότητα των λογιστικών εκθέσεων και το διμερές εμπόριο, αυξάνουν την πιθανότητα των συγχωνεύσεων μεταξύ δύο χωρών. Επιπλέον, φαίνεται η απόδοση να διαδραματίζει ένα ρόλο στο να ωθήσει τις συγχωνεύσεις επιχειρήσεων σε χώρες όπου η χρηματιστηριακή αγορά έχει αυξηθεί σε αξία, και το ισχύον νόμισμα έχει πρόσφατα εκτιμηθεί (Erel et al, 2011).

Οι Kwangmin & SooCheong (2011) ασχολήθηκαν με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές και τη σταθερή ανάπτυξη, μέσω της διερεύνησης των επιχειρήσεων εστιατορίων. Η μελέτη αυτή προκειμένου να εντοπίσει αν οι τις συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι πραγματικά ένα αποτελεσματικό εργαλείο για την παραγωγή συνεπής ανάπτυξης σε επιχειρήσεις εστιατορίων, εξετάστηκε η μετά-συγχωνευτική σταθερή αύξηση σε σύγκριση με τη μη συγχωνευτική σταθερή ανάπτυξη. Χρησιμοποιώντας οικονομικά στοιχεία από το 1980 έως το 2007, η μελέτη αυτή ανέλυσε την αύξηση των πωλήσεων των επιχειρήσεων εστιατορίων μέχρι πέντε χρόνια μετά την συγχώνευση ή εξαγορά. Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε από τους μελετητές περιελάμβανε τη συλλογή δεδομένων από το Compustat και το Platinum SDC χρησιμοποιώντας SIC 5812 (μέρη για φαγητό). Η μελέτη αυτή βρήκε ότι μετά από συγχώνευση ή εξαγορά τα πρότυπα ανάπτυξης ποίκιλαν ανάλογα με τα μεγέθη των εταιρειών και τις χρονικές περιόδους. Η μελέτη αποκάλυψε επίσης ότι και οι μικροί και οι μεγάλοι αγοραστές παρουσίασαν θετική αύξηση πωλήσεων κατά το έτος μετά από τη συγχώνευση ή την εξαγορά. Κατά το δεύτερο έτος μετά την συγχώνευση ή την εξαγορά, οι περισσότερες συγχωνευμένες ή εξαγορασμένες επιχειρήσεις εστιατορίων, εκτός από τις πολύ μεγάλες επιχειρήσεις, είχαν μικρότερη αύξηση στο ποσοστό των πωλήσεών τους από τις μη συγχωνευμένες ή εξαγορασμένες επιχειρήσεις. Επιπλέον, δεν παρατηρήθηκαν κατά τη διάρκεια ή μετά το τρίτο έτος επιπτώσεις στην αύξηση των πωλήσεων (Kwangmin & SooCheong, 2011).

Στη μελέτη τους οι Rossi & Volpin (2004) ασχολήθηκαν με τους καθοριστικούς παράγοντες των συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ των χωρών. Στόχος τους ήταν η μελέτη των καθοριστικών παραγόντων των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε όλο τον κόσμο, εστιάζοντας στις διαφορές σε νόμους και κανονισμούς που ίσχυαν σε όλες τις χώρες. Η μελέτη περιελάμβανε έρευνα που διεξήχθη με δείγμα όλες τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές που ανακοινώθηκαν μεταξύ 1ης Ιανουαρίου 1990 και 31ης Δεκεμβρίου, 1999 και ολοκληρώθηκαν στις 31 Δεκεμβρίου 2002, και αναφέρθηκαν από την SDC Platinum, μια βάση δεδομένων της Thomson Financial. Συνεπώς, χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο δείγμα από 49 μεγάλες χώρες, διαπιστώθηκε ότι η καλύτερη προστασία των επενδυτών συνδέεται με περισσότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές, περισσότερες απόπειρες εχθρικών εξαγορών και λιγότερες διασυννοριακές συμφωνίες. Βρέθηκε, επίσης, ότι η καλύτερη προστασία των επενδυτών συνδέεται με τη μεγαλύτερη χρήση των αποθεμάτων ως μέθοδος πληρωμής και με υψηλότερα ασφάλιστρα εξαγοράς. Τα αποτελέσματα αυτά δείχνουν ότι η εγχώρια προστασία των επενδυτών είναι ένας σημαντικός καθοριστικός παράγοντας για την ανταγωνιστικότητα και την αποτελεσματικότητα της αγοράς για τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές εντός μιας χώρας. Στις διασυννοριακές συμφωνίες, διαπιστώθηκε ότι οι αγοραστές έχουν κατά μέσον όρο υψηλότερη προστασία επενδυτών από τους στόχους. Το αποτέλεσμα αυτό δείχνει ότι η διεθνής αγορά για εταιρικό έλεγχο βοηθά στην παραγωγή σύγκλισης όσον αφορά τα καθεστάτα εταιρικής διακυβέρνησης σε όλες τις χώρες (Rossi & Volpin, 2004).

Οι Faccio & Masulis (2005) ασχολήθηκαν με την επιλογή της μεθόδου πληρωμής στις Ευρωπαϊκές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Πιο συγκεκριμένα οι ερευνητές μελέτησαν τις επιλογές πληρωμών στις συγχωνεύσεις και εξαγορές των Ευρωπαίων πλειοδοτών για δημόσιους και ιδιωτικούς στόχους στην περίοδο 1997-2000. Αφού προηγήθηκε μια ανασκόπηση στην υπάρχουσα βιβλιογραφία στη συνέχεια οι μελετητές εργάστηκαν σε δείγμα που περιελάμβανε όλες τις εξαγορές που ανακοινώθηκαν κατά την τετραετία, μεταξύ Ιανουαρίου 1997 και Δεκεμβρίου 2000 από πλειοδότες από 13 ευρωπαϊκές χώρες: Αυστρία, Βέλγιο, Φινλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ιρλανδία, Ιταλία, Νορβηγία, Πορτογαλία, Ισπανία, Σουηδία, Ελβετία, και Ηνωμένο Βασίλειο. Οι ανακοινώσεις έπρεπε να αναφέρονται στο SDC Thomson

Financial Securities Data's, «Παγκόσμια βάση δεδομένων συγχωνεύσεων και εξαγορών». Αυτή η βάση δεδομένων καλύπτει τις δημόσιες και ιδιωτικές εταιρικές συναλλαγές που αφορούν την απόκτηση τουλάχιστον 5% της ιδιοκτησίας της εταιρείας-στόχου. Τα αποτελέσματα από την εν λόγω έρευνα κατέληξαν στο ότι τα εταιρικά κίνητρα ελέγχου για την επιλογή μετρητών είναι ιδιαίτερα ισχυρά όταν ο μέτοχος που κάνει την προσφορά έχει ένα ενδιάμεσο επίπεδο εξουσίας ψηφίσματος από 20 έως 60 τοις εκατό. Επιπλέον, οι υποψήφιοι προτιμούν τη χρηματοδότηση σε μετρητά στις συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών όταν απειλείται ο έλεγχος της ψηφοφορίας από τους μεγαλομετόχους. Τα αποτελέσματα επίσης υποστήριξαν σθεναρά ένα μοτίβο των ευρωπαϊκών πλειοδοτών να επιλέγουν τη χρηματοδότηση των αποθεμάτων με μεγαλύτερη συχνότητα ως μέτρο της οικονομικής τους κατάστασης αποδυνάμωσης. Συνολικά, βρέθηκε πολύ πιο συγκεντρωμένη ιδιοκτησία στην Ευρώπη. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρούμε ότι τα τρία μέτρα μας πλειοδοτικής οικονομικής ευρωστίας: ασφάλεια, μόχλευση (οικονομικό εμπόδιο), και μέγεθος περιουσιακών στοιχείων, είναι πάντα σημαντικά σε επίπεδο 1% και οι συντελεστές τους είναι όλοι αναμενόμενοι (Faccio & Masulis, 2005).

Οι Cloodt, Hagedoorn & Kranenburg (2006) διεξήγαγαν μελέτη που αφορούσε τις συγχωνεύσεις και εξαγορές και την επίδρασή τους στην καινοτομική επίδοση των επιχειρήσεων σε κλάδους υψηλής τεχνολογίας. Στόχος τους ήταν η εξέταση της μετα-συγχωνευτικής ή μετα-εξαγοραστικής καινοτομικής επίδοσης της απόκτησης των επιχειρήσεων σε τέσσερις κύριους τομείς υψηλής τεχνολογίας. Η μελέτη αυτή χρησιμοποιεί ένα μοντέλο δέσμης πίνακα που συνδυάζει χρονοσειρές και διατομές για την ανάλυση δεδομένων και τη δοκιμή των υποθέσεων. Οι υποθέσεις εξετάζονται σε σχετικά μεγάλο διεθνές δείγμα εταιρειών που καλύπτουν τέσσερις κλάδους υψηλής τεχνολογίας: της αεροδιαστημικής και άμυνας (SIC κωδικούς 372 και 376), υπολογιστές και μηχανές γραφείου (SIC-κωδικός 357), φαρμακευτικά προϊόντα (SIC-κωδικός 283) και ηλεκτρονική και επικοινωνίες (SIC-κωδικός 36). Το δείγμα της έρευνας αποτελείται από 347 επιχειρήσεις εκ των οποίων 21 (6,05%) λειτουργούν στην αεροδιαστημική και αμυντική βιομηχανία, 76 (21,9%) βρίσκονται σε ηλεκτρονικούς υπολογιστές και μηχανές γραφείου, 77 (22,19%) δραστηριοποιούνται σε φαρμακευτικά προϊόντα και 173 (49,86%) λειτουργούν σε

τομείς ηλεκτρονικών και επικοινωνιών. Το δείγμα αποτελείται από 256 εταιρείες της Βόρειας Αμερικής και 91 εταιρείες από άλλες περιοχές (45 από την Ευρώπη και 46 από Ασία). Η μελέτη έδειξε πως οι μη τεχνολογικές συγχωνεύσεις και εξαγορές φαίνεται να έχουν αρνητικό αντίκτυπο στην μετα-συγχωνευτική ή μετα-εξαγοραστική καινοτομική επίδοση της επιχείρησης. Όσον αφορά τις τεχνολογικές συγχωνεύσεις και εξαγορές, ένα μεγάλο σχετικό μέγεθος της βάσης γνώσεων που αποκτήθηκαν μειώνει την ικανότητα καινοτομίας της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Το απόλυτο μέγεθος της βάσης γνώσεων που αποκτήθηκε έχει θετική επίδραση κατά τη διάρκεια των δύο πρώτων ετών και παρατηρείται μια αρνητική επίδραση στην καινοτομική επίδοση της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Η σχετικότητα μεταξύ της εξαγορασθείσας και την αποκτηθείσας βάσης γνώσεων των επιχειρήσεων έχει ένα καμπυλόγραμμο αντίκτυπο στις καινοτομικές επιδόσεις. Αυτό δείχνει ότι οι εταιρείες θα πρέπει να στοχεύουν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές με «εταίρους», που δεν είναι ούτε πολύ άσχετοι ούτε πολύ παρόμοια από την άποψη της γνωστικής βάσης τους (Cloodt et al, 2006).

Οι Bakera & Sava-soglub (2002) ασχολήθηκαν με την περιορισμένη διαιτησία (arbitrage) στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές. Η ανάλυση της διατομής των αποδόσεων δείχνει περιορισμένο arbitrage. Η μελέτη στοχεύει, πρώτον, στον εντοπισμό αν οι υπερβάλλουσες αποδόσεις αυξάνονται σε περίπτωση κινδύνου ολοκλήρωσης. Δεύτερον, αν οι υπερβάλλουσες αποδόσεις αυξάνονται σε μέγεθος μετά την ανακοίνωση συγχώνευσης. Τρίτον, εξετάζεται η επιρροή του arbitrage στον γενικό εφοδιασμό. Η έρευνα που διεξήχθη στα πλαίσια της συγκεκριμένης μελέτης περιλαμβάνει όλες τις εταιρείες που συγχωνεύτηκαν ή εξαγοράστηκαν σύμφωνα με το Securities Data Company (SDC) μεταξύ 1981 και 1996. Από αυτό το μεγάλο δείγμα, η έρευνα επικεντρώνεται σε 4,135 ανακοινώσεις συγχωνεύσεων, όπου τόσο η επιχείρηση-στόχος όσο και η άλλη εταιρεία είναι δημόσιες επιχειρήσεις και η επιχείρηση-στόχος είναι εισηγμένη στο Center for Research on Security Prices (CRSP). Από τη συγκεκριμένη μελέτη προκύπτουν στοιχεία που υποστηρίζουν ένα μοντέλο όπου οι μη διαφοροποιημένοι επενδυτές πωλούν ώστε να αποφύγουν τον κίνδυνο. Οι διαιτητές (Arbitrageurs), καθώς είναι περιορισμένοι σε αριθμό, απαιτούν

ένα ασφάλιστρο για αυτή την κάλυψη του κίνδυνου. Αυτό το έγγραφο παρέχει επίσης ποσοτικά στοιχεία σχετικά με τα όρια του arbitrage (Bakera & Sava-soglub, 2002).

Οι Shimizua, Hittb, Vaidyanathc & Pisano (2004) μελέτησαν τις θεωρητικές βάσεις των διασυννοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών πραγματοποιώντας μια ανασκόπηση έρευνας και κάνοντας συστάσεις για το μέλλον. Είναι γεγονός πως οι διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές έχουν κερδίσει σε δημοτικότητα, ωστόσο, η έρευνα σχετικά με αυτό το είδος της στρατηγικής διαφοροποίησης δεν έχει συμβαδίσει με την τάση αυτή. Ενώ υπάρχει σημαντική έρευνα στην περιοχή, είναι, δυστυχώς, κατακερματισμένη, αφήνοντας κενά που πρέπει να είναι ερευνηθούν. Η συγκεκριμένη μελέτη εξετάζει τις θεωρητικές προσεγγίσεις και τα ευρήματα της έρευνας σχετικά με τις διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές από τρεις οπτικές γωνίες: (1) διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές ως ένας τρόπος εισόδου σε μια ξένη αγορά, (2) διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές ως μια δυναμική διαδικασία μάθησης, και (3) διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές ως μια στρατηγική δημιουργίας προστιθέμενης αξίας. Η μεθοδολογία, λοιπόν, της μελέτης περιορίζεται στη συστηματική βιβλιογραφική ανασκόπηση όλων των τότε πρόσφατων ερευνών. Οι διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές έχουν γίνει μια όλο και πιο σημαντική στρατηγική που χρησιμοποιείται από μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων σε πολλές περιοχές σε όλη την υδρόγειο. Ενώ οι διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές έχουν ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά με τις εγχώριες συγχωνεύσεις και εξαγορές, έχουν επίσης μοναδικές και σημαντικές διαφορές. Ωστόσο, με δεδομένη την αυξανόμενη δημοτικότητα και τη σημασία, υπήρξε μικρή έρευνα σχετικά με τις διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Τα αποτελέσματα αυτής της εξέτασης βοήθησαν στον εντοπισμό μελλοντικών θεμάτων έρευνας που είναι αναγκαία για να ενισχύσουν τη γνώση σε αυτό το σημαντικό στρατηγικό φαινόμενο. Συγκεκριμένα τονίζονται πέντε σημαντικοί τομείς έρευνας: θεωρητική βάση για τη μέτρηση των καθοριστικών παραγόντων των διασυννοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, συγχωνεύσεις και εξαγορές και η αποσαφήνιση του ρόλου των επαγγελματικών συμβούλων, γνώση από επιτυχημένες και αποτυχημένες συγχωνεύσεις και εξαγορές, κατανόηση των προβλημάτων που σχετίζονται με τη διακυβέρνηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών και επαναδιαμόρφωση των

εγχώριων έναντι των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών (Shimizua et al, 2004).

Ο Officer M. (2003) στην έρευνά του ασχολήθηκε με τα πρόστιμα τερματισμού σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Σε δείγμα που συγκέντρωσε από πλειοδοτήσεις που λήφθηκαν από το Securities Data Corporation (SDC) βάση δεδομένων συγχωνεύσεων και εξαγορών για την περίοδο 1988-2000. Το τελικό δείγμα περιελάμβανε 2.511 πλειοδοτήσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών, καθώς και τη διανομή από αυτές τις προσφορές σε έτη (ομάδα A) και βιομηχανίες (ομάδα B). Το έγγραφο αυτό παρέχει αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με τις επιπτώσεις των, συμπεριλαμβανομένων τελών τερματισμού σε σύμβαση συγχώνευσης. Επίσης, μετρήθηκαν οι συνέπειες της υπόθεσης ότι τα τέλη τερματισμού που χρησιμοποιούνται από τους διαχειριστές έχουν στόχο να αποτρέψουν τις ανταγωνιστικές προσφορές. Μια εναλλακτική υπόθεση είναι ότι οι διαχειριστές χρησιμοποιούν τα τέλη τερματισμού για να ενθαρρύνουν τη συμμετοχή των πλεοδοτών, εξασφαλίζοντας ότι ο υποψήφιος έχει αποζημιωθεί για την αποκάλυψη των πολύτιμων προσωπικών πληροφοριών που απελευθερώνονται κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων συγχώνευσης. Εμπειρικά στοιχεία αποδεικνύουν ότι η συγχώνευση ασχολείται με τα τέλη τερματισμού και επιφέρουν σημαντικά υψηλότερα ασφάλιστρα και ποσοστά επιτυχίας από συμφωνίες χωρίς τέτοιες ρήτρες. Επιπλέον, δεν επιβεβαιώνεται ο ισχυρισμός ότι τα τέλη τερματισμού αποτρέπουν τις ανταγωνιστικές προσφορές. Συνολικά, τα στοιχεία δείχνουν ότι η χρήση τελών τερματισμού δεν είναι καθόλου επιβλαβή, και είναι πιθανό να θεωρηθεί ευεργετική, με στόχο τους μετόχους (Officer, 2003).

Οι ερευνητές Nocke & Yeaple (2007) ασχολήθηκαν με τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές εναντίον τις Greenfield ξένες άμεσες επενδύσεις και έγινε προσπάθεια να οριστεί ο ρόλος της ετερογένειας της επιχείρησης. Η ακολουθούμενη μεθοδολογία περιελάμβανε την ανάπτυξη ενός μοντέλου του διεθνούς εμπορίου και των επενδύσεων με δύο πανομοιότυπες χώρες, και 1 και 2. Το επίπεδο του ακαθάριστου εισοδήματος σε κάθε χώρα συμβολίζεται με Y . Η εργασία είναι ο μοναδικός παράγοντας της παραγωγής και, δεδομένου ότι οι χώρες είναι

πανομοιότητες, η τιμή της εργασίας σε κάθε χώρα ομαλοποιείται. Έτσι αναπτύχθηκε ένα γενικό μοντέλο ισορροπίας με ετερογενείς επιχειρήσεις όπου πραγματοποιείται αναφορά σε δύο σειρές ερωτήσεων: (1) ποια είναι τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων που επιλέγουν τους διάφορους τρόπους πρόσβασης στις ξένες αγορές και (2) πώς η διεθνής οργάνωση της παραγωγής ποικίλλει μεταξύ των βιομηχανιών και τα ζεύγη χωρών. Από τη μελέτη προκύπτει ότι οι απαντήσεις στα ερωτήματα αυτά εξαρτώνται από τη φύση της ετερογένειας της εταιρείας. Ανάλογα με το αν οι επιχειρήσεις διαφέρουν σε κινητές ή ακίνητες δυνατότητες, οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές περιλαμβάνουν τις πλέον ή τις λιγότερο αποδοτικές ενεργές επιχειρήσεις. Ένα βασικό αποτέλεσμα της ανάλυσής είναι ότι η πηγή της η ετερογένειας των επιχειρήσεων είναι μια κρίσιμη βιομηχανία χαρακτηριστική για την διεθνή οργάνωση της παραγωγής. Η πηγή της ετερογένειας των επιχειρήσεων διαδραματίζει επίσης σημαντικό ρόλο για τις επιπτώσεις της χώρας και της βιομηχανίας σχετικά με την κατανομή της επιχειρηματικής αποτελεσματικότητας. Τέλος, η ανάλυση αυτή τόνισε τη σημαντικότητα της καθαρής κατάστασης της αγοράς των συγκεντρώσεων για τις προβλέψεις του μοντέλου που χρησιμοποιήθηκε (Nocke & Yeaple, 2007).

Οι Siegel & Simons (2010) με τη σειρά τους ασχολήθηκαν με έρευνα που αφορούσε την αξιολόγηση των αποτελεσμάτων των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην απόδοση, την παραγωγικότητα και τους εργατές της επιχείρησης. Οι εμπειρικές μελέτες των συγχωνεύσεων και εξαγορών συνήθως επικεντρώνονται σε επίπεδο εταιρείας και οικονομικών επιδόσεων. Αντίθετα, η συγκεκριμένη μελέτη χρησιμοποιεί τη θεωρία του ανθρώπινου κεφαλαίου για τη μοντελοποίηση αυτών των γεγονότων όπως οι συναλλαγές σε πολλαπλό επίπεδο, οι πραγματικές συνέπειες για τους εργαζόμενους, τα εργοστάσια, και τις επιχειρήσεις. Η παρούσα εμπειρική ανάλυση βασίζεται σε διαχρονικά δεδομένα που συνδέονται με τον εργοδότη-εργαζόμενο για όλες σχεδόν τις σουηδικές εταιρίες κατασκευής και τους εργαζομένους. Δοκιμάζονται οι υποθέσεις που τέθηκαν στην αρχή της έρευνας με τη χρήση διασυνδεδεμένων, ετήσιων στοιχείων εργοδότη-εργαζόμενου, των εργοστασίων και των επιχειρήσεων που τους απασχολούν, κατά τη διάρκεια των ετών 1985-1998. Περίπου 2,6 εκατομμύρια εργαζόμενοι, 16.000 εργοστάσια, και 9.400

επιχειρήσεις παρατηρούνται κάθε χρόνο. Για κάθε εργαζόμενο, υπάρχουν στοιχεία σχετικά με τις αποδοχές, το φύλο, την εθνικότητα, την ηλικία, την τοποθεσία, το επίπεδο και τον τομέα της εκπαίδευσης. Για κάθε εργοστάσιο, έχουμε στοιχεία για την παραγωγή και τις εισροές, δηλαδή, το κεφάλαιο της εργασίας, καθώς και τα υλικά, τα οποία επιτρέπουν να εκτιμηθεί η συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών. Για κάθε εταιρεία, έχουμε δύο δείκτες απόδοσης, τα κέρδη (προστιθέμενη αξία ανά εργαζόμενο) και το μερίδιο αγοράς. Από τη συγκεκριμένη μελέτη βρέθηκε ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές ενισχύουν την παραγωγικότητα των εργοστασίων, αν και επίσης οδηγούν σε μείωση του μεγέθους των εγκαταστάσεων και των επιχειρήσεων. Η συνολική απόδοση της επιχείρησης δεν μειώνεται στον απόηχο αυτών των αλλαγών ιδιοκτησίας. Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι πράξεις αυτές αποτελούν ένα μηχανισμό για τη βελτίωση της διαλογής και της αντιστοίχισης των εργοστασίων και των εργαζομένων σε πιο αποδοτικές χρήσεις (Siegel & Simons, 2010).

Οι Di Guardo & Valentini (2007) στην έρευνά τους κάνουν μια προσπάθεια να εξηγήσουν τις επιδράσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις τεχνολογικές επιδόσεις των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα στην έρευνα προτείνεται ένα μοντέλο που εξηγεί πώς και γιατί οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορεί να επηρεάσουν τις τεχνολογικές επιδόσεις των επιχειρήσεων. Το συγκεκριμένο μοντέλο περιλαμβάνει δύο βασικά χαρακτηριστικά. Κατ' αρχάς, οι τεχνολογικές επιδόσεις γίνονται αντιληπτές ως ένα δυσδιάστατο κατασκευάσμα που περιλαμβάνει τόσο την ποσότητα των καινοτομιών που παράγονται καθώς και την ποιότητα τους. Δεύτερον, χαρακτηρίζεται η έκβαση της διαδικασίας της καινοτομίας ως εξαρτώμενοι από δύο μεταβλητές: τους πόρους που διατίθενται στο πλαίσιο της διαδικασίας και τα οργανωτικά κίνητρα που διέπουν τη χρήση αυτών των πόρων. Στη συνέχεια υποστηρίζονται δύο τύποι των πόρων ως ιδιαίτερα σημαντικοί για να εξηγήσουν τις τεχνολογικές επιδόσεις: οι τεχνολογικοί πόροι και τα συμπληρωματικά περιουσιακά στοιχεία. Επιπλέον, υποστηρίζεται ότι τα κίνητρα όχι μόνο δεν επηρεάζουν την τάση των επιχειρήσεων να καινοτομούν, αλλά επίσης διαμορφώνουν το είδος των καινοτομιών που επιδιώκονται. Συνεπώς το αποτέλεσμα που απορρέει είναι ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές επηρεάζουν τις τεχνολογικές επιδόσεις με την

ταυτόχρονη τροποποίηση των επιχειρησιακών πόρων που μπορεί να χρησιμοποιηθούν στη διαδικασία καινοτομίας, καθώς και με τα κίνητρα των επιχειρήσεων να υποβάλλονται στη διαδικασία της καινοτομίας (Di Guardo & Valentini, 2007).

Οι Netter, Stegemoller & Wintoki (2011) ασχολήθηκαν στη μελέτη τους με τις επιπτώσεις των δεδομένων στις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Σκοπός τους ήταν να ελέγξουν τις επιπτώσεις μέσα από μια ανάλυση χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο δείγμα συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ των ετών 1992-2009. Πιο συγκεκριμένα στην έρευνα αυτή μελετήθηκε ένα ολοκληρωμένο σύνολο συγχωνεύσεων και εξαγορών από δεδομένα του SDC από το 1992 μέχρι το 2009. Το ευρύτερο αυτό σύνολο δεδομένων αποκαλύπτει πολλά σημαντικά ευρήματα τόσο ως προς την έκταση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, καθώς και τα χαρακτηριστικά τους. Βρέθηκε ότι χαρακτηριστικά όπως το μέγεθος των συναλλαγών, ο αριθμός των συναλλαγών, καθώς και η μη δημοσιότητα και οι διασυνοριακές εξαγορές είναι πολύ διαφορετικά από όσα αναφέρει η υπάρχουσα βιβλιογραφία. Μερικά από τα στοιχεία της έρευνας έρχονται σε αντίθεση με προηγούμενα ευρήματα που αναπτύχθηκαν χρησιμοποιώντας λιγότερα δείγματα χωρίς αποκλεισμούς. Ένα σημαντικό αποτέλεσμα της μελέτης ήταν ότι τα πρότυπα συγχώνευσης που βρέθηκαν στις προηγούμενες έρευνες είναι πολύ εξασθενημένα στο δείγμα της μελέτης, το οποίο περιλαμβάνει πολλές περισσότερες συναλλαγές. Βρέθηκε, επίσης ότι, για το σύνολο της αγοράς, η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών αυξάνει το συνολικό πλούτο και οι αγοραστές κερδίζουν με περισσότερες εξαγορές, ακόμη και αν οι ανακοινώσεις των αγοραστών είχαν υποτριπλασιαστεί κατά το διάστημα 1992-2009. Τα λεπτομερή στοιχεία για τις επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε μια συναλλαγή μπορεί να επιτρέψουν σε ένα ερευνητή να εντοπίσει σημαντικές σχέσεις που αφορούν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές. Οι μελετητές πιστεύουν ότι αυτή η λεπτομερής περίληψη των χαρακτηριστικών των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε ένα ολοκληρωμένο δείγμα είναι χρήσιμη τόσο για τη δική τους βοήθεια όσο και ως βοήθημα σε μελλοντική έρευνα (Netter et al, 2011).

Οι DeYoung, Evanoff & Molyneux (2009) μελέτησαν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η μεθοδολογία τους ήταν η συστηματική βιβλιογραφική επισκόπηση άρθρων μετά το 2000. Αυτό το έγγραφο παρέχει μια επισκόπηση των πρόσφατων συγχωνεύσεων και εξαγορών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε πάνω από 150 μελέτες. Αρκετά ισχυρά θέματα αναδύονται στην μετά το 2000 βιβλιογραφία. Οι συγχωνεύσεις τραπεζών της Βόρειας Αμερικής εμφανίζουν (ή μπορεί να εμφανίζουν) βελτίωση στην αποδοτικότητά τους, αν και η βιβλιογραφία παρουσιάζει μια μικτή εικόνα όσον αφορά τη δημιουργία πλούτου στους μετόχους. Αντίθετα, οι ευρωπαϊκές τραπεζικές συγχωνεύσεις φαίνεται να έχουν οδηγήσει σε αμφότερα κέρδη στην αποδοτικότητα και την αξία των μετόχων. Τα στοιχεία σχετικά με τον αντίκτυπο τόσο της γεωγραφικής και προϊόντικής διαφοροποίησης μέσω της συγχώνευσης είναι ανάμεικτα. Υπάρχουν αυξανόμενες ενδείξεις ότι τις συγχωνεύσεις και εξαγορές χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μπορεί να επιδράσουν δυσμενώς σε ορισμένες κατηγορίες δανειοληπτών, καταθετών, και άλλων εξωτερικών παραγόντων (DeYoung, et al, 2009).

Οι Schildt, Laamanen & Keil. (2010) μελέτησαν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές ως απάντηση στην εξάρτηση στην ενδο-βιομηχανία. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι ένας τρόπος για να διαχειρίζονται τις εξαρτήσεις πόρων. Η έρευνα για την εξάρτηση της μείωσης των πόρων στις συγχωνεύσεις και εξαγορές παρέχει ένα σημαντικό ακρογωνιαίο λίθο της θεωρίας εξάρτησης πόρων και μια βάση για τις σημερινές γνώσεις για την συνολικό επίπεδο των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις επιχειρήσεις. Η συγκεκριμένη έρευνα έχει στόχο να επεκτείνει τα αποτελέσματα της εξάρτησης των πόρων σε ενδο-βιομηχανικό πλαίσιο. Συγκεκριμένα, η έρευνα έδειξε ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ φαρμακευτικών εταιρειών τείνουν να λάβουν χώρα μεταξύ επιχειρήσεων με τεχνολογικές και ανταγωνιστικές αλληλεξαρτήσεις. Για να γίνει σωστή διάκριση των ευρημάτων της έρευνας από την ανταγωνιστική κλίμακα των πόρων και το πεδίο εφαρμογής, οι ερευνητές έδειξαν την πιθανότητα μείωσης της εξάρτησης των πόρων όταν οι συγχωνεύσεις εμποτεύονται από τις τεχνολογικές θέσεις των επιχειρήσεων και τις προηγούμενες σχέσεις συμμαχίας. Σύμφωνα με την εξήγηση εξάρτησης των πόρων, τόσο το αποτέλεσμα αποδυνάμωσης των επικαλυπτόμενων τεχνολογικών θέσεων, όσο και οι δεσμοί

συμμαχίας και παραγκωνισμού, σχετίζονται θετικά με τα πρότυπα συγχωνεύσεων και εξαγορών σύμφωνα με τις κοινωνικές διαρθρωτικές εξηγήσεις (Schildt et al, 2010).

Στη μελέτη τους οι Grant, Frimanson & Nilsson (2012) διεξήγαγαν έρευνα που αφορούσε τη διαδικασία των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ο σκοπός του παρόντος εγγράφου ήταν να παράσχει ενημέρωση και ανασκόπηση της διαδικασίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών μέσα από την έρευνα των Haspeslagh & Jemison (1991). Η ανασκόπηση ακολουθεί μια μεθοδική προσέγγιση, χρησιμοποιώντας επιλεγμένα στοιχεία από τη συστηματική εξέταση μεθοδολογίας των στοιχείων διαχείριση της γνώσης. Τα επανεξεταζόμενα χαρτιά χωρίζονται σε κατηγορίες βάση της διαδικασίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών, προκειμένου να προσδιορίσουν και να εξετάσουν τις θεωρητικές προσεγγίσεις, τα ερευνητικά ερωτήματα, τα σχέδια ερευνών, τα εμπειρικά πλαίσια έρευνας, τα δεδομένα και τις μεθόδους, τις προοπτικές της ανάλυσης και τα κύρια ευρήματα. Η ανασκόπηση αποκαλύπτει επίσης και προσθέτει νέους τρόπους για το πώς μπορούν να βρεθούν και να περιγραφούν οι διεργασίες των συγχωνεύσεων και εξαγορών, και προτείνει κατευθύνσεις για μελλοντική έρευνα (Grant et al, 2012).

Τα στοιχεία των ερευνών της βιβλιογραφικής ανασκόπησης που προηγήθηκε συνοψίζονται στον Πίνακα 1 που ακολουθεί.

Πίνακας 1: Πίνακας Βιβλιογραφικής Ανασκόπησης

Ερευνητές	Υπόθεση/ Σκοπός	Δεδομένα/ Οικονομετρική μέθοδος	Μεταβλητές	Συμπέρασμα
Παζάρσκη, Αλεξανδράκη & Καραγιώργος (2010)	Η εξέταση και ανάλυση του υφιστάμενου νομικού πλαισίου συγχωνεύσεων και εξαγορών επιχειρήσεων στην Ελλάδα.	Βιβλιογραφική ανασκόπηση που αφορούσε κυρίως τους μετασχηματισμούς εταιριών, τις συγχωνεύσεις εταιριών, τη συγχώνευση με απορρόφηση, τη συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρίας και τις εξαγορές εταιριών.	Ο μετασχηματισμός επιχειρήσεων υπό την ευρεία και την στενή έννοια του όρου, (i)οι μορφές μετασχηματισμών σχετικά με τη μετατροπή, συγχώνευση, εξαγορά και διάσπαση εταιριών, (ii)ο τρόπος υλοποίησης συγχώνευσης μεταξύ ανωνύμων εταιριών, (iii)η πράξη της εξαγοράς, που εξομοιώνεται με τη συγχώνευση.	Η εξαγορά δεν συνιστά πλέον τρόπο συγχώνευσης, αλλά θεωρείται πράξη που εξομοιώνεται με τη συγχώνευση
Παζάρσκη,	Η εξέταση και	Βιβλιογραφική	Τρόποι μέσω της	Υπάρχει μια

Εξαγορές - συγχωνεύσεις και κερδοφορία επιχειρήσεων

Αλεξανδράκη & Μαντζάρης (2010)	κατηγοριοποίηση των κινήτρων-αιτιών που οδηγούν τις επιχειρήσεις στην υλοποίηση πράξεων συγχωνεύσεων και εξαγορών με βάση τη “Θεωρία της Επιχείρησης” (Theory of the Firm)	επισκόπηση άρθρων και ερευνών και οι οποίες αναφέρονταν στην κατηγοριοποίηση κινήτρων των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τις νεοκλαστικές θεωρίες.	συνεργίας (synergy), μέσω της μείωσης του κινδύνου (risk reduction theory) και μέσω της δημιουργίας μονοπωλιακών συνθηκών αγοράς.	διάσταση απόψεων στη διεθνή βιβλιογραφία. Όσοι μέτοχοι μιας επιχείρησης ψηφίσουν υπέρ μιας ενδεχόμενης πράξης συγχωνεύσεων και εξαγορών, πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικοί, ώστε να μην υπάρξουν πιθανές αρνητικές μελλοντικές επιπτώσεις στην επίδοση της επιχείρησής.
Παζάρσκης, Παντελίδης, Αλεξανδράκης & Παπαδόπουλος (2013)	Η εξέταση των συγχωνεύσεων, των εξαγορών και της επιχειρηματικής επίδοσης εισηγμένων εταιρειών στην Ελλάδα βάσει του νομικού πλαισίου αυτών των συναλλαγών	Διεξαγωγή έρευνας σε δείγμα από 35 ελληνικές επιχειρήσεις, εισηγμένες στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών, που προχώρησαν σε συγχωνεύσεις ή εξαγορές κατά τη χρονική περίοδο από το 2005 έως το 2007 με άλλες εισηγμένες ή μη επιχειρήσεις	16 αριθμοδεικτες για ελλείψεις και αδυναμίες της ισχύουσας νομοθεσίας στις διάφορες περιπτώσεις μετασχηματισμού εταιρειών.	Η ισχύουσα νομοθεσία δεν καθορίζει ενιαίο δίκαιο για το μετασχηματισμό επιχειρήσεων. Επίσης, δεν υπάρχουν ρυθμιστικοί κανόνες εταιρικού δικαίου για μετασχηματισμό επιχειρήσεων με ομοιόμορφη εφαρμογή προς κάθε κατηγορία νομικών προσώπων ή φυσικών προσώπων.
Thanos & Papadakis (2012)	Η εξέταση της χρήσης των λογιστικών μέτρων	Ανασκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με τη	Το επίπεδο ανάλυσης, η χρονική	Η συγκεκριμένη προσέγγιση της μέτρησης της

Εξαγορές - συγχωνεύσεις και κερδοφορία επιχειρήσεων

	στην απόδοση των συγχωνεύσεων και εξαγορών	χρήση των μέτρων λογιστικής στις επιδόσεις των εξαγορών και συγχωνεύσεων. 3026 αποτελέσματα για συγχωνεύσεις και 5578 για εξαγορές. επιλέχθηκαν 36.	περίοδος που λήφθηκε υπόψη από προηγούμενους μελετητές, τα διαθέσιμα λογιστικά μέτρα, τα πλεονεκτήματα των λογιστικών μέτρων και τα μειονεκτήματά τους	απόδοσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει σαφή πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα και αντιπροσωπεύουν το δρόμο προς νέα ευρήματα και μελλοντικές μελέτες
Papadakis & Thanos (2010)	Η διερεύνηση της συγκρισιμότητας των τριών πιο ευρέως χρησιμοποιούμενων μέτρων απόδοσης απόκτησης, δηλαδή λογιστικών μέτρων, σωρευτικών υπερβαλλουσών αποδόσεων και υποκειμενικών εκτιμήσεων των διαχειριστών, σε μια μη Anglo Saxon ρύθμιση.	Εμπειρική δοκιμή σε δείγμα 50 εγχώριων εξαγορών που διενεργούνται από τις ελληνικές επιχειρήσεις.	Τα εναλλακτικά μέτρα, τα λογιστικά μέτρα, οι υποκειμενικές εκτιμήσεις των διευθυντικών στελεχών και οι σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις	Αντιφατικά αποτελέσματα σε σχέση με αυτά που αναφέρονται στις συγχωνεύσεις και εξαγορές στη βιβλιογραφία
Ismail, Abdou & Annis (2011)	Η σύνθεση και ανάλυση των συγχωνεύσεων και εξαγορών και των επιπτώσεών τους στις οικονομικές επιδόσεις μιας επιχείρησης, σε μια προσπάθεια να	Προηγούμενες μελέτες που αφορούσαν τα μέτρα λογιστικής, τα μέτρα που βασίζονται στην αγορά, μικτά μέτρα ή ποιοτικά μέτρα	Οκτώ παράγοντες που επηρεάζουν την εταιρική απόδοση (τρόπος πληρωμής, το βιβλίο αναλογίας	Οι διευθυντές πρέπει να είναι ενήμεροι αυτών των παραγόντων και των επιπτώσεών τους μετά τη συγχώνευση / εξαγορά στην εταιρική απόδοση, ώστε να

Εξαγορές - συγχωνεύσεις και κερδοφορία επιχειρήσεων

	προσδιοριστούν οι παράγοντες που θα μπορούσαν να επηρεάσουν τις επιδόσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών.		αγοράς, το είδος της συγχώνευσης ή της συναλλαγής εξαγοράς, οι διασυνοριακές έναντι των εγχώριων συγχωνεύσεων και εξαγορών, οι συγχωνεύσεις έναντι διαγωνισμών προσφορών, το μέγεθος της επιχείρησης, οι μακροοικονομικές συνθήκες και το χρονικό διάστημα της συναλλαγής ()	αξιολογηθούν με ακρίβεια οι προτεινόμενες προσφορές των συγχωνεύσεων και εξαγορών και να λαμβάνονται τεκμηριωμένες αποφάσεις
Eleftheriadis, Pazarskis, Christodoulou, & Drogalas (2008)	Η επίδραση του επιχειρηματικού κινδύνου για την λειτουργική απόδοση του δείγματος των επιχειρήσεων που συμμετείχαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.	Βιβλιογραφική επισκόπηση άρθρων που αφορούσαν την ταξινόμηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών και τα είδη κινδύνων τους δείγματος ελληνικών επιχειρήσεων, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (XAA) όπου εκτελέστηκε	Οι επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών ως αγοραστές με επιχειρήσεις του κλάδου τους και επιχειρήσεις που συμμετείχαν σε δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών ως αγοραστές, αλλά με επιχειρήσεις	Οι στόχοι σε διαγωνίες συγκεντρώσεις ήταν κυρίως επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα ρευστότητας και με την πλειοψηφία των κεφαλαίων τους σε μετρητά, ή σχεδόν σε μετρητά

Εξαγορές - συγχωνεύσεις και κερδοφορία επιχειρήσεων

		τουλάχιστον μία συγχώνευση ή εξαγορά, κατά την περίοδο 1998-2002 ως αγοραστές.	από διαφορετικούς κλάδους.	
Calipha, Tarba, & Brock (2010)	Η βιβλιογραφική κάλυψη ορισμένων ιστορικών θεμάτων για την επιτυχία των συγχωνεύσεων και εξαγορών	Συστηματική βιβλιογραφική ανασκόπηση	Επισκόπηση διαφόρων προσεγγίσεων, κίνητρα συγχωνεύσεων και εξαγορών και παράγοντες επιτυχίας	Μιας και η έρευνα έχει εδραιωθεί για τις φάσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα κρίσιμα ζητήματα της ολοκλήρωσης της μετασυγχώνευσης και των μακροπρόθεσμων διαχειριστικών συστημάτων παροχής κινήτρων θα πρέπει να αντιμετωπιστούν.
Meglio (2009)	Η καλύτερη κατανόηση των επιδόσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε ρυθμίσεις υψηλής τεχνολογίας, μέσα από την αναθεώρηση των υφιστάμενων εμπειρικών ερευνών που βασίζονται στην τεχνολογία των συγχωνεύσεων και εξαγορών από ένα ευρύ φάσμα	Επισκόπηση της βιβλιογραφίας σε αφηγηματική μορφή, εστιάζοντας σε περιοδικά διαχείρισης top-tier, καθώς και σε εκείνα με θέματα που σχετίζονταν με τη γνώση, που αντιπροσωπεύουν τις αμερικανικές και ευρωπαϊκές προοπτικές. Το	Επιδόσεις που βασίζονται στην τεχνολογία των συγχωνεύσεων και εξαγορών	Οι πολύπλοκες κατασκευές συχνά απεικονίζονται με απλά μέτρα με περιορισμένο ενδιαφέρον για την αξιοπιστία και την εγκυρότητα των δοκιμών. Οι κατασκευαστικές επιδόσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτελεί μια τέτοια περίπτωση

Εξαγορές - συγχωνεύσεις και κερδοφορία επιχειρήσεων

	επιστημονικών περιοδικών.	χρονικό διάστημα κυμαίνεται μεταξύ των ετών 1990-2008. Μετά από μια πιο προσεκτική εξέταση προέκυψε η τελική λίστα 39 μελετών από 11 περιοδικά.		
Soubeniotis, Mylonakis, Fotiadis, Chatzithomas & Mertzimekis (2006)	Η αξιολόγηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα.	Βιβλιογραφική ανασκόπηση με έμφαση στην παράθεση των τύπων και της ταξινόμησης των συγχωνεύσεων και εξαγορών, καθώς και στη στρατηγική στόχευσή τους. Η μεθοδολογία έρευνας που ακολουθήθηκε περιλαμβάνει την ερευνητική προσέγγιση του θέματος με τη χρήση ερωτηματολογίου. Το υλικό προέρχεται από τη συλλογή και την επεξεργασία δεκαπέντε (15) ερωτηματολογίων σχετικά με είκοσι	Η στρατηγική στόχευση, οι οικονομικοί στόχοι, οι παράγοντες που επηρεάζουν την επιχειρησιακή αντιστοίχιση των εμπλεκόμενων εταιρειών μετά τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, η αξιολόγηση των εξαγορών και συγχωνεύσεων όσον αφορά τις μεταβλητές χαρακτηρισμού μιας εξαγοράς / συγχώνευσης ως επιτυχημένη ή αποτυχημένη, και η άποψη των στελεχών σε σχέση με την αποτυχία των εξαγορών /	Τα αντικίνητρα ή οι λόγοι που απέτυχαν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις, συνοψίζονται στα εξής: α) δεν υπάρχει στρατηγικός σχεδιασμός και σωστή επένδυση σκεπτικού, β) υπάρχουν μη ρεαλιστικές προσδοκίες, γ) το κόστος εξαγοράς είναι εξαιρετικά υψηλό, δ) υπάρχουν αντικρουόμενες φιλοσοφίες της εταιρείας, ε) οι δύο επιχειρηματικές οντότητες αποτυγχάνουν να συγχωνευθούν γρήγορα, στ) αντικρουόμενα συμφέροντα των μετόχων, ζ)

Εξαγορές - συγχωνεύσεις και κερδοφορία επιχειρήσεων

		δύο (22) εξαγορές εταιρειών από τις εταιρείες που έχουν ήδη εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.	συγχωνεύσεων που βίωσαν	εξωτερικό περιβάλλον, η) η γενική οικονομική συγκυρία
Koumanakos, Siriopoulos & Georgopoulos (2005)	Να διερευνηθεί αν εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, έχουν ολοκληρώσει συγχωνεύσεις και εξαγορές κατά τη διάρκεια της περιόδου 2001-2003, καθώς επίσης και αν έχουν την τάση να χειραγωγήσουν τα λογιστικά κέρδη προς τα πάνω πριν από την έναρξη και την ολοκλήρωση της πράξης.	Σύντομη επισκόπηση της βιβλιογραφίας και στη συνέχεια, η μελέτη επικεντρώθηκε στις τρέχουσες αυξήσεις ως την πηγή της διαχείρισης των κερδών. αναλύθηκε Δείγμα 42 αγοραστών κατά την περίοδο 2001-2003.	Διακριτικές και μη διακριτικές συνιστώσες των συνολικών αυξήσεων	Ισχυρή απόδειξη μεροληπτικών αυξήσεων στην υποβολή εκθέσεων από διευθυντικά στελέχη κατά το έτος που προηγείται της ανακοίνωσης και της ολοκλήρωσης της συμφωνίας
Ruiz & Menéndez-Requejo (2010)	Μελέτη των επιδόσεων σε οικογενειακές εταιρείες έναντι των μη οικογενειακών κάτω από διαφορετικά νομικά περιβάλλοντα όταν μια συγχώνευση και εξαγορά ανακοινώνεται.	Συστηματική βιβλιογραφική ανασκόπηση, βάση δεδομένων με 124 συγχωνεύσεις και εξαγορές ευρωπαϊκών εταιρειών κατά την περίοδο 2002-2004.	(α) όλες οι συγχωνεύσεις και εξαγορές όπως ανακοινώθηκαν από μια Ευρωπαϊκή εταιρεία για την περίοδο 2002-2004, (β) οι εγχώριες όσο και οι διασυνοριακές	Επικράτηση των θετικών οικογενειακών επιχειρήσεων όταν οι οικογενειακές επιχειρήσεις πραγματοποιούν συγχωνεύσεις και εξαγορές, ανεξάρτητα από το νομικό και θεσμικό περιβάλλον που

Εξαγορές - συγχωνεύσεις και κερδοφορία επιχειρήσεων

			συναλλαγές, (γ) οι αποκτηθείσες επιχειρήσεις, και (δ) η συναλλαγή.	μπορεί να ισχύει
Weber, Tarba & Reichel (2011)	Να καλύψει το κενό που υπάρχει στην διεθνή βιβλιογραφία και αφορά την ταυτόχρονη διερεύνηση της επιρροής του πολιτισμού και της απόδοσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ανάπτυξη ενός θεωρητικού μοντέλου.	Ανασκόπηση της βιβλιογραφία κυρίως στα θέματα που αφορούν τις επιδόσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών και την ολοκλήρωση προσεγγίσεων.	μεταβλητές των προ- και μετά- συγχώνευσης σταδίων	Η μελέτη σκιαγραφεί τους μηχανισμούς εύρεσης που σχετίζονται με την επίδραση του εθνικού πολιτισμού, τις διαφορές εταιρικής κουλτούρας και τις δυνατότητες συνέργειας των επιδόσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Το θεωρητικό μοντέλο παρέχει άφθονες ευκαιρίες για συστηματική έρευνα για τη σχέση μεταξύ πολιτιστικών διαστάσεων και του τρόπου με τον οποίο επηρεάζουν τις πολιτισμικές διαφορές οι προσεγγίσεις ένταξης
Erel, Liao & Weisbach (2011)	να αξιολογήσει το βαθμό στον οποίο οι διεθνείς παράγοντες επηρεάζουν την απόφαση των	Έρευνα με δείγμα 56.978 διασυννοριακών συγχωνεύσεων που συνέβησαν	Παράγοντες που επηρεάζουν την πιθανότητα ότι οι επιχειρήσεις από κάθε ζεύγος	Η γεωγραφία, η ποιότητα των λογιστικών εκθέσεων και το διμερές εμπόριο,

Εξαγορές - συγχωνεύσεις και κερδοφορία επιχειρήσεων

	επιχειρήσεων για συγχώνευση.	μεταξύ 1990-2007.	χωρών συγχωνεύονται σε ένα συγκεκριμένο έτος.	αυξάνουν την πιθανότητα των συγχωνεύσεων μεταξύ δύο χωρών.
Kwangmin & SooCheong (2011)	Εξέταση αν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι πραγματικά ένα αποτελεσματικό εργαλείο για την παραγωγή συνεπής ανάπτυξης σε επιχειρήσεις εστιατορίων, εξετάστηκε η μετά-συγχωνευτική σταθερή αύξηση σε σύγκριση με τη μη συγχωνευτική σταθερή ανάπτυξη.	Οικονομικά στοιχεία από το 1980 έως το 2007 με συλλογή δεδομένων από το Compustat και το Platinum SDC χρησιμοποιώντας SIC 5812.	Η αύξηση των πωλήσεων των επιχειρήσεων εστιατορίων μέχρι πέντε χρόνια μετά την συγχώνευση ή εξαγορά	Μετά από συγχώνευση ή εξαγορά τα πρότυπα ανάπτυξης ποίκιλλαν ανάλογα με τα μεγέθη των εταιρειών και τις χρονικές περιόδους. Οι μικροί και οι μεγάλοι αγοραστές παρουσίασαν θετική αύξηση πωλήσεων. Κατά το δεύτερο έτος οι περισσότερες συγχωνευμένες ή εξαγορασμένες επιχειρήσεις εστιατορίων είχαν μικρότερη αύξηση στο ποσοστό των πωλήσεών τους. Δεν παρατηρήθηκαν κατά τη διάρκεια ή μετά το τρίτο έτος επιπτώσεις στην αύξηση των πωλήσεων.
Rossi & Volpin (2004)	Η μελέτη των καθοριστικών παραγόντων των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε όλο τον	Έρευνα που διεξήχθη με δείγμα από 49 μεγάλες χώρες, όλων των	Η καλύτερη προστασία των επενδυτών.	Η εγχώρια προστασία των επενδυτών είναι ένας σημαντικός καθοριστικός

Εξαγορές - συγχωνεύσεις και κερδοφορία επιχειρήσεων

	κόσμο, εστιάζοντας στις διαφορές σε νόμους και κανονισμούς που ίσχυαν σε όλες τις χώρες.	συγχωνεύσεων και τις εξαγορών που ανακοινώθηκαν μεταξύ 1ης Ιανουαρίου 1990 και 31ης Δεκεμβρίου, 1999 και ολοκληρώθηκαν στις 31 Δεκεμβρίου 2002, και αναφέρθηκαν από την SDC Platinum.		παράγοντας για την ανταγωνιστικότητα και την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Στις διασυνοριακές συμφωνίες, διαπιστώθηκε ότι οι αγοραστές έχουν κατά μέσον όρο υψηλότερη προστασία επενδυτών από τους στόχους.
Faccio & Masulis (2005)	Μελέτη των επιλογών πληρωμών στις συγχωνεύσεις και εξαγορές των Ευρωπαίων πλειοδοτών για δημόσιους και ιδιωτικούς στόχους	Έρευνα σε δείγμα που περιελάμβανε όλες τις εξαγορές που ανακοινώθηκαν κατά την τετραετία, μεταξύ Ιανουαρίου 1997 και Δεκεμβρίου 2000 από πλειοδότες από 13 ευρωπαϊκές χώρες	Τα τρία μέτρα μιας πλειοδοτικής οικονομικής ευρωστίας: ασφάλεια, μόχλευση (οικονομικό εμπόδιο), και μέγεθος περιουσιακών στοιχείων,	Βρέθηκε πολύ πιο συγκεντρωμένη ιδιοκτησία στην Ευρώπη. Τα τρία μέτρα μιας πλειοδοτικής οικονομικής ευρωστίας είναι πάντα σημαντικά σε επίπεδο 1% και οι συντελεστές τους είναι όλοι αναμενόμενοι
Cloodt, Hagedoorn & Kranenburg (2006)	Η εξέταση της μετα-συγχωνευτικής ή μετα-εξαγοραστικής καινοτομικής επίδοσης της απόκτησης των επιχειρήσεων σε τέσσερις κύριους τομείς υψηλής	Μοντέλο δέσμης πίνακα που συνδυάζει χρονοσειρές και διατομές για την ανάλυση δεδομένων και τη δοκιμή των υποθέσεων σε	Το απόλυτο μέγεθος της βάσης γνώσεων που αποκτήθηκε, καινοτομική επίδοση της εξαγοράζουσας επιχείρησης, η σχετικότητα	Οι εταιρείες θα πρέπει να στοχεύουν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές με «εταίρους», που δεν είναι ούτε πολύ άσχετοι ούτε πολύ παρόμοια από την άποψη της

Εξαγορές - συγχωνεύσεις και κερδοφορία επιχειρήσεων

	τεχνολογίας.	δείγμα 347 επιχειρήσεων.	μεταξύ της εξαγορασθείσας και την αποκτηθείσας βάσης γνώσεων.	γνωστικής βάσης τους
Bakera & Sava-soglub (2002)	Εντοπισμός αν οι υπερβάλλουσες αποδόσεις αυξάνονται σε περίπτωση κινδύνου ολοκλήρωσης. Δεύτερον, αν οι υπερβάλλουσες αποδόσεις αυξάνονται σε μέγεθος μετά την ανακοίνωση συγχώνευσης. Τρίτον, εξετάζεται η επιρροή του arbitrage στον γενικό εφοδιασμό.	Έρευνα που διεξήχθη στα πλαίσια της συγκεκριμένης μελέτης περιλαμβάνει όλες τις εταιρείες που συγχωνεύτηκαν ή εξαγοράστηκαν σύμφωνα με το Securities Data Company (SDC) μεταξύ 1981 και 1996 με δείγμα 4,135 ανακοινώσεων συγχωνεύσεων	Η διατομή των αποδόσεων και το arbitrage.	Οι διαιτητές (Arbitrageurs), καθώς είναι περιορισμένοι σε αριθμό, απαιτούν ένα ασφάλιστρο για αυτή την κάλυψη του κινδύνου
Shimizua, Hittb, Vaidyanathc & Pisano (2004)	Εξέταση των θεωρητικών προσεγγίσεων και τα ευρήματα της έρευνας σχετικά με τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές.	Συστηματική βιβλιογραφική ανασκόπηση όλων των τότε πρόσφατων ερευνών	(1)διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές ως ένας τρόπος εισόδου σε μια ξένη αγορά, (2) διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές ως μια δυναμική διαδικασία μάθησης, και (3) διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές ως	Τονίζονται πέντε σημαντικοί τομείς έρευνας: θεωρητική βάση για τη μέτρηση των καθοριστικών παραγόντων των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών, η αποσαφήνιση του ρόλου των επαγγελματικών συμβούλων, γνώση από επιτυχημένες

Εξαγορές - συγχωνεύσεις και κερδοφορία επιχειρήσεων

			<p>μια στρατηγική δημιουργίας προστιθέμενης αξίας.</p>	<p>και αποτυχημένες συγχωνεύσεις και εξαγορές, κατανόηση των προβλημάτων και επαναδιαμόρφωση των εγχώριων έναντι των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών</p>
Officer M. (2003)	<p>Διερεύνηση των αποδεικτικών στοιχείων σχετικά με τις επιπτώσεις των, συμπεριλαμβανομένων τελών τερματισμού σε σύμβαση συγχώνευσης</p>	<p>Έρευνα με δείγμα από 2.511 πλειοδοτήσεις που λήφθηκαν από το Securities Data Corporation (SDC) για την περίοδο 1988-2000.</p>	<p>Τα τέλη τερματισμού, τα ασφάλιστρα και η συμμετοχή των πλεοδωτών</p>	<p>Η χρήση τέλων τερματισμού δεν είναι καθόλου επιβλαβή, και είναι πιθανό να θεωρηθεί ευεργετική, με στόχο τους μετόχους</p>
Nocke & Yeaple (2007)	<p>Μελέτη των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών εναντίον των Greenfield ξένων άμεσων επενδύσεων και προσπάθεια να οριστεί ο ρόλος της ετερογένειας της επιχείρησης</p>	<p>Ανάπτυξη ενός μοντέλου του διεθνούς εμπορίου και των επενδύσεων με δύο πανομοιότυπες χώρες</p>	<p>Τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων που επιλέγουν τους διάφορους τρόπους πρόσβασης στις ξένες αγορές και η διεθνής οργάνωση της παραγωγής.</p>	<p>Η πηγή της η ετερογένειας των επιχειρήσεων είναι μια κρίσιμη βιομηχανία χαρακτηριστική για την διεθνή οργάνωση της παραγωγής και διαδραματίζει σημαντικό ρόλο για τις επιπτώσεις της χώρας και της βιομηχανίας σχετικά με την κατανομή της επιχειρηματικής αποτελεσματικότητας.</p>

Εξαγορές - συγχωνεύσεις και κερδοφορία επιχειρήσεων

<p>Siegel & Simons (2010)</p>	<p>Αξιολόγηση των αποτελεσμάτων των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην απόδοση, την παραγωγικότητα και τους εργατές της επιχείρησης.</p>	<p>Θεωρία του ανθρώπινου κεφαλαίου για τη μοντελοποίηση γεγονότων. Έρευνα κατά τη διάρκεια των ετών 1985-1998 σε περίπου 2,6 εκατομμύρια εργαζόμενους, 16.000 εργοστάσια, και 9.400 επιχειρήσεις κάθε χρόνο</p>	<p>Διαχρονικά δεδομένα που συνδέονται με τον εργοδότη-εργαζόμενο για όλες σχεδόν τις σουηδικές εταιρίες κατασκευής και τους εργαζομένους</p>	<p>Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές ενισχύουν την παραγωγικότητα των εργοστασίων, αν και επίσης οδηγούν σε μείωση του μεγέθους των εγκαταστάσεων και των επιχειρήσεων. Η συνολική απόδοση της επιχείρησης δεν μειώνεται στον απόηχο αυτών των αλλαγών ιδιοκτησίας.</p>
<p>Di Guardo & Valentini (2007)</p>	<p>Εξήγηση των επιδράσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις τεχνολογικές επιδόσεις των επιχειρήσεων</p>	<p>Μοντέλο που εξηγεί πώς και γιατί οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορεί να επηρεάσουν τις τεχνολογικές επιδόσεις των επιχειρήσεων</p>	<p>Οι πόροι που διατίθενται στο πλαίσιο της διαδικασίας και τα οργανωτικά κίνητρα που διέπουν τη χρήση αυτών των πόρων</p>	<p>Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές επηρεάζουν τις τεχνολογικές επιδόσεις με την ταυτόχρονη τροποποίηση των επιχειρησιακών πόρων που μπορεί να χρησιμοποιηθούν στη διαδικασία καινοτομίας, καθώς και με τα κίνητρα των επιχειρήσεων να υποβάλλονται στη διαδικασία της καινοτομίας</p>
<p>Netter, Stegemoller & Wintoki</p>	<p>Έλεγχος των επιπτώσεων των δεδομένων στις</p>	<p>Μελετήθηκε ένα ολοκληρωμένο σύνολο</p>	<p>Το μέγεθος των συναλλαγών, ο αριθμός των</p>	<p>Τα πρότυπα συγχώνευσης που βρέθηκαν στις</p>

Εξαγορές - συγχωνεύσεις και κερδοφορία επιχειρήσεων

(2011)	συγχωνεύσεις και εξαγορές	συγχωνεύσεων και εξαγορών από δεδομένα του SDC από το 1992 μέχρι το 2009	συναλλαγών, καθώς και η μη δημοσιότητα και οι διασυνοριακές εξαγορές	προηγούμενες έρευνες είναι πολύ εξασθενημένα στο δείγμα της μελέτης. Βρέθηκε, ότι, για το σύνολο της αγοράς, η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών αυξάνει το συνολικό πλούτο και οι αγοραστές κερδίζουν με περισσότερες εξαγορές, ακόμη και αν οι ανακοινώσεις των αγοραστών είχαν υποτριπλασιαστεί κατά το διάστημα 1992-2009.
DeYoung, Evanoff & Molyneux (2009)	Μελέτη των συγχωνεύσεων και εξαγορών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων	Συστηματική βιβλιογραφική επισκόπηση άρθρων μετά το 2000 των πρόσφατων συγχωνεύσεων και εξαγορών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε πάνω από 150 μελέτες	Η αποδοτικότητα, τα κέρδη και οι κατηγορίες δανειοληπτών.	Τις συγχωνεύσεις και εξαγορές χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μπορεί να επιδράσουν δυσμενώς σε ορισμένες κατηγορίες δανειοληπτών, καταθετών, και άλλων εξωτερικών παραγόντων
Schildt, Laamanen & Keil. (2010)	Μελέτη των συγχωνεύσεων και εξαγορών ως απάντηση στην	Έρευνα για την εξάρτηση της μείωσης των πόρων στις	Η πιθανότητα μείωσης της εξάρτησης των πόρων και οι	Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ φαρμακευτικών εταιρειών τείνουν να

Εξαγορές - συγχωνεύσεις και κερδοφορία επιχειρήσεων

	εξάρτηση στην ενδο-βιομηχανία με στόχο να επεκτείνει τα αποτελέσματα της εξάρτησης των πόρων σε ενδο-βιομηχανικό πλαίσιο	συγχωνεύσεις και εξαγορές	σχέσεις συμμαχίας.	λάβουν χώρα μεταξύ επιχειρήσεων με τεχνολογικές και ανταγωνιστικές αλληλεξαρτήσεις
Grant, Frimanson & Nilsson (2012)	Η παροχή ενημέρωσης και ανασκόπηση της διαδικασίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών μέσα από την έρευνα των Haspeslagh & Jemison (1991)	Η ανασκόπηση ακολουθεί μια μεθοδική προσέγγιση, χρησιμοποιώντας επιλεγμένα στοιχεία από τη συστηματική εξέταση μεθοδολογίας των στοιχείων διαχείριση της γνώσης.	Τα επανεξεταζόμενα χαρτιά χωρίζονται σε κατηγορίες βάσει της διαδικασίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών.	Η ανασκόπηση αποκαλύπτει επίσης και προσθέτει νέους τρόπους για το πώς μπορούν να βρεθούν και να περιγραφούν οι διεργασίες των συγχωνεύσεων και εξαγορών, και προτείνει κατευθύνσεις για μελλοντική έρευνα

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν στρατηγικές κινήσεις που πραγματοποιούνται στα πλαίσια της προσπάθειας των επιχειρήσεων για αμεσότερη ανταπόκριση στις συνεχώς μεταβαλλόμενες συνθήκες του εξωτερικού περιβάλλοντος και του έντονου ανταγωνισμού. Η στρατηγική αντιμετώπιση του ανταγωνισμού επιβάλλει να ξέρει μια επιχείρηση πότε πρέπει να ανταγωνίζεται και πότε και πώς να συνεργάζεται με τους ανταγωνιστές της μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών για την επίτευξη κοινών στόχων και προσδοκιών.

Οι σύγχρονες τάσεις όπως η παγκοσμιοποίηση των αγορών, η ελευθερία δράσης του παγκόσμιου κεφαλαίου, η συρρίκνωση των επιχειρήσεων και η ιδιωτικοποίηση όλων των κρατικών και μη κρατικών επιχειρήσεων σε συνδυασμό με τη χρήση υψηλής τεχνολογίας καθιστούν τις συγχωνεύσεις συχνό φαινόμενο. Τα υψηλά ποσοστά εμφάνισης τους τις τελευταίες δεκαετίες και η αυξητική τους τάση υπαγορεύουν την αναγκαιότητα τους τόσο για τη βιωσιμότητά τους όσο και για την επιτυχημένη τους πορεία. Πριν από οποιαδήποτε απόφαση για συγχώνευση και εξαγορά πρέπει να γίνεται μια ανάλυση τόσο του εξωτερικού (ευκαιρίες και απειλές) όσο και του εσωτερικού (αδυναμίες και δυνατότητες) περιβάλλοντος. Πρέπει να εξετάζονται παράγοντες πολιτικοί, οικονομικοί, κοινωνικοί και τεχνολογικοί. Τόσο οι παράγοντες που άπτονται της συμβατότητας της κουλτούρας των συγχωνευμένων και εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων, της ένωσης δηλαδή δύο διαφορετικών ειδών εταιρικής κουλτούρας, χρηματοοικονομικών συστημάτων και συστημάτων ελέγχου, όσο και η ανεπαρκής αξιολόγηση των προσδοκώμενων συνεργειών καθώς και η δυσκολία αποτελεσματικής συνεργασίας μεταξύ των διοικητικών στελεχών, οδηγούν σε λάθος εκτιμήσεις επηρεάζοντας έτσι τα αποτελέσματα και τις στρατηγικές ανάπτυξης των επιχειρήσεων που οδηγούνται σε διαδικασίες Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.

Παρόλο το ότι κάθε Συγχώνευση και Εξαγορά (μετά τις σχετικές λογιστικές και χρηματοοικονομικές εκτιμήσεις της αξίας της επιχείρησης) προσφέρει πολλαπλά πλεονεκτήματα για τα εμπλεκόμενα μέρη όπως είσοδο σε νέες αγορές, δημιουργία

οικονομιών κλίμακας, χρησιμοποίηση νέων τεχνολογιών κλπ., εντούτοις συχνά παρουσιάζουν αδυναμίες που συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με τη διαχείριση του ανθρώπινου δυναμικού τους.

Συχνά η επικέντρωση μόνο σε ποσοτικά μεγέθη αποβαίνει λανθασμένη, ενώ η θέσπιση ποιοτικών και περισσότερο διαχρονικών κριτηρίων εξασφαλίζει μακροπρόθεσμη ευημερία τόσο της επιχείρησης όσο και των εργασιακών σχέσεων. Κοινός παρανομαστής όλων των εταιριών με εξαιρετικό εργασιακό περιβάλλον είναι η έμφαση στον παράγοντα άνθρωπο και μια ολιστική προσέγγιση του θέματος της επιχειρηματικής επιτυχίας. Υπάρχει στενή σχέση μεταξύ οικονομικών αποτελεσμάτων και ευχαριστημένων εργαζομένων. Ο ρόλος της Διοίκησης Ανθρώπινων Πόρων είναι καταλυτικός στο σχεδιασμό και ανάλυση της εργασίας, στη στελέχωση, εκπαίδευση αξιολόγηση και αμοιβή του προσωπικού με απώτερο σκοπό την ποιότητα, την κερδοφορία και τη βιωσιμότητα των επιχειρήσεων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξενόγλωσση

Bakera M & Sava-soglub S. (2002), Limited arbitrage in mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics* 64, 91–115.

Bieshar, Jeremy Knight, Alexander Van Wassenauer, “Deals that create value”, *McKINSEY QUARTERLY, CORPORATE FINANCE*, 22 Ιανουαρίου, 2001, σελ.1-5

Borio & Tsatsaronis (2005), «Accounting, Prudential Regulation and Financial Stability: Elements of a Synthesis».

Calipha R., Tarba S., & Brock D. (2010), Mergers and acquisitions: A review of phases, motives, and success factors, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Volume 9, 1–24, Emerald Group Publishing Limited.

Child, J., Falkner, D., Pitkethly, R., (2001), *The Management of International Acquisitions*. Oxford Univ. Press, Cambridge, UK

Cloudt M., Hagedoorn J. & Kranenburg H. (2006), Mergers and acquisitions: Their effect on the innovative performance of companies in high-tech industries, *Research Policy* 35, 642–654.

Cornett, M., & Tehranian, H. (1992). Changes in corporate performance associated with bank acquisitions, *Journal of Financial Economics* , 31, 211-234,

Davies, S., and Lyons, B., (1996), *Industrial Organisation in the European Union Structure, Strategy and the Competitive Mechanism*, Oxford: Clarendon Press, 17-19

DeYoung R., Evanoff D & Molyneux P. (2009), Mergers and Acquisitions of Financial Institutions: A Review of the Post-2000 Literature, *J Financ Serv Res*, 36:87–110.

Di Guardo M. & Valentini G. (2007), Explaining the Effect of M&A on Technological Performance, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Volume 6, 107–125, Elsevier Ltd.

Economist, (1999), *Faites vos jeux*, December 4, 63.

Eleftheriadis, I., Pazarskis, M., Christodoulou, P. and Drogalas, G. (2008) “Operating Performance, Business Risk and Corporate Mergers: Some Greek Evidence”, 4th International Conference of ASECU (Association of Economic Universities of South and East Europe and Black Sea Region), May 22-24, 2008, Bucharest, Romania, Conference Proceedings.

Erel I., Liao R. & Weisbach M. (2011), Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions, *Journal of Finance*, 67, 1045–1082.

Faccio M. & Masulis R. (2005), The choice of payment method in European mergers & acquisitions, *Journal of Finance*, vol. 60, n°3, p.1345-1388.

Fama, E., Fisher, L., Jensen, M., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review*, 10, 1-27.

Gort, M., (1969), An Economic Disturbance Theory of Mergers, *Quarterly Journal of Economics*, 241-273

Grant M., Frimanson L. & Nilsson F (2012), *Mergers & acquisitions process research*.

Harris, R.S., Ravenscraft, D., (1991), The role of acquisitions in foreign direct investment: evidence from the US stock market, *J. Finance* 46, 825-844

Hitt, M.A., Harrison, J.S., Ireland, R.D., (2001a), *Mergers and Acquisitions: A Guide to creating Value for Stakeholders*, Oxford Univ. Press, New York

Hitt, M.A., Ireland, R.D., Camp, S.M., Sexton, D.L., (2001b), Strategic entrepreneurship: entrepreneurial strategies for creating wealth, *Strateg. Manage. J.* 22 (Special Issue), 479-491

Hofstede, G., (1980), *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values*. Sage, Beverly Hills, CA

Inkpen, A.C., Sundaram, A.K., Rockwood, K., (2000), Cross-border acquisitions of US technology assets, *California Management Review*, 22, 177-202

Ismail T., Abdou A & Annis R. (2011), Review of Literature Linking Corporate Performance to Mergers and Acquisitions, *The Review of Financial and Accounting Studies*, ISSN 1450-2812 Issue 1, EuroJournals Publishing.

Kosmidou, K. and Zopounidis, C. (2008) Measurement of bank performance in Greece, *South Eastern Europe Journal of Economics*, 1, 79-95

Koumanakos E., Siriopoulos C. & Georgopoulos A. (2005), Firm acquisitions and earnings management: evidence from Greece, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 20 No. 7, pp. 663-678, Emerald Group Publishing Limited.

Kwangmin P. & SooCheong S. (2011), Mergers and acquisitions and firm growth: Investigating restaurant firms, *International Journal of Hospitality Management* 30, 141–149.

Leontaris, M., (2000), *Transformation, Merger, Split of companies*

Meglio O. (2009), Measuring performance in technology-driven M&AS: Insights from a literature review, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Volume 8, 103–118, Emerald Group Publishing Limited.

Netter J., Stegemoller M. & Wintoki B. (2011), *Implications of Data Screens on Merger and Acquisition Analysis: A Large Sample Study of Mergers and Acquisitions from 1992 to 2009* Oxford University Press.

Nocke V. & Yeaple S. (2007), Cross-border mergers and acquisitions vs. Greenfield foreign direct investment: The role of firm heterogeneity, *Journal of International Economics* 72, 336–365.

Noulas A. (1999), “Profits and effectiveness of the Hellenic Banks”, Hellenic Banks’ Federation Bulletin, Athens, Vol. 19-20

Officer M. (2003), Termination fees in mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics* 69, 431–467.

Panagopoulou, A., (2002), Buyouts and mergers of stock exchange organisations

Papadakis V. & Thanos I. (2010), Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria, Department of Business Administration, Athens University of Economics and Business, Athens, *British Journal of Management*, Vol. 21, 859–873.

Papadakis, B., (2002), Buyouts and mergers of stock exchange organisations

Rezitis, A.(2008) Efficiency and productivity effects of bank mergs: Evidence from the Greek Bnking industry, *Economic Modelling*, 25, 236-254.

Rossi S. & Volpin P. (2004), Cross-country determinants of mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics* 74, 277–304.

Ruiz I. & Menéndez-Requejo S. (2010), Family Firm Mergers and Acquisitions in Different Legal Environments, *Family Business Review* 23(1) 60–75, Family Firm Institute.

Schildt H., Laamanen T. & Keil T. (2010), Mergers and acquisitions as a response to intra-industry dependence, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Volume 9, 105–133, Emerald Group Publishing Limited.

Siegel D. & Simons K. (2010), Research Notes and Commentaries. Assessing the effects of mergers and acquisitions on firm performance, plant productivity and workers: new evidence from matched employer-employee data, *Strategic Management Journal*, *Strat. Mgmt. J.*, 31: 903–916.

Shimizu, K., Hitt, M.A., Vaidyanath, D. and 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*, 10, 307-353

Soubeniotis D., Mylonakis J., Fotiadis T., Chatzithomas L. & Mertzimekis C. (2006), *Evaluation of Mergers & Acquisitions in Greece*, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 4, EuroJournals Publishing.

Spathism, C. Kosmidou, K. and Doumpos, M. (2002) *Assessing profitability factors in the Greek banking system; A multicriteria methodology*, *International Transactions in Operational Research*, 9, 517-530.

Thanos I. & Papadakis V. (2012), *The Use of Accounting-Based Measures in Measuring M&A Performance: A Review of Five Decades of Research*, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Volume 10, 103–120, Emerald Group Publishing Limited.

Weber Y., Tarba S. & Reichel A. (2011), *A Model of the Influence of Culture on Integration Approaches and International Mergers and Acquisitions Performance*, *Int. Studies of Mgt. & Org.*, vol. 41, no. 3, pp. 9–24, M.E. Sharpe.

Zweing Phillip, Sirower Mark, Quella James, “The case against mergers”, *BUSINESS WEEK*, 30 Οκτωβρίου, 1995, σελ.57-63

Ελληνική

Γεωργακοπούλου Βασιλική, «Εξαγορές και συγχωνεύσεις: Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις», *ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΑΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ*, 27 Φεβρουαρίου, 2002, σελ. 1-15

Ζοπουνίδης Κωνσταντίνος– Πασιούρας Φώτης (2005), «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών».

Καρακούσης Αντώνης, « Έρχεται η εποχή των μεγάλων ομίλων», Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, 2 Σεπτεμβρίου, 2001

Κουζής Ιωάννης (2008), «Εξαγορές και συγχωνεύσεις επιχειρήσεων – επιπτώσεις στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις», Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ-ΑΔΕΔΥ, Αθήνα

Παπαδάκης Βασίλης «Στρατηγική των επιχειρήσεων, Ελληνική και διεθνής εμπειρία», 2002, σελ.395-438

Παζάρσκης Μ., Αλεξανδράκης Α. & Καραγιώργος Θ., (2010), Επισκόπηση του Νομικού Πλαισίου Σ&Ε στην Ελλάδα από Λογιστική-Χρηματοοικονομική Θεώρηση και Ζητήματα Ανασύνταξής του, 42-57, PRIME.

Παζάρσκης Μ., Αλεξανδράκης Α. & Μαντζάρης Ι., (2010) Εταιρικές Συγχωνεύσεις και Εξαγορές: Κατηγοριοποίηση των Κινήτρων τους με βάση τη Θεωρία της Επιχείρησης, 67 – 82, PRIME.

Παζάρσκης Μ., Παντελίδης Π., Αλεξανδράκης Α. & Παπαδόπουλος Κ., (2013) Νομικοί Προσδιοριστικοί Παράγοντες της Επιχειρηματικής Επίδοσης ύστερα από Συγχωνεύσεις: η Περίπτωση της Ελλάδας, 207-221, ΕΣΔΟ Oral, Λάρισα.

Πρωτονοταρίου Μαρίνα, «εξαγορές και συγχωνεύσεις: ο νέος κύκλος συγκέντρωσης των ελληνικών επιχειρήσεων», ΕΠΙΛΟΓΗ, 1 Δεκεμβρίου 1999, σελ.1-4

Σακκάς Γιώργος, «Αύξηση στα περιθώρια κέρδους έφεραν δύο στις δέκα συγχωνεύσεις», ΗΜΕΡΗΣΙΑ, 11 Φεβρουαρίου, 2002, σελ. 6

