



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΙΓΑΙΟΥ
ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

«Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στον κλάδο της ναυτιλίας»

Διπλωματική Εργασία για το Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα
«Ναυτιλία, Μεταφορές και Διεθνές Εμπόριο – ΝΑ.Μ.Ε.»

Άγγελος-Ιεράρχης Κτιστάκης

20-10-2018

ΧΙΟΣ

(Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στον κλάδο της ναυτιλίας)

20-10-2018

Διπλωματική Εργασία για το Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα
«Ναυτιλία, Μεταφορές και Διεθνές Εμπόριο – ΝΑ.Μ.Ε.»

Τμήμα Ναυτιλίας και Επιχειρηματικών Υπηρεσιών

Συγγραφέας:
Άγγελος-Ιεράρχης Κτιστάκης

Επιβλέπων:
Θεόδωρος Συριόπουλος

Διευθυντής Σπουδών:
Κάπρος Σεραφείμ

ΧΙΟΣ

Περιεχόμενα

Περίληψη.....	5
Keywords : [εξαγορές, συγχωνεύσεις, ναυτιλία]	5
Κατάλογος Διαγραμμάτων και Εικόνων.....	6
Κατάλογος Πινάκων.....	6
Εισαγωγή στις συγχωνεύσεις και εξαγορές.....	7
Κεφάλαιο 1	8
1.1 Ορισμός εξαγορών και συγχωνεύσεων.....	8
1.2 Κατηγοριοποίηση Εξαγορών και Συγχωνεύσεων	9
Κεφάλαιο 2	18
2.1 Ιστορική εξέλιξη των συγχωνεύσεων και των εξαγορών.....	18
2.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες κυμάτων συγχώνευσης	18
2.2.1 Νεοκλασικές θεωρίες.....	19
2.2.2 Συμπεριφοριστικές Θεωρίες.....	20
2.3 Κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών στις Η.Π.Α	21
2.4 Κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ευρώπη	27
2.5 Κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα	28
Κεφάλαιο 3	31
3.1 Στάδια διαδικασίας ενοποίησης	31
3.2 Κίνητρα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων	33
3.2.1 Κίνητρα των μετόχων	33
3.2.2 Κίνητρα των διοικητικών στελεχών	38
3.3 Επιτυχία και αποτυχία στις εξαγορές και συγχωνεύσεις.....	39
3.3.1 Παράγοντες αποτυχίας συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	42
3.3.2 Η έννοια της επιτυχίας στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές.....	44
3.3.3 Παράγοντες επιτυχίας εξαγορών και συγχωνεύσεων	45
Κεφάλαιο 4	49
4.1 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση	49
Κεφάλαιο 5	52

5.1 Η ναυτιλιακή βιομηχανία	52
5.2 Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην ναυτιλία τακτικών γραμμών	53
5.2.1 Άλλες μορφές συμφωνιών στην ναυτιλία τακτικών γραμμών	58
5.3 Κάθετη ολοκλήρωση στον τομέα της ναυτιλίας	60
Κεφάλαιο 6	64
6.1 Παρουσίαση δεδομένων και μεθοδολογίας.....	64
6.2 Ανάλυση δεικτών.....	65
6.2.1 Δείκτες κερδοφορίας.....	65
6.2.2 Δείκτες δανειακή επιβάρυνσης.....	66
6.2.3 Αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης	67
6.3 Wilcoxon Signed Ranked test	67
6.4 Ανάλυση δεδομένων και αποτελέσματα	68
6.4.1 Πορεία δανειακών κεφαλαίων την επιχείρησης	72
6.5 Ανάλυση αποτελεσμάτων	74
Συμπεράσματα και προτάσεις	76
Βιβλιογραφία.....	77
Παράρτημα.....	81
Αναλυτικά οικονομικά στοιχεία εταιριών.....	81

Περίληψη

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις, αποτελούν εδώ και δεκαετίες έναν από τους πιο διαδεδομένους τρόπους με τους οποίους οι επιχειρήσεις επιλέγουν να αναπτύσσονται και να εισχωρούν σε νέες αγορές. Τα τελευταία χρόνια και ο κλάδος της ναυτιλίας έχει στραφεί προς αυτήν την κατεύθυνση. Όλο και περισσότερες εταιρίες, ειδικότερα στην ναυτιλία τακτικών γραμμών επιλέγουν να αναπτυχθούν με αυτόν τον τρόπο, έτσι ώστε να επωφεληθούν από τις συνέργειες που δημιουργούνται και να επιτύχουν οριζόντια αλλά και κάθετη ολοκλήρωση. Σκοπός, λοιπόν, της παρούσας μελέτης είναι η αναλυτική περιγραφή όλων των στοιχείων που συνθέτουν τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις, και πιο συγκεκριμένα την επίδραση αυτών στην απόδοση των ναυτιλιακών εταιριών.

Στο πρώτο κεφάλαιο, γίνεται μια προσπάθεια να ορίσουμε τι ακριβώς είναι μια εξαγορά και τι μία συγχώνευση καθώς και το ποιες είναι συγκεκριμένα οι διαφορές ανάμεσα σε αυτούς τους δύο όρους. Στην συνέχεια μια ιστορική ανασκόπηση, προσπαθεί να μας εισαγάγει στην εξέλιξη των εξαγορών και τον συγχωνεύσεων, και να μας εξηγήσει τους λόγους για τους οποίους η εμφάνιση των δύο γίνεται πάντα σε κύματα. Περνώντας στο τρίτο κεφάλαιο, αυτό συμπεριλαμβάνει μια πιο θεωρητική προσέγγιση καθώς αναλύονται τα στάδια της διαδικασίας ενοποίησης, τα κίνητρα που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε εξαγορές και συγχωνεύσεις και τέλος οι παράγοντες που οδηγούν στην επιτυχία ή στην αποτυχία.

Το υπόλοιπο κομμάτι της εργασίας, εστιάζει περισσότερο στην ναυτιλία. Από το τέταρτο κιόλας κεφάλαιο, γίνεται μια βιβλιογραφική ανασκόπηση, στην οποία παρουσιάζονται έρευνες σημαντικών επιστημόνων που σχετίζονται με τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις στον κλάδο της ναυτιλίας. Στο πέμπτο κεφάλαιο, αναλύεται η κατάσταση της ναυτιλιακής βιομηχανίας σήμερα και πιο συγκεκριμένα το πως οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις έχουν επηρεάσει την δομή των κλάδων της. Τέλος, στο έκτο κεφάλαιο, γίνεται μια έρευνα σχετικά με την απόδοση των ναυτιλιακών εταιριών πριν και μετά από μια εξαγορά. Η έρευνα αυτή περιλαμβάνει δέκα περιπτώσεις εξαγορών από το 2008 έως και το 2016, τα στοιχεία των οποίων μέσα από τον έλεγχο Wilcoxon Signed Ranked test μας δίνουν ορισμένα σημαντικά αποτελέσματα.

Σχετικά με τα αποτελέσματα της έρευνας, σε γενικές γραμμές παρατηρείται μείωση της κερδοφορίας των εταιριών, ενώ η επιχειρηματική τους αξία φαίνεται να παραμένει ανεπηρέαστη σύμφωνα με τον έλεγχο Wilcoxon. Τέλος, όσον αφορά τις δανειακές επιβαρύνσεις των εταιριών αυτές βγαίνουν αυξανόμενες, όπως αναμέναμε.

Keywords : [εξαγορές, συγχωνεύσεις, ναυτιλία]

Κατάλογος Διαγραμμάτων και Εικόνων

Διάγραμμα 1, «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στις Η.Π.Α για την περίοδο 1985-2018», Πηγή: Ινστιτούτο Συγχωνεύσεων, Εξαγορών και Συμμαχιών (ΙΜΑΑ)	25
Διάγραμμα 2, «Κύματα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α», Πηγή: Ινστιτούτο Συγχωνεύσεων, Εξαγορών και Συμμαχιών (ΙΜΑΑ)	26
Διάγραμμα 3, «Κύματα συγχωνεύσεις και εξαγορών στην Ευρώπη», Πηγή: Ινστιτούτο Συγχωνεύσεων, Εξαγορών και Συμμαχιών (ΙΜΑΑ)	28
Διάγραμμα 4, «Επισκόπηση των ποσοστών αποτυχίας Ε&Σ από επιστημονικές μελέτες και εταιρίες συμβούλων», Πηγή: Jansen, 2002	41
Διάγραμμα 5, «Χωρητικότητα των πλοίων μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων από το 1980 έως και το 2018», Πηγή: Statista.....	56
Διάγραμμα 6, «Οι μεγαλύτερες ναυτιλιακές εταιρίες μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων με βάση την χωρητικότητα σε TEUs», Πηγή: Statista.....	57
Εικόνα 7, «Μεταφορική Αλυσίδα», Πηγή: Συγγραφέας.....	60
Διάγραμμα 8, «Διακίνηση εμπορευματοκιβωτίων 2010-2017 σε TEUs», (Πηγή: UNCTADstat	61
Διάγραμμα 9, «Δείκτες δανειακής επιβάρυνσης», Πηγή: Συγγραφέας	74

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1, «Κύματα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α», Πηγή: Συγγραφέας ..	26
Πίνακας 2, «Συμμαχίες ναυτιλιακών εταιριών τακτικών γραμμών», Πηγή: Επεξεργασία Δεδομένων από (T. Notteboom, F. Parola, G. Satta, A. Pallis).....	55
Πίνακας 3, “Λίστα εξαγοράζουσων και εξαγοραζόμενων εταιριών”	65
Πίνακας 4, «Περιγραφική Στατιστική των εταιριών πριν και μετά την συγχώνευση», Πηγή: Συγγραφέας	70
Πίνακας 5, «Βαθμικές σειρές με βάση το Wilcoxon Signed Ranked Test», Πηγή: Συγγραφέας.....	71
Πίνακας 6, «Αποτελέσματα του Wilcoxon Signed Ranked Test», Πηγή: Συγγραφέας..	72
Πίνακας 7, «Στατιστικά στοιχεία δανειακών κεφαλαίων», Πηγή : Συγγραφέας.....	72
Πίνακας 8, «Ομαδοποίηση δανειακών κεφαλαίων», Πηγή: Συγγραφέας	73
Πίνακας 9, «Αποτελέσματα του Wilcoxon Signed Ranked Test για τα δανειακά κεφάλαια», Πηγή: Συγγραφέας	73

Εισαγωγή στις συγχωνεύσεις και εξαγορές

Το οικονομικό περιβάλλον, στο οποίο καλούνται να δράσουν οι επιχειρήσεις, χαρακτηρίζεται μεταξύ άλλων και από σημαντικές και διαρκείς αλλαγές. Αυτό το φαινόμενο παρατηρείται ακόμα πιο έντονο στην ναυτιλία. Ένα φαινομενικά ασήμαντο γεγονός, μπορεί να επιφέρει τεράστιες αυξομειώσεις στην ναυλαγορά και κατ' επέκταση να επηρεάσει σε μεγάλο βαθμό τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Ακόμα και σε αυτό το περιβάλλον όμως, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις βρίσκουν συνεχώς τρόπους να επιτυγχάνουν τους στόχους τους, είτε αυτοί είναι βραχυχρόνιοι (δημιουργία κερδών), είτε μακροχρόνιοι (εξασφάλιση μακροβιότητας στην αγορά).

Οι τρόποι αυτοί ποικίλουν από επιχείρηση σε επιχείρηση και σχετίζονται άμεσα με την εταιρική στρατηγική. Μια εταιρία παραδείγματος χάρη, μπορεί να στηριχτεί σε μια καινοτόμα τεχνολογία, έτσι ώστε να διαφοροποιηθεί από τους ανταγωνιστές της, ενώ μια άλλη να το πράξει με την είσοδο της σε μια νέα αγορά. Στο πλαίσιο αναζήτησης της κατάλληλης στρατηγικής για την επίτευξη των εκάστοτε στόχων τους, οι εταιρίες οδηγήθηκαν προς την συνένωση των δυνάμεων τους μέσω των εξαγορών και των συγχωνεύσεων.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, έκαναν την εμφάνιση τους στα τέλη του 19^{ου} αιώνα και κατά καιρούς, έχουν χρησιμοποιηθεί παρά πολύ με κύριο στόχο τους την εταιρική ανάπτυξη. Σε γενικές γραμμές, μέσω των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, πολλές εταιρίες καταφέρνουν να μειώσουν τον ανταγωνισμό στην αγορά και κατ' επέκταση να αυξήσουν το μερίδιό τους σε αυτήν, όπως και τα κέρδη τους. Παρόλη την μακρά ιστορία τους όμως, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις μόλις πρόσφατα άρχισαν να δείχνουν έντονο ενδιαφέρον για να αναπτυχθούν με αυτόν τον τρόπο. Κύριο ρόλο φαίνεται πως έπαιξε η επίτευξη συνεργιών, η οποία παλαιότερα γινόταν και με άλλους τρόπους.

Πέραν των θετικών τους στοιχείων όμως, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούνται από πολύπλοκες διαδικασίες και συχνά καταλήγουν να αποτυγχάνουν. Τα διοικητικά στελέχη, όπως και όλοι οι εργαζόμενοι, θα πρέπει να λειτουργούν προγραμματισμένα και με πλάνο, έτσι ώστε να καταφέρει η επιχείρηση για την οποία εργάζονται να αποκομίσει οφέλη από μια τέτοια συμφωνία. Το έργο αυτό όμως, φαντάζει ακόμα πιο δύσκολο, αν αναλογιστούμε πως έχουμε να κάνουμε με δύο διαφορετικές οντότητες, των οποίων οι στόχοι και τα κίνητρα μπορεί και να μην συμβαδίζουν πάντα.

Αντικείμενο, λοιπόν, της παρούσας εργασίας αποτελεί η πλήρης ανάλυση όλων των πτυχών των εξαγορών και των συγχωνεύσεων, αλλά και το πως αυτές άρχισαν να επηρεάζουν την ανάπτυξη του ναυτιλιακού τομέα και των επιχειρήσεων που δρουν σε αυτόν. Παρόλα τα αρνητικά τους, αποτελούν μια από τις συνηθέστερες πρακτικές για εταιρική ανάπτυξη και για αυτό τον λόγο θα γίνει μια προσπάθεια να εξεταστεί το μέγεθος της υπεραξίας της οποίας δημιουργείται από τέτοιου είδους συμφωνίες.

Κεφάλαιο 1

Για να αντιληφθούμε καλύτερα το τι ακριβώς σημαίνουν οι έννοιες των εξαγορών και των συγχωνεύσεων, στο παρόν κεφάλαιο, γίνεται μια προσπάθεια να ορίσουμε τις δύο αυτές έννοιες, να εξετάσουμε τις διαφορές τους και τέλος να τις κατηγοριοποιήσουμε ανάλογα τα ξεχωριστά χαρακτηριστικά τους.

1.1 Ορισμός εξαγορών και συγχωνεύσεων

Ο όρος της συγχώνευσης, με αυτόν της εξαγοράς, συνήθως χρησιμοποιούνται σε συνδυασμό, ωστόσο, οι δύο έννοιες δεν είναι συνώνυμες και διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους. Για αυτό τον λόγο, σε μια προσπάθεια διαχωρισμού των δύο αυτών εννοιών παρατίθενται στην συνέχεια οι ορισμοί τους.

Σύμφωνα με τον A. Sight (1971), ως εξαγορά προσδιορίζεται η δραστηριότητα κατά την οποία, η εξαγοράζουσα εταιρία μπορεί να ελέγξει περισσότερο από το 50% των ιδίων κεφαλαίων της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Με άλλα λόγια και στις περισσότερες περιπτώσεις, αυτή η διαδικασία διενεργείται με την απόκτηση του πλειοψηφικού πακέτου των μετοχών της εξαγοραζόμενης εταιρίας, είτε με την καταβολή μετρητών, είτε διαμέσου του χρηματιστηρίου. Ωστόσο, υπάρχει περίπτωση, ακόμα και αν η εξαγοράζουσα εταιρία δεν κατέχει το πλειοψηφικό πακέτο των μετοχών, να αποκτήσει τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης, αν κανείς από τους άλλους μετόχους δεν κατέχει σημαντικό μερίδιο από τις εναπομείνουσες μετοχές. (Α. Βλαχοπούλου, 2015)

Όσον αφορά την συγχώνευση, πρόκειται για την διαδικασία στην οποία δύο τουλάχιστον εταιρίες συνενώνονται δημιουργώντας μια ενιαία νομική οντότητα. Σύμφωνα με το ελληνικό νομικό πλαίσιο και πιο συγκεκριμένα τον νόμο 2190/1920, αυτή η οντότητα μπορεί είτε να προϋπήρχε είτε να συστάθηκε για την επίτευξη της συγχωνεύσεως. Στην πρώτη περίπτωση, λύεται μόνο η μια εταιρία (απορροφούμενη), μεταβιβάζοντας στην άλλη (απορροφούσα) το σύνολο της περιουσίας της (ενεργητικό και παθητικό), ενώ στην δεύτερη περίπτωση, λύονται και οι δύο εταιρίες, μεταβιβάζοντας στην εταιρία που συνιστούν το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων (ενεργητικό και παθητικό).

Παρατηρεί κανείς, λοιπόν, πως ο όρος της συγχώνευσης, έχει περισσότερο νομική διάσταση και δεν αφορά τον τρόπο, με τον οποίο οι δύο (ή και περισσότερες) επιχειρήσεις πρόκειται να λειτουργήσουν στο μέλλον. Αντιθέτως, ο όρος της εξαγοράς είναι πολύ πιο γενικός και χρησιμοποιείται ουσιαστικά για την περιγραφή μιας μεταβίβασης της κυριότητας. (S. Reed, 2004)

Συνοψίζοντας, μπορεί κανείς να καταλήξει, ακόμα και από την εξέταση των ορισμών των δύο εννοιών, πως οι διαφορές ανάμεσα στις συγχωνεύσεις και στις εξαγορές είναι υπαρκτές. Ως κυριότερη διαφορά μπορεί κανείς να αναφέρει, πως ενώ

στην μια περίπτωση, οι δύο εταιρίες συμφωνούν από κοινού στην ενοποίησή τους, στην άλλη, η ισχυρή (οικονομικά) επιχείρηση, μπορεί οποιαδήποτε στιγμή να εξαγοράσει μια λιγότερο ισχυρή, πληρώνοντας το αντίστοιχο τίμημα για τις μετοχές της. Με άλλα λόγια, μια συγχώνευση αποτελεί μια προγραμματισμένη στρατηγική απόφαση, που έχει ληφθεί κατόπιν συσκέψεων μεταξύ και των δύο εταιριών. Για αυτόν τον λόγο και η μετάβαση είναι πιο ομαλή. Αντίθετα, μια εξαγορά, στις περισσότερες περιπτώσεις δεν αποτελεί από κοινού απόφαση, με αποτέλεσμα ο προγραμματισμός της να είναι δυσκολότερος. Ως εκ τούτου υπάρχουν αυξημένες πιθανότητες αυτή η στρατηγική απόφαση να οδηγήσει σε χαοτική κατάσταση εντός της εταιρίας.

Μια ακόμη διαφορά, παρατηρείται στις νομικές διαδικασίες που ακολουθούν την εκπλήρωση της κάθε μιας στρατηγικής απόφασης. Στην περίπτωση της συγχωνεύσεως, οι νομικές διαδικασίες είναι περισσότερες, καθώς όπως προαναφέρθηκε, συνήθως, μια συγχώνευση απαιτεί και την δημιουργία μια νεοσύστατης εταιρίας. Η εξαγορά, από νομικής απόψεως αποτελεί μια πιο απλή διαδικασία (όντας μια μεταβίβαση κυριότητας) και για αυτό τον λόγο τα έγγραφα που πρέπει να συμπληρωθούν είναι συγκριτικά λιγότερα.

Τέλος, στο κομμάτι των διαφορών ανάμεσα στις δυο αυτές έννοιες συγκαταλέγεται και η ανάγκη ή μη σημαντικών ποσοτήτων σε κεφάλαια (N. Mastracchio & V. Zunic, 2002). Μια συγχώνευση δεν χρειάζεται υψηλές δαπάνες σε χρηματικά κεφάλαια και σε πολλές περιπτώσεις μπορεί να πραγματοποιηθεί και χωρίς φόρους και για τις δύο επιχειρήσεις. Αντίθετα, μια εξαγορά απαιτεί μεγάλες ποσότητες κεφαλαίων, τα οποία μπορεί να μην διαθέτει ή ακόμα και να μην μπορεί να δανειστεί.

1.2 Κατηγοριοποίηση Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Η κατηγοριοποίηση των εξαγορών και των συγχωνεύσεων μπορεί να γίνει με διαφορετικούς τρόπους. Αυτό συμβαίνει διότι, τα κριτήρια σύμφωνα με τα οποία εξετάζουμε την κάθε περίπτωση ξεχωριστά διαφέρουν μεταξύ τους. Αναλυτικότερα, μπορούμε να τις κατηγοριοποιήσουμε ως εξής :

1. Σύμφωνα με τον βαθμό συσχέτισης του κλάδου δραστηριότητας ή αλλιώς τον βαθμό ολοκλήρωσης διακρίνονται σε (S. Cartwright & C. Cooper, 1992):

- Οριζόντιες συγχωνεύσεις και εξαγορές (Horizontal Mergers)

Πρόκειται για την συχνότερη μορφή που συναντάμε στις εξαγορές και συγχωνεύσεις. Αφορά εταιρίες που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο και τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες που παρέχουν είναι όμοια. Παρόλο που τα τελευταία χρόνια, οι πολιτικές αποφάσεις που σχετίζονται με τις οριζόντιες εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι πιο φιλελεύθερες (P. Gaughan, 2007) στο παρελθόν πολλοί νόμοι, τόσο στην Ευρώπη αλλά και στην Αμερική είχαν θεσπιστεί με σκοπό να αποτραπεί η δημιουργία μονοπωλιακών αγορών.

- Κάθετες Συγχωνεύσεις και εξαγορές (Vertical Mergers and Acquisitions)

Σχετίζονται με οργανισμούς, οι οποίοι δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο και έχουν μια σχέση πελάτη-προμηθευτή, εμπλέκονται δηλαδή σε διαφορετικά στάδια της ίδιας εφοδιαστικής αλυσίδας. Στην περίπτωση που μια εταιρία κινηθεί για την επίτευξη μιας συγχώνευσης προς την πελατειακή της βάση, τότε αναφερόμαστε σε μια «συγχώνευση προς τα εμπρός», ενώ αν κινηθεί προς τους προμηθευτές της αναφερόμαστε σε μια «συγχώνευση προς τα πίσω» (A. Alam, S. Khan & F. Zafar, 2014). Με άλλα λόγια, η κατεύθυνση που θα επιλέξει να κινηθεί μια εταιρία, διαφέρει ανάλογα την περίπτωση και τα συμφέροντα που πιθανώς έχει, ωστόσο οι κάθετες συγχωνεύσεις, συνήθως υποκινούνται από μια επιθυμία αύξησης της αποτελεσματικότητας που αφορά την παραγωγική διαδικασία και την διαδικασία του εφοδιασμού, κάτι που δεν θα ήταν εφικτό αν και οι δύο επιχειρήσεις λειτουργούσαν αυτόνομα. (R. Bruner & J. Perella, 2004)

- Συγχωνεύσεις Ετεροειδών δραστηριοτήτων (Conglomerate Mergers)

Σε αντίθεση με τα άνωθεν είδη συγχωνεύσεων, στην συγκεκριμένη περίπτωση, οι δύο επιχειρήσεις δεν έχουν ούτε ανταγωνιστικές σχέσεις μεταξύ τους, αλλά ούτε και σχέση πελάτη-προμηθευτή. Στην ουσία, ο τομέας επιχειρηματικής δραστηριότητας της κάθε επιχείρησης είναι εντελώς διαφορετικός από της άλλης, όπως άλλωστε φανερώνει και το όνομα τους. Σύμφωνα με τους Y. Amihud & B. Lev (1981), μια συγχώνευση ετεροειδών δραστηριοτήτων, οδηγεί συνήθως σε μείωση του κινδύνου, για το σύνολο της νέας οντότητας, διαμέσου της διαφοροποίησης. Αυτή η μείωση κινδύνου όμως, δεν ωφελεί σε μεγάλο βαθμό τους μετόχους της εταιρίας, καθώς θα μπορούσαν να την επιτύχουν με άλλους τρόπους (διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους), αλλά τα διοικητικά στελέχη αυτής, που προσπαθούν να διασφαλίσουν την εργασία και την φήμη τους.

- Ομόκεντρες Συγχωνεύσεις (Concentric mergers)

Ως ομόκεντρες συγχωνεύσεις, οι M. Lubatkin & S. Chatterjee (1990) αναφέρουν εκείνες τις συγχωνεύσεις στις οποίες οι επιχειρήσεις που συμμετέχουν, είτε παράγουν παρόμοια προϊόντα σε διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές, είτε μη ανταγωνιστικά προϊόντα, αλλά χρησιμοποιούν παρόμοιες τεχνολογίες παραγωγής και προώθησης αυτών. Πολλές φορές στην βιβλιογραφία, τις συναντάμε και ως συσχετισμένες συγχωνεύσεις.

2. Σύμφωνα με την διαδικασία απόκτησης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης :

- Φιλικές (friendly)

Αρχικά, σε μια φιλική εξαγορά, η εξαγοράζουσα εταιρία κάνει γνωστή την πρόθεση της στην εξαγοραζόμενη. Αν το διοικητικό συμβούλιο της δεύτερης κρίνει πως οι σημερινοί μέτοχοι θα ωφεληθούν από αυτή την πρόταση, θα την υπερψηφίσει και θα προτρέψει και τους μετόχους να πράξουν το ίδιο. Στις περισσότερες περιπτώσεις, το χρηματικό αντίτιμο αποφασίζεται από κοινού και εν τέλει επέρχεται η συμφωνία. Ως φιλικές, όπως μπορεί κανείς να καταλάβει, χαρακτηρίζονται και όλες οι συγχωνεύσεις, καθώς τα δύο εμπλεκόμενα μέρη πρέπει να συμφωνήσουν έτσι ώστε να συγχωνευθούν.

- Εχθρικές (hostile)

Στην περίπτωση που το διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης-στόχου δεν εγκρίνει καμία από τις προτάσεις της εξαγοράζουσας και εκείνη συνεχίζει να επιθυμεί αυτή την εξαγορά, θα πρέπει να την καταφέρει με άλλους τρόπους. Ένας εξ' αυτών θα ήταν να απευθυνθεί κατευθείαν στους μετόχους, προσπερνώντας το διοικητικό συμβούλιο (M. Schnitzer, 1996), ελπίζοντας πως εκείνοι θα δεχτούν την προσφορά. Επίσης θα μπορούσε να προσπαθήσει αθόρυβα να αγοράσει τις απαραίτητες για τον έλεγχο της εταιρίας μετοχές από το χρηματιστήριο. Αυτό, βέβαια προϋποθέτει η εταιρία να είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο και το μετοχικό της κεφάλαιο να εμφανίζει σημαντική διασπορά. Αν καταφέρει μια επιχείρηση να ελέγξει με έναν από αυτούς τους τρόπους μια άλλη, τότε η εξαγορά αυτή χαρακτηρίζεται ως εχθρική ή επιθετική.

Όπως μπορεί κανείς να καταλάβει, τα σενάρια στην περίπτωση που μια επιχείρηση προσπαθήσει να διαπράξει επιθετική εξαγορά έναντι μιας άλλης είναι τρία στον αριθμό. Το πρώτο σενάριο είναι η επιχείρηση στόχος να μην αμυνθεί στην επιθετική αυτή προσπάθεια εξαγοράς και οι δύο επιχειρήσεις να καταλήξουν σε συγχώνευση. Στο δεύτερο σενάριο, η επιχείρηση στόχος προσπαθεί να αμυνθεί, όμως δεν τα καταφέρνει και έτσι καταλήγει στο να εξαγοραστεί. Στο τρίτο σενάριο, η επιχείρηση στόχος καταφέρνει να αμυνθεί και να αποφύγει την επιθετική αυτή εξαγορά, πείθοντας τους μετόχους να μην πωλήσουν τις μετοχές τους. Για να επιτευχθεί το τελευταίο σενάριο, οι μέτοχοι πρέπει απαραίτητα να έχουν εμπιστοσύνη στο διοικητικό συμβούλιο και να αποφασίσουν πως πράγματι δεν θα προβούν σε πώληση.

Σε αυτό το σημείο, θα ανοίξουμε μια παρένθεση έτσι ώστε να αναλύσουμε σύντομα τις βασικές στρατηγικές με τις οποίες μπορεί να αμυνθεί μια εταιρία έναντι μιας επιθετικής εξαγοράς. Οι στρατηγικές αυτές, μπορούν σε γενικές γραμμές να χωριστούν σε δύο μεγάλες κατηγορίες. Η πρώτη αφορά τις στρατηγικές που μπορεί μια επιχείρηση να διαπράξει πριν από την εμφάνιση μιας επιθετικής εξαγοράς έτσι ώστε να προλάβει το αρνητικό αντίκτυπο που μπορεί να έχει στην ίδια την εταιρία και τους μετόχους της. Η δεύτερη μεγάλη κατηγορία σχετίζεται με τις στρατηγικές εκείνες που μπορεί η εταιρία να ακολουθήσει μετά την προσφορά. Και στις δύο περιπτώσεις

πάντως, ως στόχο το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να έχει πρώτον την αύξηση της ωφέλειας που απολαμβάνουν οι μέτοχοι, έτσι ώστε να πειστούν πως δεν πρέπει να εξαγοραστεί η εταιρία τους και εν συνεχεία την αύξηση στα κόστη που θα πρέπει να καταβάλουν όσες εταιρίες στοχεύουν στο να την εξαγοράσουν. Αναλυτικότερα, Σύμφωνα με τους R. Bruner & J. Perella (2004) μερικές από τις στρατηγικές που μπορούν να ακολουθήσουν οι επιχειρήσεις στην περίπτωση μιας εχθρικής εξαγοράς (έτσι ώστε να αμυνθούν) είναι οι εξής:

-Προληπτικές στρατηγικές ενάντια στις επιθετικές εξαγορές:

- *Αλλαγές στο καταστατικό της εταιρίας.* Μέσα από αυτή την πρακτική, μπορεί να αποφευχθεί μια επιθετική εξαγορά, ωστόσο χρειάζεται και η ψήφος των μετόχων. Οι πιο συνήθεις αλλαγές σε μια τέτοια περίπτωση είναι οι εξής:
 - I. Τμηματοποίηση διοικητικού συμβουλίου. Στις περισσότερες περιπτώσεις, το διοικητικό συμβούλιο εκλέγεται ολόκληρο μια φορά το χρόνο. Σε αυτή την περίπτωση όμως το διοικητικό συμβούλιο χωρίζεται σε τρεις ομάδες, οι οποίες εκλέγονται διαδοχικά. Με αυτό τον τρόπο, μειώνεται η πιθανότητα ελέγχου του διοικητικού συμβουλίου από την εξαγοράζουσα εταιρία.
 - II. Ενισχυμένη πλειοψηφία. Προσθέτοντας αυτό τον όρο στο καταστατικό, ορισμένες αποφάσεις της εταιρίας θα απαιτούν παραπάνω από το 51% (πχ 60% η ακόμη και 80%) έτσι ώστε να αποδεχθούν. Με αυτό τον τρόπο καθυστερεί η απόφαση και συνάμα δίνεται η δυνατότητα σε μειοψηφίες να επηρεάσουν το αποτέλεσμα
 - III. Εισαγωγή «Δίκαιης Τιμής». Σε αυτή την περίπτωση ένας αγοραστής, θα πρέπει να πληρώσει ένα ίδιο και προκαθορισμένο πόσο σε όλες τους μετόχους της εταιρίας στόχου. Έτσι, αποτρέπονται οι διακρίσεις και γίνεται πιο δύσκολο να εξαπατηθούν οι μέτοχοι.
 - IV. Ανακεφαλαιοποίηση δύο κατηγοριών. Εισάγοντας την ανακεφαλαιοποίηση δύο κατηγοριών, ουσιαστικά δημιουργούνται δύο κατηγορίες μετόχων με διαφορετικά δικαιώματα όσον αφορά τις ψήφους. Συνήθως οι μετοχές με τα περισσότερα δικαιώματα σε ψήφους κρατούνται από το διοικητικό συμβούλιο ή άτομα φιλικά προς αυτό, κάνοντας τον έλεγχο πιο εύκολο για εχθρικές προτάσεις από άλλες εταιρίες.
- *«Χρυσό Αλεξίπτωτο» (Golden Parachute).* Με τον όρο αυτό περιγράφονται οι αποζημιώσεις που δίνονται σε υψηλά διευθυντικά στελέχη στην περίπτωση που αλλάξει ο έλεγχος στην εταιρία που εργάζονται. Οι συγκεκριμένες αποζημιώσεις δίνονται από το διοικητικό συμβούλιο χωρίς να χρειάζονται την έγκριση των μετόχων και πολλές φορές ξεπερνούν ακόμα και το δεκαπλάσιο του μισθού. Σύμφωνα με την βιβλιογραφία, τα πλεονεκτήματα αυτής της στρατηγικής είναι ότι οι εργαζόμενοι δεν θα παραιτηθούν από καίριες θέσεις εν μέσω μιας πρότασης εξαγοράς και πως θα εστιάζουν περισσότερο στο να εργάζονται με γνώμονα το συμφέρον

των μετόχων. Το κύριο μειονέκτημα της όμως, σύμφωνα με τους επικριτές αυτής της στρατηγικής, είναι πως επικροτεί κατά κάποιον τρόπο την ανικανότητα των στελεχών να ανταποκριθούν σε μια δύσκολη, για την εταιρία, κατάσταση.

- *Σχέδιο απόκτησης μετοχών ιδιοκτησίας από τους εργαζομένους (ESOPs-Employee Stock Ownership Plans)*. Σύμφωνα με αυτή την στρατηγική, οι εταιρίες μπορούν για παράδειγμα να προσφέρουν ένα μικρό ποσοστό μετοχών στους εργαζομένους με την συνταξιοδότησή τους. Με αυτό τον τρόπο καταφέρνουν να κάνουν τα υψηλά υφιστάμενα στελέχη να αισθάνονται σαν μέλη των εταιριών, να εργάζονται για το συμφέρον της εταιρίας και όχι το ατομικό τους, ενώ ταυτοχρόνως κρατούν ένα σύνολο μετοχών εντός της εταιρίας.
- *«Κώνειο» (Poison Pill)*. Αυτή η στρατηγική αποτελεί ίσως την πιο αποτελεσματική αποτρεπτική διαδικασία, έτσι ώστε να εξασφαλίσει μια επιχείρηση πως θα είναι αρκετά δύσκολο για οποιονδήποτε θέλει να την εξαγοράσει να το καταφέρει. Ουσιαστικά αφορά ρυθμίσεις σχετικές με τα δικαιώματα των μετόχων. Αυτές οι ρυθμίσεις όμως δημιουργούνται με απώτερο στόχο το να φέρουν σε δυσμενή θέση τους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρίας σε περίπτωση που αποφασίσουν να κινηθούν προς αυτή την εξαγορά. Οι τρόποι με τους οποίους μπορεί να επιβληθεί η παραπάνω στρατηγική είναι δύο:
 - I. *Flip in*. Αυτή η διάταξη αν τεθεί σε ισχύ, επιτρέπει στους ήδη υπάρχοντες κατόχους των μετοχών της εταιρίας, να αγοράσουν παραπάνω κοινές μετοχές στην ονομαστική τους αξία. Αυτό αποκλείει την ενδιαφερόμενη εταιρία από το να αγοράσει μετοχές της εταιρίας στόχου.
 - II. *Flip over*. Αυτό μπορεί να συμβεί όταν η εξαγοράζουσα επιχείρηση ελέγχοντας την πλειοψηφία των ψήφων επιχειρήσει να συγχωνεύσει τις δύο επιχειρήσεις. Σε αυτή την περίπτωση, οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρίας θα μπορούν να αποκτήσουν μετοχές της νέας οντότητας με ευνοϊκότερους όρους.
- *«Αποπληρωμή ομολόγων» (Poison Puts)*. Σύμφωνα με αυτή την ρύθμιση, η εξαγοράζουσα εταιρία, την στιγμή της εξαγοράς θα πρέπει να αποπληρώσει τυχόν τραπεζικά δάνεια ή ομόλογα που διαθέτει η επιχείρηση στόχος. Αυτό αποτρέπει πρακτικές που συνέβαιναν κατά κόρων τα παλαιότερα χρόνια, που επιχειρήσεις δανείζονταν μεγάλα ποσά με σκοπό να εξαγοράσουν άλλες εταιρίες. Υπό αυτή την πρακτική, οι εταιρίες θα πρέπει να διαθέτουν όχι μόνο τα απαραίτητα χρηματικά διαθέσιμα για να εξαγοράσουν τις μετοχές μιας εταιρίας αλλά και παραπάνω έτσι ώστε να αποπληρώσουν τις υποχρεώσεις της. Ένα παράδειγμα στην συγκεκριμένη περίπτωση θα μπορούσε να είναι μια επιχείρηση η οποία εκδίδει ένα ομόλογο με απώτερο σκοπό την άμυνα εναντίων επιθετικών εξαγορών. Έστω ότι η αξία αυτού του ομολόγου φτάνει τα 20 εκατ. Δολάρια. Αν μια επιχείρηση θέλει να την εξαγοράσει υπό αυτήν την

ρύθμιση θα πρέπει να καταβάλει τόσο τα χρήματα για τις απαραίτητες μετοχές όσο και να αποπληρώσει του δικαιούχους του ομολόγου.

- Αντίμετρα στην περίπτωση που μια πρόταση έχει ήδη κατατεθεί
 - *Νομική Αντιδικία (Litigation)*: Ένας από τους τρόπους να κερδίσει μια επιχείρηση χρόνο όταν καταλάβει πως οδεύει προς της εξαγοράς της είναι η χρήση νομικών μέσων. Με αυτό τον τρόπο ουσιαστικά η εταιρία στόχος καταφέρνει να καθυστερήσει την διαδικασία εξαγοράς της, ενώ δημιουργεί αβεβαιότητα σχετικά με το τελικό αποτέλεσμα. Επίσης μέσα από αυτή τη διαδικασία αποκαλύπτονται και πληροφορίες που πιθανώς ο πλειοδότης να μην ήθελε να αποκαλυφθούν. Ορισμένες φορές, οι δύο επιχειρήσεις, έτσι ώστε να γλυτώσουν τα νομικά κόστη, έρχονται σε συμφωνία για εξαγορά σε μεγαλύτερη τιμή. Ο G. Jarrell (1985) αναφέρει πως στις περιπτώσεις που εν τέλει συντελέστηκε εξαγορά ενώ πρώτα υπήρξε νομική αντιδικία, η τιμή ήταν κατά 17% μεγαλύτερη από ότι θα ήταν χωρίς νομική αντιδικία.
 - «Λευκός Ιππότης» (*White Knight*): Σύμφωνα με αυτή την στρατηγική, μια εταιρία στην προσπάθεια της να αποφύγει την εξαγορά της από έναν εχθρικό πλειοδότη (*Black knight*), καταφεύγει σε μια φιλική προς αυτήν επιχείρηση (*White knight*) με σκοπό να συγχωνευτούν ή να την εξαγοράσει αυτή. Παρόλο που εν τέλει δεν καταφέρνει η επιχείρηση στόχος να παραμείνει ως είχε, αυτή η τακτική είναι προτιμότερη από μια εχθρική εξαγορά. Στις περισσότερες περιπτώσεις μάλιστα, το προσωπικό της εταιρίας παραμένει ως έχει, σε αντίθεση με αυτό που συμβαίνει συνήθως στις εχθρικές εξαγορές.
 - «Λευκός Ακόλουθος» (*White Squire*): Πρόκειται για μια παραλλαγή της άνωθεν στρατηγικής με την διαφορά ότι η φιλική εταιρία δεν εξαγοράζει ολόκληρη την επιχείρηση, αλλά ένα μέρος των μετοχών της, ικανό για να αποτρέψει μια εχθρική εξαγορά.
 - Άμυνα «*Rac-Man*»: Σε αυτή την στρατηγική, η εταιρία στόχος αρχίζει και αυτή με την σειρά της να εξαγοράζει μετοχές της εταιρίας που προσπαθεί να την εξαγοράσει. Όσον αφορά τα πλεονεκτήματα αυτής της στρατηγικής, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πως η εταιρίας στόχος καταφέρνει να προβάλλει αντίσταση στην επιθετική εξαγορά της και ταυτόχρονα αποκτά ένα διαπραγματευτικό εργαλείο στην όλη συνθήκη. Ωστόσο, πολύ εύκολα μπορεί και η ανταγωνίστρια εταιρία να χρησιμοποιήσει κάποια άλλη στρατηγική για να αποτρέψει αυτή την ενέργεια. Επίσης, αν και οι δύο αποφασίσουν να αγοράζουν η μια μετοχές της άλλης αυτή η στρατηγική δεν θα οδηγήσει πουθενά.
 - *Επαναγορά των μετοχών (Greenmail)*: Όπως φανερώνει και το όνομα του στα αγγλικά που παραπέμπει στην λέξη *blackmail* (εκβιασμός), σε αυτή την περίπτωση η εταιρία στόχος αγοράζει ξανά τις μετοχές της σε πιο υψηλή τιμή με πρόθεση να τερματίσει την επιθετική αυτή εξαγορά. Συνήθως αυτή η επαναγορά συνοδεύεται και από ένα έγγραφο το οποίο αναφέρει πως η εξαγοράζουσα εταιρία δεν θα προβεί σε αγορά περαιτέρω μετοχών της

εταιρίας στόχου. Χωρίς ένα έγγραφο σαν αυτό η εφαρμογή της στρατηγικής αυτής δεν έχει κανένα απολύτως νόημα. Το σημαντικότερο ελάττωμα της επαναγοράς μετοχών, είναι πως οι προσπάθειες να την εξαγοράσουν δεν θα σταματήσουν, καθώς μόλις οι επιχειρήσεις στην αγορά δουν ότι μπορούν και αυτές να ωφεληθούν αναλόγως, θα το πράξουν.

- *Ανακεφαλαιοποίηση μέσω μόχλευσης (Leveraged Recapitalization)*: Όταν μια επιχείρηση στόχος χρησιμοποιεί την συγκεκριμένη στρατηγική, ουσιαστικά δανείζεται ένα μεγάλο κεφάλαιο από την τράπεζα και το χρησιμοποιεί έτσι ώστε να δώσει μέρισμα στους μετόχους. Το αποτέλεσμα είναι η εταιρία να γίνεται λιγότερο ελκυστική απέναντι σε πιθανούς αγοραστές, εφόσον διαθέτει υψηλά δανειακά κεφάλαια τα οποία θα πρέπει να αποπληρώσουν. Όπως μπορεί να καταλάβει κανείς, αυτή η τακτική υποστηρίζεται και από την πλευρά των μετόχων, εφόσον το εφάπαξ μέρισμα που θα πάρουν αποτελεί σημαντικό κίνητρο.
- *Αναδιάρθρωση του ενεργητικού (Asset Restructuring)*: Σε αυτή την περίπτωση, η επιχείρηση στόχος, θα μπορούσε να “ξεφορτωθεί” στοιχεία του ενεργητικού της, μεταβιβάζοντας τα σε θυγατρικές της, είτε πουλώντας όσα μπορούν να πωληθούν άμεσα. Η πώληση αυτή στοιχείων του ενεργητικού, θα αποθαρρύνει τον πλειοδότη καθώς θα μειώσει τις πιθανότητες του για επίτευξη συνεργιών. Επίσης, ο πλειοδότης μπορεί εξαρχής να στοχεύει σε κάποιο στοιχείο του ενεργητικού της επιχείρησης στόχου, όπως για παράδειγμα μια πατέντα, του οποίου η πώληση θα εξαλείψει το ενδιαφέρον του για εξαγορά. Τα έσοδα που θα προκύψουν από την αναδιάρθρωση αυτή του ενεργητικού, θα μπορούν να χρησιμοποιηθούν και για την επίτευξη άλλων στρατηγικών άμυνας, πράγμα που καθιστά ακόμη πιο αποδοτική αυτή την στρατηγική.

3. Σύμφωνα με τις χώρες που δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις:

- Διεθνείς (Foreign), όταν οι εμπλεκόμενες στην εξαγορά επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές χώρες και
- Εγχώριες (Domestic), όταν τόσο η εξαγοράζουσα όσο και η εξαγοραζόμενη επιχείρηση δραστηριοποιούνται στην ίδια χώρα.

Σε αυτό το σημείο, αξίζει να αναφερθεί πως (R. Brunner, 2004) είναι λάθος να πιστεύουμε ότι οι διεθνείς Ε&Σ είναι σαν τις εγχώριες Ε&Σ απλά σε διαφορετικό νόμισμα. Τόσο ο ένας συναλλασσόμενος όσο και ο άλλος επηρεάζουν τις εγχώριες τιμές, τις πρακτικές των Ε&Σ αλλά και την διάρθρωση των εκάστοτε συμφωνιών.

4. Σύμφωνα με το εάν η εξαγοραζόμενη επιχείρηση είναι εισηγμένη ή όχι στο χρηματιστήριο:

Αυτό μας ενδιαφέρει καθώς συνήθως οι επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο απαιτούν μεγαλύτερη προσφορά για να τις αποκτήσει κάποιος.

Σύμφωνα με τους L. Carron & J-C. Shen (2007), στις περισσότερες περιπτώσεις, μια επιχείρηση θα στραφεί στην εξαγορά μιας άλλης, η οποία είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο, έτσι ώστε να εισέλθει σε έναν νέο κλάδο με υψηλό επίπεδο άυλων περιουσιακών στοιχείων. Αντίθετα, θα επιλέξει μια μη εισηγμένη, αν ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται η εξαγοραζόμενη επιχείρηση της είναι οικείος.

Στην συνέχεια αναφέρονται τέσσερις τύποι Ε&Σ που παρουσιάζουν ορισμένες ιδιαιτερότητες¹ :

- Εξαγορά backflip, σε αυτή την περίπτωση, η εξαγοράζουσα εταιρία γίνεται θυγατρική της εξαγοραζόμενης μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας. Ουσιαστικά, η συγκεκριμένη μορφή εξαγοράς αντιβαίνει στον κανόνα μιας συμβατικής εξαγοράς, στην οποία η εξαγοράζουσα εταιρία παραμένει, απορροφώντας την εξαγοραζόμενη, εξού και το όνομα της (backflip). Παρόλο που τα περιουσιακά στοιχεία μεταβιβάζονται στην εξαγοραζόμενη εταιρία, ο έλεγχος ασκείται από την εξαγοράζουσα. Εξαγορές τέτοιου τύπου συναντάμε σε περιπτώσεις όπου το εμπορικό σήμα της εξαγοραζόμενης εταιρίας είναι πολύ γνωστό.
- Μοχλευμένη εξαγορά, συμβαίνει όταν για την απόκτηση μιας άλλης εταιρίας, μια επιχείρηση χρηματοδοτείται μέσω δανείου από την τράπεζα. Το δάνειο αυτό, πρέπει να αποπληρωθεί και μεταφέρεται στον ισολογισμό της εταιρίας. Τόσο τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης όσο και τις εξαγοράζουσες επιχείρησης χρησιμοποιούνται συχνά ως εγγυητήρια για το δάνειο αυτό. Σκοπός των εξαγορών αυτών είναι να επιτρέπουν στις εταιρίες να πραγματοποιούν μεγάλες εξαγορές, χωρίς όμως να δεσμεύουν πολλά από τα κεφάλαια τους. Συνήθως, αυτές οι εξαγορές, χρηματοδοτούνται κατά 10% από ίδια κεφάλαια και κατά 90% από ξένα κεφάλαια.
- Αντίστροφη εξαγορά, συμβαίνει όταν μια ιδιωτική εταιρία, καταφέρνει να εισέλθει στο χρηματιστήριο, εξαγοράζοντας μια ήδη εισηγμένη εταιρία και χωρίς να καταβάλει μια αρχική δημόσια προσφορά (IPO). Αρχικά, η ιδιωτική εταιρία αγοράζει μετοχές της εισηγμένης, με σκοπό να αποκτήσει το πλειοψηφικό πακέτο της και άρα και τον έλεγχο της. Στην συνέχεια, οι μέτοχοι ανταλλάζουν τις μετοχές της ιδιωτικής επιχείρησης με αυτές τις δημόσιες. Κατ' αυτό τον τρόπο, η ιδιωτική επιχείρηση, εισαγάγεται ουσιαστικά στο χρηματιστήριο.
- Εξαγορά split and sell. Η συγκεκριμένη μορφή εξαγοράς, διενεργείται με μόνο σκοπό την απόκτηση κάποιων συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων τα οποία διαθέτει η εξαγοραζόμενη εταιρία και όχι το σύνολό της. Για αυτό τον λόγο, τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία, που η εξαγοράζουσα επιχείρηση θεωρεί πως δεν της χρησιμεύουν, τα μεταπουλά έτσι ώστε να επανακτηθεί κάποιο μέρος του κόστους εξαγοράς. Ως παράδειγμα, μπορούμε να αναφέρουμε μια επιχείρηση η οποία εξαγοράζει μια άλλη με σκοπό να αποκτήσει την πελατειακή της βάση η

¹ Investopedia.com

οποία όμως στηρίζεται σε ένα συγκεκριμένο προϊόν. Σε αυτή την περίπτωση, η εξεταζόμενη επιχείρηση μπορεί να κρατήσει την γραμμή παραγωγής του συγκεκριμένου προϊόντος μεταπωλώντας οτιδήποτε άλλο.

Κεφάλαιο 2

2.1 Ιστορική εξέλιξη των συγχωνεύσεων και των εξαγορών

Η ιστορία των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι μακρά, σχεδόν όσο και αυτή του ίδιου του εμπορίου, για αυτό και είναι πολύ δύσκολο να καθοριστεί η ακριβής ημερομηνία της πρώτης περίπτωσης εξαγοράς ή συγχώνευσης μεταξύ δύο εταιριών. Ωστόσο, από τα τέλη του 19^{ου} αιώνα κιόλας, αρκετοί οικονομολόγοι, παρατηρούν συσσωρευμένους όγκους συναλλαγών σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, με συγκεκριμένη χρονική διάρκεια και κοινά χαρακτηριστικά. Αυτούς τους όγκους συναλλαγών, τους έχουν ονομάσει κύματα, λόγω της συμπεριφοράς τους (F. Finn & A. Hodgson, 2005).

Οι λόγοι που οδηγούν την αγορά σε ένα τέτοιο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι εν μέρει γνωστοί και θα αναλυθούν στην συνέχεια. Ο όγκος τους, όπως θα δούμε, φαίνεται να αυξάνεται όσο περνούν τα χρόνια, με το κάθε κύμα να είναι μεγαλύτερο από το προηγούμενο. Ωστόσο, αυτό που δεν μπορεί να προβλεφθεί με ακρίβεια είναι η διάρκεια ενός κύματος και για αυτό ευθύνονται παράγοντες που δύσκολα μπορεί κανείς να τους γνωρίζει εκ των προτέρων. Αναλυτικότερα, και πέρα από τις ιδιαιτερότητες της οικονομίας και των οικονομικών κύκλων, που οδηγούν απροσδόκητα πολλές φορές σε συρρίκνωση της αγοράς και άρα και σε μείωση των εξαγορών και των συγχωνεύσεων, κατά την διάρκεια του 20^{ου} αιώνα υπήρξαν και άλλοι παράγοντες, όπως για παράδειγμα πολεμικές συγκρούσεις (Παγκόσμιοι πόλεμοι) που έκαναν ακόμα πιο δύσκολη την πρόβλεψη της διάρκειας ενός κύματος.

Όσον αφορά την γεωγραφική κατανομή αυτών των κυμάτων (T. Nouwen, 2011), κατά κύριο λόγο εμφανίστηκαν στις Η.Π.Α, όπου μπορεί κανείς να παρατηρήσει έως και 6 κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων, με το πρώτο να ξεκινά στις αρχές του 1890. Στον Ευρωπαϊκό χώρο, οι μαζικές εξαγορές και συγχωνεύσεις άρχισαν να κάνουν την εμφάνισή τους μετά την δεκαετία του 1960, αρχικά στην Μ. Βρετανία και εν συνεχεία και στις υπόλοιπες χώρες της κεντρικής Ευρώπης. Την τελευταία εικοσαετία, συναντάται επίσης και υψηλή απήχηση σχετικά με την εξαγορές και τις συγχωνεύσεις και από τις Ασιατικές χώρες, κάτι που είναι λογικό, εφόσον υπάρχει ισχυρή οικονομική ανάπτυξη.

Στην επόμενη ενότητα θα αναλυθούν οι τέσσερις βασικές θεωρίες πίσω από την δημιουργία των κυμάτων και στην συνέχεια θα γίνει μια ιστορική αναδρομή στα κύματα που εμφανίστηκαν στις Η.Π.Α, στην Ευρώπη και την Ελλάδα αντίστοιχα.

2.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες κυμάτων συγχώνευσης

Είναι γεγονός, πως πολλοί επιστήμονες, έχουν ασχοληθεί και έχουν μελετήσει τους λόγους για τους οποίους μια επιχείρηση επιλέγει να αναπτυχθεί μέσω μια συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς. Η θεωρία γύρω από αυτές τις συμπράξεις είναι εκτενής και μακρά μέσα στο χρόνο. Ωστόσο, λίγοι έχουν ασχοληθεί με τα κύματα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων και πιο συγκεκριμένα με τους λόγους που αυτά δημιουργούνται. Οι θεωρίες που αναπτύσσονται σχετικά με αυτό το θέμα είναι αρκετά νέες και μπορεί κανείς να τις χωρίσει σε δύο μεγάλες κατηγορίες τις νεοκλασικές και τις συμπεριφορικές. Οι νεοκλασικές θεωρίες, όπως θα δούμε και στην συνέχεια, υποστηρίζουν πως τα κύματα αυτά δημιουργούνται λόγω οικονομικών, τεχνολογικών ή ρυθμιστικών αλλαγών που προκαλούν διαταραχές σε μια βιομηχανία. Από την άλλη, οι συμπεριφορικές θεωρίες, συσχετίζουν την ψυχολογία των αγορών με την δημιουργία των κυμάτων. Σε μια προσπάθεια να καταλήξουμε σε ένα συμπέρασμα σχετικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες που οδηγούν στα κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών, στην συνέχεια, θα αναλυθούν οι κυριότερες θεωρίες από την κάθε κατηγορία. (K. Gugler, D. Mueller & M. Weichselbaumer, 2012)

2.2.1 Νεοκλασικές θεωρίες

2.2.1.1 Η q -θεωρία στην περίπτωση των συγχωνεύσεων

Η θεωρία q των επενδύσεων προέρχεται από τον J. Tobin (1969), ο οποίος υποστήριξε πως όταν σε μια επιχείρηση, ο λόγος των αποδόσεων του μετοχικού της κεφαλαίου ως προς το κόστος του μετοχικού της κεφαλαίου, υπερβαίνει την μονάδα, περαιτέρω επενδύσεις μπορούν να γίνουν από την επιχείρηση, διότι τα κέρδη που δημιουργήθηκαν θα υπερβαίνουν το κόστος των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, υποθέτοντας ότι ορίζουμε ως q τον λόγο *αποδόσεις κεφαλαίων/κόστος κεφαλαίων*, μια επένδυση θα είναι συμφέρουσα κίνηση για την εταιρία αν $q > 1$.

Οι B. Jovanovic & P. Rousseau (2002) επεκτείνουν την συγκεκριμένη θεωρία, πιστεύοντας πως μπορεί εξίσου καλά να εξηγήσει και την δημιουργία συγχωνεύσεων και εξαγορών. Δηλαδή, όταν σε μια επιχείρηση το $q_e > 1$, τότε μπορεί να επεκταθεί μέσα από συγχωνεύσεις και εξαγορές. Θεωρούν μάλιστα, πως το q_e ανταποκρίνεται καλύτερα στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές από ότι σε άλλου είδους επενδύσεις, λόγω του υψηλού σταθερού κόστους και του χαμηλού οριακού κόστους προσαρμογής. Σχετικά με την δημιουργία κυμάτων, πιστεύουν ότι σε περιόδους ανόδου των χρηματιστηριακών αγορών, η διαφορά ανάμεσα στον λόγο q_e των επιχειρήσεων αυξάνεται, με αποτέλεσμα πολλές επιχειρήσεις να θεωρούν πιο συμφέρον να εξαγοράσουν μια άλλη επιχείρηση από το επενδύσουν τα κεφάλαια τους με κάποιο άλλο τρόπο.

Το αρνητικό σε αυτή την θεωρία είναι πως αναφέρεται στην επέκταση των ήδη υπάρχοντων περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρίας, οπότε το μόνο είδος συγχωνεύσεων που μπορεί να παραλληλιστεί είναι οι οριζόντιες συγχωνεύσεις. Όπως

θα δούμε και στην συνέχεια όμως, δεν χαρακτηρίζονται όλα τα κύματα ιστορικά από μεγάλο αριθμό οριζόντιων συγχωνεύσεων, άρα δεν μπορεί να εξηγήσει την δημιουργία όλων των κυμάτων. Επιπροσθέτως, μια επιχείρηση έχει την δυνατότητα είτε να αγοράσει καινούριο εξοπλισμό και εργοστάσια, είτε μεταχειρισμένο, είτε να προβεί σε μια εξαγορά μιας άλλης εταιρίας. Παρόλα αυτά, η συγκεκριμένη θεωρία εξετάζει μόνο τις δύο τελευταίες επιλογές.

2.2.1.2 Οι αιφνίδιες αλλαγές στην Βιομηχανία

Ο J. Harford (2005), όπως και άλλοι νεοκλασικοί οικονομολόγοι πριν από αυτόν, υποστηρίζει πως ο λόγος για την δημιουργία κυμάτων εξαγορών και συγχωνεύσεων, δεν είναι άλλος από τις απότομες οικονομικές, ρυθμιστικές και τεχνολογικές αλλαγές. Αν αυτές οι απότομες αλλαγές, μπορούν να επηρεάσουν ένα σύνολο βιομηχανιών, τότε μπορεί να δημιουργηθεί ένα κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων. Ωστόσο, πέρα από την ύπαρξη αλλαγών σε μια βιομηχανία, ο J. Harford θεωρεί εξίσου σημαντικό παράγοντα και την ύπαρξη επαρκούς κεφαλαιακής ρευστότητας έτσι ώστε να μπορούν να καλυφθούν οι αναγκαίες συναλλαγές. Αναφέρει μάλιστα, πως η ύπαρξη ρευστότητας είναι τόσο σημαντικός παράγοντας, που μπορεί να παρακινήσει την δημιουργία ενός νέου κύματος εξαγορών και συγχωνεύσεων ακόμα και αν δεν υπάρχουν σημαντικές αλλαγές στην βιομηχανία.

2.2.2 Συμπεριφοριστικές Θεωρίες

2.2.2.1 Δημιουργία κυμάτων διαμέσου των διοικούντων

Μια από τις μεγάλες διαφορές ανάμεσα στις δύο θεωρίες είναι τα κίνητρα των διοικούντων της εταιρίας. Η νεοκλασική θεωρία υποστηρίζει πως οι διοίτηση της εταιρίας δρα πάντα με γνώμονα το καλό των μετόχων της, ενώ η συμπεριφοριστική πως οι δύο αυτές ομάδες έχουν διαφορετικά κίνητρα. Σύμφωνα με την συμπεριφοριστική θεωρία, τα διοικητικά στελέχη, στοχεύουν στην μεγέθυνση της επιχείρησης, καθώς μπορούν να αποκτήσουν ωφέλεια από αυτό, είτε χρηματική είτε ηθική.

Η ιδανική κατάσταση υπό την οποία τα διοικητικά στελέχη μπορούν να μεγεθύνουν μια επιχείρηση χωρίς ταυτόχρονα να ζημιωθούν σημαντικά οι μέτοχοι της ίδιας της εταιρίας, είναι σε μια χρηματιστηριακή άνοδο. Όταν η αγορά είναι σε άνθηση και επικρατεί αισιοδοξία στους επενδυτές, ακόμα και μια λάθος απόφαση των διοικούντων, για εξαγορά ή συγχώνευση, μπορεί να μην επιφέρει καμία αλλαγή στην τιμή της μετοχής, ή ακόμα και να την αυξήσει. Αυτός σύμφωνα με την συμπεριφοριστική θεωρία είναι ένας από τους λόγους που δημιουργούνται τα κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών. Όταν οι αποφάσεις ενέχουν μικρό ρίσκο και μεγάλη ωφέλεια, πολλοί θα τολμήσουν να οδηγήσουν τις εταιρίες τους σε συμφωνίες που υπό άλλες συνθήκες δεν θα τολμούσαν.

2.2.2.2 Δημιουργία κυμάτων λόγω υπερτίμησης των μετοχών

Την άποψη ότι μπορούν να δημιουργηθούν κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων λόγω των εκτιμήσεων της χρηματιστηριακής αγοράς ανέπτυξαν πρώτοι οι A. Shleifer & R. Vishnyb (2003). Πιο αναλυτικά, σε περιόδους που η χρηματιστηριακή αγορά βρίσκεται σε άνθιση, οι μετοχές ορισμένων επιχειρήσεων υπερτιμώνται. Οι διοικούντες, γνωρίζοντας ότι αυτή δεν είναι η πραγματική αξία των μετοχών της εταιρίας τους και πως στο άμεσο μέλλον θα υποτιμηθούν, επιλέγουν να χρησιμοποιήσουν τις υπερτιμημένες μετοχές τους για να εξασφαλίσουν ακίνητα περιουσιακά στοιχεία από εταιρίες των οποίων έχει υποτιμηθεί η αξία των μετοχών τους. Όλη αυτή η διαδικασία γίνεται μέσω συγχωνεύσεων. Η επιχείρηση στόχος κοιτάζοντας με βραχυχρόνιο ορίζοντα την απόφαση αυτή, θεωρεί πως είναι συμφέρουσα, καθώς ανταλλάσει ουσιαστικά μετοχές μικρότερης χρηματιστηριακής αξίας με άλλες μεγαλύτερης. Οπότε, όταν αυξάνεται ο αριθμός των υπερτιμημένων μετοχών, αυξάνεται και η πιθανότητα εμφάνισης ενός νέου κύματος.

Οι Rhodes-Kropf and Viswanathan (2005), με την σειρά τους πιστεύουν πως για την δημιουργία των κυμάτων εξαγορών και συγχωνεύσεων ευθύνεται κατά κύριο λόγο η αισιοδοξία που επικρατεί σε περιόδους οικονομικής άνθησης καθώς και η ελλιπής πληροφόρηση. Ισχυρίζονται, πως όταν η χρηματιστηριακή αγορά ευημερεί, είναι αρκετά δύσκολο για μια εταιρία να καταλάβει αν πράγματι μια προσφορά είναι συμφέρουσα, ή αν φαίνεται συμφέρουσα λόγω της υπάρχουσας αισιοδοξίας στην αγορά. Έτσι, πολλές επιχειρήσεις τείνουν να αποδέχονται συμφωνίες που δεν θα αποδεχόντουσαν υπό άλλες συνθήκες, αυξάνοντας την ροή των συναλλαγών και δημιουργώντας ένα κύμα.

Συνοψίζοντας, τόσο η νεοκλασική, όσο και η συμπεριφοριστική θεωρία εξηγούν σε μεγάλο βαθμό την αύξηση στις εξαγορές και στις συγχωνεύσεις. Πολλοί επιστήμονες ανά τα χρόνια, έχουν διεξάγει έρευνες υποστηρίζοντας την μια ή την άλλη θεωρία. Ωστόσο, σκεπτόμενοι τις ιδιαιτερότητες που μπορεί να έχει η κάθε εταιρία ξεχωριστά αλλά και το μέγεθος των κυμάτων διαχρονικά, είναι πιο ασφαλές να πούμε πως μεγάλες αλλαγές στον όσον αφορά της εξαγορές και τις συγχωνεύσεις, προέρχονται από ισχυρές αλλαγές στην κοινωνία γενικότερα.

2.3 Κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών στις Η.Π.Α

Σε αυτό το σημείο, θα ήταν καλό να διαχωρίσουμε αυτές τις 6 περιόδους που παρουσίασαν κυκλική συμπεριφορά στις Η.Π.Α και να εξετάσουμε τα χαρακτηριστικά της κάθε μιας εξ' αυτών (P. Gaughan, 2007):

1^ο Κύμα (1897-1904): Κατά κύριο λόγο, αυτό που αντανάκλούσε, το πρώτο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων, ήταν η βιομηχανική επανάσταση, η οποία επέτρεψε την εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας. Ξεκινώντας από τα τέλη του 19^{ου} αιώνα, και μετά από μια μεγάλη οικονομική ύφεση το 1883, το πρώτο αυτό κύμα επηρέασε όλες τις μεγάλες βιομηχανίες της εποχής. Πιο συγκεκριμένα, η εξορυκτική βιομηχανία, η βιομηχανία του χάλυβα αλλά και του πετρελαίου προέβησαν σε μεγάλο αριθμό συγχωνεύσεων και εξαγορών μέσα σε αυτό το χρονικό διάστημα. Αυτές οι

συγχωνεύσεις και οι εξαγορές όμως, ήταν σε πολύ μεγάλο ποσοστό οριζόντιες. Ο συνδυασμός του τύπου των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνταν στην αγορά και των πολλών οριζόντιων συγχωνεύσεων μεταξύ τους, οδήγησε όπως μπορεί κανείς να καταλάβει σε βιομηχανικούς κολοσσούς, οι οποίοι κατέχουν μεγάλα μερίδια αγοράς ακόμα και σήμερα. Με άλλα λόγια, η ύπαρξη μονοπωλιακών δομών αγοράς, σε αυτή την δεκαετία, ήταν σύνηθες φαινόμενο (G. Stigler, 1950). Παρόλη την θέσπιση του νόμου Sherman περί αντιμονοπωλιακών συμφερόντων το 1890, το τότε υπουργείο δικαιοσύνης δεν ήταν σε θέση να επιβάλλει επαρκώς τον νόμο αυτό, με αποτέλεσμα οι οριζόντιες εξαγορές και συγχωνεύσεις να συνεχίζονται με αμείωτους ρυθμούς.

Πέραν της μη ύπαρξη επαρκούς αντιμονοπωλιακής πολιτικής, μπορούμε να διακρίνουμε δύο ακόμα λόγους για την δημιουργία του πρώτου αυτού κύματος εξαγορών και συγχωνεύσεων. Ο πρώτος σχετίζεται με την σταδιακή «χαλάρωση» του εταιρικού δικαίου. Την συγκεκριμένη εποχή, οι εταιρίες ήταν ελεύθερες να κατέχουν μετοχές άλλων εταιριών, μπορούσαν εύκολα να εξασφαλίσουν κεφάλαια και άρα να εξελίξουν τους τομείς δράσης τους. Με άλλα λόγια, το εταιρικό περιβάλλον ήταν ιδανικό για συγχωνεύσεις και εξαγορές. Ο δεύτερος λόγος αφορά την ανάπτυξη του μεταφορικού συστήματος στις Η.Π.Α και πιο συγκεκριμένα του σιδηροδρόμου. Οι αγορές από τοπικές έγιναν εθνικές και αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του ανταγωνισμού και ταυτόχρονα των ευκαιριών. Βλέποντας την ευκαιρία να ηγηθούν σε μια όλο και μεγαλύτερη αγορά οι εταιρίες συγχωνεύονται μεταξύ τους καλύπτοντας τις συνεχώς αυξανόμενες ανάγκες που δημιουργούνται λόγω της διεύρυνσης της αγοράς και μειώνοντας σε μεγάλο βαθμό τον ανταγωνισμό.

Οι λόγοι που οδήγησαν στην ολοκλήρωση του πρώτου αυτού κύματος εξαγορών και συγχωνεύσεων ήταν οικονομικής φύσεως. Η κατάρρευση της χρηματιστηριακής αγοράς το 1904 σε συνδυασμό με την οικονομική κρίση του 1907, αποδυνάμωσαν ολοσχερώς το τραπεζικό σύστημα. Χωρίς να μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια ούτε από το χρηματιστήριο αλλά ούτε και από τις τράπεζες, οι επιχειρήσεις αδυνατούσαν να συνεχίσουν την αναπτυξιακή πορεία τους διαμέσου συγχωνεύσεων και εξαγορών.

2^ο Κύμα (1916-1929): Το δεύτερο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων διέφερε σε μεγάλο βαθμό σχετικά με το πρώτο. Μετά τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο, η οικονομία άρχισε ξανά να ανθεί, με αποτέλεσμα να δημιουργηθούν ξανά ευκαιρίες για επενδύσεις. Ωστόσο, οι αυξανόμενες ανησυχίες για την ύπαρξη μονοπωλιακής ισχύος σε πολλούς κλάδους της αγοράς οδήγησαν στην θέσπιση και την εφαρμογή περαιτέρω αντιμονοπωλιακής πολιτικής. Το 1914, λοιπόν, θεσπίζεται ο νόμος Clayton, σε μια προσπάθεια ενίσχυσης του ήδη υπάρχοντος νόμου Sherman. Ως αποτέλεσμα αυτών των νομοθεσιών, το κύριο χαρακτηριστικό του δεύτερου κύματος είναι η αύξηση των ολιγοπωλιακών αγορών σε βάρος των μονοπωλιακών. Οι αγορές δεν κυριαρχούνται πλέον από μια μεγάλη επιχείρηση αλλά από ένα μικρό σύνολο επιχειρήσεων.

Ένα άλλο σημαντικό χαρακτηριστικό του δεύτερου μεγάλου κύματος εξαγορών και συγχωνεύσεων ήταν η σημαντική αύξηση σε κάθετε εξαγορές, κάτι που δεν συναντάμε στο πρώτο. Μέσα από αυτήν την αύξηση, γιγαντώθηκαν και οι αυτοκινητοβιομηχανίες, περνώντας και σε άλλα στάδια της εμπορικής αλυσίδας πέρα από την κατασκευή αυτοκινήτων.

Όπως και στο προηγούμενο κύμα, η απρόσεκτη διάθεση κεφαλαίων λόγω των ευνοϊκών οικονομικών συνθηκών, οδήγησε στο χρηματιστηριακό κραχ του 1929 και εν συνεχεία στην παγκόσμια οικονομική ύφεση.

3^ο Κύμα (1965-1974): Αυτό το κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων φαίνεται πως αρχίζει από τα μέσα της δεκαετίας του '50, ωστόσο από το 1965 μέχρι και τα τέλη της δεκαετίας η δραστηριότητα γίνεται πιο έντονη. Η βασική οικονομική έννοια που σχετίζεται με αυτό το κύμα είναι η έννοια της διαφοροποίησης. Για πρώτη φορά, συναντάμε επιχειρήσεις οι οποίες θέλουν να εισέλθουν σε εντελώς διαφορετικούς κλάδους, από αυτούς που ήδη δραστηριοποιούνταν. Ως αποτέλεσμα το είδος των συγχωνεύσεων που κυριαρχεί σε αυτό το κύμα, δεν είναι ούτε οι οριζόντιες (1^ο Κύμα), ούτε οι κάθετες (2^ο κύμα), αλλά οι συγχωνεύσεις ετεροειδών δραστηριοτήτων.

Το νομοθετικό πλαίσιο, σχετικά με τον ανταγωνισμό είχε ενισχυθεί ήδη από το 1950 με τον νόμο Celler-Kefauver, διορθώνοντας οποιεσδήποτε ατέλειες των προηγούμενων νόμων. Αυτός ήταν ένας από τους κύριους λόγους που οι επιχειρήσεις στράφηκαν προς την διαφοροποίηση. Πλέον, δεν μπορούσαν να αυξήσουν την δύναμη τους στην αγορά με κάθετες και οριζόντιες συγχωνεύσεις, αλλά μόνο αν δραστηριοποιούνταν σε περισσότερες αγορές. Με αυτόν τον τρόπο οι ρυθμιστικές αρχές κατάφεραν παρόλο τον μεγάλο αριθμό συγχωνεύσεων σε αυτό το χρονικό διάστημα, να μην επηρεαστεί σημαντικά ο ανταγωνισμός στην αγορά, όπως είχε συμβεί στο πρώτο κύμα.

Όπως είδαμε και στα προηγούμενα κεφάλαια, η διαφοροποίηση μπορεί να προσφέρει πολλά θετικά στοιχεία σε μια εταιρία, όπως παραδείγματος χάριν να μειώσει τον κίνδυνο χρεοκοπίας. Ωστόσο, πολλοί αναλυτές, (H. Leby, 1970, H. Servaes, 1996) θεωρούν, σχετικά με το τρίτο κύμα, πως τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων ετεροειδών δραστηριοτήτων δεν ήταν σε όλες τις περιπτώσεις θετικά για την κερδοφορία και την αξία των επιχειρήσεων στην αγορά.

Το τέλος του τρίτου αυτού κύματος, ξεκινάει από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 και ολοκληρώνεται με την πετρελαϊκή κρίση και ύφεση που ακολούθησε.

4^ο κύμα (1984-1989): Αυτό που ξεχωρίζει το 4^ο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων από τα προηγούμενα είναι ο μεγάλος αριθμός επιθετικών εξαγορών που διενεργήθηκαν σε αυτήν την περίοδο. Παρόλο που ο συνολικός αριθμός των εξαγορών ήταν μικρότερος από ότι σε προηγούμενες δεκαετίες, το ποσοστό που καταλάμβαναν οι επιθετικές εξαγορές αυξήθηκε δραματικά. Ακόμα και πολύ μεγάλες εταιρίες, με ισχυρή θέση στην αγορά αποτελούσαν στόχους, με τεράστια ποσά να δαπανώνται για να τις αποκτήσουν. Η αύξηση αυτή των επιθετικών εξαγορών, οδήγησε και σε αύξηση του ποσοστού συγκέντρωσης σε πολλούς κλάδους όπως για παράδειγμα τον βιομηχανικό κλάδο πετρελαίου και αερίου, πλήττοντας για ακόμα μια φορά τον ανταγωνισμό.

Όπως και τα προηγούμενα κύματα, έτσι και αυτό έχει κάποια σημαντικά χαρακτηριστικά που ξεχωρίζουν. Πρώτα απ' όλα, λόγω του μεγέθους των εξαγορών και τον συγχωνεύσεων, πολλές εξ' αυτών χρηματοδοτήθηκαν από δανειακά κεφάλαια. Αυτός ήταν και ένας λόγος που συναντάμε μικρές επιχειρήσεις να εξαγοράζουν άλλες μεγαλύτερες, με πιθανό στόχο την είσοδο τους στο χρηματιστήριο. Αξίζει επίσης να σημειωθεί, πως οι επενδυτικές τράπεζες αυτή την

εποχή εκμεταλλευόμενες την ανάγκη αυτή για δανειακά κεφάλαια έφεραν ξανά στο προσκήνιο τα ομόλογα υψηλού κινδύνου.

Ένα ακόμη χαρακτηριστικό σχετίζεται με την παγκοσμιοποίηση των αγορών, η οποία αρχίζει να γίνεται αισθητή με διεθνείς εξαγορές να διενεργούνται από τα μέσα τις δεκαετίας του 1980. Σε μια προσπάθεια τους να εισέλθουν στην πιο σταθερή αγορά των Η.Π.Α, πολλές Ευρωπαϊκές συνήθως επιχειρήσεις, επέλεξαν να συγχωνευθούν ή να εξαγοράσουν μια επιχείρηση που δραστηριοποιούταν στον ίδιο κλάδο αλλά στην αμερικάνικη αγορά.

Το 4^ο κύμα ολοκληρώνεται το 1989, καθώς μια μικρή ύφεση κάνει πάλι την εμφάνιση της στις αρχές της δεκαετία του 1990.

5^ο κύμα(1992-2000): Η ύφεση αυτή κράτησε μόλις δύο χρόνια, καθώς στην συνέχεια, για σχεδόν μια δεκαετία, η οικονομία συνεχώς καλυτερεύει και μαζί της αυξάνονται και οι εξαγορές και συγχωνεύσεις. Στόχος των εταιριών ήταν να μην επαναλάβουν τα λάθη που έκαναν στο 4^ο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων. Πράγματι, οι περισσότερες εταιρίες στην αρχή της δεκαετίας άλλαξαν πολιτική, εστιάζοντας κατά κύριο λόγο σε επενδύσεις με μακροχρόνιο ορίζοντα και όχι σε συμφωνίες με βραχυχρόνιο κέρδος.

Η παγκοσμιοποίηση συνέχισε να φέρνει όλο και πιο κοντά τις διεθνείς αγορές και έτσι ακόμα περισσότερες επιχειρήσεις επέλεξαν να επεκταθούν πέρα από τα σύνορα των χωρών τους μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων. Ταυτόχρονα, πολλές καινοτομίες στον τομέα της τεχνολογίας εξελίχτηκαν θετικά, όπως για παράδειγμα το διαδίκτυο, ωθώντας πολλές επιχειρήσεις στην αναζήτηση ενός ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μέσω της ανάπτυξης των θεμελιωδών ικανοτήτων τους. Λόγω των παραπάνω, σε συνδυασμό και με μια χαλάρωση στην νομοθεσία ο ανταγωνισμός γινόταν όλο και πιο έντονος προς το τέλος του 5^{ου} κύματος.

Τόσο από άποψη αξίας, όσο και από αριθμό, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις που συντελέστηκαν σε αυτήν την περίοδο ξεπέρασαν κάθε προηγούμενη. Ωστόσο, πολλές επιχειρήσεις δεν κατάφεραν να επιτύχουν τον στόχο τους και να αλλάξουν πολιτική, καθώς όσο η οικονομία ανέκαμπτε σταδιακά και οδηγούμασταν στην αρχή της νέας χιλιετίας, τόσο αυξάνονταν και οι λανθασμένες (εκ του αποτελέσματος) εξαγορές. Σύμφωνα με την S. Moeller (2005), την περίοδο 1998-2001, από ένα σύνολο 87 συμφωνιών, χάθηκαν κοντά στο 1 δις δολάρια για τους μετόχους των εξαγοράζουσων εταιριών.

Το πέμπτο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων ολοκληρώθηκε ξανά με μια οικονομική ύφεση. Στις αρχές του 2000, σκάει η λεγόμενη «φούσκα dot-com» και πολλές εταιρίες που σχετίζονται με το διαδίκτυο καταρρέουν οικονομικά.

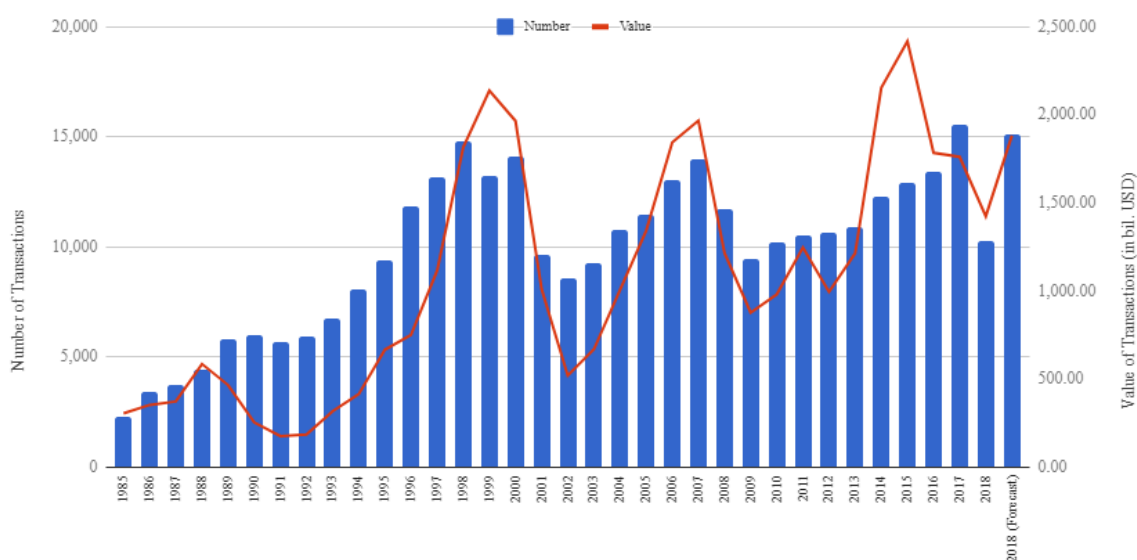
6^ο κύμα (2004-2007): Το έκτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών άρχισε μόλις λίγα χρόνια μετά την ύφεση του 2001, καθώς η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α, κράτησε τα επιτόκια σε χαμηλά επίπεδα με στόχο την πλήρη ανάκαμψη της αγοράς. Αυτή η ενέργεια την Ομοσπονδιακής Τράπεζας όμως, οδήγησε σε πολλές μοχλευμένες εξαγορές και συγχωνεύσεις. Πολλές εταιρίες επενδύσεων ιδιωτικών κεφαλαίων, εκμεταλλευόμενες την ευκολία εύρεσης τόσο δανειακών όσο και ιδιωτικών κεφαλαίων, εξαγόραζαν άλλες εταιρίες και περίμεναν την κατάλληλη στιγμή έτσι ώστε να τις μεταπωλήσουν σε υψηλότερη τιμή, εφόσον η αγορά βρισκόταν σε άνθηση. Ο αριθμός των εξαγορών και των συγχωνεύσεων, με άλλα λόγια, αυξάνονταν συνεχώς

εφόσον υπήρχε υψηλή ρευστότητα και σχετικά φθινό κεφάλαιο. Όπως ήταν λογικό, οι επιχειρήσεις-στόχοι υπερεκτιμήθηκαν σοβαρά, λόγω της μεγάλης ζήτησης τους με αποτέλεσμα την κρίση των ενυπόθηκων δανείων το 2007 και την ταυτόχρονη μείωση της ρευστότητας στην αγορά.

Σύμφωνα με τους G. Alexandridis, C. Mavrovitis & N. Travlos (2012), η μείωση στην αξία των εξαγοράζουσων εταιριών, ήταν τουλάχιστον ίση αν όχι και παραπάνω από αυτήν του προηγούμενου κύματος εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Σχετικά με το επόμενο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων πολλοί αναλυτές πιστεύουν πως ήδη βρισκόμαστε μέσα σε αυτό. Όπως φαίνεται και από το Διάγραμμα 1, η αγορά άρχισε σταδιακά να ανακάμπτει μετά το 2011, φτάνοντας μάλιστα σε τέτοιο επίπεδο που η αξία των εξαγορών και των συγχωνεύσεων οι οποίες διενεργήθηκαν το 2015 ξεπέρασε ακόμα και τις υψηλότερες τιμές των δύο προηγούμενων κυμάτων αγγίζοντας τα 1,8 τρις δολάρια. Μετά από αυτήν την πολύ υψηλή τιμή βλέπουμε ξανά μια πτώση, η οποία όμως δεν έχει ολοκληρωθεί για να γνωρίζουμε την ακριβή χρονική διάρκεια του 7^{ου} αυτού κύματος.

Mergers & Acquisitions in the United States

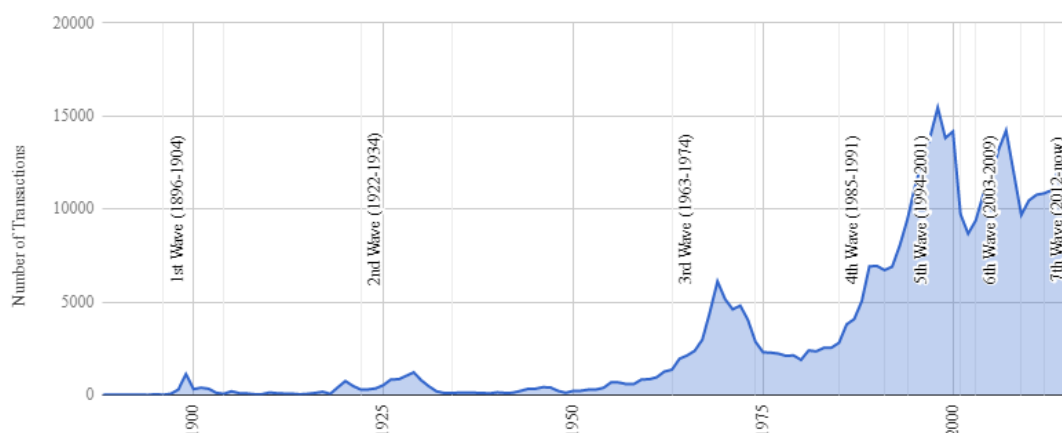


Διάγραμμα 1, «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στις Η.Π.Α για την περίοδο 1985-2018», Πηγή: Ινστιτούτο Συγχωνεύσεων, Εξαγορών και Συμμαχίων (IMAA)

Συνοψίζοντας σχετικά με τα κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α, παρατηρεί κανείς πρώτον πως συμπίπτουν σε μεγάλο βαθμό με τους οικονομικούς κύκλους, δείχνοντας μας πως οι δυνάμεις της οικονομίας είναι αλληλένδετες και δεύτερον πως μεγεθύνονται όσο προχωράμε χρονολογικά. Ειδικότερα τα τρία τελευταία κύματα, δηλαδή από την δεκαετία του 1985 και μετά, ήταν σε αξία πολύ μεγαλύτερα από αυτά των προηγούμενων χρόνων. Όπως σημειώθηκε, τα χαμηλά επιτόκια ευθύνονται σε μεγάλο βαθμό για αυτό, ωστόσο μερίδιο ευθύνης φέρουν και τα κίνητρα των εργαζομένων για αύξηση των κερδών της εταιρίας που εργάζονται. Πολλά διευθυντικά στελέχη, κατέχουν πλέον και μερίδια μετοχών στις εταιρίες που

εργάζονται, με αποτέλεσμα να προσπαθούν να αυξήσουν τα κέρδη ανά μετοχή μέσα από συγχωνεύσεις και εξαγορές.

M&A Waves in the US (1851-2017e)



Διάγραμμα 2, «Κύματα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α», Πηγή: Ινστιτούτο Συγχωνεύσεων, Εξαγορών και Συμμαχιών (IMAA)

Κύματα	Περίοδος	Χαρακτηριστικά
Πρώτο κύμα	1897-1904	Δημιουργία μονοπωλίων-Οριζόντιες Σ&Ε
Δεύτερο κύμα	1916-1929	Δημιουργία ολιγοπωλίων-Κάθετες Σ&Ε
Τρίτο κύμα	1965-1974	Προσπάθεια διαφοροποίησης- Σ&Ε ετεροειδών δραστηριοτήτων
Τέταρτο κύμα	1984-1989	Ομόλογα υψηλού κινδύνου- Επιθετικές εξαγορές
Πέμπτο κύμα	1992-2000	Παγκοσμιοποίηση αγορών-Διασυννοριακές Σ&Ε-Τεχνολογικές καινοτομίες
Έκτο κύμα	2004-2007	Ιδιωτικά κεφάλαια-Μοχλευμένες Σ&Ε

Πίνακας 1, «Κύματα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α», Πηγή: Συγγραφέας

2.4 Κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ευρώπη

Στον Ευρωπαϊκό χώρο, οι επιχειρήσεις δεν ήταν τόσο πρόθυμες να προβούν σε τέτοιους είδους συμφωνίες μαζικά μέχρι τα τέλη του 1960. Ειδικότερα στα δύο πρώτα κύματα των Η.Π.Α, καμία Ευρωπαϊκή χώρα δεν εμφάνισε παρόμοια διάθεση για εξαγορές και συγχωνεύσεις. Από τα τέλη του 1960 ωστόσο, ορισμένες χώρες, το Ηνωμένο Βασίλειο κατά κύριο λόγο, αλλά και η Γερμανία με την Γαλλία στην συνέχεια, φαίνεται πως άρχισαν να επηρεάζονται αυξάνοντας σημαντικά τον αριθμό των εξαγορών και των συγχωνεύσεων σε σχέση με τα προηγούμενα έτη. Μέχρι και σήμερα, σύμφωνα με την V. Mariana (2013), η Ευρώπη έχει επηρεαστεί από 3 μεγάλα κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Το πρώτο κύμα, αφορά την περίοδο 1987-1991 και είναι απολύτως λογική η ύπαρξη του αν αναλογιστεί κανείς τι συνέβαινε εκείνη την χρονική περίοδο στις Η.Π.Α. Όπως αναφέρθηκε και στην προηγούμενη ενότητα, εκείνη την χρονική περίοδο, η παγκοσμιοποίηση είχε αρχίσει να γίνεται αισθητή, με τις εταιρίες να προσπαθούν να διευρύνουν τα σύνορα τους, πραγματοποιώντας εξαγορές και συγχωνεύσεις σε διεθνές πλέον επίπεδο. Επίσης ταυτόχρονα και η Ευρώπη είχε αρχίσει να απελευθερώνει τις αγορές της. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι ο αριθμός των ιδιωτικοποιήσεων στα τέλη της δεκαετίας του 1980, ο οποίος αυξήθηκε δραματικά. Τομείς που πριν ελέγχονταν από δημόσιους φορείς, περνάνε πλέον σε ιδιώτες, όπως για παράδειγμα οι τράπεζες και οι τηλεπικοινωνίες. Για αυτούς τους δύο λόγους κυρίως, ο αριθμός των εξαγορών και των συγχωνεύσεων μεταξύ Ευρώπης και Η.Π.Α αυξάνεται ραγδαία. Επιπροσθέτως, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Γαλλία, ως χώρες με περισσότερη εμπειρία σε τέτοιου είδους συμφωνίες καταφέρνουν να αναπτύξουν, διασυννοριακά πλέον τις επιχειρήσεις τους, προς άλλα Ευρωπαϊκά κράτη.

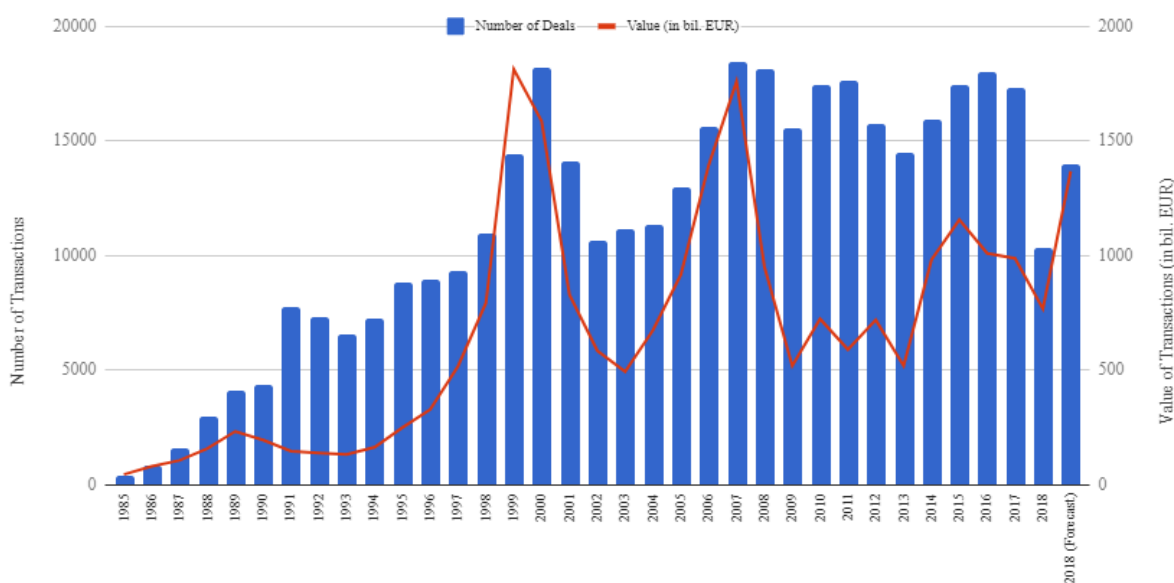
Το δεύτερο κύμα, έρχεται στην Ευρώπη μετά την ύφεση που έλαβε χώρα στις αρχές του 1990 και διήρκεσε μέχρι και το 2001. Με την παγκοσμιοποίηση να γίνεται όλο και πιο έντονη, αυτό το κύμα χαρακτηρίζεται ως το πρώτο παγκόσμιο πλέον κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων, με την Ασία να συμμετέχει με την σειρά της και αυτή. Σύμφωνα με την βάση δεδομένων του Thompson Reuters, κατά την διάρκεια αυτού του κύματος (1993-2001) στην Ευρώπη συντελέστηκαν 87.804 εξαγορές και συγχωνεύσεις, ενώ κατά την προηγούμενη περίοδο (1983-1989), ο αριθμός αυτός ανερχόταν μόλις στις 9.958. Από αυτούς τους αριθμούς καταλαβαίνουμε την διαφορά μεγέθους ανάμεσα στο δεύτερο κύμα και το πρώτο. Παρόλο που η πλειοψηφία αυτών των περιπτώσεων αφορούσε εθνικές συναλλαγές, στον διεθνή τομέα, η Ευρώπη με σταθερούς ρυθμούς ξεφεύγει από τις υπερατλαντικές συμφωνίες που έπαιζαν πρωταγωνιστικό ρόλο στο προηγούμενο κύμα και στρέφεται περισσότερο σε ενδοευρωπαϊκές. Με την παγκόσμια οικονομία να βρίσκεται σε άνθιση, και στην Ευρώπη η εύρεση κεφαλαίων είναι σχετικά εύκολη, με την πλειοψηφία των εξαγορών και των συγχωνεύσεων να χρηματοδοτείται τόσο από δανειακά όσο και από ίδια κεφάλαια.

Το τρίτο κύμα, όπως και στις Η.Π.Α, αρχίζει το 2004 και ολοκληρώνεται με την έλευση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης στα τέλη του 2007. Πολύ σημαντικό ρόλο, πέρα από την παγκοσμιοποίηση και την ανάπτυξη της τεχνολογίας, έπαιξε το ενιαίο

ευρωπαϊκό νόμισμα σε αυτό το κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων, το οποίο μέχρι και το 2004 χρησιμοποιούνταν από τις περισσότερες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ως αποτέλεσμα, ο συναλλαγματικός κίνδυνος παύει να υφίσταται και οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις στρέφονται ακόμα περισσότερο σε ενδοκοινοτικές συναλλαγές. Η έννοια της κοινής Ευρωπαϊκής αγοράς φαίνεται για πρώτη φορά πως έχει υπόσταση.

Το είδος των εξαγορών και των συγχωνεύσεων που κυριάρχησε και κατά τα τρία αυτά κύματα στην Ευρώπη, ήταν οι οριζόντιες. Κύριοι στόχοι των επιχειρήσεων ήταν η μείωση του κόστους και η εξάπλωση των εταιριών σε νέες αγορές. Παρόλο που η Ευρώπη δεν έχει την μακρά ιστορία των Η.Π.Α, όσον αφορά τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις, τα τελευταία χρόνια κάνει σημαντικά βήματα για την ανάπτυξη της και σε αυτό τον τομέα.

Mergers & Acquisitions Europe



Διάγραμμα 3, «Κύματα συγχωνεύσεις και εξαγορών στην Ευρώπη», Πηγή: Ινστιτούτο Συγχωνεύσεων, Εξαγορών και Συμμαχιών (ΙΜΑΑ)

2.5 Κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα

Σε σχέση με τις υπόλοιπες Ευρωπαϊκές χώρες, η Ελλάδα άργησε κάτι παραπάνω από μια δεκαετία για να εμφανίσει σαφείς δείγματα σε όγκους συναλλαγών έτσι ώστε να μπορούμε με ακρίβεια να αναφερθούμε σε κύματα. Για αυτό, σε μεγάλο ποσοστό ευθύνεται η σύσταση της ελληνικής οικονομίας μέχρι και τις αρχές του 1990. Οι ελληνικές επιχειρήσεις ήταν μικρές σε μέγεθος και η ιδιοκτησία τους βρισκόταν στα χέρια ενός ατόμου είτε ενός μικρού συνόλου ατόμων (οικογενειακές). Κατ' επέκταση, ήταν πολύ δύσκολο για μια εταιρία στην Ελλάδα να εισέλθει στην χρηματιστηριακή αγορά έτσι ώστε να αντλήσει κεφάλαια για να αναπτυχθεί μέσα από συγχωνεύσεις και εξαγορές. Παράλληλα, το τραπεζικό

σύστημα ήταν ελεγχόμενο από το κράτος, μην παρέχοντας τα κατάλληλα κίνητρα για ανάπτυξη των ελληνικών επιχειρήσεων και συνάμα της ελληνικής οικονομίας.

Οι συνθήκες αυτές άρχισαν να αλλάζουν με την είσοδο της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα και την ταυτόχρονη παγκοσμιοποίηση του εμπορίου όπως είδαμε. Ένας από του κύριους στόχους της Ε.Ο.Κ, άλλωστε, ήταν η οικονομική ενοποίηση των χωρών της, κάτι που σήμαινε πως οι ελληνικές επιχειρήσεις θα έπρεπε να αλλάξουν ριζικά, καθώς ο ανταγωνισμός όλο και θα αυξανόταν. Κάτω από αυτές τις συνθήκες, με συνεχείς συμφωνίες να συμπράττονται μεταξύ Ευρωπαϊκών επιχειρήσεων, αλλά και νομικές και οικονομικές ρυθμιστικές αλλαγές να συντελούνται στην χώρα μας, οδηγηθήκαμε στο πρώτο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα, το οποίο διήρκησε τρία χρόνια (1998-2001). Σε αυτήν την μικρή χρονικά περίοδο ο αριθμός των εξαγορών και των συγχωνεύσεων μεγεθύνθηκε, σε μια προσπάθεια των ελληνικών επιχειρήσεων να ακολουθήσουν την αναπτυξιακή πορεία των διεθνών επιχειρήσεων παγκοσμίως.

Όλες οι συνθήκες ήταν ευνοϊκές για τις επιχειρήσεις έτσι ώστε να επεκταθούν μέσα από συγχωνεύσεις και εξαγορές. Πρώτον, το τραπεζικό σύστημα είχε ήδη αρχίσει να αναδιαρθρώνεται. Στα πλαίσια της πολιτικής των ιδιωτικοποιήσεων, πολλές τράπεζες που βρισκόταν υπό τον έλεγχο του δημόσιου τομέα περνούν στα χέρια ιδιωτών, αποτελώντας ουσιαστικά τις πρώτες εξαγορές και συγχωνεύσεις αυτού του κύματος.(N. Γεωργιάδης,1999) Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος η οποία συγχωνεύτηκε με την Κτηματική Τράπεζα. Επίσης, αυτή την περίοδο, πολλοί Έλληνες αποφάσισαν να επενδύσουν τα κεφάλαια τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Αυτό οδήγησε σε μεγάλη ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς με αποτέλεσμα οι εισηγμένες επιχειρήσεις, για πρώτη φορά, να έχουν την δυνατότητα να αντλήσουν υψηλά ποσά κεφαλαίων. Αυτά τα κεφάλαια χρησιμοποίησαν στην προσπάθεια τους να επεκταθούν (μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων) και να ανταγωνιστούν μεταξύ τους, αλλά και με άλλες του εξωτερικού. Μια ακόμα ευνοϊκή συνθήκη ήταν οι θετικές προσδοκίες που είχαν δημιουργηθεί λόγω της επικείμενης ένταξης της χώρας στην Ο.Ν.Ε και την μετάβαση σε ένα πιο ισχυρό νόμισμα.

Όσον αφορά τα αρνητικά, αυτό που δεν υπήρχε την συγκεκριμένη χρονική στιγμή στην Ελλάδα ήταν ένα σαφές ρυθμιστικό πλαίσιο σχετικά με τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις. Αυτό ήταν λογικό βέβαια, για μια χώρα που δεν είχε συναντήσει ξανά στην ιστορία της τόσο μεγάλο αριθμό εξαγορών και συγχωνεύσεων σε τόσο μικρό χρονικό διάστημα. Ωστόσο, η δημιουργία κινήτρων και αντικινήτρων για εξαγορές και συγχωνεύσεις, θα βοηθούσε τις επιχειρήσεις να αναπτυχθούν περαιτέρω, προς την σωστή κατεύθυνση και θα τις προετοίμαζε για μια ενιαία ευρωπαϊκή αγορά.

Παρόλο που αυτό το κύμα ήταν αρκετά έντονο για την Ελλάδα και την οικονομία της, από τότε δεν έχει επέλθει δεύτερο. Για αυτό βέβαια ευθύνεται και η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007, η οποία έχει επηρεάσει την χώρα μας σε μεγάλο βαθμό. Μέχρι και το 2012, οι επενδύσεις σε εξαγορές και συγχωνεύσεις βρίσκονταν σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Το 2013 αυξήθηκαν σε 3,3 δις ευρώ κυρίως λόγω ιδιωτικοποιήσεων, ενώ έκτοτε αυξομειώνονται συνεχώς αγγίζοντας τα 4,4 δις ευρώ το 2016 και τα 3,3 ξανά το 2017. Είναι γεγονός, πως με την έλλειψη ρευστότητας

που επικρατεί αυτή την στιγμή στην ελληνική αγορά, είναι δύσκολο να επέλθει άλλο ένα κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων, ωστόσο αυτό μπορεί να αλλάξει στα επόμενα χρόνια.

Κεφάλαιο 3

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο γίνεται μια προσπάθεια να προσεγγίσουμε τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις με βάση το θεωρητικό τους πλαίσιο. Αρχικά, αναλύεται ο τρόπος και τα στάδια στα οποία χωρίζεται η διενέργεια μιας εξαγοράς και συγχώνευσης, στην συνέχεια γίνεται αναφορά στα κίνητρα των μετόχων και των διοικητικών στελεχών που οδηγούν σε εξαγορές ή συγχωνεύσεις και τέλος αναφέρονται οι παράγοντες σύμφωνα με τους οποίους οδηγούμαστε σε επιτυχία ή αποτυχία.

3.1 Στάδια διαδικασίας ενοποίησης

Σε αυτό το κομμάτι θα αναλυθεί ο τρόπος με τον οποίο οι επιχειρήσεις αναπτύσσουν και διενεργούν μια εξαγορά ή συγχώνευση. Κάθε επιχείρηση, μέσα από μια εξαγορά ή συγχώνευση προσπαθεί να επιτύχει ένα στόχο τον οποίο θα πρέπει να γνωρίζει εκ των προτέρων, καθώς πρόκειται για μια διαδικασία που θα επηρεάσει όχι μόνο αυτήν, αλλά τους ανταγωνιστές της και γενικότερα όλο τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται. Οι πιθανότητες να αποτύχει, όπως θα δούμε και στην συνέχεια δεν είναι μικρές και αυτό οφείλεται κατά ένα ποσοστό στην μη οργανωμένη και μη δομημένη σωστά διαδικασία ενοποίησης. Ουκ ολίγες φορές, το σύνολο των στελεχών που αναλαμβάνουν την διενέργεια και τον προγραμματισμό μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης, δεν λαμβάνουν υπόψη τους σημαντικές λεπτομέρειες που σχετίζονται με τις δύο (ή και παραπάνω) επιχειρήσεις και ως εκ τούτου το αποτέλεσμα απέχει πολύ από το βέλτιστο. Σύμφωνα με τους G. Alexandridis & M. Singh (2016), τα στάδια που ακολουθούνται για την διαδικασία της ενοποίησης είναι πέντε και αποτελούν ένα αδιάσπαστο σύνολο ενεργειών με σκοπό την επιτυχία της εξαγοράς ή της συγχώνευσης.

Ως πρώτο στάδιο, αναφέρεται η ανάπτυξη εταιρικής στρατηγικής. Για να αναπτύξει όμως μια εταιρία ένα πλάνο σχετικά το πως θα κινηθεί στο μέλλον, θα πρέπει να ανατρέξει στο επιχειρηματικό της σχέδιο και να αναγνωρίσει τις δυνάμεις, τις αδυναμίες και τους περιορισμούς της. Με αυτόν τον τρόπο θα κατανοήσει σε ποιους τομείς μπορεί να αναπτυχθεί μέσω μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης. Εκτός από την ανάπτυξη στον κλάδο που ήδη δραστηριοποιούνται, σε αυτό το στάδιο οι επιχειρήσεις θα πρέπει να αναλύσουν και άλλες σχετικές με το αντικείμενο τους αγορές, οι οποίες φαίνονται ελκυστικές και στις οποίες θα μπορούσαν να εισέλθουν εύκολα. Στις ναυτιλιακές εταιρίες, αυτό συμβαίνει αρκετά συχνά. Εξαγοράζοντας άλλες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικό ναυτιλιακό κλάδο, οι ναυτιλιακές εταιρίες καταφέρνουν να διευρύνουν τις δυνατότητες και το πελατολόγιο τους. Με άλλα λόγια, μια αποτελεσματική στρατηγική εξαγορών και συγχωνεύσεων, θα πρέπει να προσδιορίζει τα κριτήρια με τα οποία μια άλλη επιχείρηση θα αποτελεί

στόχο για εξαγορά ή συγχώνευση. Αξίζει επίσης να αναφερθεί, ότι στην συγκεκριμένη στρατηγική θα πρέπει να συμπεριλαμβάνεται και σχεδιασμός για την πώληση περιουσιακών στοιχείων ή ακόμη και τμημάτων της εταιρίας, έτσι ώστε να βρεθούν τα απαραίτητα κεφάλαια για την περαιτέρω ανάπτυξη της.

Σε δεύτερο στάδιο, η εταιρία πρέπει να προσδιορίσει και να αναλύσει πιθανούς στόχους για εξαγορά ή συγχώνευση. Μόλις αναπτύξει την στρατηγική της και αποφασίσει σε ποιους τομείς θέλει να αναπτυχθεί, θα πρέπει να δημιουργήσει μια λίστα με επιχειρήσεις που ανταποκρίνονται στα κριτήρια που έχει θέσει και αποτελούν δελεαστικούς στόχους. Αυτά τα κριτήρια επιλογής μπορεί να είναι η ποιότητα των περιουσιακών της στοιχείων, η διαχειριστική εμπειρία, το μερίδιο αγοράς, η κερδοφορία και το επίπεδο συνεργιών το οποίο θα μπορέσει να επιτευχθεί. Επίσης σημαντικό ρόλο μπορεί να παίξει και το μέγεθος της επιχείρησης όπως και η γεωγραφική της τοποθεσία. Με άλλα λόγια, τα κριτήρια μπορεί να είναι διαφορετικά για κάθε εταιρία και μεταβάλλονται ανάλογα με τον σκοπό για τον οποίο μια επιχείρηση θέλει να επεκταθεί μέσα από τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις. Αφού αποφασιστεί το σύνολο των επιχειρήσεων που ανταποκρίνονται καλύτερα στα κριτήρια που έχουν τεθεί, στην συνέχεια θα πρέπει να υπάρξει αλληλεπίδραση με κάθε μια ξεχωριστά έτσι ώστε να διαπιστωθεί το κατά πόσο ενδιαφέρονται και αυτές για μια εξαγορά ή συγχώνευση.

Όταν μια επιχείρηση καταλήξει στις επιχειρήσεις στόχους που θέλει να εξαγοράσει ή να συγχωνευθεί μαζί τους, προχωρά στον διορισμό εμπειρογνομόνων, οι οποίοι θα την βοηθήσουν να επιλέξει την κατάλληλη εταιρία και να ολοκληρώσει όλα τα βήματα σωστά έτσι ώστε να την αποκτήσει ή να συγχωνευθεί μαζί της. Σε αυτό το στάδιο, οι επιχειρήσεις και των δύο πλευρών, συλλέγουν στοιχεία η μια για την άλλη έτσι ώστε να αποφασίσουν αν υπάρχει δυνατότητα δημιουργίας συνεργιών μεταξύ τους. Επίσης, πρέπει να υπολογιστεί και το ρίσκο να αποτύχει η εξαγορά ή η συγχώνευση όπως και οι ζημιές που μπορεί να προκύψουν από την αποτυχία αυτή. Συνήθως, για να συγκεντρωθούν τα απαραίτητα για την ανάλυση στοιχεία, οι συμβαλλόμενες επιχειρήσεις υπογράφουν συμβόλαια μεταξύ τους, τα οποία αρχικά δείχνουν πρόθεση για την επίτευξη συμφωνίας και εν συνεχεία επιβεβαιώνουν πως τα στοιχεία που μοιράζονται οι επιχειρήσεις μεταξύ τους δεν θα αποκαλυφθούν. Πριν αρχίσουν οι λεπτομερείς διαπραγματεύσεις μεταξύ των δύο πλευρών, γίνεται μια αρχική προσφορά η οποία περιλαμβάνει και τους όρους της συμφωνίας. Για αυτή την αρχική προσφορά η έγκριση του διοικητικού συμβουλίου είναι απαραίτητη. Στην συνέχεια, αρχίζουν οι διαπραγματεύσεις μεταξύ των δύο εταιριών για όλα τα ζητήματα που μπορεί να προκύψουν.

Στο επόμενο στάδιο, λαμβάνει χώρα η διαδικασία της δέουσας επιμέλειας. Πρόκειται για μια πολύ αναλυτική διαδικασία, στην οποία ελέγχονται και εξετάζονται όλα τα χρηματοοικονομικά στοιχεία μιας επιχείρησης, είτε εμφανίζονται στις καταστάσεις της είτε όχι. Ανάλογα με τον κλάδο και την μορφή της συναλλαγής, η διαδικασία αυτή μεταβάλλεται και προσαρμόζεται. Στην ναυτιλία για παράδειγμα, που οι συναλλαγές στις περισσότερες περιπτώσεις αφορούν μέρος μιας άλλης εταιρίας ή ακόμα και του στόλου της και όχι εξαγορά ολόκληρης της εταιρίας, η

διαδικασία της δέουσας επιμέλειας θα επικεντρωθεί στην καταλληλότητα και την ποιότητα των πλοίων καθώς και στις συμφωνίες στις οποίες ήδη συμμετέχουν αυτά. Αφού ολοκληρωθεί και η διαδικασία της δέουσας επιμέλειας και μετά από αρκετές διαπραγματεύσεις, ολοκληρώνεται η διαδικασία της εξαγοράς ή της συγχώνευσης.

Τέλος, μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς ή της συγχώνευσης έρχεται το τελευταίο στάδιο της διαδικασίας ενοποίησης το οποίο είναι εξίσου σημαντικό με τα άλλα, αν όχι και σημαντικότερο. Είναι το στάδιο κατά το οποίο οι δύο επιχειρήσεις θα πρέπει να συνενωθούν και να εργάζονται ως μια οντότητα πλέον. Το πως θα επιτευχθεί αυτό, θα πρέπει να έχει προγραμματιστεί από τα προηγούμενα στάδια κιόλας, έτσι ώστε να μειωθούν οι πιθανότητες να αποτύχει αυτή η ενσωμάτωση. Φέρνοντας ως παράδειγμα ξανά την ναυτιλία τακτικών γραμμών, κατά το τελευταίο αυτό στάδιο, δεν αρκεί μόνο η ένωση των στόλων των δύο επιχειρήσεων, αλλά όπως θα δούμε και στην συνέχεια, μεγάλο ρόλο παίζει και ο επαναπροσδιορισμός των δρομολογίων και του δικτύου στο οποίο λειτουργεί γενικότερα η επιχείρηση. Επίσης σε αυτό το στάδιο, αξιολογούνται και επαναπροσδιορίζονται οι στόχοι τους οποίους κατάφερε ή δεν κατάφερε να επιτύχει η επιχείρηση.

3.2 Κίνητρα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Σύμφωνα με την J. Motis (2007), μπορούμε να κατηγοριοποιήσουμε τα κίνητρα για εξαγορές και συγχωνεύσεις σε δύο μεγάλες κατηγορίες, με κριτήριο το ποιος ωφελείται και με ποιον τρόπο στην κάθε περίπτωση. Με βάση αυτή την λογική, μπορούμε να τα διαχωρίσουμε σε κίνητρα που ωθούν τους μετόχους της εταιρίας να προβούν σε μια εξαγορά ή συγχώνευση και κίνητρα που ωθούν τα διοικητικά στελέχη της σε μια τέτοια ενέργεια.

Σκοπός των μετόχων είναι να αυξήσουν την αξία της εταιρίας τους στην αγορά, έτσι ώστε και οι μετοχές τους να αποκτήσουν μεγαλύτερη αξία. Αυτό, μπορεί να επιτευχθεί με πολλούς τρόπους, οι οποίοι θα αναλυθούν στην συνέχεια και συσχετίζονται άμεσα με τα κίνητρα των μετόχων για εξαγορές και συγχωνεύσεις. Σχετικά με τους διοικούντες, ή τους διαχειριστές καλύτερα, της εταιρίας, όπως αναλύθηκε και σε παραπάνω ενότητα, πολλές φορές υπάρχει η πιθανότητα τα κίνητρα τους να είναι διαφορετικά από αυτά των μετόχων. Στην προσπάθεια τους να αυξήσουν τις αποδοχές τους, ή να μειώσουν τον κίνδυνο απόλυσης τους, μπορεί να πάρουν αποφάσεις που να μην είναι σίγουροι πως θα ωφελήσουν την εταιρία που διευθύνουν, αλλά τον εαυτό τους.

3.2.1 Κίνητρα των μετόχων

Επίτευξη Οικονομίων κλίμακας (Economies of scale)

Οι οικονομίες κλίμακας σχετίζονται άμεσα με το μέγεθος της επιχείρησης καθώς και με το κόστος παραγωγής αυτής. Η γενική ιδέα αυτού του όρου είναι πως

όσο μεγαλύτερη γίνεται μια επιχείρηση τόσο θα μειώνεται το μέσο κόστος της, σε συνάρτηση με την παράγωγή της. Πιο συγκεκριμένα, θεωρούμε πως επιτυγχάνουμε οικονομίες κλίμακας, όταν όσο αυξάνεται η παραγωγή, μειώνεται το οριακό κόστος. Συνήθως, αυτό αποτελεί πάγια τακτική των επιχειρήσεων που έχουν υψηλά σταθερά κόστη. Σε αυτές τις περιπτώσεις η υλοποίηση μια οριζόντιας συγχώνευσης είναι εξαιρετικά συνήθης, καθώς κάθε παραπάνω μονάδα παραγόμενου προϊόντος είναι περισσότερο επικερδής. Παραδείγματος χάριν, οικονομίες κλίμακας σε αυτήν την περίπτωση μπορούν να επιτευχθούν με την μείωση των δαπανών που σχετίζονται με την διοίκηση της επιχείρησης, την παραγωγή των προϊόντων, την τιμολόγηση τους, την διανομή τους κ.α. Όλα όμως τα προαναφερθέντα πλεονεκτήματα, αφορούν της βραχυχρόνια περίοδο. Σε μακροχρόνια βάση, οι δύο επιχειρήσεις μπορούν να επωφεληθούν από τις συντονισμένες επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη λόγω των οικονομιών κλίμακας.

Παρόλα τα θετικά που μπορούν να προσφέρουν οι οικονομίες κλίμακας όμως, αυτό που πρέπει να γνωρίζουν και οι δύο επιχειρήσεις σε μια εξαγορά ή συγχώνευση, είναι πως ορισμένες φορές μπορεί να υπάρξει δυσκολία στην ενσωμάτωση της μιας επιχείρησης στην άλλη, στην ολοκλήρωση δηλαδή, όπως ονομάζεται. Και στις δύο περιπτώσεις (τόσο στις εξαγορές όσο και στις συγχωνεύσεις), η εταιρία που θα προκύψει, θα αποτελεί μια μονάδα. Η συνένωση τόσων διαφορετικών λειτουργιών για την επίτευξη οικονομιών κλίμακας, μόνο ως εύκολη διαδικασία δεν μπορεί να χαρακτηριστεί.

Επίτευξη Οικονομιών φάσματος (Economies of scope)

Συχνά ο όρος αυτός συγχέεται με τις οικονομίες κλίμακας. Ως οικονομίες φάσματος (J. Panzar & R. Willig, 1981), εννοούμε την ικανότητα μιας επιχείρησης να χρησιμοποιεί ένα σύνολο εισροών και να παρέχει ένα ευρύτερο φάσμα προϊόντων και υπηρεσιών, του οποίου το μέσο κόστος είναι μικρότερο από ότι αν τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες παράγονταν ξεχωριστά. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις είναι ένας διαδεδομένος τρόπος για να επιτευχθούν οικονομίες φάσματος. Για παράδειγμα μια επιχείρηση μπορεί να συγχωνευθεί με μια άλλη, συνδυάζοντας διαφορετικά προϊόντα και μειώνοντας ταυτοχρόνως το κόστος αποθήκευσής τους.

Διάχυση Τεχνογνωσίας

Η τεχνογνωσία αποτελεί ένα πολύ σημαντικό κριτήριο για την ανάπτυξη μιας εταιρίας. Διαμέσου μιας συγχώνευσης δύο εταιριών με διαφορετικά χαρακτηριστικά, μπορεί να επιτευχθεί διάχυση τεχνογνωσίας και η νέα επιχείρηση να επωφεληθεί σημαντικά από αυτό προοδεύοντας στον τεχνολογικό τομέα.

Αναλυτικότερα, όσον αφορά την διάχυση της τεχνογνωσίας, σε μια συγχώνευση υπάρχουν δύο πιθανά σενάρια και αυτά είναι τα εξής σύμφωνα με τον L.H Roller (2000): α) είτε η μια επιχείρηση να διαθέτει μεγαλύτερη τεχνογνωσία σε όλους τους τομείς και άρα η διάχυση της τεχνογνωσίας να είναι προς μια κατεύθυνση, β) είτε και οι δύο επιχειρήσεις να μπορούν να προσφέρουν η μια στην άλλη τεχνογνωσία σε διαφορετικούς τομείς η κάθε μια. Από τα δύο αυτά σενάρια, σνηθέστερο είναι το δεύτερο και αυτός είναι και ο λόγος που αναφέρεται η διάχυση

της τεχνογνωσίας ως κίνητρο για την συγχώνευση δύο εταιριών. Ιδανικά η τεχνογνωσία της μιας εταιρίας θα συμπληρώσει τα κενά της άλλης καταφέροντας να καλυτερεύσουν την θέση της συγχωνευμένης πλέον επιχείρησης στην αγορά. Ως παράδειγμα επιτυχούς διάχυσης τεχνογνωσίας μπορούμε να αναφέρουμε δύο επιχειρήσεις, από τις οποίες η πρώτη διαθέτει ένα νέο και καινοτόμο προϊόν για αγορά και η δεύτερη την τεχνογνωσία και το δίκτυο για να το διανείμει αποτελεσματικά σε αυτήν.

Έρευνα και ανάπτυξη

Μεγάλο ρόλο επίσης, από τεχνολογικής απόψεως, πέρα από την διάχυση της τεχνογνωσίας, παίζει και η έρευνα και ανάπτυξη των εταιριών. Πρόκειται για ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο μιας εταιρίας που δεν μπορεί να μεταβιβαστεί ή να πωληθεί, για αυτό τον λόγο, ο μόνος τρόπος να επωφεληθεί μια εταιρία από την έρευνα και την ανάπτυξη μιας άλλης είναι να συγχωνευθεί μαζί της ή να την εξαγοράσει. Βέβαια το κίνητρο που προσφέρει η έρευνα και ανάπτυξη για εξαγορές και συγχωνεύσεις διαφέρει ανάλογα τον κλάδο και την ανταγωνιστικότητα αυτού. Παραδείγματος χάριν, μια επιχείρηση η οποία ήδη είναι πρωτοπόρος στον κλάδο της και κατέχει μεγάλο μερίδιο αγοράς σε αυτόν, σε πολλές περιπτώσεις θα προτιμήσει να μην δαπανήσει καθόλου χρήματα για έρευνα και ανάπτυξη, φοβούμενη πως η επένδυση της αυτή έχει μεγαλύτερο ρίσκο από όφελος.

Μείωση του κόστους με μετατόπιση της παραγωγής

Στην περίπτωση που μια επιχείρηση συγχωνευθεί η εξαγοράσει μια άλλη, το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων θα ανήκει πλέον στην ίδια επιχείρηση. Αυτό ισχύει και για τις μονάδες παραγωγής των προϊόντων ή των υπηρεσιών στις οποίες παρήγαγαν το προϊόν τους. Πριν από την συγχώνευση ή την εξαγορά, το οριακό κόστος παραγωγής ανάμεσα στις δύο εταιρίες μπορεί να διαφέρει για πολλούς λόγους. Μέσα από μια συγχώνευση, λοιπόν, η νέα οντότητα, έχοντας στην διάθεση της παραπάνω από μια μονάδες παραγωγής, μπορεί να ανακαταλείψει την παραγωγή των προϊόντων της, από το ένα εργοστάσιο στο άλλο, με τέτοιο τρόπο ώστε να μειώσει σημαντικά το οριακό κόστος παραγωγής της.

Αύξηση της διαπραγματευτικής δύναμης της εταιρίας

Εξίσου σημαντικό κίνητρο για την ανάπτυξη μιας εταιρίας διαμέσου των συγχωνεύσεων αποτελεί και η αύξηση της διαπραγματευτικής της δύναμης απέναντι στους προμηθευτές της. Όταν μια επιχείρηση συγχωνεύεται με έναν ανταγωνιστή της, ή έστω μια άλλη επιχείρηση η οποία δρα σε παρόμοιο κλάδο και έχει ανάγκη από τις ίδιες πρώτες ύλες, αυτομάτως μπορεί να διαπραγματευτεί ευνοϊκότερα τις όποιες συμφωνίες με τους προμηθευτές της. Με άλλα λόγια μπορεί να καταφέρει να μειώσει τις τιμές στις οποίες αγοράζει τις πρώτες ύλες που τις είναι αναγκαίες για την παραγωγή των προϊόντων της, είτε να επιδιώξει κάποια προσφορά. Ωστόσο, υπάρχουν και περιπτώσεις που οι τιμές ορίζονται από μακροχρόνιες συμβάσεις και είναι πολύ δύσκολο να αλλάξουν. Όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό, σε αυτές τις

περιπτώσεις η αύξηση της διαπραγματευτικής δύναμης παύει να αποτελεί κίνητρο για συγχωνεύσεις.

Φορολογικές ελαφρύνσεις

Εξίσου σημαντικός παράγοντας για την λήψη μιας απόφασης που σχετίζεται με τις εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι τα χρηματοοικονομικά, αν μπορούμε να τα χαρακτηρίσουμε έτσι, κόστη. Σε αυτά θα μπορούσαμε να εντάξουμε και τους φόρους, οι οποίοι κατά κοινή ομολογία αποτελούν μια από τις σημαντικότερες υποχρεώσεις μιας επιχείρησης. Οφέλη σχετικά με την φορολογία, προκύπτουν στην περίπτωση που το άθροισμα των φορολογικών υποχρεώσεων των δύο εταιριών πριν την συγχώνευση είναι μεγαλύτερο από το άθροισμα των φορολογικών υποχρεώσεων μετά από αυτήν. Όταν η μια επιχείρηση εμφανίζει ζημιές και η άλλη κέρδη, μετά την συγχώνευσή τους, το σύνολο των κερδών θα είναι σαφώς μικρότερο και άρα και οι φόροι που υποχρεούνται να πληρώσουν. Λόγω αυτού, αρκετές κυβερνήσεις έχουν θεσπίσει κανόνες που απαγορεύουν σε πολλές περιπτώσεις τις επιχειρήσεις με υψηλό αριθμό κερδών να εξαγοράζουν άλλες μικρότερες που παρουσιάζουν ζημιές. Αυτό το μέτρο μπορεί να χαρακτηριστεί ως δίκαιο, καθώς δεν γίνεται οι φορολογικές ελαφρύνσεις να αποτελούν αυτοσκοπό για την σύναψη μιας εξαγοράς ή μιας συγχωνεύσεις όπως συνέβαινε σε προηγούμενες δεκαετίες.

Πρόσβαση σε ευνοϊκότερα επιτόκια δανεισμού

Σε πολλούς κλάδους, ο τραπεζικός δανεισμός αποτελεί μονόδρομο για την περαιτέρω ανάπτυξη μιας επιχείρησης, ωστόσο αρκετές φορές οι τράπεζες είναι επιφυλακτικές σχετικά με τα κεφάλαια τους. Αυτό σημαίνει πως μικρές σε μέγεθος επιχειρήσεις θα δυσκολεύονται να βρουν τα απαιτούμενα για την λειτουργία τους κεφάλαια και όταν τα βρίσκουν, τα επιτόκια δανεισμού που τους προσφέρονται θα είναι αρκετά υψηλά. Μια μεγαλύτερη επιχείρηση όμως, διαθέτει κύρος και φήμη που της επιτρέπουν να δανειζεται με ευνοϊκότερους όρους. Όπως γίνεται εμφανές, λοιπόν, η πρόσβαση για την μικρότερη επιχείρηση σε κεφάλαια με μικρότερο αντίτιμο, μπορεί να αποτελέσει ένα ακόμα κίνητρο για να συγχωνευθεί με μια μεγαλύτερη επιχείρηση.

Διαφοροποίηση

Ένα κίνητρο για εξαγορές και συγχωνεύσεις που συναντάμε κατά κόρων και στον τομέα της ναυτιλίας είναι αυτό της διαφοροποίησης. Όπως αναφέρθηκε και στην ενότητα των ορισμών, πολλές φορές οι επιχειρήσεις νιώθουν την ανάγκη να εισέλθουν σε μια διαφορετική αγορά από αυτήν στην οποία δραστηριοποιούνταν μέχρι εκείνη την χρονική στιγμή. Ωστόσο, η είσοδος σε μια νέα αγορά μπορεί να είναι αρκετά δύσκολη, ειδικά όταν οι γνώσεις για αυτήν είναι περιορισμένες. Για αυτό τον λόγο, στις περισσότερες περιπτώσεις, οι εταιρίες επιλέγουν είτε να συγχωνευτούν με μια εταιρία που ήδη βρίσκεται εντός αυτής της αγοράς, είτε να εξαγοράσουν μια. Κατ' αυτό τον τρόπο, καταφέρνουν να αποκτήσουν ευκολότερα τις γνώσεις και την εμπειρία των στελεχών που ήδη λειτουργούν μέσα σε αυτήν την επιχείρηση, σε σαφώς μικρότερο χρονικό διάστημα. Επιπροσθέτως, ακόμα και αν αυτός δεν είναι ο

κύριος σκοπός της διαφοροποίησης, από την πλευρά των μετόχων τουλάχιστον, επιτυγχάνεται και διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου της εταιρίας, η οποία μειώνει και τον κίνδυνο χρεοκοπίας.

Ενίσχυση της ισχύος της στην αγορά

Ίσως ο πιο σημαντικός παράγοντας για να προβεί μια επιχείρηση σε μια εξαγορά ή συγχώνευση, είναι αυτός της ενίσχυσης της ισχύος της στην αγορά που δραστηριοποιείται. Σύμφωνα με τους J. Farrell & C. Shapiro (1990) κάτω από ορισμένες συνθήκες, οι οριζόντιες συγχωνεύσεις μπορούν να οδηγήσουν σε αύξηση των τιμών, ενώ ταυτόχρονα (όπως αναλύθηκε προηγουμένως) τα κόστη τους μειώνονται. Βέβαια αυτό σχετίζεται άμεσα και με την αύξηση του μεριδίου αγοράς μιας επιχείρησης που εμπλέκεται σε μια τέτοια διαδικασία. Αν το μερίδιο αγοράς της νεοσύστατης επιχείρησης αυξηθεί σημαντικά, κάτι το οποίο είναι λογικό εφόσον μιλάμε για μια οριζόντια συγχώνευση, τότε η πιθανότητα να μπορεί αυτή να ελέγξει τις τιμές και να τις αυξήσει όπως εκείνη επιθυμεί είναι υπαρκτή.

Αυτός είναι και ένας λόγος που κατά καιρούς, οι επιτροπές ανταγωνισμού σε πολλά κράτη δεν επιτρέπουν ορισμένες οριζόντιες συγχωνεύσεις. Όταν κριθεί πως η δύναμη που θα αποκτήσει μια επιχείρηση μετά από μια συγχώνευση η εξαγορά, θα είναι τόσο μεγάλη, ώστε να μπορεί ελεύθερα να ελέγχει τις τιμές, η ενέργεια αυτή δεν θα επιτραπεί καθώς πλήττεται ο ανταγωνισμός.

Ωστόσο, για να καταφέρουν δύο επιχειρήσεις να αυξήσουν τις τιμές τους σε σημαντικό βαθμό μετά την συγχώνευση, τα εμπόδια εισόδου στην αγορά στην οποία δραστηριοποιούνται θα πρέπει να είναι υψηλά. Σε αντίθετη περίπτωση, δυνητικοί ανταγωνιστές θα μπορούν να εισέλθουν στην αγορά οποιαδήποτε στιγμή θελήσουν μειώνοντας τις τιμές.

Πρόληψη ενδυνάμωσης ανταγωνιστών

Σύμφωνα με τους S-O. Fridolfsson & J. Stennek (2005), πολλές επιχειρήσεις μπορεί να επιλέξουν να συγχωνευθούν ή να εξαγοράσουν μια άλλη επιχείρηση, έτσι ώστε να αποτρέψουν έναν κύριο ανταγωνιστή τους από το να το κάνει αυτός. Στην ουσία, το κίνητρο στο οποία αναφερόμαστε στην παρούσα παράγραφο, δεν είναι κατά βάση να επωφεληθεί η ίδια η εταιρία που διενεργεί την συγχώνευση από αυτήν, αλλά να μην επωφεληθεί ο ανταγωνιστής της και αποτελέσει κίνδυνο για την μετέπειτα πορεία της.

Παρόλο που μια τέτοια απόφαση, για την διενέργεια μιας «αμυντικής» εξαγοράς ή συγχωνεύσεως φαντάζει λογική (J. Molnar, 2003), στις περισσότερες περιπτώσεις δεν είναι, καθώς το αντίτιμο που θα πρέπει να πληρωθεί (δεδομένου ότι η ανταγωνίστρια εταιρία θα κάνει συνεχώς αντι-προσφορές), ίσως να υπερβαίνει κατά πολύ την μείωση των κερδών που θα είχε η εταιρία αν τελικά δεν παρενβείνε.

Αποφυγή πιθανής επιθετικής εξαγοράς

Ένα ακόμα κίνητρο για εξαγορές και συγχωνεύσεις, μπορεί να αποτελέσει η αποφυγή του να εξαγοραστεί η ίδια η εταιρία από μια άλλη. Ουσιαστικά, αυτό αφορά επιχειρήσεις που διαθέτουν σημαντικά ρευστά διαθέσιμα, δηλαδή επιχειρήσεις που

αποτελούν τους πιο συνήθεις στόχους για επιθετικές εξαγορές. Σύμφωνα με τον M. Jensen (1986), οι επιχειρήσεις που έχουν στην διάθεση τους υψηλά ποσά ρευστών διαθεσίμων, μπορούν να τα χρησιμοποιήσουν έτσι ώστε να εξαγοράσουν κάποια άλλη επιχείρηση. Με αυτόν τον τρόπο, τα ρευστά διαθέσιμα της επιχείρησης θα μειωθούν, με αποτέλεσμα και να μην αποτελεί πλέον στόχο επιθετικών εξαγορών, αλλά και να αυξηθεί η δύναμη της επιχείρησης. Ωστόσο, συχνά οι μέτοχοι διαφωνούν με τους διοικούντες της εταιρίας για το πως θα χρησιμοποιηθούν αυτές οι ταμειακές ροές, καθώς οι προτεραιότητες τους σχετικά με την εταιρία διαφέρουν. Οι μεν στοχεύουν στην αύξηση της εταιρική αξίας, ενώ οι δε σύμφωνα με τον G. Donaldson (1984) στην αύξηση του εταιρικού πλούτου, δηλαδή της αγοραστικής δύναμης που διαχειρίζονται οι ίδιοι σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Οπότε καταλαβαίνει κανείς πως παρόλο που η χρησιμοποίηση των πλεονάζουσων ταμειακών ροών για την περαιτέρω επέκταση μιας επιχείρησης διαμέσου των εξαγορών και των συγχωνεύσεων είναι συμφέρουσα, ορισμένες φορές δεν προτιμάται.

3.2.2 Κίνητρα των διοικητικών στελεχών

Όπως προαναφέρθηκε, τα κίνητρα των μετόχων μπορεί να διαφέρουν σημαντικά σε σχέση με αυτά των διοικούντων, άποψη που στηρίζεται κατά κύριο λόγο στην θεωρία αντιπροσώπευσης. Σύμφωνα με αυτήν την θεωρία, οι διοικούντες μιας επιχείρησης μπορεί αρκετές φορές να βρεθούν σε δίλημμα σχετικά με το αν θα πρέπει να ενεργήσουν για το συμφέρον της εταιρίας ή για το δικό τους. Πρώτοι, οι A.J. Berle & G.C. Means (1932), ανέφεραν πως σε μια σύγχρονη εταιρία, οι διαχειριστικές ενέργειες διαφέρουν σημαντικά από αυτές που απαιτούνται για την μεγιστοποίηση των κερδών των μετόχων. Με την σειρά τους, οι Jensen & Meckling (1976), ανέπτυξαν το πρόβλημα του εντολέα-εντολοδόχου σύμφωνα με το οποίο δημιουργούνται επιπλέον κόστη λόγω της σύγκρουσης συμφερόντων τα οποία δεν θα υπήρχαν αν οι μέτοχοι διοικούσαν οι ίδιοι την επιχείρηση. Για αυτούς τους λόγους, λοιπόν, συναντάμε και τα εξής κίνητρα, τα οποία δεν σχετίζονται απαραίτητα με την εξέλιξη της εταιρίας:

Υπερβολική αύξηση του μεγέθους της εταιρίας

Τα διοικητικά στελέχη ουκ ολίγες φορές στοχεύουν στην μεγέθυνση της επιχείρησης για διάφορους λόγους. Πρώτα απ' όλα όσο μεγεθύνεται η επιχείρηση, τόσο αυξάνονται και τα κέρδη της, κάτι που σαφώς επηρεάζει τις αποδοχές των διοικούντων και τις ωθεί προς τα πάνω. Επίσης, σύμφωνα με τον D. Muller (1969), άλλος ένας λόγος που αυτό το κίνητρο υφίσταται μπορεί να είναι το ύψος των αποζημιώσεων το οποίο και αυτό με την σειρά του αυξάνεται όσο αυξάνεται και το μέγεθος της επιχείρησης. Επομένως, μέσω μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης τα διοικητικά στελέχη επιτυγχάνουν όλα τα παραπάνω και ταυτόχρονα δείχνουν στους μετόχους πως ενδιαφέρονται για την περαιτέρω ανάπτυξη της εταιρίας τους.

Επιθυμία να διοικήσουν μια άλλη εταιρία

Άλλο ένα κίνητρο που μπορεί να έχουν τα διοικητικά στελέχη για να ωθήσουν την επιχείρηση που εργάζονται σε μια εξαγορά ή συγχώνευση μπορεί να είναι σύμφωνα με τον R. Roll (1986) η υπερβολική σιγουριά πως μπορούν να διευθύνουν εξίσου (ή και περισσότερο) αποτελεσματικά μια άλλη επιχείρηση. Με αυτή την σιγουριά να τους διακατέχει, και μη σκεπτόμενοι ορθολογικά, διενεργούν εξαγορές και συγχωνεύσεις, υπερεκτιμώντας την αξία της επιχείρησης στόχου και άρα δαπανώντας υπέρογκα ποσά για την απόκτηση της. Βέβαια, η αγορά είναι σε θέση να εκτιμήσει την πραγματική αξία της επιχείρησης και για αυτό αντιδρά σε τέτοιες περιπτώσεις. Η αντίδραση αυτή της αγοράς στους λάθος χειρισμούς των στελεχών μπορεί να επιφέρει σημαντικές ζημιές στους μετόχους της εταιρίας. Ο R.Roll αναφέρεται σε αυτή την υπόθεση ως «Υπόθεση της Ύβρης».

Διάχυση του κινδύνου

Η διαφοροποίηση στην προκειμένη περίπτωση δεν αποτελεί μόνο κίνητρο για τους μετόχους αλλά και για τα στελέχη που διοικούν την εταιρία. Όταν μια επιχείρηση δραστηριοποιείται μόνο σε έναν τομέα, ο κίνδυνος να αποτύχει και να βρεθεί υπόλογη η διοίκηση της εταιρίας στους μετόχους είναι μεγάλος. Για αυτό, σύμφωνα με την θεωρία του χαρτοφυλακίου, οι διοικούντες μέσα από τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, μπορούν να επεκτείνουν το φάσμα των δραστηριοτήτων της εταιρίας, μειώνοντας τον κίνδυνο να εμφανίσει αρνητικά οικονομικά αποτελέσματα. Επιλέγοντας, οπότε, τους σωστούς κλάδους για να επενδύσουν, οι διοικούντες μιας εταιρίας μειώνουν τις πιθανότητες να απολυθούν από αυτήν.

3.3 Επιτυχία και αποτυχία στις εξαγορές και συγχωνεύσεις

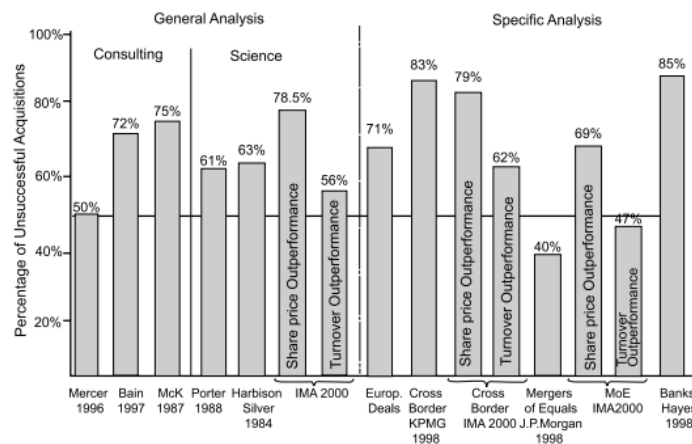
Ένας από τους κύριους λόγους, για τον οποίο οι ερευνητές μελετούν διάφορες περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων, είναι για να καταλήξουν σε ένα συμπέρασμα σχετικά με το αν η συμφωνία αυτή που διενεργήθηκε έφερε θετικά ή αρνητικά αποτελέσματα σε μια επιχείρηση, αν συνοδεύτηκε από επιτυχία ή αποτυχία με άλλα λόγια. Είναι προφανές, πως αυτό σε μεγάλο βαθμό κρίνεται και από την επιλογή της επιχείρησης με τον οποία θα επιδιώξει μια εταιρία να συγχωνευτεί ή να την εξαγοράσει. Αν δυο επιχειρήσεις μεταξύ τους δεν έχουν κοινά στοιχεία και δεν μπορούν να συνεργαστούν, η αποτυχία θα είναι αναμενόμενη. Σκοπός του συγκεκριμένου κεφαλαίου, από αυτό το σημείο και έπειτα, είναι να συγκεντρώσουμε όλα εκείνα τα στοιχεία που μπορεί να οδηγήσουν μια περίπτωση εξαγοράς ή συγχωνεύσεως στην αποτυχία. Δηλαδή τους λόγους εκείνους, για τους οποίους η νέα οντότητα η οποία δημιουργείται μέσα από μια τέτοια συμφωνία, δεν λειτουργήσει όπως αναμενόταν. Επιπροσθέτως, ίσως ακόμη σημαντικότερο, είναι να αναλυθούν και οι παράγοντες εκείνοι που οδηγούν τέτοιου είδους συμφωνίες στην επιτυχία.

Σε αυτό το σημείο, είναι σημαντικό να ορίσουμε, κατά κάποιον τρόπο, το τι θεωρούμε ως αποτυχημένη εξαγορά ή συγχώνευση. Ο G.Y. Koi-Akrofi (2016),

ξεχωρίζει κατηγοριοποιεί τις αποτυχημένες εξαγορές και συγχωνεύσεις σε δύο ομάδες. Η πρώτη, αποτελείται από εκείνες τις συμφωνίες, οι οποίες δεν κατάφεραν να επιτύχουν τον στόχο, όποιος και αν είναι αυτός, που τις οδήγησε στην σύναψη της συγκεκριμένης συμφωνίας. Η δεύτερη από την άλλη, σχετίζεται περισσότερο με τα οικονομικά αποτελέσματα και αφορά τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις που παρουσίασαν μειωμένες αποδόσεις στα λειτουργικά τους κέρδη, οδηγώντας τους μετόχους σε χειρότερη οικονομική θέση από ότι προηγουμένως.

Η σειρά με την οποία αναλύονται τα υποκεφάλαια του συγκεκριμένου κεφαλαίου, κάθε άλλο παρά τυχαία είναι. Οι περισσότεροι λόγοι, οι οποίοι οδηγούν μια συμφωνία τέτοιου είδους στην επιτυχία ή στην αποτυχία, σχετίζονται με τα κίνητρα τα οποία ωθούν τις δύο επιχειρήσεις στην συγκεκριμένη συμφωνία, αλλά και τους στόχους και τις στρατηγικές που έχουν τεθεί κατά τον προγραμματισμό που γίνεται πριν την συγχώνευση. Επίσης, σημαντικό ρόλο στα αποτελέσματα της συμφωνίας, παίζει το αν τα αρνητικά της στοιχεία θα αναγνωριστούν και θα διορθωθούν κατά τα το τελευταίο στάδιο της διαδικασίας ενοποίησης. Σύμφωνα με τον Sherman (2010), πράγματι ο μη επαρκής έλεγχος μετά την ολοκλήρωση των συμφωνιών καθώς και οι αναμενόμενες συνέργιες που τελικά δεν προκύπτουν, είναι μερικοί από τους λόγους που σχετίζονται άμεσα με την αποτυχία των εξαγορών και των συγχωνεύσεων.

Μιλώντας όμως με την γλώσσα των αριθμών και πιο συγκεκριμένα εξετάζοντας τα ποσοστά αποτυχίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων, σίγουρα δύσκολα θα μπορεί να αντιληφθεί κανείς τον λόγο για τον οποίο αυτού του είδους οι εταιρικές συμφωνίες, εξακολουθούν να προτιμώνται για την ανάπτυξη των εταιριών. Μπορεί να υπάρχουν σημαντικές διαφορές στις μετρήσεις, στο δείγμα, στους δείκτες που χρησιμοποιούνται και στα χρονικά πλαίσια της κάθε ανάλυσης, ωστόσο ο Jansen(2002), συγκέντρωσε έναν σημαντικό αριθμό εκτιμήσεων που αφορά ποσοστά αποτυχίας εξαγορών και συγχωνεύσεων. Οι εκτιμήσεις αυτές προέρχονται τόσο από σχετική βιβλιογραφία όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 4, όσο και από εταιρίες συμβούλων. Με μία ματιά στα ποσοστά του συγκεκριμένου διαγράμματος, βλέπουμε πως η πιθανότητα να αποτύχει μια εξαγορά ή συγχώνευση κυμαίνεται μεταξύ 40% και 85%. Για αυτό και οι διεθνείς εξαγορές και συγχωνεύσεις αποτελούν ένα παράδοξο. Παρόλο που τόσο η ακαδημαϊκή έρευνα, όσο και η επιχειρηματική πρακτική, έχουν δείξει πως η πλειονότητα αυτών των συναλλαγών δεν επιτυγχάνουν τους στόχους που έχουν τεθεί πριν την υλοποίηση τους, εξακολουθούν να αποτελούν τον κύριο τρόπο τον οποίο επιλέγουν οι μεγαλύτερες εταιρίες να επενδύσουν.



Διάγραμμα 4, «Επισκόπηση των ποσοστών αποτυχίας Ε&Σ από επιστημονικές μελέτες και εταιρίες συμβούλων», Πηγή: Jansen, 2002

Το παράδοξο αυτό που αναλύεται στην προηγούμενη παράγραφο, ενισχύεται από το γεγονός ότι η αποτυχία μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης συνοδεύεται και από έναν μεγάλο αριθμό συνεπειών για τις επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε αυτές. Οι συνέπειες αυτές, επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τόσο την οικονομική κατάσταση, όσο και το κύρος των συγκεκριμένων επιχειρήσεων. Επιγραμματικά στην συνέχεια αναφέρονται ορισμένες από τις σημαντικότερες συνέπειες που μπορεί να έχει μια αποτυχημένη εξαγορά ή συγχώνευση (Δ. Κόλια, 2014).

- Μείωση στην τιμή της μετοχής της εταιρίας
- Υπερβολικά υψηλά ασφάλιστρα κινδύνου για μελλοντικές συγχωνεύσεις και εξαγορές
- Μειωμένη κερδοφορία
- Μεταβολές στην παραγωγικότητα
- Μείωση του μεριδίου αγοράς
- Μετατροπή της εξαγοραζόμενης επιχείρησης σε πιθανό στόχο εξαγορών
- Απόσπαση προσοχής της επιχείρησης από τους πελάτες, τον ανταγωνισμό και το μερίδιο αγοράς
- Χαμηλή ενθάρρυνση και χαμηλό ηθικό προσωπικού
- Απώλεια σημαντικών στελεχών προσωπικού
- Μειωμένα επίπεδα εξυπηρέτησης και ικανοποίησης της πελατείας
- Χειροτέρευση του εμπορικού ονόματος (brand name) της εταιρίας

Αφού εξετάστηκαν οι σημαντικότερες συνέπειες από μια αποτυχημένη συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης, στα επόμενα κεφάλαια θα εξετάσουμε και τους παράγοντες εκείνους που οδηγούν μια τέτοια συμφωνία στην αποτυχία ή στην επιτυχία.

3.3.1 Παράγοντες αποτυχίας συγχωνεύσεων και εξαγορών

Όπως είδαμε και στο Διάγραμμα 4, η πιθανότητα να αποτύχει μια εξαγορά ή μια συγχώνευση είναι μεγάλη. Το συγκεκριμένο κεφάλαιο, θα προσπαθήσει να αναλύσει τους παράγοντες εκείνους που οδηγούν μια τέτοιου είδους συμφωνία στην αποτυχία. Προφανώς, ο κάθε ερευνητής έχει την δική του άποψη σχετικά με τους παράγοντες αυτούς και το κατά πόσο ο καθένας πράγματι επηρεάζει το αποτέλεσμα, ωστόσο στην συνέχεια παραθέτονται οι σημαντικότεροι λόγοι, για τους οποίους μια εξαγορά ή μίας συγχώνευση αποτυγχάνει:

Υψηλό επίπεδο κόστους για την επίτευξη συμφωνίας: Δεν είναι καθόλου σπάνιες οι περιπτώσεις που μια επιχείρηση θέλει οπωσδήποτε να εξαγοράσει μια άλλη, που το πράττει με οποιοδήποτε οικονομικό τίμημα. Σε αυτή την περίπτωση, η αποτυχία της συμφωνίας κάθε άλλο παρά δύσκολη είναι. Όταν αποφασίζεις σαν εταιρία πως χρειάζεσαι μια τέτοιου είδους επένδυση, πρέπει να σιγουρευτείς πως έχεις και τα απαραίτητα κεφάλαια για την πράξεις. Οι R. Eccles, K. Lanes & T. Wilson (1999), αναφέρουν μεταξύ άλλων, πως δεν υπάρχει μια συγκεκριμένη «σωστή» τιμή, η οποία αποτελεί όριο για την εξαγορά μιας επιχείρησης, ωστόσο θεωρούν πως για να μην ξεπεραστούν οι δυνατότητες της κάθε επιχείρησης, πως θα πρέπει εκ των προτέρων να αποφασίσει μέχρι ποιο ύψος τιμής είναι διατεθειμένη να προβεί στην εξαγορά και να μείνει σταθερή σε αυτήν της την απόφαση.

Έλλειψη πρότερης εμπειρίας: Παρόλο που τα δύο συμβαλλόμενα μέρη σε μια συγχώνευση ή εξαγορά δεν μπορούν να ανταλλάξουν ορισμένες εμπορικά ευαίσθητες πληροφορίες πριν από ολοκλήρωση της συμφωνίας, τα στελέχη μπορούν να αρχίσουν να προετοιμάζονται για την ενοποίηση, ή την ενσωμάτωση της μιας επιχειρήσεως στην άλλη πολλούς μήνες πριν. Τα περισσότερα υψηλά ιστάμενα, σε μια επιχείρηση, στελέχη δεν το πράττουν αυτό χάνοντας χρόνο που θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν, όσο περιμένουν την έγκριση από τις ρυθμιστικές αρχές. Έχοντας προετοιμαστεί κατάλληλα, όλες οι απαραίτητες διαδικασίες μετά την ενοποίηση γίνονται πιο άμεσα. (P. Siegenthaler, 2009)

Μη ρεαλιστικοί στόχοι: Αν οι στόχοι, οι οποίοι έχουν τεθεί, δεν είναι ρεαλιστικοί, οι πιθανότητες να αποτύχει μια εξαγορά ή συγχώνευση αυξάνονται δραματικά. Οι πόροι που αφιερώνονται στην επίτευξη μιας συμφωνίας καταλήγουν σχεδόν πάντα να σπαταλούνται χωρίς λόγο, αφού ακόμα και αν η διοίκηση ήταν πιο ικανή, η δυσκολία επίτευξης των αρχικών στόχων συνήθως είναι πολύ μεγάλη. Αυτό συμβαίνει στην προσπάθεια των διοικητικών στελεχών, να πείσουν τους μετόχους έτσι ώστε να αποδεχτούν την διενέργεια μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης, θέλοντας να επιτύχουν όλα όσα αναφέραμε στα προηγούμενα κεφάλαια (φήμη, αύξηση μισθού κλπ.). Αυτή η κατάσταση, οδηγεί σε έναν φαύλο κύκλο την διοίκηση, η οποία προσπαθεί συνεχώς να βρει καινούριους τρόπους για να επιτύχει τους συγκεκριμένους στόχους, ακόμα και αν γνωρίζει πως είναι λανθασμένοι και δεν πρόκειται να επιτευχθούν. Δυστυχώς, αυτό θα αποτελεί ένα σημαντικό ζήτημα στις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις για αρκετά χρόνια ακόμα, καθώς τα κίνητρα των διοικούντων δεν τους επιτρέπουν να θέτουν διαχειρίσιμους στόχους.

Περιορισμένη συμμετοχή των ιδιοκτητών: Στις περισσότερες περιπτώσεις, αυτοί που διενεργούν την όλη διαδικασία των εξαγορών και των συγχωνεύσεων, είναι οι σύμβουλοι, τους οποίους προσλαμβάνουν οι ιδιοκτήτες της εταιρίας. Ο αριθμός των ατόμων εντός της επιχείρησης, που απασχολούνται με την διενέργεια των εξαγορών και των συγχωνεύσεων είναι μικρός. Οι συγκεκριμένοι σύμβουλοι, θα παραμείνουν στην εταιρία μέχρι και την ολοκλήρωση της συμφωνίας και στην συνέχεια θα αποχωρήσουν. Επιπροσθέτως, οι αμοιβές οι οποίες λαμβάνουν για αυτήν τους την εργασία είναι πολύ υψηλές. Με άλλα λόγια, οι ιδιοκτήτες της εταιρίας, δίνουν πολύ υψηλές αμοιβές σε τρίτους, για να αναλάβουν τις διαδικασίες που είναι αναγκαίες για την επίτευξη μιας συμφωνίας, οι οποίοι όμως συνήθως δεν έχουν κανένα κίνητρο να εργαστούν σκληρά για να επιτύχει η συμφωνία. Η έλλειψη συμμετοχής στις διαδικασίες από τους ιδιοκτήτες και η ταυτόχρονη έλλειψη κινήτρου από τους συμβούλους, μπορούν να οδηγήσουν στην αποτυχία μιας εξαγορές ή συγχώνευσης.

Λανθασμένη στρατηγική προσαρμογή: Εάν οι κύριες αρμοδιότητες και οι κλάδοι στους οποίους δραστηριοποιούνται οι δύο συμβαλλόμενες εταιρίες διαφέρουν σε μεγάλο βαθμό, μια συμφωνία μεταξύ τους θα έχει μικρές πιθανότητες να επιτύχει. Παραδείγματος χάρη, μια επιχείρηση που ειδικεύεται στις πωλήσεις μέσω διαδικτύου και καταλόγων, θα πρέπει να το σκεφτεί πολύ σοβαρά για να εξαγοράσει μια άλλη επιχείρηση που βασίζεται στις άμεσες πωλήσεις, ακόμα και αν τα προϊόντα της είναι γνωστά στο ευρύ κοινό. Πολλές φορές, λοιπόν, οι γνώσεις οι οποίες χρειάζονται σε μια εταιρία, για να διαφοροποιηθεί και να εισέλθει σε έναν εν μέρει καινούριο κλάδο, δεν υπάρχουν, με αποτέλεσμα ο σχεδιασμός της βασικής επεκτατικής στρατηγικής της επιχείρησης με βάση την διαφοροποίηση να αποδειχθεί λανθασμένος. Για αυτό, ένας ασφαλέστερος τρόπος επέκτασης θα ήταν η επικέντρωση στις βασικές ικανότητες της κάθε επιχείρησης και η αναζήτηση στόχων με κοινή στρατηγική.

Υπερβολική προσπάθεια ενσωμάτωσης: Πέρα από την μη επαρκή ενσωμάτωση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης στην εξαγοράζουσα, σημαντικά προβλήματα μπορεί να επιφέρει και η προσπάθεια αλλαγής του συνόλου της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Πολύ συχνά, παρατηρείται μια τάση για ολική αναδιάρθρωση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, ωστόσο δεν πρέπει να ξεχνά κανείς πως υπάρχουν και δραστηριότητες, οι οποίες λειτουργούν όπως ακριβώς θα έπρεπε. Ένα σαφές παράδειγμα λανθασμένης αλλαγής μετά από μια εξαγορά θα μπορούσε να αποτελεί η αλλαγή του εμπορικού σήματος της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Ορισμένες φορές, παρόλο που το εμπορικό σήμα μιας εταιρίας είναι γνωστό στο ευρύ κοινό, επιλέγεται λανθασμένα να αλλάξει μετά από μια εξαγορά, αυξάνοντας τις πιθανότητες να χαθεί ένα μεγάλο μέρος της πελατειακής βάσης που είχε δημιουργήσει η εταιρία πριν την εξαγορά. Εφόσον η εταιρία άξιζε να δαπανηθούν μεγάλα ποσά χρημάτων για να αποκτηθεί, αξίζει και την εμπιστοσύνη και την χρηματοδότηση για ορισμένες από τις βασικές της λειτουργίες.

Μη επαρκής επικοινωνία με τους εργαζόμενους: Σε πολλές περιπτώσεις, η επικοινωνίας μεταξύ της εταιρίας και των εργαζομένων που απασχολούνται σε αυτήν μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερα σημαντική. Συνήθως, σε μια τέτοια περίπτωση επέκτασης μέσω εξαγοράς ή συγχώνευσης, περισσότερη έμφαση δίνεται στην

δημιουργία στρατηγικής για την διευκόλυνση της ενσωμάτωσης, ωστόσο οι εργαζόμενοι δουλεύοντας πάνω σε αυτήν την στρατηγική δεν γνωρίζουν ακόμα και αν θα αποτελούν μέρος της εταιρίας μετά την συμφωνία. Οι εργαζόμενοι βρίσκονται, λοιπόν, σε μια διαρκή ανησυχία σχετικά με το μέλλον τους, η οποία αν δεν αντιμετωπιστεί, οδηγεί σε απώλεια σημαντικών στελεχών και υπαλλήλων. Για αυτό τον λόγο και οι δύο επιχειρήσεις θα πρέπει να ενημερώσουν τους εργαζόμενους τους σχετικά με το πως θα ωφελήσει μια τέτοια κίνηση την εταιρία και με ποιον τρόπο αυτή η αλλαγή θα επηρεάσει την θέση τους.

Σύγκρουση κουλτούρας: Ίσως ο πιο συνηθισμένος λόγος για τον οποίο αποτυγχάνουν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, ο οποίος μάλιστα σχετίζεται άμεσα και με την μη επαρκή επικοινωνία που αναλύθηκε παραπάνω, είναι η σύγκρουση μεταξύ της κουλτούρας των δύο επιχειρήσεων. Η κάθε επιχείρηση ξεχωριστά, έχει συνηθίσει να λειτουργεί, κάτω από ένα συγκεκριμένο πλαίσιο άτυπων κανόνων, οι οποίοι σχετίζονται με την λήψη των αποφάσεων, τις σχέσεις μεταξύ των εργαζομένων, την διοίκηση της επιχείρησης και τον έλεγχο αυτής. Σε μια εξαγορά ή συγχώνευση, είτε θα δημιουργηθεί μια κοινή κουλτούρα για την νέα οντότητα, πράγμα το οποίο είναι πολύ δύσκολο, είτε η μια κουλτούρα θα υπερισχύσει της άλλης, είτε θα συνεχίσουν να υπάρχουν μέσα στην εταιρία και οι δύο κουλτούρες. Όπως μπορεί κανείς να καταλάβει, τα δύο τελευταία σενάρια είναι αυτά που μπορεί να οδηγήσουν πολύ εύκολα στην αποτυχία της συμφωνίας. Από την στιγμή που θα δημιουργηθούν ομάδες, οι οποίες ουσιαστικά θα ανταγωνίζονται η μια την άλλη εντός της ίδιας επιχείρησης και θα δυσκολεύονται να συνεργαστούν, λίγα πράγματα μπορούν να γίνουν έτσι ώστε να αλλάξει αυτή η κατάσταση. Αντιθέτως, η σύγκρουση αυτή μπορεί εύκολα να αναγνωριστεί και να αποφευχθεί κατά την διαδικασία σχεδιασμού, ωστόσο σε αυτή τη διαδικασία όπως είδαμε, δίνεται βάση περισσότερο στα οικονομικά αποτελέσματα των δύο επιχειρήσεων. Για αυτό και η σύγκρουση κουλτούρας είναι αυτή που οδηγεί τις περισσότερες φορές στην αποτυχία.

3.3.2 Η έννοια της επιτυχίας στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, οι περιπτώσεις στις οποίες οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις επιτυγχάνουν είναι λίγες, ωστόσο όλο και περισσότερες επιχειρήσεις επιλέγουν αυτό τον τρόπο για να επεκταθούν. Αυτό το παράδοξο, όπως το ονομάζουν, συνήθως οφείλεται στα διαφορετικά κίνητρα τα οποία υπάρχουν μεταξύ των ομάδων εντός της επιχείρησης. Είναι γνωστό, πως μέσα σε μια επιχείρηση υπάρχουν πολλές και διαφορετικές ομάδες συμφερόντων. Τα κίνητρα, που αναλύθηκαν σε προηγούμενο κεφάλαιο, είδαμε πως πολλές φορές ωθούν τα διοικητικά στελέχη, στο να προτείνουν εξαγορές ή συγχωνεύσεις που γνωρίζουν ακόμα και εκ των προτέρων πως δεν θα ωφελήσουν τους μετόχους.

Επίσης, σημαντική κριτική κατά καιρούς έχει ασκηθεί και στους τρόπους με τους οποίους μετράμε την επιτυχία ή την αποτυχία μιας τέτοιου είδους συμφωνίας. Σε γενικές γραμμές, και με βάση την οικονομική θεωρία, μια συμφωνία μπορούμε να

πούμε πως είναι επιτυχημένη αν η περιουσία των μετόχων αυξάνεται μετά την εξαγορά ή την συγχώνευση. Πιο συγκεκριμένα, συνήθως μελετώνται οι μεταβολές στην αξία της εταιρίας, στο μερίδιο αγοράς, στις πωλήσεις, στα κόστη και σε άλλους πολλούς αριθμητικούς παράγοντες. Επιπροσθέτως, αρκετές φορές, το όφελος των μετόχων συγκρίνεται με το κόστος κεφαλαίου, όπως στα περισσότερα είδη επενδύσεων.

Ένας ακόμη παράγοντας που πρέπει να σκεφτεί κάποιος ο οποίος προσπαθεί να καταλήξει στο αν μια εξαγορά ή συγχώνευση έχει επιτύχει ή αποτύχει, είναι αυτός της διαφορετικότητας της κάθε περίπτωσης. Οι στόχοι τους οποίους προσπαθεί μια επιχείρηση να επιτύχει, ο χρονικός ορίζοντας τον οποίο έχει θέσει και οι στρατηγικές που έχει αναπτύξει για αυτό τον σκοπό, είναι πράγματα τα οποία διαφέρουν σημαντικά από την μια περίπτωση στην άλλη. Παραδείγματος χάρη, μια επιχείρηση μπορεί να χρειαστεί παραπάνω χρόνο για να εμφανίσει θετικά αποτελέσματα από μια συμφωνία, αλλά να καταφέρει να τα διατηρήσει για πολύ μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.

Στο επόμενο υποκεφάλαιο, θα αναλυθούν ορισμένοι από τους πιο σημαντικούς παράγοντες που μπορούν να οδηγήσουν μια συμφωνία στην επιτυχία.

3.3.3 Παράγοντες επιτυχίας εξαγορών και συγχωνεύσεων

Ακόμα πιο σημαντικοί από τους παράγοντες που οδηγούν στην αποτυχία, είναι οι παράγοντες που οδηγούν μια εξαγορά ή συγχώνευση στην επιτυχία. Πολλοί επιστήμονες κατά καιρούς έχουν ασχοληθεί με τα χαρακτηριστικά τα οποία οδηγούν ορισμένες επιχειρήσεις στο να διαφέρουν τόσο πολύ από το σύνολο και εν τέλει να επιτυγχάνουν. Ωστόσο, για λίγους από του παράγοντες που θα αναφερθούν στην συνέχεια, υπάρχει ομοφωνία σχετικά με το αν πράγματι επηρεάζουν θετικά την επιτυχία μια εξαγοράς ή συγχώνευσης. Η επιστημονική κοινότητα για ορισμένους εξ αυτών είναι διχασμένη, αλλά παρόλα αυτά θεωρείται ότι μπορούν να αυξήσουν λίγο έως πολύ τις πιθανότητες μια εξαγορά ή συγχώνευση να χαρακτηριστεί ως επιτυχημένη με βάση τα κριτήρια που αναφέρθηκαν.

Ορισμένοι από αυτούς τους παράγοντες σύμφωνα με την C. Collier (2015), είναι οι εξής:

Προηγούμενη εμπειρία σε εξαγορές και συγχωνεύσεις: Αυτός ο παράγοντας ίσως αποτελεί ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτού που αναφέραμε άνωθεν. Η κοινότητα πράγματι είναι διχασμένη, καθώς υπάρχουν επιστήμονες που πιστεύουν πως πράγματι η εμπειρία των εταιριών σε τέτοιου είδους συμφωνίες μπορεί να βοηθήσει και σε μελλοντικές (Lubatkin, 1983) και άλλοι που θεωρούν πως οι προηγούμενες εξαγορές και συγχωνεύσεις που έχει διενεργήσει μια επιχείρηση δεν συσχετίζονται με τις επόμενες (Heleblian & Finkelstein, 1999). Ακόμα όμως και αν η κάθε συμφωνία έχει ξεχωριστά χαρακτηριστικά, αδιαμφισβήτητα, μια επιχείρηση η οποία είναι έμπειρη όσον αφορά τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις, θα μπορεί να

οργανωθεί καλύτερα κατά την διαδικασία ενοποίησης εφόσον θα γνωρίζει εκ των προτέρων τι πρέπει να πράξει και τι όχι.

Ποιότητα εξαγοραζόμενης επιχείρησης: Ακούγεται απολύτως λογικό, όμως στην πραγματικότητα δεν είναι τόσο εύκολο το να βρει μια εταιρία, στόχους, οι οποίοι να είναι ποιοτικοί έτσι ώστε να τους εξαγοράσει ή να συγχωνευθεί μαζί τους. Η ποιότητα των ίδιων των επιχειρήσεων στόχων, ή ακόμα και των διοικητικών στελεχών τους μπορούν να αυξήσουν κατά πολύ τα ποσοστά επιτυχίας μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης. Κατά πρώτης, δεν σημαίνει απαραίτητα, πως μια αρκετά ποιοτική εταιρία θα κοστίζει και παραπάνω για να εξαγοραστεί. Μέσω των προσφορών και αντιπροσφορών ανάμεσα στα δύο μέρη, η τιμή η οποία θα αποφασιστεί από κοινού μπορεί να είναι αρκετά ελκυστική για την εξαγοράζουσα. Δεύτερον, η διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρίας, μπορεί να μην είναι σε θέση από την πρώτη κιόλας μέρα να αναγνωρίσει ποια αρνητικά στοιχεία πρέπει να αλλάξουν στις δύο εταιρίες έτσι ώστε να ενοποιηθούν. Η εξαγορά μιας αυστηρά οργανωμένης και ποιοτικής εταιρίας, διευκολύνει και αυτή την απόφαση. Με άλλα λόγια, αναγνωρίζοντας ευκολότερα ποια είναι τα αρνητικά και τα θετικά στοιχεία της κάθε εταιρίας, η διεξαγωγή της διαδικασίας ενσωμάτωσης γίνεται πολύ ευκολότερη και αυτό έχει ως αποτέλεσμα την μείωση των πιθανοτήτων αποτυχίας της εξαγοράς ή της συγχώνευσης.

Βαθμός συσχέτισης μεταξύ των εταιριών: Με αυτόν τον όρο, εννοείται το επίπεδο συσχέτισης μεταξύ των τομέων επιχειρηματικής δραστηριότητας ανάμεσα στις δύο επιχειρήσεις. Από αρκετές έρευνες που έχουν διεξαχθεί, παρατηρείται πως όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός συσχέτισης μεταξύ των εταιριών, τόσο μεγαλύτερη είναι και η πιθανότητα, μια εξαγορά ή συγχώνευση μεταξύ τους να επιτύχει. Για να θεωρήσει κανείς πως οι δύο συμβαλλόμενες επιχειρήσεις έχουν υψηλό βαθμό συσχέτισης όσον αφορά τις δραστηριότητές τους, θα πρέπει να εστιάσει στα ακόλουθα κριτήρια:

- Εξυπηρέτηση παρόμοιας πελατειακής βάσης
- Παραγωγή παρόμοιων προϊόντων και υπηρεσιών
- Χρησιμοποίηση παρόμοιων τεχνολογιών
- Κοινούς στόχους

Αν η πλειοψηφία αυτών των συγκεκριμένων κριτηρίων τηρείται, τότε μπορούμε με ασφάλεια να υποθέσουμε, πως οι δύο εταιρίες πράγματι συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό. Ο λόγος για τον οποίο μια εξαγορά ή συγχώνευση τείνει να επιτυγχάνει περισσότερο μεταξύ δύο επιχειρήσεων με κοινά χαρακτηριστικά είναι το ότι με την ύπαρξη αυτών διευκολύνεται σε μεγάλο βαθμό η διαδικασία ενσωμάτωσης. Ας πάρουμε για παράδειγμα δύο επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται στην μεταφορά χύδην ξηρών φορτίων, η υπηρεσία η οποία παράγουν είναι η ίδια με άλλα λόγια. Εφόσον και οι δύο εταιρίες γνωρίζουν πιθανότατα καλά η μια την άλλη, αλλά και την αγορά και το πως πρέπει να κινηθούν μέσα σε αυτήν, η ενσωμάτωση τους θα είναι αρκετά πιο εύκολη. Όπως έχει καταλάβει κανείς μέχρι στιγμής, η πλειοψηφία των περιπτώσεων που ισχύουν τα άνωθεν κριτήρια, αφορά οριζόντιες εξαγορές και συγχωνεύσεις, ωστόσο αυτό δεν αποτελεί κανόνα.

Τρόπος πληρωμής: Αυτός ο παράγοντας αφορά κατά κύριο λόγο τις εξαγορές και όχι τις συγχωνεύσεις. Οι πιο συνηθισμένοι τρόποι με τους οποίους μπορεί μια επιχείρηση να εξαγοράσει μια άλλη είναι τρεις. Πιο συγκεκριμένα, είτε με μετρητά, είτε με μετοχές, είτε με έναν συνδυασμό των δύο. Από μελέτες, έχει παρατηρηθεί, πως στις περιπτώσεις που η εξαγορά διενεργήθηκε με μετρητά, η αντίδραση των επενδυτών στην χρηματιστηριακή αγορά ήταν καλύτερη. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί λόγω της ψυχολογίας των αγορών. Βλέποντας οι επενδυτές πως μια επιχείρηση χρησιμοποιεί μετρητά για να εξαγοράσει μια άλλη και όχι μετοχές, αυτομάτως την θεωρούν ισχυρότερη και με μεγαλύτερη αγοραστική δύναμη. Αυτό εν συνεχεία, αυξάνει και την αυτοπεποίθηση της ίδιας της εταιρίας, πράγμα το οποίο λειτουργεί θετικά στην μετέπειτα διαδικασία ενσωμάτωσης.

Πρόβλεψη των διαφορών στην κουλτούρα: Όπως αναλύθηκε στο προηγούμενο υποκεφάλαιο, η σύγκρουση ανάμεσα στις κουλτούρες των δύο εταιριών που συνενώνονται είναι από τους κύριους παράγοντες που επηρεάζουν την έκβαση της συμφωνίας. Καθήκον των διοικητικών στελεχών είναι να προβλέψουν αυτές τις διαφορές, αν υπάρχουν και να προνοήσουν για την επίλυση τυχόν προβλημάτων που θα προκύψουν από αυτές. Επιπροσθέτως, η δημιουργία μιας νέας κουλτούρας είναι πολύ πιο εύκολη πριν γίνει η συνένωση των δύο εταιριών, καθώς τα στελέχη θα έχουν όλο τον απαραίτητο χρόνο να την προσαρμόσουν όπως εκείνοι θέλουν και να ενημερώσουν τους εργαζομένους των δύο εταιριών για τις όποιες αλλαγές.

Ταχύτητα ενοποίησης: Σύμφωνα με τους O. Morag & K. Barakonji (2006), η ταχύτητα στην οποία επιτυγχάνεται η πλήρης ενοποίηση των δύο εταιριών, έχει κάποιο αντίκτυπο στην επιτυχία των εξαγορών και των συγχωνεύσεων. Το πόσο η ταχύτητα μπορεί να επηρεάσει μια τέτοιου είδους συμφωνία, εξαρτάται από τον σκοπό για τον οποίο γίνεται, τον τύπο της συμφωνίας, τα χαρακτηριστικά των δύο εταιριών αλλά και την διαδικασία που έχει επιλεγεί για την ενοποίηση τους. Σε γενικές γραμμές, όσο γρηγορότερη είναι η ενοποίηση μεταξύ δύο εταιριών, τόσο μεγαλύτερη είναι και η πιθανότητα να επιτύχει η εξαγορά ή η συγχώνευση. Ωστόσο, η ταχύτητα ενοποίησης επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες και κανείς δεν μπορεί να υποθέσει πως υπάρχει μια ταχύτητα κατάλληλη για όλες τις περιπτώσεις. Οι υπεύθυνοι πρέπει να προσαρμόσουν την διαδικασία ενοποίησης, με τέτοιο τρόπο, ώστε να επιτυγχάνεται η βέλτιστη ταχύτητα για την περίπτωσή τους. Επίσης, είναι σημαντικό σε αυτές τις περιπτώσεις, να επιτυγχάνονται θετικά αποτελέσματα νωρίς, έτσι ώστε να αυξάνεται η αυτοπεποίθηση των εργαζομένων και να θεωρούν πως η συγκεκριμένη διαδικασία θα βοηθήσει στην βελτίωση της εταιρίας ως σύνολο αλλά και της θέσης τους σε προσωπικό επίπεδο.

Διατήρηση προσωπικού: Όταν μια εταιρία υφίσταται μια κρίσιμη μετάβαση, όπως στην περίπτωση μιας εξαγοράς ή μιας συγχώνευσης, πολλές φορές εργαζόμενοι κλειδιά για πολλούς λόγους τους οποίους έχουμε ήδη αναφέρει μπορεί να βρεθούν και εκτός της νέας επιχείρησης. Για αυτό τον λόγο, ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που οδηγούν στην επιτυχία των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι η αναγνώριση και η διατήρηση εντός της εταιρίας των εργαζομένων αυτών. Αυτή η διαδικασία σαφώς και είναι πολύ δύσκολη, ειδικότερα για τους εργαζόμενους που

προέρχονται από την εξαγοραζόμενη εταιρία. Για αυτό τον λόγο, η διαδικασία επιλογής του προσωπικού θα πρέπει να είναι αμερόληπτη και εκτενής, έτσι ώστε να δημιουργηθεί εμπιστοσύνη μεταξύ της διοίκησης και των εργαζομένων. Επιπροσθέτως, σημαντική βοήθεια στην ανακάλυψη και διατήρηση των εργαζομένων κλειδιά, αποτελούν τα μπόνους και οι ανταμοιβές. Η ορατή επιβράβευση δημιουργεί κίνητρα στους εργαζομένους, έτσι ώστε να προσπαθήσουν περισσότερο. Επίσης βοηθά και στην βελτίωση της ταχύτητας ενσωμάτωσης.

Κεφάλαιο 4

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο της εργασίας θα γίνει μια βιβλιογραφική ανασκόπηση τόσο σε επιστημονικά άρθρα που σχετίζονται με τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις στον τομέα της ναυτιλίας, αλλά και σε άρθρα που εξετάζουν πιο συγκεκριμένα την μεταβολή της αξίας και την κερδοφορία μιας επιχείρησης πριν και μετά από μια εξαγορά ή συγχώνευση. Με αυτό τον τρόπο, θα εισαχθούμε στο κυρίως θέμα της εργασίας, η οποία μελετά την αξία και την κερδοφορία ενός συνόλου ναυτιλιακών εταιριών πριν και μετά από μια εξαγορά.

4.1 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Η ναυτιλία δεν αποτέλεσε ιστορικά έναν από τους κύριους τομείς στους οποίους οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις γνώρισαν άνθηση. Ίσως και αυτός να είναι ένας από τους λόγους που η αρθρογραφία σχετικά με τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις σε αυτό τον τομέα είναι αρκετά πρόσφατη.

Οι R. Midoro & A. Pitto (2000), είναι από τους πρώτους που αναφέρουν, πως η μορφή που είχε πάρει η αγορά της ναυτιλίας τακτικών γραμμών στις αρχές της χιλιετίας, με το μεγάλο πλήθος συμμαχιών, μπορούσε να αποδειχθεί ανεπαρκής στην δημιουργία σταθερότητας. Αυτό το υποστηρίζουν, λόγω της πολυπλοκότητας που χαρακτήριζε την αγορά εκείνη την εποχή, αλλά και λόγω του ανταγωνισμού μεταξύ των εταιριών εντός των συμμαχιών. Αντ' αυτού προτείνει την μείωση των συνεργατών και την διαφοροποίηση των ρόλων των επιχειρήσεων, κάτι που θεωρεί πως μπορεί να επιτευχθεί μέσα από τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις.

Οι M. Brooks & P. Ritchie (2006), εξετάζουν όλες τις εξαγορές και συγχωνεύσεις που διενεργήθηκαν στο διάστημα 1996-2000 καταλήγοντας σε δύο βασικά συμπεράσματα. Πρώτον, το 40% των περιπτώσεων αφορά διασυνοριακές συμφωνίες. Σε μια βιομηχανία όπως η ναυτιλιακή, η οποία λειτουργεί σε παγκόσμιο επίπεδο, θα περίμενε κανείς το ποσοστό αυτό να ήταν μεγαλύτερο. Επιπροσθέτως, εξετάζοντας την κάθε περίπτωση ξεχωριστά, διακρίνουν την τάση της βιομηχανίας προς εναλλακτικές μορφές ανάπτυξης.

Ο H. Yeo (2013), ασχολείται και αυτός με την γεωγραφική απόσταση μεταξύ των εξαγοραζόμενων και των εξαγοράζουσων εταιριών στην ναυτιλία. Διαπιστώνει πως όντως η γεωγραφική απόσταση επηρεάζει τις ροές των εξαγορών στην ναυτιλία και μειώνει την συνέργια μεταξύ των εταιριών στην ναυτιλία τακτικών γραμμών. Επίσης θεωρεί πως όσο αυξάνεται το μέγεθος μιας επιχείρησης αυξάνεται και η πιθανότητα να στραφεί αυτή προς διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις. Αυτό το αποτέλεσμα της έρευνας του φαντάζει λογικό, καθώς όσο μεγεθύνεται μια επιχείρηση, προσπαθεί να επεκταθεί και εκτός των συνόρων της και ειδικότερα σε μια παγκόσμια βιομηχανία όπως η ναυτιλία.

Οι P. Panayides & X. Gong (2002), από την άλλη θεωρούν πως οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις προτιμώνται τα τελευταία χρόνια σε σχέση με τις συμμαχίες. Επίσης

εξετάζουν στην έρευνα τους όλους τους διαφορετικούς κλάδους της ναυτιλίας και συμπεραίνουν πως ενοποιήσεις διενεργούνται σε όλους ανεξαιρέτως. Τέλος, αποδεικνύουν πως στην ναυτιλία τακτικών γραμμών, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις επηρεάζουν θετικά την τιμή στις μετοχές των επιχειρήσεων που τις διενεργούν.

Οι T. Heaver, H. Meersman, F. Moglia & E. Van De Voorde (2000), εξετάζουν τις σχέσεις μεταξύ των ναυτιλιακών εταιριών, της λιμενικής βιομηχανίας και των οδικών μεταφορών. Υποστηρίζουν, πως τα τελευταία χρόνια οι ναυτιλιακές εταιρίες έχουν καταφέρει να αυξήσουν την διαπραγματευτική τους δύναμη έναντι των υπολοίπων, παρόλο που στρατηγικές κινήσεις που συμπεριλαμβάνουν εξαγορές και συγχωνεύσεις γίνονται και από τις άλλες πλευρές. Επιπροσθέτως αναφέρουν πως οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις διενεργούν όλο και περισσότερες εξαγορές και συγχωνεύσεις οι οποίες είναι τόσο οριζόντιες (με άλλες ναυτιλιακές εταιρίες) αλλά και κάθετες, στην προσπάθεια τους να εισέλθουν σε όσο περισσότερα στάδια της μεταφορικής αλυσίδας γίνεται. Τέλος συμπεραίνουν, πως η διάθεση αυτή της ναυτιλιακής βιομηχανίας για κάθετες συγχωνεύσεις σε συνδυασμό με την πλεονεκτική θέση στην οποία βρίσκονται έναντι της λιμενικής βιομηχανίας, καθιστά το μέλλον της δεύτερης αρκετά αβέβαιο.

Το δίλλημα που συναντούν οι εταιρίες τακτικών γραμμών ανάμεσα σε κοινοπραξίες ή συγχωνεύσεις και εξαγορές απασχολεί και τον S. Das (2011), ο οποίος προσπαθεί να ανακαλύψει τους παράγοντες που επηρεάζουν στην λήψη αυτής της στρατηγικής τους απόφασης. Μέσα από την έρευνα του καταλήγει πως όσο περισσότερους πόρους διαθέτει μια επιχείρηση και όσο πιο έντονες είναι οι συνθήκες στις οποίες ανταγωνίζεται, τόσο πιθανότερο είναι να καταφύγει προς μια εξαγορά. Ένας ακόμα παράγοντας είναι και το είδος των πόρων που διαθέτει, το οποίο επηρεάζει και αυτό με την σειρά του την πιθανότητα να καταφύγει μια επιχείρηση σε εξαγορές. Επιπροσθέτως, πιστεύει πως αν και οι δύο εξεταζόμενες επιχειρήσεις βρίσκονται στην ίδια χώρα είναι πιθανότερο να συγχωνευθούν μεταξύ τους ή να εξαγοράσει η μια την άλλη, λόγω εξοικείωσης. Τέλος, αποδεικνύει πως όσο περισσότερες κοινοπραξίες ή εξαγορές έχει διαπράξει μια επιχείρηση στο παρελθόν, τόσο πιθανότερο είναι να καταφύγει ξανά στο ίδιο τύπο συμφωνίας.

Οι M. Solesvik & P. Westhead (2010), στην έρευνα τους προσπαθούν να βρουν την παράμετρο εκείνη που ωθεί τις ναυτιλιακές εταιρίες στην Νορβηγία να επιλέξουν μια εταιρία έναντι μιας άλλης για να συμμαχήσουν. Μέσα από μελέτη περιπτώσεων κατέληξαν στο συμπέρασμα, πως οι υγιείς σχέσεις, η μεταφορά πόρων και ικανοτήτων και οι κοινοί στρατηγικοί στόχοι, αποτελούν τα κύρια κριτήρια για την επιτυχία μιας συμμαχίας. Επιπλέον, συμπληρώνουν πως σε αυτά τα κριτήρια έχουν οδηγηθεί οι επιχειρήσεις λόγω της κυκλικότητας της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Σε ένα περιβάλλον που είναι συνεχώς ασταθές, οι μακροχρόνιες συμμαχίες μπορούν να σου προσφέρουν την απαραίτητη οικονομική σταθερότητα για να ανακάμψεις σε μια περίοδο δύσκολη για την επιχείρησή σου.

Τα οφέλη των που αποκομίζουν οι μέτοχοι των δύο εταιριών μετά την ανακοίνωση μιας εξαγοράς μελετούν οι G. Alexandrou, D. Gounopoulos & H. Thomas (2014), σε μια εκτενής έρευνα που περιλαμβάνει ένα μεγάλο πλήθος συγχωνεύσεων και εξαγορών στην ναυτιλία από το 1984 έως και το 2011. Σε αντίθεση με προϋπάρχουσες θεωρίες των εξαγορών και συγχωνεύσεων, καταλήγουν στο

συμπέρασμα πως οι μέτοχοι και των δύο πλευρών ωφελούνται από την ανακοίνωση μιας πρότασης για εξαγορά, με τους μετόχους της επιχείρησης στόχου να ωφελούνται περισσότερο μάλιστα. Μάλιστα αναφέρουν, πως μια εξαγορά που στοχεύει στην διαφοροποίηση, θα επιφέρει μεγαλύτερα οφέλη στους μετόχους των δύο εταιριών από μια άλλη που αφορά τον κύριο τομέα δραστηριότητας της εταιρίας. Επίσης αποδεικνύεται στο συγκεκριμένο άρθρο πως οι ρυθμιστικές παρεμβάσεις τόσο από την Ε.Ε όσο και από τις Η.Π.Α επιδρούν αρνητικά στην ναυτιλιακή βιομηχανία.

Οι T. Syriopoulos & I. Theotokas (2007), θίγουν το ρόλο της εταιρικής διακυβέρνησης σε μια ναυτιλιακή επιχείρηση και τον ρόλο που μπορεί αυτή να διαδραματίσει σε μια περίπτωση εξαγοράς. Σύμφωνα με το άρθρο τους, όταν οι δομές της εταιρικής διακυβέρνησης είναι ανεπαρκείς επηρεάζουν την ανάπτυξη της εταιρίας και συνάμα μπορεί να την καταστήσουν ευάλωτη σε εξαγορά. Ως λύση προτείνουν συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που θα έχουν ως στόχο την εξομάλυνση των τυχόν προστριβών που προκύπτουν από τα διαφορετικά κίνητρα εντολέα και εντολοδόχου, κάτι που εν συνεχεία θα οδηγήσει σε θετικά αποτελέσματα για τους μετόχους.

Τέλος, οι D. Polemis & T. Karlis (2016), στο άρθρο των οποίων στηρίζεται και το ερευνητικό κομμάτι της παρούσας εργασίας, βασίζονται σε δείκτες κερδοφορίας και επιχειρηματικής αξίας με σκοπό να συγκρίνουν την απόδοση των εταιριών πριν και μετά την εξαγορά. Τα αποτελέσματα τους δείχνουν τόσο εμφανή μείωση στην κερδοφορία της εξαγοράζουσας εταιρίας αλλά και μη στατιστικά σημαντικά στοιχεία που να αποδεικνύουν αύξηση της επιχειρηματικής αξίας μεταξύ των δύο περιόδων, πριν και μετά την εξαγορά.

Κεφάλαιο 5

Το συγκεκριμένο κεφάλαιο, αρχίζει με μια ανάλυση της ναυτιλιακής βιομηχανίας ως σύνολο και τον ρόλο τον οποίο διαδραματίζουν τα τελευταία χρόνια οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις σε αυτήν. Στην συνέχεια, δίνεται περισσότερη έμφαση στην ναυτιλία τακτικών γραμμών, η οποία παρουσιάζει άλλωστε τα τελευταία χρόνια και την περισσότερη δραστηριότητα όσον αφορά τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις, τόσο με σκοπό την οριζόντια, όσο και την κάθετη ολοκλήρωση.

5.1 Η ναυτιλιακή βιομηχανία

Όπως αναλύθηκε και στο θεωρητικό πλαίσιο άνωθεν, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν στρατηγικές κινήσεις, οι οποίες μπορούν να βοηθήσουν μια επιχείρηση με πολλούς τρόπους. Τα κύματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων και η έντονη χρησιμοποίηση τους από εταιρίες, ειδικότερα τα τελευταία χρόνια δεν θα μπορούσαν να αφήσουν ανεπηρέαστη και την ναυτιλιακή βιομηχανία. Σε ένα περιβάλλον, στο οποίο κυριαρχεί η απρόβλεπτη αυξομείωση των ναύλων, του κύριου δηλαδή εισοδήματος των ναυτιλιακών εταιριών, μια επιτυχημένη εξαγορά, συγχώνευση ή ακόμη και στρατηγική συμμαχία μπορεί να επιφέρει τεράστια οφέλη στις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις. Παρόλα τα θετικά που μπορεί να προσδώσει μια τέτοια συμφωνία σε μια ναυτιλιακή εταιρία και την έντονη χρησιμοποίηση τους τα προηγούμενα χρόνια παγκοσμίως, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις δεν ήταν πάντα η κυρίαρχη μορφή συμφωνιών μεταξύ δύο ή και παραπάνω ναυτιλιακών εταιριών. Ωστόσο, οι διαρθρωτικές αλλαγές στις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά, είναι πιθανών να έχουν ως αποτέλεσμα την αύξηση στον αριθμό των εξαγορών και συγχωνεύσεων στα επόμενα χρόνια (G. Alexandridis & M. Singh, 2016).

Όπως θα δούμε και στην συνέχεια, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις προσπαθούν να επεκταθούν με πολλούς τρόπους και προς πολλές κατευθύνσεις. Τα τελευταία χρόνια μάλιστα, με την ανάπτυξη των door-to-door και just in time υπηρεσιών, γίνεται όλο και πιο έντονη η προσπάθεια των ναυτιλιακών εταιριών να εισέλθουν και σε άλλα τμήματα της μεταφορικής αλυσίδας, αυξάνοντας τα κέρδη τους και ταυτόχρονα την ποιότητα των υπηρεσιών τους. Με άλλα λόγια, στην ναυτιλιακή βιομηχανία τα τελευταία χρόνια παρατηρείται έντονη διάθεση για συνδυασμό κάθετης και οριζόντιας ολοκλήρωσης.

Σχετικά με τους λόγους που μπορεί να οδηγήσουν μια ναυτιλιακή επιχείρηση στην εξαγορά ή συγχώνευση με μια άλλη, αναφέρονται συνοπτικά λόγω προηγούμενης ανάλυσης τα εξής (G. Alexandridis & M. Singh, 2016):

- Περαιτέρω ανάπτυξη των ήδη υπαρχόντων δραστηριοτήτων μιας εταιρίας
- Μείωση του κόστους και αύξηση των εσόδων μέσω λειτουργικών συνεργιών
- Αύξηση του μεριδίου αγοράς και μείωση του ανταγωνισμού
- Διαφοροποίηση στόλου και δραστηριοτήτων
- Πρόσβαση σε κεφαλαιακές αγορές

Ο πιο δραστήριος κλάδος της ναυτιλίας από άποψη διενέργειας εξαγορών, συγχωνεύσεων και γενικότερα συμφωνιών μεταξύ των εταιριών που δραστηριοποιούνται μέσα σε αυτόν είναι η ναυτιλία τακτικών γραμμών, η οποία θα αναλυθεί εκτενέστερα στο επόμενο κεφάλαιο. Ωστόσο αξίζει να αναφέρουμε, πως παρόλο που η φύση της ναυτιλίας είναι τέτοια, που επιτρέπει απλά την αγορά των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης από μια άλλη, αποφεύγοντας πολύπλοκες διαδικασίες, τα τελευταία χρόνια συναντάμε περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων ακόμα και στον κλάδο των δεξαμενοπλοίων.

Η πιο γνωστή περίπτωση, αφορά την εξαγορά της Gener8 Maritime από την βέλγικη Europan, η οποία ολοκληρώθηκε τον Ιούνιο του 2018. Αυτή η συμφωνία καθιστά την Europan ως την μεγαλύτερη, εισηγμένη σε χρηματιστήριο της Αμερικής, εταιρία μεταφοράς πετρελαίου. Αξίζει επίσης να σημειωθεί πως η Gener8 ήταν αποτέλεσμα συγχώνευσης μεταξύ της General Maritime και της Navig8 μόλις τρία χρόνια πριν.

Στον κλάδο μεταφοράς χύδην ξηρών φορτίων από την άλλη, δεν συναντάμε περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων τα τελευταία χρόνια, παρά μόνο εξαγορά περιουσιακών στοιχείων (μέρος του στόλου) από μια επιχείρηση σε μια άλλη.

Παρόλο που σε αυτούς τους κλάδους η δραστηριότητα μεταξύ των επιχειρήσεων δεν είναι έντονη, η κατάσταση αναμένεται να αλλάξει. Τα μερίδια αγοράς των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται τόσο στην αγορά χύδην ξηρών όσο και υγρών φορτίων, είναι σχετικά μικρά και παρόλο που αρκετές επιχειρήσεις δεν είναι καν εισηγμένες στο χρηματιστήριο, πολλοί αναλυτές προβλέπουν πως η δραστηριότητα θα αυξηθεί.

5.2 Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην ναυτιλία τακτικών γραμμών

Η δομή των επιχειρήσεων, η οποία επικρατεί αυτή την στιγμή στην ναυτιλία τακτικών γραμμών, είναι αποτέλεσμα κατά κύριο λόγο στρατηγικών συμμαχιών αλλά και εξαγορών και συγχωνεύσεων. Μια στρατηγική συμμαχία αποτελείται από ένα σύνολο επιχειρήσεων με κοινούς στόχους, οι οποίες συμφωνούν να συνεργάζονται έτσι ώστε να τους επιτύχουν, παραμένοντας όμως ανεξάρτητες. Σύμφωνα με την A. Varbanova (2017), ο κύριος σκοπός δημιουργίας στρατηγικών συμμαχιών στις

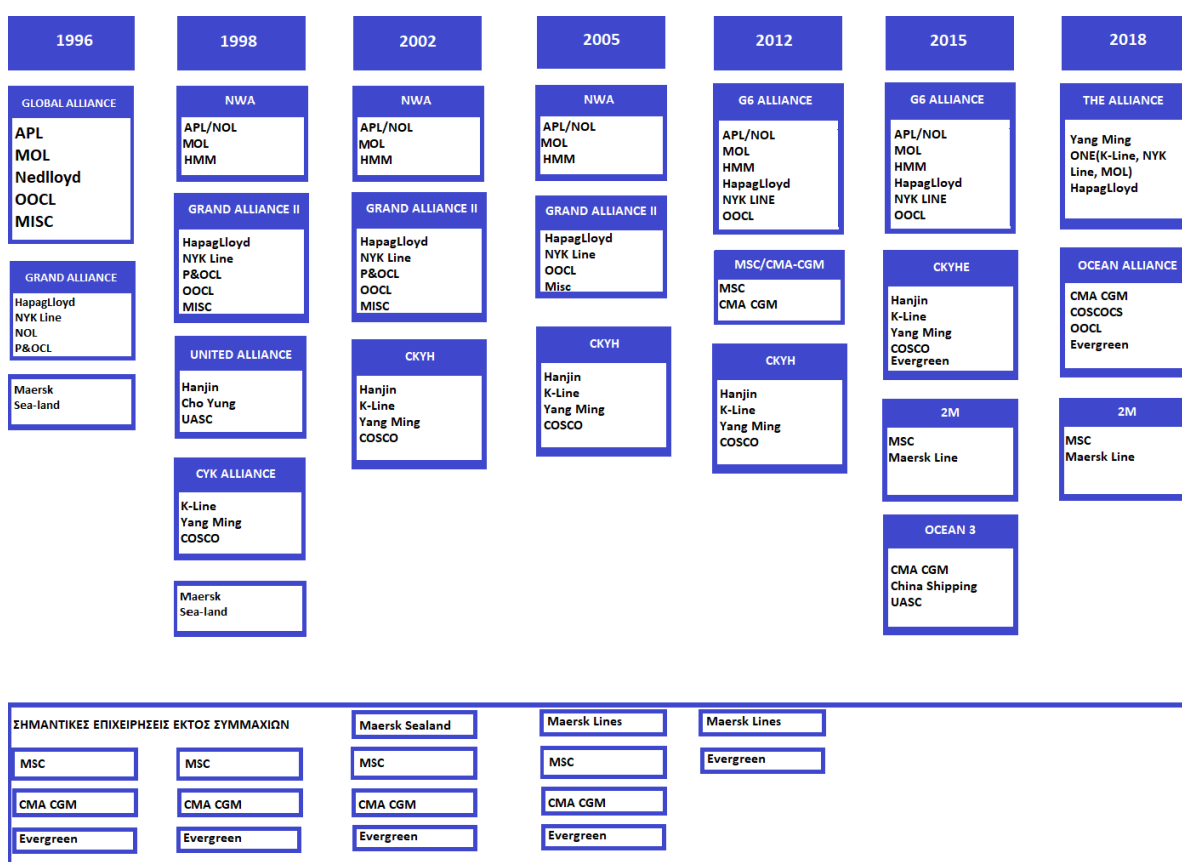
επιχειρήσεις της ναυτιλίας τακτικών γραμμών είναι η επίτευξη συνεργασίας για την βέλτιστη χρησιμοποίηση των πλοίων σε συγκεκριμένες διαδρομές.

Όπως φαίνεται και από τον Πίνακα 2 οι πρώτες συμμαχίες άρχισαν να εμφανίζονται από τις αρχές του 1996. Σύμφωνα με τους R. Sanchez & L. Mouftier (2017) μέχρι και το 1998 υπήρχαν 6 συμμαχίες, οι οποίες και καταλάμβαναν το 50% του παγκόσμιου στόλου. Από εκεί και έπειτα, για μια δεκαετία, μεταξύ 2000 και 2010 οι μεταβολές στην δομή των συμμαχιών ήταν μικρές, ωστόσο η συνολική χωρητικότητα του στόλου των 30 μεγαλύτερων εταιριών είχε σχεδόν διπλασιαστεί, αγγίζοντας τα 11 εκατομμύρια TEUs. Μέχρι τότε, οι τρεις μεγαλύτερες εταιρίες στην αγορά, δηλαδή η Maersk, η MSC και η CMA CGM, δεν είχαν εισχωρήσει σε κάποια συμμαχία, με τις υπάρχουσες συμμαχίες στην αγορά να έχουν μειωθεί σε τρεις. Το 2014 και ενώ οι 2 τελευταίες είχαν ήδη συμμαχία μεταξύ τους, προτείνεται να εισέλθει και η Maersk, μια πρόταση η οποία απορρίφθηκε όμως. Έτσι η MSC προχωράει σε συμμαχία με την Maersk, ενώ η CMA CGM δημιουργεί την Oceans Three με την China Shipping και την UASC.

Καθόλη την διαμόρφωση των συμμαχιών, πολύ σημαντικό ρόλο έχουν παίξει και οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ των εταιριών, με τις σημαντικότερες να λαμβάνουν χώρα μέσα στην τελευταία τριετία. Μερικές εξ' αυτών είναι η συγχώνευση της Cosco με την China Shipping το 2016, η εξαγορά της NOL από την CMA-CGM το ίδιο έτος και η συγχώνευση της Harag-Lloyd με την UASC το 2017. Μπορεί και παλαιότερα να βλέπαμε εξαγορές και συγχωνεύσεις στις εταιρίες τακτικών γραμμών, όπως για παράδειγμα στα τέλη του 1990 με την συγχώνευση της P&O και της Nedlloyd, ωστόσο ποτέ πριν δεν ήταν τόσο μεγάλου εύρους όπως τα τελευταία χρόνια. Από την αύξηση αυτή, μπορεί κανείς να συμπεράνει πως οι εταιρίες καταλαβαίνουν με τον καιρό, ότι οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις μπορούν να τους προσφέρουν πολλά οφέλη, ακόμα και μέσα στο υπάρχον «σύστημα» που έχουν δημιουργήσει οι συμμαχίες. Οι συνέργειες που δημιουργούνται μέσα από μια συγχώνευση, μπορούν να βοηθήσουν τις επιχειρήσεις, έτσι ώστε να επιτύχουν ακόμα καλύτερη αξιοποίηση του στόλου τους και του δικτύου διανομής τους. Συνέργειες, διαμέσου των εξαγορών και συγχωνεύσεων, δεν προκύπτουν άλλωστε μόνο από την επίτευξη οικονομικών κλίμακας με την μεγέθυνση του στόλου, αλλά και από τον περιορισμό των διοικητικών δαπανών που αφορούν τα γραφεία των εταιριών. (Lisa Chee, 2016)

Ένας ακόμη λόγος που βλέπουμε τόσο μεγάλη διάθεση από τις ναυτιλιακές εταιρίες των τακτικών γραμμών για εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι η πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα που παρατηρείται στον κλάδο. Αυτό το πρόβλημα βέβαια είναι χρόνιο, ωστόσο πλέον και για αρκετούς λόγους έχει μεγεθυνθεί. Με άλλα λόγια, παρατηρείται σε αρκετά δρομολόγια, οι επιχειρήσεις να αναγκάζονται να λειτουργούν με πλεονάζουσα χωρητικότητα, λόγω της αδιαιρετότητας της προσφοράς σε συνδυασμό με την μεταβλητότητα της ζήτησης. Αυτό οφείλεται εν μέρει στο γεγονός ότι τα δρομολόγια καθορίζονται εκ των προτέρων προκειμένου να προσφέρουν αξιόπιστες υπηρεσίες. (Fussilo, 2004)

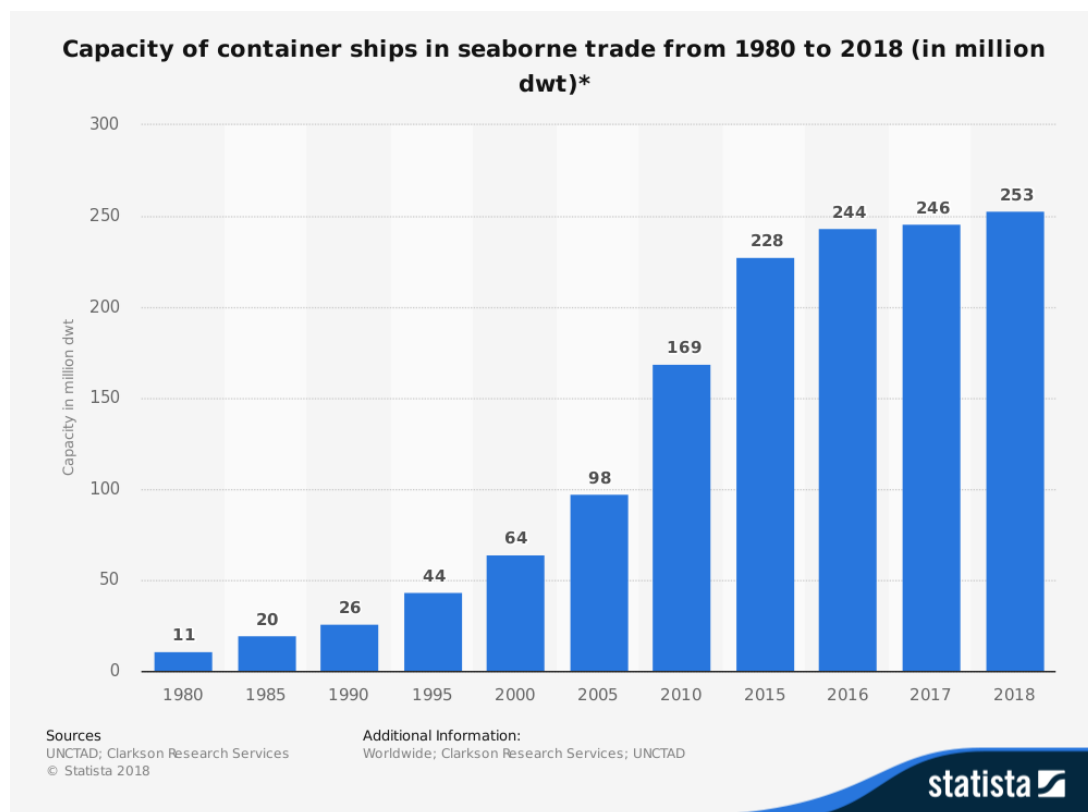
Άλλοι λόγοι για τους οποίους υπάρχει πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα, είναι η τεχνολογική εξέλιξη και η ύπαρξη ανισορροπιών στις εισαγωγές και εξαγωγές μεταξύ των χωρών. Όσον αφορά το πρώτο, όπως και στους άλλους τομείς της ναυτιλιακή βιομηχανίας, έτσι και στην ναυτιλία τακτικών γραμμών, τα πλοία συνεχώς μεγεθύνονται έτσι ώστε να επιτύχουν οικονομίες κλίμακας και ταυτόχρονα γίνονται και πιο γρήγορα. Στην προσπάθεια τους δηλαδή οι εταιρίες να μειώσουν το κόστος τους, οδηγούνται συνολικά σε υπερπροσφορά. Σχετικά με τις ανισορροπίες του εμπορίου, είναι γεγονός πως όλες οι χώρες δεν εξαγουν ή εισάγουν το ίδιο, οι διαφορές είναι τεράστιες, με αποτέλεσμα παραδείγματος χάρη να φεύγουν αρκετά πλοία γεμάτα με εμπορεύματα από την Ασία και να γυρνούν με πολύ λιγότερα από την Ευρώπη.



Πίνακας 2, «Συμμαχίες ναυτιλιακών εταιριών τακτικών γραμμών», Πηγή: Επεξεργασία Δεδομένων από (T. Notteboom, F. Parola, G. Satta, A. Pallis)

Όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 5, την τελευταία δεκαετία, η συνολική χωρητικότητα των πλοίων έχει υπερδιπλασιαστεί, ωστόσο είναι γεγονός πως ταυτόχρονα αυξάνεται και η ζήτηση για μεταφορές, με μικρότερο συντελεστή ωστόσο. Μπορεί κανείς να διακρίνει, πως από το 2016 και έπειτα, παρόλο που η χωρητικότητα αυξάνεται, η αύξηση αυτή γίνεται με πιο χαλαρούς ρυθμούς από ότι τα προηγούμενα χρόνια, κάτι που μας δείχνει πως οι εταιρίες ίσως έχουν καταλάβει πως η κατάσταση πρέπει να αλλάξει. Σύμφωνα με στατιστικά στοιχεία της Clarksons

Research, οι παραγγελίες για νεότευκτα πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων, βρίσκονται σε διαρκή μείωση από το 2015, ενώ σε όρους TEU, έχουν μειωθεί κατά 58% από την υψηλότερη τιμή τους το 2008.



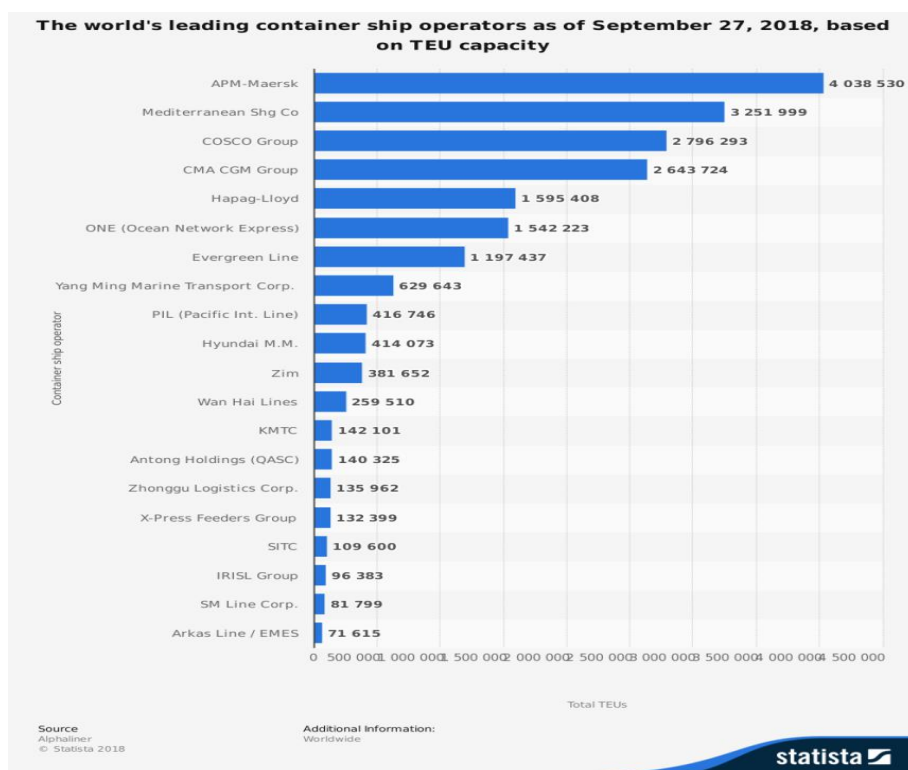
Διάγραμμα 5, «Χωρητικότητα των πλοίων μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων από το 1980 έως και το 2018», Πηγή: Statista

Σύμφωνα με τον Das (2011), η ύπαρξη και μόνον πλεονάζουσας παραγωγικής χωρητικότητας, μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση των εξαγωγών και των συγχωνεύσεων, καθώς αυτές επιτρέπουν σε μια εταιρία να αποκτήσει τον πλήρη έλεγχο μιας άλλης και να προβεί άμεσα σε αυστηρές αναδιαρθρωτικές αλλαγές έτσι ώστε να επιτύχει την απόδοση που επιθυμεί. Επίσης η ναυτιλία τακτικών γραμμών διαφέρει από τους άλλους κλάδους της ναυτιλίας, καθώς η εξαγορά περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης από μια άλλη δεν προτιμάται. Σε αυτή την περίπτωση, η διενέργεια εξαγοράς ολόκληρης της εταιρίας, και όχι μόνο των πλοίων της για παράδειγμα, είναι πιο συμφέρουσα καθώς προσδίδει πρόσβαση σε σημαντικές πληροφορίες που αφορούν την αγορά, στο εμπορικό σήμα της εξαγοραζόμενης, αλλά και στο μερίδιο αγοράς της.

Παρόλα τα θετικά που προσδίδουν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις όμως στον κλάδο της ναυτιλίας τακτικών γραμμών, δεν αποτελεί καθόλου απίθανο σενάριο το να δημιουργηθούν ολιγοπώλια από την έντονη χρησιμοποίησή τους τα τελευταία χρόνια. Αναλυτικότερα, σύμφωνα με την έκθεση της Unctad για το 2017, «...η αυξανόμενη συγκέντρωση στην αγορά, έχει αυξήσει τον κίνδυνο να διαστρεβλωθεί ο θεμιτός ανταγωνισμός και να οδηγηθούμε σε ολιγοπωλιακές δομές αγοράς, με

δυναμικές επιπτώσεις στην ίδια την αγορά, στο επίπεδο των ναύλων και στους φορτωτές. Ως εκ τούτου, οι ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να παρακολουθούν στενά την μελλοντική εξέλιξη των συμμαχιών, για την εξασφάλιση του θεμιτού ανταγωνισμού στην αγορά και την αποφυγή συμπεριφορών κατά του ανταγωνισμού στην αγορά των τακτικών γραμμών».

Κοιτάζοντας το Διάγραμμα 6, η εκδοχή ότι η αγορά της ναυτιλίας τακτικών γραμμών μπορεί να οδεύει προς το ολιγοπώλιο, δεν φαίνεται και τόσο παράλογη. Παρατηρούμε, πως μόλις 7 επιχειρήσεις κατέχουν πάνω από 1 εκατομμύριο συνολικής χωρητικότητας σε TEUs, ενώ μόλις 10 πάνω από 200.000. Επιπροσθέτως, οι επιχειρήσεις που βρίσκονται στις υψηλότερες θέσεις αυτού του διαγράμματος, έχουν διαπράξει συμμαχίες, άρα το επίπεδο ανταγωνισμού μεταξύ τους είναι ακόμα μικρότερο. Όσον αφορά τα μερίδια αγοράς, η συμμαχία των MSC και Maersk Line κατέχει το 32,2%, με δεύτερη την Ocean Alliance με 29,2%, ενώ το σύνολο των 20 επιχειρήσεων που βρίσκονται στην λίστα του διαγράμματος 4 κατέχουν το 90,6% της αγοράς. Αξίζει να αναφερθεί, πως το ίδιο ποσοστό το 2000 ήταν 68,9%, ενώ το 2015 84,1% (Alphaliner 2018), οπότε δεν είναι απίθανο αυτή η συνεχής αύξηση να ανακόψει την πορεία των εξαγορών και των συγχωνεύσεων, οδηγώντας τις επιτροπές ανταγωνισμού στην μη έγκριση περαιτέρω συγχωνεύσεων και εξαγορών.



Διάγραμμα 6, «Οι μεγαλύτερες ναυτιλιακές εταιρίες μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων με βάση την χωρητικότητα σε TEUs», Πηγή: Statista

5.2.1 Άλλες μορφές συμφωνιών στην ναυτιλία τακτικών γραμμών

Εκτός από τις στρατηγικές συμμαχίες οι οποίες αποτελούν την συνηθέστερη μορφή συμφωνιών συνεργασίας μεταξύ των εταιριών στην ναυτιλία τακτικών γραμμών από τις αρχές του 1990, υπάρχουν και άλλες μορφές συμφωνιών συνεργασίας, οι οποίες την διέπουν. Σκοπός, λοιπόν, του παρόντος υποκεφαλαίου είναι να αναλύσει συνοπτικά τους διαφορετικούς αυτούς τύπους με τους οποίους οι εταιρίες τακτικών γραμμών δημιούργησαν συμφωνίες τα προηγούμενα χρόνια και να αναδείξει εν τέλει τον λόγο για τον οποίο υπερέχουν πλέον οι στρατηγικές συμμαχίες στον κλάδο.

Ναυτιλιακές Συνδιασκέψεις (Conferences)

Σύμφωνα με τον επίσημο ορισμό της UNCTAD(1974), ως ναυτιλιακή συνδιάσκεψη ορίζεται “μια ομάδα δύο ή περισσότερων ναυτιλιακών εταιριών που παρέχουν διεθνείς και προγραμματισμένες υπηρεσίες για την μεταφορά εμπορευμάτων, σε συγκεκριμένες διαδρομές ή σε διαδρομές με συγκεκριμένα γεωγραφικά όρια, οι οποίες έχουν έρθει σε συμφωνία ή διακανονισμό, οποιασδήποτε φύσης, στο πλαίσιο της οποίας λειτουργούν με όμοια ή κοινά ναύλα και οποιοσδήποτε άλλους συμφωνημένους όρους που αφορούν την παροχή υπηρεσιών τακτικών γραμμών”.

Η πρώτη ναυτιλιακή συνδιάσκεψη δημιουργήθηκε το 1875 καλύπτοντας το δρομολόγιο μεταξύ του Ηνωμένου Βασιλείου και της Ινδίας, με σκοπό τον έλεγχο του ανταγωνισμού μεταξύ των μελών της συνδιάσκεψης και την ταυτόχρονη μείωση του ανταγωνισμού από εταιρίες εκτός της συνδιάσκεψης. Παρόλο που ακόμα και σήμερα, ο ρόλος των ναυτιλιακών συνδιασκέψεων παραμένει σημαντικός στον κλάδο της ναυτιλίας τακτικών γραμμών, την τελευταία δεκαετία ο αριθμός αυτού του είδους συμφωνιών έχει μειωθεί αρκετά. Μόνο 18% από τις υφιστάμενες ναυτιλιακές συνδιασκέψεις σήμερα αφορούν τις κύριες διαδρομές. (A. Premti, 2016)

Οι ναυτιλιακές συνδιασκέψεις μπορούν να χαρακτηριστούν ως κλειστές ή ανοιχτές ανάλογα τους όρους με τους οποίους μπορεί μια εταιρία να εισέλθει σε αυτές. Στις μεν ανοιχτές, ένας μεταφορέας μπορεί εύκολα να εισέλθει αρκεί να προσαρμοστεί σε κάποιους κανόνες, στις δε κλειστές για να γίνει κάποιος δεκτός θα πρέπει να υποβάλει αίτηση και να πληροί συγκεκριμένες προϋποθέσεις.

Κοινοπραξίες (Consortia)

Ως κοινοπραξία (consortia), μπορεί κανείς να ορίσει “ τις συμφωνίες μεταξύ των ναυτιλιακών εταιριών τακτικών γραμμών, οι οποίες έχουν ως στόχο πρωτίστως την παροχή οργανωμένων και κοινών υπηρεσιών μέσω διάφορων τεχνικών, επιχειρησιακών ή εμπορικών ρυθμίσεων (κοινή χρήση πλοίων, λιμενικών εγκαταστάσεων, μάρκετινγκ). (OECD, 2002)²

² OECD (2002b). Regulatory issues in International Maritime Transport. Document DSTI/DOT(2001)3. Organization for Economic Cooperation and Development, Paris, 8 March.

Η μεγάλη διαφορά των κοινοπραξιών από τις ναυτιλιακές συνδιασκέψεις είναι ότι στις κοινοπραξίες, οι εταιρίες δεν δεσμεύονται να ορίζουν τους ναύλους στα ίδια επίπεδα μεταξύ τους. Επίσης προωθούν περισσότερο τον ανταγωνισμό στην αγορά, με στόχο την βελτίωση της αποτελεσματικότητας των μελών τους με τους τρόπους που αναφέρθηκαν στην προηγούμενη παράγραφο. Με άλλα λόγια, οι κοινοπραξίες αποτελούν σε γενικές γραμμές μια προσπάθεια των εταιριών να μετριάσουν τον κίνδυνο που απορρέει από τις διακυμάνσεις της ζήτησης.

Όσον αφορά τα μέλη και την δομή των κοινοπραξιών, μπορεί να διαφέρουν σημαντικά από την μια κοινοπραξία στην άλλη. Τα μέλη των κοινοπραξιών μπορεί να είναι εταιρίες που ανήκουν στην ίδια ναυτιλιακή συνδιάσκεψη, αλλά και εταιρίες που ανήκουν σε διαφορετικές. Άρα, σε ορισμένες περιπτώσεις, τυγχάνει ναυτιλιακές συνδιασκέψεις να έχουν μέλη τα οποία συμμετέχουν σε διαφορετικές κοινοπραξίες. (A. Prenti, 2016)

Συμφωνίες Συζήτησης(Discussion Agreements)

Οι συμφωνίες συζήτησης ήταν πιο διαδεδομένες στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Με τις συμφωνίες συζήτησης, ανταγωνίστριες εταιρίες, από διαφορετικές ναυτιλιακές συνδιασκέψεις, κατάφερναν να συζητούν και να λαμβάνουν δράση από κοινού για θέματα που σχετιζόνταν με τους ναύλους, την χωρητικότητα και τα κόστη.

Η ύπαρξη τους και μόνο, μαρτυρά πως οι παραδοσιακές ναυτιλιακές συνδιασκέψεις, δεν είχαν την ευελιξία να προσελκύσουν νέες εταιρίες έτσι ώστε να συμμετέχουν και αυτές στο εγχείρημα τους και πως μια άλλη ευρύτερη και πιο ευέλικτη μορφή συμφωνία βρισκόταν προ των πυλών. (Federal Maritime Commission, 2000)³

Οι στρατηγικές συμμαχίες στο προσκήνιο

Το 1988, με σκοπό την ενθάρρυνση του ανταγωνισμού στην διεθνή ναυτιλία και την ανάπτυξη των εξαγωγών των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής, συγκεντρώθηκαν η Βουλή των αντιπροσώπων και η Γερουσία και τροποποίησαν την Ναυτιλιακή Πράξη (Shipping act) του 1984. Από αυτήν την τροποποίηση, θεσπίστηκε και ο νόμος περί ρύθμισης της ναυτιλίας OSRA(Ocean Shipping Reform Act) του 1998, ο οποίος και εκσυγχρόνισε την διεθνή ναυτιλία.

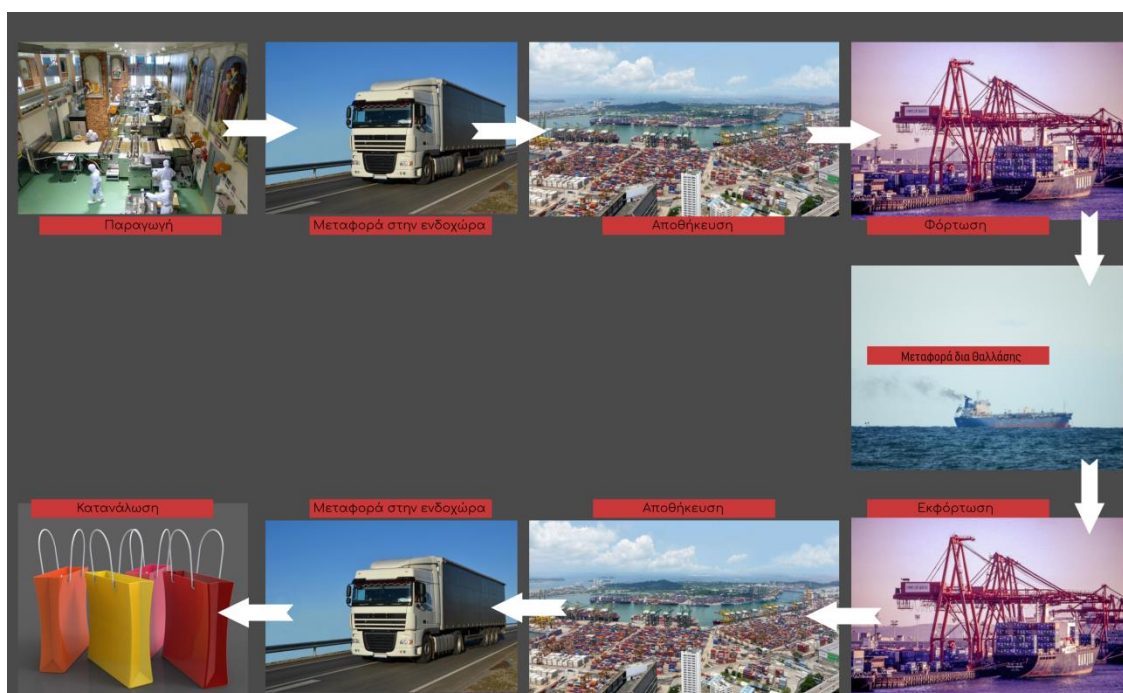
Ο απορρυθμιστικός χαρακτήρας του OSRA, σε συνδυασμό με την παγκοσμιοποίηση των αγορών και τις όλο και αυξανόμενες ποιοτικά υπηρεσίες που προσέφεραν μεταφορείς μη-μέλη ναυτιλιακών συνδιασκέψεων, αποτέλεσαν τους κύριους λόγους για τους οποίους ο κλάδος της ναυτιλίας τακτικών γραμμών “μεταλλάχθηκε” ριζικά. Αποτέλεσμα των συνεχόμενων αυτών αλλαγών ήταν να μειωθεί η χρησιμοποίηση των ναυτιλιακών συνδιασκέψεων από τις εταιρίες και να εδραιωθούν οι στρατηγικές συμμαχίες.

³ Federal Maritime Commission (2000). The Ocean Shipping Reform Act: An interim status report. Washington, DC, June.

Παρόλο που πλέον οι στρατηγικές συμμαχίες αποτελούν μια από τις κυριότερες μορφές συμφωνιών μεταξύ των εταιριών της ναυτιλίας τακτικών γραμμών, πολλοί αρμόδιοι φορείς, ακόμα και σήμερα, τις αναγνωρίζουν ως μια μορφή κοινοπραξιών (consortiums) και για αυτό τον λόγο εξαιρούνται από επιδράσεις των νόμων περί ανταγωνισμού. Ίσως αυτός να είναι και ο σημαντικότερος λόγος, για τον οποίο ο κλάδος της ναυτιλίας τακτικών γραμμών οδηγείται προς το ολιγοπώλιο.

5.3 Κάθετη ολοκλήρωση στον τομέα της ναυτιλίας

Σύμφωνα με τον Fremont(2007), η ναυτιλιακή βιομηχανία γενικότερα, δεν χαρακτηρίζεται από ανταγωνισμό μεταξύ μεμονωμένων επιχειρήσεων, αλλά από μια τάση ενοποίησης, εννοώντας την ολοκλήρωση των υπηρεσιών τόσο οριζόντια όσο και κάθετα. Είναι λοιπόν εμφανές, πως τα τελευταία χρόνια, σε μια προσπάθεια της ναυτιλίας να συμβαδίσει με τις όλο και πιο απαιτητικές ανάγκες που δημιουργούνται για ποιοτικές και γρήγορες μεταφορές, άρχισε να παρουσιάζει και υψηλή τάση για κάθετη ολοκλήρωση. Ως κάθετη ολοκλήρωση στην συγκεκριμένη περίπτωση, αναφερόμαστε στην συνεργασία της ναυτιλίας με τους άλλους κρίκους της μεταφορικής αλυσίδας, όπως για παράδειγμα τις υπηρεσίες που συντελούνται στους τερματικούς σταθμούς, την μεταφορά και την διανομή στην ενδοχώρα κ.α.

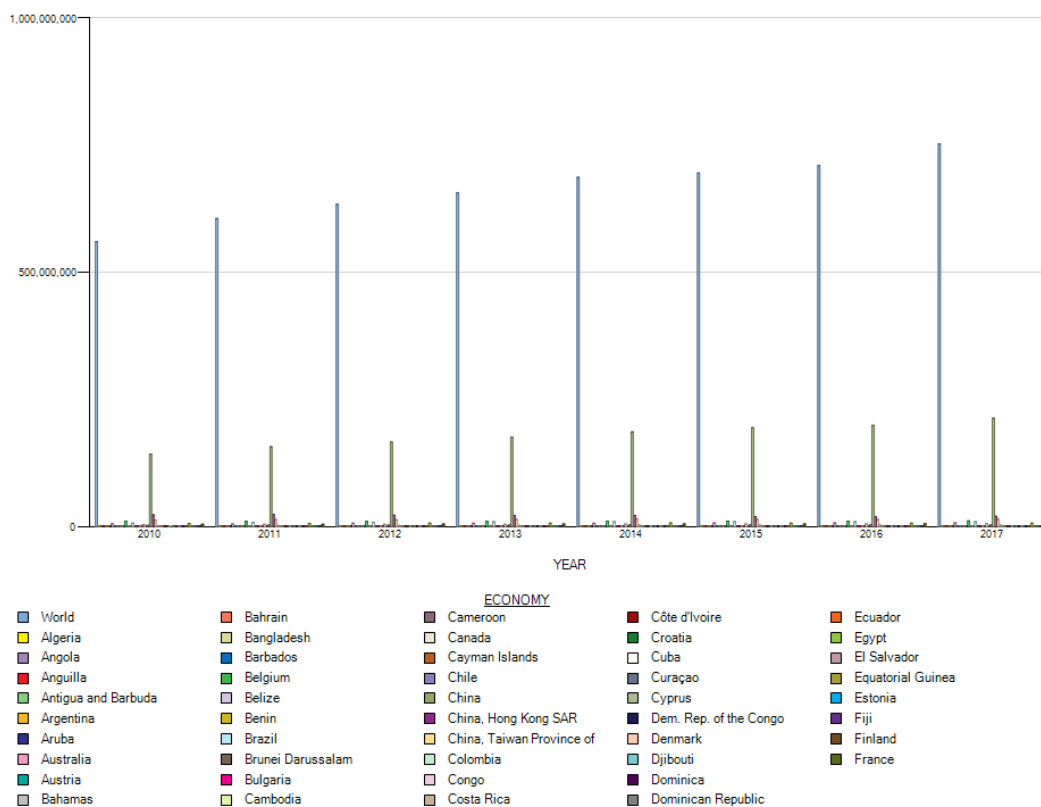


Εικόνα 7, «Μεταφορική Αλυσίδα», Πηγή: Συγγραφέας

Αναφερόμενοι και πάλι στην ναυτιλία τακτικών γραμμών, την τελευταία δεκαπενταετία τουλάχιστον, η αύξηση στην διακίνηση εμπορευματοκιβωτίων ήταν τεράστια. Η αύξηση αυτή, γίνεται ακόμα πιο έντονη, όσο περνούν τα χρόνια και οι εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε αυτό τον κλάδο αυξάνουν τις συνέργιες μεταξύ

τους και τελειοποιούν τα δίκτυα τους. Παρόλο όμως που οι ναυτιλιακές εταιρίες τακτικών γραμμών, βρίσκουν συνεχώς, εδώ και μια εκατονταετία όπως είδαμε, τρόπους να αυξάνουν τις ροές εμπορευμάτων, τα λιμάνια δεν μπορούσαν να συμβαδίσουν με αυτήν την ταχύτατη ανάπτυξη.

Όσον αφορά τα λιμάνια, λοιπόν, μαζί με την συνεχόμενη αύξηση στην διακίνηση εμπορευματοκιβωτίων, εμφανίστηκε και η ανάγκη, την δεκαετία του 1990, για μακροχρόνιες επενδύσεις. Ωστόσο, για δύο σημαντικούς λόγους, οι απαιτούμενες επενδύσεις ήταν δύσκολο να διενεργηθούν. Πρώτων, τα περισσότερα λιμάνια, μέχρι και τότε ελέγχονταν από κρατικούς φορείς, οι οποίοι δεν χρηματοδοτούσαν όσο θα έπρεπε τον λιμενικό τομέα. Δεύτερον, οι εταιρίες που διαχειρίζονταν τους τερματικούς σταθμούς των εμπορευματοκιβωτίων, ήταν αρκετά μικρές για να επενδύσουν τα σημαντικά ποσά που χρειαζόντουσαν (P.Cariou,2007).



Διάγραμμα 8, «Διακίνηση εμπορευματοκιβωτίων 2010-2017 σε TEUs», Πηγή: UNCTADstat

Βλέποντας την αδυναμία αυτή των μέχρι τότε εταιριών διαχείρισης λιμένων να προβούν σε επενδύσεις και γνωρίζοντας πως διαθέτουν τα κεφάλαια να αναπτύξουν αυτές τον κλάδο, αρκετές εταιρίες της ναυτιλίας τακτικών γραμμών αποφάσισαν να εισέλθουν σε αυτόν και να διαχειριστούν και αυτές τερματικούς σταθμούς. Με αυτόν τον τρόπο, οι ναυτιλιακές εταιρίες, κατάφεραν να ελέγξουν πέντε ή και παραπάνω τμήματα της μεταφορικής αλυσίδας που παρουσιάζεται στην Εικόνα 7, από μόλις ένα (την μεταφορά των εμπορευματοκιβωτίων στην θάλασσα), που ήλεγχαν προηγουμένως. Όσο τα τμήματα της μεταφορικής αλυσίδας παραμένουν ως έχουν,

τέτοιου είδους επενδύσεις, θα γίνονται από τις ναυτιλιακές εταιρίες τακτικών γραμμών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα κάθετης ολοκλήρωσης σε αυτό τον κλάδο αποτελεί και η απόκτηση του πλειοψηφικού πακέτου του λιμένα του Πειραιά από την κινέζικη COSCO, η οποία όπως είδαμε στο Διάγραμμα 6 αποτελεί μια από τις μεγαλύτερες εταιρίες μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων.

Σχετικά με τα πλεονεκτήματα που υπάρχουν σε αυτήν την κίνηση των ναυτιλιακών εταιριών μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων, πολλοί αναλυτές αναγνωρίζουν μεταξύ άλλων της μείωση του λειτουργικού κόστους, της διάχυση του κινδύνου, την μεταφορά γνώσεων από τον ένα κλάδο στον άλλο και την επίτευξη οικονομικών κλίμακας και φάσματος. Επιπροσθέτως, μπορεί κανείς να αναφέρει πως μέσα από την διαχείριση των τερματικών σταθμών, μια ναυτιλιακή επιχείρηση, καταφέρνει να μειώσει την αβεβαιότητα που σχετίζεται με τον χρόνο που θα διαρκέσει η φορτοεκφόρτωση. Αυτό το πλεονέκτημα ενισχύεται ακόμα περισσότερο στην περίπτωση που ένας τερματικός σταθμός χρησιμοποιείται αποκλειστικά για τα πλοία μιας εταιρίας (dedicated terminal).

Παρόλα τα θετικά όμως που μπορεί να προσφέρει μια τέτοια επένδυση σε μια ναυτιλιακή εταιρία, εμφανής είναι και η ύπαρξη μειονεκτημάτων. Πρωτίστως, η ναυτιλιακή βιομηχανία με την λιμενική, εμφανίζουν πολλές διαφορές μεταξύ τους όσον αφορά την δομή και τον επαγγελματικό προσανατολισμό τους, οπότε η σύζευξη των δύο υπάρχει περίπτωση να μην καταλήξει επιτυχής. Επίσης, κατά κάποιον τρόπο, μέσα από την κάθετη διαφοροποίηση μια εταιρία χάνει και την ταυτότητά της (P. Krugman, 1980). Άλλο ένα μειονέκτημα, αφορά το ύψος της επένδυσης. Τόσο η απόκτηση ενός τερματικού σταθμού, όσο και η συνεχής ανάπτυξη του έτσι ώστε να ανταποκρίνεται στις ανάγκες της αγοράς, απαιτούν σημαντικά κεφάλαια, τα οποία κάποιες επιχειρήσεις να μην διαθέτουν ή να προτιμούν να τα επενδύσουν σε άλλες δραστηριότητες.

Λόγω των προαναφερθέντων πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων, όλες οι ναυτιλιακές εταιρίες τακτικών γραμμών δεν έχουν παρουσιάσει τον ίδιο βαθμό κάθετης ολοκλήρωσης. Σύμφωνα με τον P. Cariou (2007), υπάρχουν εταιρίες που επικεντρώνονται στις ναυτιλιακές υπηρεσίες και άλλες, όπως η Maersk Line, που προσπαθούν να αναπτυχθούν κατά μήκος ολόκληρης της μεταφορικής αλυσίδας. Όσον αφορά την σύνδεση πλοίου και λιμένα, γίνεται διάκριση ανάμεσα σε εταιρίες που έχουν ισχυρό έλεγχο στην φορτοεκφόρτωση των πλοίων τους μέσω αποκλειστικών τερματικών σταθμών (dedicated terminals) και δικών τους εταιριών διαχείρισης, σε εταιρίες με περιορισμένο έλεγχο μέσω αποκλειστικών τερματικών σταθμών που έχουν διαπράξει κοινοπραξίες με εταιρίες διαχείρισης και τέλος σε μικρότερες εταιρίες που χρησιμοποιούν εγκαταστάσεις για πολλαπλούς χρήστες διαπράττοντας διμερείς συμβάσεις με εταιρίες διαχείρισης.

Σχετικά με την ύπαρξη αποκλειστικών τερματικών σταθμών, άξια αναφοράς είναι η έρευνα των Ó. Álvarez-SanJaime, P. Cantos-Sánchez, R. Moner-Colonques & José J. Sempere-Monerris (2013) η οποία εξετάζει το αν είναι περισσότερο κερδοφόρα για μια εταιρία η διαχείριση ενός τερματικού σταθμού που θα χρησιμοποιείται αποκλειστικά από μια εταιρία (dedicated terminal) ή ενός που θα χρησιμοποιείται

από πολλαπλούς χρήστες. Οι συγγραφείς, θεωρούν πως αν οι επιχειρήσεις δεν περιορίζονται με οποιονδήποτε τρόπο, θα θέλουν να διαχειρίζονται τερματικούς σταθμούς που απευθύνονται σε όλους τους χρήστες, έτσι ώστε να αυξήσουν το μερίδιο τους στην αγορά και να αποκτήσουν τον έλεγχο των ανταγωνιστών τους.

Σχετικά με τις εταιρίες που διαθέτουν αποκλειστικούς τερματικούς σταθμούς, ακόμα και αυτές, τις περισσότερες φορές επιδιώκουν να φορτοεκφορτώνουν μέρος των εμπορευμάτων τους από τους “ανοιχτούς” τερματικούς σταθμούς, έτσι ώστε να μειώσουν την κίνηση στον δικό τους τερματικό σταθμό. Επιπροσθέτως, είναι κερδοφόρο, σύμφωνα με το άρθρο, να ενοικιάζουν τις υπηρεσίες του αποκλειστικού τερματικού τους σταθμού και σε άλλες εταιρίες.

Κεφάλαιο 6

Στο τελευταίο αυτό κομμάτι της παρούσας εργασίας, θα γίνει μια ανάλυση που αφορά εξαγορές που συντελέστηκαν την τελευταία 10ετία στον ναυτιλιακό χώρο. Κύριος σκοπός αυτής της ανάλυσης είναι μέσα από την μελέτη διάφορων δεικτών που θα αναλυθούν στην συνέχεια, να προκύψει κάποιο συμπέρασμα σχετικά με το πως επηρεάζεται η κερδοφορία και η εταιρική αξία της επιχείρησης μέσα από μια εξαγορά.

6.1 Παρουσίαση δεδομένων και μεθοδολογίας

Η παρούσα μελέτη αφορά δέκα περιπτώσεις εξαγορών που έχουν διενεργηθεί σε ναυτιλιακές εταιρίες παγκοσμίως κατά την περίοδο 2008 έως και 2016. Στηρίζεται στην ανάλυση των D. Polemis & T. Karlis (2016), οι οποίοι όμως εξέτασαν ένα αρκετά μεγαλύτερο δείγμα επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2009. Οι επιχειρήσεις που αποτελούν το δείγμα αυτής της έρευνας, όπως το έτος που διενεργήθηκε η κάθε εξαγορά, αναφέρονται αναλυτικά στον Πίνακα 3. Αξίζει επίσης να αναφερθεί, πως στο δείγμα συμπεριλαμβάνονται επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους της ναυτιλίας. Έτσι βλέπουμε εξαγορά από την DHT holdings, η οποία δραστηριοποιείται στην μεταφορά χύδην υγρών φορτίων, από την Excel Maritime, σημαντική εταιρία στον κλάδο της μεταφοράς χύδην ξηρών φορτίων, αλλά και κολοσσούς στον κλάδο της μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων όπως η CMA CGM και η Mitsui O.S.K lines.

Για την εύρεση των οικονομικών μεγεθών της κάθε επιχείρησης, αναλύθηκαν οι ετήσιες αναφορές, τις οποίες οι ίδιες οι εταιρίες δημοσιεύουν ανά χρόνο. Λόγω μη δυνατότητας πρόσβασης σε κάποια αναγνωρισμένη βάση δεδομένων, οι υπολογισμοί των χρηματοοικονομικών δεικτών που θα αναλυθούν στην συνέχεια, εκτελέστηκαν από τον συγγραφέα.

Για να προσδιοριστούν οι επιδόσεις των εταιριών που διενεργούν την εξαγορά, εξετάζονται τα οικονομικά μεγέθη των επιχειρήσεων ένα χρόνο πριν και έναν χρόνο μετά την εξαγορά. Θα μπορούσαμε να επιλέξουμε δύο χρόνια πριν και δύο χρόνια μετά την εξαγορά, ωστόσο για να συμβεί αυτό την στιγμή της συγγραφής της συγκεκριμένης διπλωματικής θα έπρεπε να παραλείψουμε σημαντικές περιπτώσεις εξαγορών από τον Πίνακα 3 εφόσον δεν έχει περάσει το χρονικό διάστημα των δύο χρόνων.

Εξαγοράζουσα	Εξαγοραζόμενη	Χρονολογία
DHT Holdings, Inc.	Samco Shipholding Pte. Ltd.	2014
AP Moller-Maersk A/S	Brostrom AB	2008
Mitsui OSK lines Ltd.	Kansai Kissen KK	2009
Stolt Nielsen Ltd.	Jo Tankers	2016
Excel Maritime Carriers	Quintana Maritime Ltd.	2008
Matson Inc.	Horizon Lines Inc.	2015
Kawasaki Kisen Kaisha Ltd.	Flex LNG Ltd.	2008
CMA CGM SA	Neptune Orient Lines Ltd.	2016
DryShips Inc.	Ocean RIG ASA	2008
Nippon Yusen	Taiheyo Kaiun Co Ltd.	2009

Πίνακας 3, “Λίστα εξαγοράζουσων και εξαγοραζόμενων εταιρών”

6.2 Ανάλυση δεικτών

Σε αυτό το σημείο θα αναλυθούν οι δείκτες οι οποίοι θα χρησιμοποιηθούν στην παρούσα ανάλυση ανά κατηγορίες, για την καλύτερη κατανόηση από τον αναγνώστη.

6.2.1 Δείκτες κερδοφορίας

Οι δείκτες κερδοφορίας χρησιμοποιούνται για να εκτιμήσει κανείς την ικανότητα μιας επιχείρησης να παράγει κέρδη από τις δραστηριότητές της. Με άλλα λόγια, μας δείχνουν αν οι επιχειρήσεις πραγματοποιούν αρκετά λειτουργικά κέρδη από την διαχείριση των περιουσιακών τους στοιχείων. Με αυτή την έννοια, οι δείκτες κερδοφορίας σχετίζονται με τους συντελεστές απόδοσης. Μερικοί από τους πιο διαδεδομένους δείκτες κερδοφορίας που θα χρησιμοποιηθούν και στην έρευνα μας είναι οι εξής:

- Δείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους (Profit margin): Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται από την διαίρεση του καθαρού κέρδους με τις πωλήσεις. Σίγουρα το καθαρό κέρδος και οι πωλήσεις από μόνες τους δεν μπορούν να μας δώσουν πλήρη εικόνα για την οικονομική κατάσταση μιας εταιρίας, για αυτό και ο συγκεκριμένος δείκτης τα συνδυάζει. Σε γενικές γραμμές, ένα χαμηλό περιθώριο καθαρού κέρδους δεν είναι πολύ ασφαλές για μια εταιρία. Αν μια εταιρία έχει χαμηλό περιθώριο καθαρού κέρδους, μια περαιτέρω μείωση των πωλήσεων θα το μειώσει περαιτέρω, δίνοντας του μέχρι και αρνητικές τιμές.
- Δείκτης περιθωρίου μεικτού κέρδους (Gross Margin): Ο δείκτης περιθωρίου μεικτού κέρδους ισούται με τις πωλήσεις, μείον το κόστος πωληθέντων, δια τις πωλήσεις και όπως και ο προηγούμενος εκφράζεται σε ποσοστό επί τις εκατό. Ο δείκτης αυτός όμως δεν μετρά την συνολική κερδοφορία, αλλά την κερδοφορία της επιχείρησης από τις παραγωγικές δραστηριότητες της και μόνον, για αυτό όσο υψηλότερος είναι τόσο ευκολότερα μπορεί μια επιχείρηση να καλύψει τα λειτουργικά της άλλα και άλλα έξοδα.
- Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (ROA): Ο δείκτης αυτός είναι ουσιαστικά ο λόγος των καθαρών κερδών, ως προς το σύνολο του ενεργητικού. Με άλλα λόγια φανερώνει το πόσο αποτελεσματικά μπορεί μια επιχείρηση να διαχειριστεί το σύνολο του ενεργητικού της για να παράγει κέρδη. Είναι καλύτερο, ο συγκεκριμένος δείκτης να χρησιμοποιείται για σύγκριση επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο.
- Δείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων (ROCE): Ένας ακόμα πολύ σημαντικός δείκτης για την συγκεκριμένη έρευνα είναι ο ROCE. Πρόκειται για δείκτη που μοιάζει αρκετά με τον ROA, ωστόσο αντί για τα συνολικά κεφάλαια, στον παρονομαστή τοποθετούμε τα διαρκή ή απασχολούμενα κεφάλαια. (Κέρδη προ φόρων/(Σύνολο Ενεργητικού-Βραχυπρόθεσμες Οφειλές).

6.2.2 Δείκτες δανειακή επιβάρυνσης

Οι δείκτες δανειακής επιβάρυνσης, μπορούν να χρησιμοποιηθούν έτσι ώστε να προσδιοριστεί το επίπεδο χρηματοοικονομικού κινδύνου που αντιμετωπίζει μια εταιρία και οι μέτοχοι της. Σε γενικές γραμμές, όσο μεγαλύτερες είναι οι δανειακές υποχρεώσεις μιας εταιρίας, τόσο αυξάνεται και το επίπεδο χρηματοοικονομικού κινδύνου. Στην έρευνα μας θα χρησιμοποιηθούν οι εξής δείκτες δανειακής επιβάρυνσης:

- Δείκτης συνολικής ικανότητας δανεισμού (Debt ratio): Ο δείκτης αυτός συγκρίνει το συνολικό χρέος μιας επιχείρησης, με το σύνολο του ενεργητικού της. Πολλές φορές αναφέρεται και σαν βαθμός δανειακής κάλυψης και μια εταιρία πρέπει να προσπαθεί να τον διατηρεί σε χαμηλά επίπεδα έτσι ώστε να

είναι ελκυστική. Σε αντίθετη περίπτωση, όταν αυτός ο δείκτης είναι ήδη υψηλός, η εταιρία είναι βεβαρημένη ήδη με υψηλά δανειακά κεφάλαια.

- Δείκτης Ξένων προς Ιδίων κεφαλαίων (Debt-to-Equity ratio): Όπως φανερώνει και το όνομα του συγκεκριμένου δείκτη, συγκρίνονται τα ξένα ή δανειακά κεφάλαια με τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης. Αυτός ο δείκτης μοιάζει αρκετά με τον προηγούμενο, ωστόσο εφόσον ορίζεται ως ο λόγος των ξένων προς των ιδίων κεφαλαίων, πολλές φορές χρησιμοποιείται για να μετρηθεί ο βαθμός στον οποίο μια επιχείρηση λαμβάνει δάνεια με σκοπό αύξηση της αξίας της (μόχλευση).

6.2.3 Αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης

Για να μετρήσουμε την αξία των επιχειρήσεων πριν και μετά την συγχώνευση χρησιμοποιείται η έννοια της επιχειρηματικής αξίας (enterprise value), η οποία θεωρείται από πολλούς αναλυτές καταλληλότερη σε σχέση με την κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Ουσιαστικά αποτελεί μια τροποποίηση, θα λέγαμε, της κεφαλαιοποίησης της αγοράς, ενσωματώνοντας το χρέος και τα χρηματικά διαθέσιμα. Για την πλήρη κατανόηση της έννοιας, αρκεί να την θεωρήσουμε ως την τιμή στην οποία θα εξαγοράζαμε μια επιχείρηση σήμερα, συμπεριλαμβάνοντας και την αποπληρωμή των χρεών της πέρα από την εξαγορά των μετοχών. Αναλυτικότερα, η σχέση η οποία χρησιμοποιήθηκε και στην παρούσα έρευνα έτσι ώστε να υπολογιστεί η επιχειρηματική αξία είναι η εξής:

$$EV = \text{Market Capitalization} + \text{Preferred Stock} + \text{Long-Term Debt} + \text{Current Portion of long-term Debt} + \text{Minority interest} - \text{Cash and Cash equivalents}$$

Ωστόσο, αυτό που χρησιμοποιείται περισσότερο από τους επενδυτές είναι οι πολλαπλασιαστές που σχετίζονται με την επιχειρηματική αξία. Στην ανάλυση μας χρησιμοποιούμε δύο από αυτούς, τον λόγο EV/EBITDA και τον λόγο EV/Revenues. Ο πρώτος συγκρίνει την επιχειρηματική αξία με τα κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων, ενώ ο δεύτερος με τις συνολικές πωλήσεις. Αυτοί οι δείκτες είναι ιδανικοί σύμφωνα με την θεωρία για την σύγκριση επιχειρήσεων που βρίσκονται στον ίδιο κλάδο. Επίσης μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να εκτιμηθεί αν μια εταιρία είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη, πράγμα που τις σχετίζει άμεσα με την εύρεση πιθανών στόχων για εξαγορές ή συγχωνεύσεις.

6.3 Wilcoxon Signed Ranked test

Για την ανάλυση των δεικτών που αναλύθηκαν παραπάνω και την εύρεση διαφορών μεταξύ τους πριν και μετά την εξαγορά, χρησιμοποιήθηκε το Wilcoxon Signed Ranked test. Πρόκειται για έναν μη παραμετρικό έλεγχο, ο οποίος χρησιμοποιείται για την σύγκριση συσχετισμένων δειγμάτων και

επαναλαμβανόμενων μετρήσεων τους ίδιου δείγματος. Χρησιμοποιείται ως εναλλακτική στον έλεγχο t-student για περιπτώσεις που δεν μπορεί να θεωρηθεί πως η κατανομή είναι κανονική. Πρέπει επίσης να αναφερθεί πως το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε στην έρευνα μας, ξεπερνά τον αριθμό των ελάχιστων ζευγαριών που χρειάζονται για να διενεργηθεί ο συγκεκριμένος έλεγχος, ο οποίος είναι πέντε.

Η λογική πίσω από τον έλεγχο Wilcoxon είναι αρκετά απλή. Πρώτον, τα δεδομένα πρέπει να είναι χωρισμένα σε δύο δείγματα. Στην περίπτωση μας, τα δεδομένα αποτελούν επαναλαμβανόμενες μετρήσεις του ίδιου δείγματος και πιο συγκεκριμένα των δεικτών που αναλύθηκαν παραπάνω. Εν συνεχεία, υπολογίζονται οι διαφορές ανάμεσα στις τιμές των δύο δειγμάτων $d=x_1-x_2$ και ταξινομούνται με βάση την απόλυτη τιμή τους από την μικρότερη στην μεγαλύτερη σε σειρά μεγέθους (R). Στις απόλυτες τιμές αυτής της σειράς, αναθέτουμε έναν βαθμό από το 1 μέχρι το n, ενώ στις απόλυτες τιμές των διαφορών που είναι ίδιες, αναθέτουμε τον μέσο βαθμό ανάλογα την σειρά. Στο επόμενο βήμα, υπολογίζονται τα αθροίσματα των βαθμών που έχουν ανατεθεί με θετικά (R+) και αρνητικά (R-) πρόσημα ξεχωριστά (ΣR+ και ΣR-) και λαμβάνουμε υπόψη το μικρότερο από τα δύο αυτά αθροίσματα. Αυτό θα είναι και το λεγόμενο στατιστικό W για τον έλεγχο μας. Με βάση την μηδενική υπόθεση, η οποία συνίσταται πως δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά μεταξύ των βαθμίδων των δύο δειγμάτων, ελέγχεται η αντίστοιχη στον αριθμό του δείγματος μας τιμή W στον πίνακα και αποφασίζουμε αν θα δεχτούμε ή θα απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση.

Το συγκεκριμένο test στην παρούσα έρευνα διενεργήθηκε μέσω του στατιστικού προγράμματος SPSS και οι τιμές τους Z στατιστικού που προέκυψαν συγκρίθηκαν με διαφορετικά επίπεδα σημαντικότητας (0,1 και 0,05) για να καθορίσουν αν αποδεχόμαστε ή απορρίπτουμε την κάτωθεν μηδενική υπόθεση:

H_0 : Οι εξαγορές στον κλάδο της ναυτιλίας δεν έχουν καταφέρει να επηρεάσουν την απόδοση των εταιριών που τις διενεργούν

H_1 : Οι εξαγορές στον κλάδο της ναυτιλίας έχουν αυξήσει την απόδοση των εταιριών που τις διενεργούν.

6.4 Ανάλυση δεδομένων και αποτελέσματα

Στην συνέχεια αρχίζει η ανάλυση των αποτελεσμάτων της έρευνας μας, τα οποία όπως θα δούμε δεν ήταν τα αναμενόμενα. Σε πρώτο στάδιο θα αναλυθεί ο πίνακας της περιγραφικής στατιστικής για ένα έτος πριν και μετά την συγχώνευση. Τις ακριβείς τιμές των δεδομένων, προ και μετά συγχωνεύσεως για όλες τις περιπτώσεις, μπορεί να της βρει κανείς στο παράρτημα της συγκεκριμένης εργασίας.

Το πλήθος των παρατηρήσεων τόσο στον Πίνακα 4 όσο και στον Πίνακα 5, είναι σε ορισμένες περιπτώσεις 10, όσες και οι περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων που εξετάζουμε, ενώ στις περιπτώσεις όπου συγκρίνεται η

επιχειρηματική αξία των επιχειρήσεων, είναι 8, λόγω μιας περίπτωσης μη εισηγμένης στο χρηματιστήριο εταιρίας και μιας περίπτωσης όπου το μέγεθος της επιχειρηματικής αξίας της επιχείρησης δεν μπορούσε να βρεθεί.

Τα στατιστικά στοιχεία που παρουσιάζονται στον πίνακα 4, είναι η μέση τιμή για τον κάθε δείκτη ξεχωριστά πριν και μετά την εξαγορά, η τυπική απόκλιση των παρατηρήσεων από την μέση αυτή τιμή και τέλος η μέγιστη και η ελάχιστη τιμή του κάθε δείκτη πριν και μετά την εξαγορά.

Αναλύοντας τον πίνακα 4 και εστιάζοντας για αρχή στους μέσους όρους των παρατηρήσεων πριν και μετά την εξαγορά, παρατηρούμε πως στους περισσότερους δείκτες, ο μέσος όρος μειώνεται μετά την εξαγορά. Σε γενικές γραμμές, όσον αφορά τους δείκτες κερδοφορίας, ο μόνος που παρουσιάζει μια μικρή αύξηση μετά την εξαγορά, είναι ο δείκτης περιθωρίου μεικτούς κέρδους. Ενώ από τους δείκτες που σχετίζονται με την αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης, μόνο ο EV/EBITDA αυξήθηκε.

Αυτό που πρέπει να μας κεντρίζει περισσότερο το ενδιαφέρον, είναι η μείωση του μέσου όρου της επιχειρηματικής αξίας πριν και μετά την συγχώνευση. Θα αναμέναμε και στην προκειμένη περίπτωση μια μεγάλη αύξηση, καθώς πέρα από τα άλλα στοιχεία που μεταβιβάζονται σε μια εξαγορά μεταξύ ναυτιλιακών εταιριών, το κύριο αντικείμενο εξαγοράς αποτελεί ο στόλος της επιχείρησης. Επίσης η εξαγοράζουσα επιχείρηση, αναλαμβάνει και την αποπληρωμή των δανείων της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, πράγμα που θα έπρεπε να αυξήσει την επιχειρηματική αξία μετά την εξαγορά. Παρόλο που στην περίπτωση μας, η αρνητική διαφορά στον μέσο όρο πριν και μετά την εξαγορά δεν είναι μεγάλη, σε σχέση με τα μέγιστα και ελάχιστα των τιμών, είναι υπαρκτή. Οι λόγοι για τους οποίους μπορεί μια τέτοια μείωση να συνέβη θα αναλυθούν στο τέλος του κεφαλαίου.

Descriptive Statistics						
		N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Profit Margin	Pre_Merger	10	-4,74	82,10	16,54	,2702
	Post_Merger	10	-31,87	44,97	5,24	,2011
Gross Margin	Pre_Merger	10	7,99	83,71	31,98	,2699
	Post_Merger	10	7,89	82,10	32,72	,3078
ROA	Pre_Merger	10	-0,092	20,40	6,83	,0573
	Post_Merger	10	-0,059	10,87	2,28	,0473
ROCE	Pre_Merger	10	0,002	23,19	12,63	,0701
	Post_Merger	10	-0,085	13,64	05,73	,0667

Enterprise Value (in mil. Of US dollars)	Pre_Merger	8	228.610	57.190.000	13.842.899	19.318.451
	Post_Merger	8	1.253.970	48.948.000	11.523.744	16.096.774
EV/EBITDA	Pre_Merger	8	4,80	10,53	7,169	1,81411
	Post_Merger	8	2,93	16,18	7,823	4,27926
EV/Revenues	Pre_Merger	8	0,769	5,44	1,7462	1,61134
	Post_Merger	8	0,429	3,43	1,4627	0,96072

Πίνακας 4, «Περιγραφική Στατιστική των εταιριών πριν και μετά την συγχώνευση», Πηγή: Συγγραφέας

Ένας άλλος δείκτης, ο οποίος χρήζει ίσως πιο ιδιαίτερης προσοχή, είναι αυτός του περιθωρίου των καθαρών κερδών. Σε αυτό τον δείκτη, παρουσιάζεται μια μεγάλη μείωση, της τάξεως του 11% περίπου, καθώς έπεσε από 16,54% που ήταν πριν την εξαγορά σε 5,2% μετά την εξαγορά. Εξετάζοντας τόσο την τυπική απόκλιση, η οποία μειώθηκε κιάλας, αλλά και τις μέγιστες και ελάχιστες τιμές, μπορεί να καταλήξει κανείς στο συμπέρασμα, πως αυτή η αρκετά μεγάλη μείωση αφορά την πλειοψηφία των παρατηρήσεων.

Variables	Status	N	Mean Ranks	Sum of Ranks
Profit Margin	Pre-Merger	8	5,63	45,00
	Post-Merger	2	5,00	10,00
Gross Margin	Pre-Merger	6	4,67	28,00
	Post-Merger	4	6,75	27,00
ROA	Pre-Merger	8	5,63	45,00
	Post-Merger	2	5,00	10,00
ROCE	Pre-Merger	7	6,00	42,00
	Post-Merger	3	4,43	13,00
Enterprise Value	Pre-Merger	4	6,50	26,00
	Post-Merger	4	2,50	10,00
EV/EBITDA	Pre-Merger	3	5,00	15,00

	Post-Merger	5	4,20	21,00
EV/Revenues	Pre-Merger	4	4,25	17,00
	Post-Merger	4	4,75	19,00

Πίνακας 5, «Ομαδοποίηση με βάση το Wilcoxon Signed Ranked Test», Πηγή: Συγγραφέας

Προχωρώντας στην διενέργεια του Wilcoxon Signed Ranked Test, στον πίνακα 5 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα που προέκυψαν από αυτόν. Πιο αναλυτικά, και με βάση τα όσα αναφέραμε παραπάνω, στην τρίτη στήλη του πίνακα με όνομα “N”, αναφέρονται ο αριθμός των περιπτώσεων στις οποίες οι τιμές των συντελεστών πριν την εξαγορά υπερβαίνουν αυτές μετά την εξαγορά (pre-merger>post-merger) καθώς και οι περιπτώσεις που συμβαίνει το αντίθετο (post-merger>pre-merger). Σε καμία περίπτωση οι τιμές των συντελεστών δεν παρουσίασαν ισότητα, πράγμα το οποίο είναι λογικό, καθώς μιλάμε για οικονομικούς δείκτες οι οποίοι είναι πολύ δύσκολο να εμφανίσουν ακριβώς την ίδια τιμή μετά από το πέρας δύο ετών. Η επόμενη στήλη, αφορά τις μέσες τιμές των δύο σειρών και χρησιμεύει στην ερμηνεία των αποτελεσμάτων, ενώ η τελευταία στήλη αυτού του πίνακα, όπως μπορεί κανείς να καταλάβει και από την παράγραφο που αναφέρεται στο Wilcoxon Signed Rank test είναι και η πιο σημαντική, καθώς από αυτήν προκύπτει το στατιστικό W.

Το συμπέρασμα που μπορεί να βγει από τον άνωθεν πίνακα, είναι πως στις περισσότερες περιπτώσεις, οι τιμές των δεικτών πριν από την εξαγορά, ήταν μεγαλύτερες από ότι μετά την εξαγορά, πράγμα το οποίο είχαμε υποπτευθεί και από τον πίνακα περιγραφικής στατιστικής. Εξετάζοντας τους δείκτες πιο συγκεκριμένα, παρατηρούμε πως σε όλους τους δείκτες κερδοφορίας, οι περιπτώσεις που αυτοί είναι μεγαλύτεροι στην περίοδο πριν την εξαγορά, είναι περισσότερες. Πράγματι λοιπόν, σχετικά με τον δείκτη περιθωρίου καθαρών κερδών, η μείωση αυτή αφορά την πλειοψηφία των παρατηρήσεων, με 8 από τις 10 επιχειρήσεις να απολαμβάνουν περισσότερα καθαρά κέρδη σε σχέση με πωλήσεις πριν την συγχώνευση.

Σχετικά με τους δείκτες που σχετίζονται με την αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης, τα πράγματα είναι πιο ισορροπημένα. Μάλιστα ο δείκτης EV/EBITDA, είναι ο μόνος στον οποίο παρατηρούνται περισσότερες περιπτώσεις, στις οποίες το μέγεθος του είναι μεγαλύτερο μετά την εξαγορά.

Όσον αφορά την στατιστική σημαντικότητα των συντελεστών, σύμφωνα με το Wilcoxon Signed Ranked test, οι περισσότεροι συντελεστές μας οδηγούν στην αποδοχή της μηδενικής υπόθεσης, καθώς το επίπεδο σημαντικότητας (asymptotic sig.) που παρουσιάζεται στον Πίνακα 6 είναι κατά πολύ μεγαλύτερο των επιπέδων σημαντικότητας που χρησιμοποιούνται συνήθως. Μόνο οι περιπτώσεις του περιθωρίου του καθαρού κέρδους και του δείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού είναι στατιστικά σημαντικοί για επίπεδο σημαντικότητα ίσο με 0,1.

	Profit Margin	Gross Margin	ROA	ROCE	Ent.Value	EV/EBITDA	EV/Revenues
Wilcoxon W	10,00	28,00	10,00	13,00	10,00	21,00	17,00
Z	-1,784	-,051	-1,784	-1,478	-1,12	-0,42	-0,14
Asymp. Sig (2-tailed)	,074	,959	,074	,139	,263	,674	,889

Πίνακας 6, «Αποτελέσματα του Wilcoxon Signed Ranked Test», Πηγή: Συγγραφέας

Ουσιαστικά, αποδεχόμενοι την μηδενική υπόθεση για την πλειοψηφία των δεικτών, την οποία θέσαμε στην αρχή της έρευνας, αποδεχόμαστε πως οι εξαγορές στον ναυτιλιακό τομέα, δεν έχουν καταφέρει να επηρεάσουν τους συγκεκριμένους δείκτες και σε γενικότερο επίπεδο και την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων.

Αξίζει επίσης να αναφερθεί, πως τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας είναι σύμφωνα όσον αφορά την στατιστική σημαντικότητα των δεικτών με το άρθρο των D. Polemis & T. Karlis (2016), με διαφορά στα επίπεδα σημαντικότητας με τα οποία αποδέχονται τους δείκτες του περιθωρίου του καθαρού κέρδους και του δείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού. Μια ακόμα διαφορά εντοπίζεται και στο επίπεδο της επιχειρησιακής αξίας. Παρόλο που ούτε στο συγκεκριμένο άρθρο εμφανίζεται στατιστικά σημαντική, ο μέσος όρος της αυξάνεται μετά την διενέργεια της εξαγοράς.

Για να καταλήξουμε στους λόγους για τους οποίους μπορεί αυτό να συμβαίνει καλό θα ήταν να αναλύσουμε το πως μεταβλήθηκαν τα δανειακά κεφάλαια των 10 αυτών επιχειρήσεων, πριν και μετά την εξαγορά. Αυτό που αναμένουμε είναι αύξηση των δανειακών κεφαλαίων, καθώς στην εξαγοράζουσα επιχείρηση, προστίθενται και οι δανειακές υποχρεώσεις της εξαγοραζόμενης.

6.4.1 Πορεία δανειακών κεφαλαίων την επιχείρησης

Για να συγκρίνουμε τον αριθμό των περιπτώσεων που τα δανειακά κεφάλαια των επιχειρήσεων αυξήθηκαν ή μειώθηκαν μετά την εξαγορά, διενεργούμε ακόμα ένα Wilcoxon signed ranked test.

Descriptive Statistics					
	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
Total Debt-Pre	10	8.294.282	10993777	161.846	35.626.000
Total Debt-Post	10	9.389.328	10926064	134.644	35.901.000

Πίνακας 7, «Στατιστικά στοιχεία δανειακών κεφαλαίων», Πηγή : Συγγραφέας

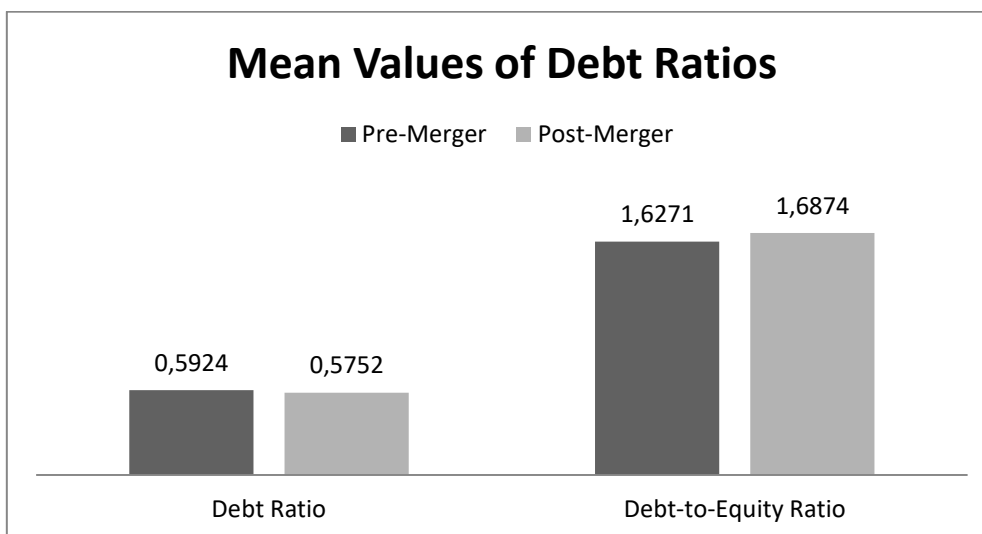
Ranks				
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
TDebtpost - TDebtpre	Negative Ranks	1 ^a	1,00	1,00
	Positive Ranks	9 ^b	6,00	54,00
	Ties	0 ^c		
	Total	10		

Πίνακας 8, «Ομαδοποίηση δανειακών κεφαλαίων με βάση το Wilcoxon Signed Ranked Test», Πηγή: Συγγραφέας

Test Statistics ^a	
	TDebtpost - TDebtpre
Z	-2,701 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	,007

Πίνακας 9, «Αποτελέσματα του Wilcoxon Signed Ranked Test για τα δανειακά κεφάλαια», Πηγή: Συγγραφέας

Όπως βλέπουμε από τους τρεις άνωθεν πίνακες, πράγματι τα δανειακά κεφάλαια των επιχειρήσεων αυξήθηκαν μετά την εξαγορά, πράγμα το οποίο αναμέναμε. Ο μέσος όρος αυξήθηκε σημαντικά, αλλά και οι περιπτώσεις, τις οποίες βλέπουμε στον πίνακα 7, δείχνουν πως το μέγεθος των συνολικών δανειακών οφειλών ήταν μεγαλύτερο μετά την εξαγορά. Αναλυτικότερα, σε 9 από τις 10 περιπτώσεις εταιριών, παρατηρούμε αύξηση των δανειακών κεφαλαίων στην περίοδο μετά την διενέργεια της εξαγοράς. Τέλος, λαμβάνοντας ως μηδενική υπόθεση, ότι οι εξαγορές δεν έχουν επηρεάσει το σύνολο των δανειακών κεφαλαίων των εταιριών, καταλήγουμε στο να την απορρίψουμε, καθώς το επίπεδο σημαντικότητας του πίνακα 9, είναι 0,007, κατά πολύ μικρότερο τόσο του 0,1 όσο και του 0,05 που χρησιμοποιούνται συνήθως για να ορίσουμε αν το δείγμα μας είναι στατιστικά σημαντικό ή όχι.



Διάγραμμα 9, «Δείκτες δανειακής επιβάρυνσης», Πηγή: Συγγραφέας

Το διάγραμμα 9 μελετά τις μέσες τιμές των δεικτών δανειακής επιβάρυνσης, για όλες τις εταιρίες που εξετάσαμε πριν και μετά την εξαγορά. Βλέπουμε, λοιπόν, πως παρόλο που το σύνολο των δανειακών κεφαλαίων αυξήθηκε σημαντικά, οι δείκτες αυτοί παρέμειναν σχεδόν σταθεροί. Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα, πως και οι παρονομαστές των συγκεκριμένων δεικτών, με άλλα λόγια το σύνολο του ενεργητικού στην μια περίπτωση και το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων στην άλλη, αυξήθηκαν και αυτά αναλόγως.

6.5 Ανάλυση αποτελεσμάτων

Όσον αφορά τα αποτελέσματα της έρευνας, μπορούμε σε γενικές γραμμές να παρατηρήσουμε μια μείωση στους περισσότερους από τους δείκτες τους οποίους αναλύθηκαν.

Πιο συγκεκριμένα, όσον αφορά την κερδοφορία των επιχειρήσεων, παρατηρούμε μια μείωση στους περισσότερους δείκτες που αναλύθηκαν. Δύο μόνο από τους τέσσερεις δείκτες κερδοφορίας ήταν στατιστικά σημαντικοί και μόνο ένας μη στατιστικά σημαντικός φάνηκε να παρουσιάζει μια μικρή αύξηση στους μέσους όρους του. Το ότι η κερδοφορία των επιχειρήσεων φανερώνει μείωση κατόπιν μιας εξαγοράς, δεν το συναντάμε μόνο στο άρθρο των D. Polemis & T. Karlis (2016) αλλά και σε αρκετά παλαιότερες έρευνες, όπως των D. Ravenscraft & F. Scherer (1989) οι οποίοι εξέτασαν δείγματα εταιριών μεταξύ 1975 και 1977, δηλαδή από το 3^ο κιόλας κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων αυτό το φαινόμενο έχει παρατηρηθεί από τους ερευνητές.

Σχετικά με την αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων, η αλλιώς τον παράγοντα της επιχειρηματικής αξίας (enterprise value) που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα έρευνα, αυτός όπως είδαμε και παραπάνω είχε την περισσότερο μη αναμενόμενη συμπεριφορά. Θα περιμέναμε, κατ' αρχάς, να είναι στατιστικά

σημαντικός και κατά δεύτερον να παρουσιάζει αύξηση μετά την διενέργεια της εξαγοράς, με τους επενδυτές να θεωρούν αυτή την κίνηση ως μια προσπάθεια ανάπτυξης της εταιρίας, αυξάνοντας την τιμή της μετοχής της και κατ' επέκταση και την επιχειρηματική της αξία. Ωστόσο, αυτό δεν συνέβη και οι λόγοι για τους οποίους η επιχειρηματική αξία είναι μη στατιστικά σημαντική στο εξεταζόμενο δείγμα είναι πολλοί. Ως έναν από τους πιο σημαντικούς, μπορεί κανείς να αναφέρει τον μικρό αριθμό των παρατηρήσεων που εξετάστηκαν. Μπορεί να αρκούσαν για την διενέργεια του στατιστικού ελέγχου, όπως αναφέρθηκε, αλλά σαφέστατα τα αποτελέσματα μπορεί να ήταν διαφορετικά αν και οι περιπτώσεις ήταν περισσότερες. Άλλωστε στις μισές εξεταζόμενες περιπτώσεις αυξήθηκε και στις υπόλοιπες μισές μειώθηκε μετά την διενέργεια της εξαγοράς. Ένας άλλος πολύ σημαντικός λόγος θα μπορούσε να είναι η αγορά και το πως αυτή ανταποκρίθηκε στις εξαγορές. Κατά την συλλογή των δεδομένων, παρατηρήθηκε πτώση στις τιμές των μετοχών ορισμένων εταιριών. Αυτό μπορεί να οφείλεται είτε στην αρνητική ανταπόκριση των επενδυτών στην εξαγορά, πράγμα το οποίο όπως αναφέρθηκε είναι δύσκολο, είτε όπως αναφέρουν οι D. Polemis & T. Karlis (2016), στην συνολική πτωτική τάση της χρηματιστηριακής αγοράς, η οποία με την σειρά της μπορεί να οφείλεται στους οικονομικούς και ναυτιλιακούς κύκλους. Με άλλα λόγια, μπορεί η ναυτιλιακή βιομηχανία, να πέρασε από περιόδους ύφεσης ανάμεσα στο διάστημα πριν και μετά την διενέργεια μιας εξαγοράς, με αποτέλεσμα να επηρεαστεί η ναυλαγορά και εν συνεχεία και η αγορά του χρηματιστηρίου αφήνοντας ίδια ή ακόμα και μειώνοντας την επιχειρηματική αξία ορισμένων επιχειρήσεων. Ένας τελευταίος παράγοντας, ο οποίος θα μπορούσε να επηρεάσει την επιχειρηματική αξία της επιχείρησης είναι το επίπεδο των δανείων πριν και μετά από την εξαγορά και πιο συγκεκριμένα, των μακροχρόνιων δανειακών επιβαρύνσεων. Ωστόσο όπως αναμενόταν και σύμφωνα με την ανάλυση της προηγούμενης παραγράφου, το επίπεδο των δανείων αυξήθηκε.

Τέλος, όσον αφορά τους δείκτες EV/EBITDA και EV/Revenues, είναι λογικό και αυτοί να μην καταλήγουν ως στατιστικά σημαντικοί, εφόσον η επιχειρηματική αξία αποτελεί τον αριθμητή και στα δύο κλάσματα. Φαίνεται δηλαδή και σε αυτή την περίπτωση, πως οι επενδυτές δεν θεώρησαν πως οι επιχειρήσεις που εξετάστηκαν μπόρεσαν να αποδώσουν όπως θα έπρεπε βάσει των περιουσιακών στοιχείων τα οποία εξαγόρασαν.

Συμπεράσματα και προτάσεις

Σχετικά με τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την συγκεκριμένη εργασία, μπορεί κανείς να καταλάβει πως οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στον τομέα της ναυτιλίας έχουν αρχίσει να αυξάνονται σημαντικά τα τελευταία χρόνια. Ειδικότερα στον κλάδο των τακτικών γραμμών, με τις συμμαχίες να προσδίδουν περιορισμένα πλέον οφέλη στις εταιρίες, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν μια εναλλακτική λύση για την περαιτέρω ανάπτυξη του κλάδου, πράγμα το οποίο έχουν αντιληφθεί οι εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε αυτόν. Άλλο ένα σημείο το οποίον πρέπει να σταθούμε είναι αυτό της κάθετης ολοκλήρωσης. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις, αποτελούν ένα μέσο διεύρυνσης των ναυτιλιακών εταιριών σε όλο και περισσότερα μέρη της αλυσίδας μεταφορών.

Παρόλα όμως τα θετικά που μπορούν να προσφέρουν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στην ναυτιλία, κυρίως λόγω των συνεργιών που δημιουργούνται, πολύ συχνά παρατηρείται μείωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων μετά την εξαγορά. Σε αυτό το συμπέρασμα καταλήγει και η έρευνα που διενεργήθηκε για την παρούσα εργασία.

Σε αυτήν την έρευνα χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα ναυτιλιακών εταιριών, οι οποίες επέλεξαν να προβούν σε εξαγορά μιας άλλης ναυτιλιακής εταιρίας, μεταξύ του 2008 και του 2016. Για να καταλήξουμε σε κάποιο συμπέρασμα σχετικά με την αξία και την κερδοφορία αυτών των επιχειρήσεων, χρησιμοποιήθηκε ο έλεγχος Wilcoxon, με τον οποίο συγκρίθηκαν ορισμένοι σχετικοί δείκτες πριν και μετά την εξαγορά. Τα αποτελέσματα αυτού του ελέγχου, κατέδειξαν ως στατιστικά σημαντικούς δύο από τους τέσσερις δείκτες κερδοφορίας, οι οποίοι εμφάνισαν σημαντική μείωση όμως. Παρατηρούμε δηλαδή μια μείωση της κερδοφορίας μετά την εξαγορά. Επιπροσθέτως, κανένας από τους δείκτες που σχετίζεται με την επιχειρηματική αξία δεν εμφανίστηκε ως στατιστικά σημαντικός, πράγμα το οποίο, προκαλεί έκπληξη και κατά πάσα πιθανότητα οφείλεται στους επενδυτές και την αρνητική ανταπόκρισή τους στις συγκεκριμένες εξαγορές.

Λόγω του ότι οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις, όπως προαναφέρθηκε, έχουν αυξηθεί τα τελευταία χρόνια στο ναυτιλιακό κλάδο, καλό θα ήταν να συμπεριληφθούν στο μέλλον και περιπτώσεις εξαγορών που διενεργήθηκαν το 2017 και 2018 (αλλά και μελλοντικές), έτσι ώστε να γίνει μια σύγκριση των αποτελεσμάτων. Επίσης, μια άλλη πρόταση για έρευνα θα ήταν να εξεταστεί η συσχέτιση των ναυτιλιακών κύκλων με την επιχειρηματική αξία, έτσι ώστε να καταλήξουμε στο αν τελικά επηρεάζεται και πόσο.

Βιβλιογραφία

1. Alam, A., Khan, S. & Dr. Zafar, F. (2014), Strategic Management: Managing Mergers & Acquisitions, International Journal of BRIC Business Research, Volume 3
2. Alexandridis, G., Mavrovitis, C. & Travlos, N. (2012), How have M&As changed?, Evidence from the sixth merger wave, The European Journal of Finance, Vol. 18, pp 663-688
3. Alexandridis, G. & Singh, M. (2016) Mergers and acquisitions in shipping. In: Kavussanos, M. G. and Visvikis, I. D. (eds.) The International Handbook of Shipping Finance: Theory and Practice. Palgrave Macmillan, London.
4. Alexandrou, G., Gounopoulos, D. & Thomas, H. (2013), Journal of Transportation Research, Vol. 61, pp. 212-234
5. Alvarez-SanJaime, O., Cantos- Sanchez, P., Moner-Colonques, R. & Sempere Monerris, J. (2013), Vertical integration and exclusivities in maritime freight transport, Logistics and Transportation Review, Vol. 51, Issue C, pp. 50-61
6. Amihud, Y. & Lev, B. (1981), Risk Reduction as a Managerial Motive for conglomerate Mergers, The Bell Journal of Economics, Vol. 12, No, 2m pp. 605-617
7. Berle, A. & Means, G. (1932), The modern corporation and private property, The macmillan company
8. Brooks, M. & Ritchie, P. (2006), Mergers and acquisitions in the maritime transport industry 1996-2000, Transportation Journal, Vol 45, Issue 2, pp. 7-22
9. Bruner, R., Perella, J., (2004), Applied Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, Inc
10. Cariou, P., Meija, MQ. & Wolff, F. (2007), An econometric analysis of deficiencies noted in port state control inspections, Maritime Policy & Management, Vol. 34, Issue 3, pp. 243-258
11. Cartwright, S. & Cooper, C. (1992), Mergers and Acquisitions : The Human Factor, Butterworth-Heinemann Ltd
12. Capron, L. & Shen, J-C. (2007), Acquisitions of private vs. public firms: Private information, target selection, and acquirer returns, Strategic Management Journal
13. Chee, L. (2016), Reasons for mergers and acquisitions in the container shipping sector; A qualitative analysis of structural factors and market behavior, Bachelor Thesis, University of Rotterdam
14. Collier, C.A (2004), Success and Failure of Mergers and Acquisitions, Master Thesis, University of Venezia
15. Das, S. (2011), To partner or to acquire? A longitudinal study of alliances in the shipping industry, Maritime Policy & Management, Vol. 38, Issue 2, pp. 111-128
16. Donaldson, G. (1984), Managing Corporate Wealth : The operation of a comprehensive financial goals system, New York
17. Eccles, R., Lanes, K. & Wilson, T. (1999), Are you Paying Too Much for That Acquisition?, Harvard business review, Vol. 77, No. 4, pp. 136-146

18. Farrell, J. & Shapiro, C. (1990), Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis, *American Economic Review*, Vol. 80, No.1, pp. 107-126
19. Finn, F. & Hodgson, A. (2005), Takeover activity in Australia: endogenous and exogenous influences, *Accounting and Finance*, Volume 45, Issue 3, pp. 375-394
20. Fremont, A. (2007), Global Maritime NetWorks: The case of Maersk, *Journal of Transport Geography*, Vol. 15, pp. 431-442
21. Fridolfsson, S-O. & Stennek J. (2005), Why Mergers Reduce Profits and Raise Share Prices, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 3, No. 5, pp 1083-1104
22. Fusillo, M. (2004), Is Liner Shipping Supply Fixed?, *Maritime Economics & Logistics*, Vol. 6, Issue 3, pp. 220-235
23. Gaughan, P. (2007), *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, 4th ed., John Wiley & Sons, Inc.
24. Gugler, K., Mueller, D. & Weichselbaumer, M. (2012), The determinants of merger waves: An international perspective, *International Journal of Industrial Organization*, Volume 30, pp. 1-15
25. Halebian, J. & Finkelstein, S. (1999), The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Behavioral Learning Perspective, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 44, Issue 1
26. Harford, J., (2005), What drives merger waves?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, pp. 529–560
27. Heaven, T., Meersman, H., Moglia, F. & Van De Voorde, E. (2000), Do tmergers and alliances influence European Shipping and port competition, *Journal of the Maritime Policy & Management*, Vol. 27, Issue 4, pp. 363-373
28. Jansen, A. (2002), Pre and post-merger integration in cross border transactions. Trends, tools, theses and empirical tests of old and new economy deals, Published in: *International Handbook of Mergers & Acquisitions*: pp. 371-398, Palgrave: London
29. Jarrell, G., (1985), Wealth Effects of Litigating by Targets: Do Interest Diverge in a Merger?, *Economics* 28, pp. 151-177
30. Jensen, M. & Meckling W. (1976) , Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *The Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Issue 4, pp. 305-360
31. Jensen, M., (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, *Corporate Finance and Takeovers*, *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329
32. Jovanovic, B. & Rousseau, P. (2002), The Q-Theory of Mergers, *American Economic Review*, Vol. 92, No. 2, pp. 198-204
33. Krugman, P. (1980), Scale Economies, Product Differentiation and the Pattern of Trade, *The American Economic Review*, Vol. 70, No. 5, pp. 950-955
34. Koi-Akrofi, G.Y. (2016), Mergers and Acquisitions Failure Rates and Perspectives on why they Fail, *International Journal of Innovation and Applied Studies*, Vol. 17, No. 1, pp.150-158
35. Levy, H. & Sarna, M. (1970), Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case For Conglomerate Mergers, *The Journal of Finance*, Volume 25, Issue 4, pp. 795-802

36. Lubatkin, M. (1983), Mergers and the Performance of the Acquiring Firm, *The Academy of Management Review*, Vol. 8, No. 2, pp 218-225
37. Lubatkin, M. & Chatterjee, S. (1990), Corporate mergers, stockholder diversification and changes in systematic risk, *Strategic management Journal*, Vol. 11, Issue 4, pp. 255-268
38. Mariana, V. (2013), Mergers and Acquisitions waves from the European Union Perspective, *Annals of Faculty of Economics, University of Oradea, Faculty of Economics*, Vol. 1(2), pp 272-283,
39. Mastracchio, N-J. & Zunitch, V. (2002), Differences Between Mergers and Acquisitions, *Journal of Accountancy* , pp. 38-41
40. Midoro, R. & Pitto, A. (2000), A critical evaluation of strategic alliances in liner Shipping, *Journal of Maritime Policy & Management*, Vol. 27, Issue 1, pp. 31-40
41. Moeller, S., Schlingemann, F. & Stulz, R. (2005), Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave, *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 2 (April 2005): 757–783.
42. Molnar, J. (2003), Preemptive Horizontal Mergers: Theory and Evidence, Department of Economics, Northwest University
43. Morgas, O. & Barakonyi, K. (2009), The influence of speed of integration on M&A integration success, *VEZETESTYDOMANY*, Vol. 11, pp. 55-59
44. Motis, J. (2007), Mergers and Acquisition Motives, Toulouse School of Economics-EHESS (GREMAQ) and University of Crete
45. Mueller, D. (1969), A Theory of Conglomerate Mergers, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 83, Issue 4, pp. 643-659
46. Nouwem, T. (2011), M&A waves and its evolution throughout history, Bachelor Thesis, Tilburg University
47. Panayides, P. & Gong, X. (2002), The Stock Market Reaction to Merger and Acquisition Announcements in Liner Shipping, *International Journal of maritime economics*, Volume 4, Issue 1, pp. 55-80
48. Panzar, J. & Willig, R. (1981), Economies of Scope, *The American Economic Review*, Vol. 71, No. 2, pp. 268-272
49. Premti, A. (2016), Liner Shipping: Is There a Way for more Competition?, United nations conference on trade and development, Discussion Papers
50. Polemis, D. & Karlis, T. (2016), Measuring Post- Merger and Acquisition Performance of Corporations in the Maritime Transport Sector, *SPOUDAI Journal of Economics and Business*, Vol. 66, Issue 3, pp. 83-93
51. Reed, S., Lajoux, A. & Nesvold, H. (2004), *The Art of M&A: A Merger/Acquisition/Buyout Guide*, 4th ed., McGraw-Hill
52. Rhodes-Kropf, M. & Viswanathan, S. (2005), Market Valuation and Merger Wave, *The journal of finance*, Volume59, Issue6, pp. 2685-2718
53. Roll, R. (1986), The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *The Journal of Business*, Vol. 59, Issue 2, pp. 197-216
54. Röller, L.-H.r., Stennek, J., & Verboven, F. (2000). Efficiency gains from mergers (Discussion Papers/Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung,

Forschungsschwerpunkt Marktprozeß und Unternehmensentwicklung, Abteilung Wettbewerbsfähigkeit und industrieller Wandel, 00-09)

55. Sanchez, R. & Mouftier, L. (2017), The puzzle of shipping alliances, <http://www.porteconomics.eu>
56. Schnitzer, M. (1996), Hostile vs. Friendly Takeovers, *Economica*, Vol. 63, No. 249, pp. 37-55
57. Servaes, H. (1996), The value of diversification during the conglomerate Merger Wave, *The Journal of Finance*, Vol. 51, Issue 4, pp. 1201-1225
58. Sherman, A. (2010), Mergers and Acquisitions from A to Z, AMACOM
59. Shleifera, A. & Vishny, R. (2003), Stock market driven acquisitions, *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, No. 3, pp. 295–311
60. Siegenthaler, P. (2009), Perfect M&As- The art of Business Integration, Panoma Press
61. Singh, A. (1971), Take-overs: Their Relevance to the Stock Market and the Theory of the Firm, Cambridge University Press
62. Solesvik, M.Z. & Westhead, P. (2010), Partner Selection for Strategic Alliances: Case Study Insights from the Maritime Industry, *Industrial Management & Data Systems*, Vol. 110, Issue 6, pp. 841-860.
63. Stigler, G. (1950), Monopoly and Oligopoly by Merger, *The American Economic Review*, Vol. 40, No. 2, pp. 23-34
64. Syriopoulos, T. & Theotokas, I. (2007), Value creation through corporate destruction? Corporate governance in shipping takeovers, *Maritime Policy & Management*, Vol. 34, Issue 4, pp. 225-242
65. Tobin, J. (1969), A General Equilibrium Approach To Monetary Theory, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, No. 1, pp. 15-29
66. Yeo, H-J. (2013), Geography of Mergers and Acquisitions in the Container Shipping Industry, Vol. 29, Issue 3, pp. 291-314
67. Βλαχοπούλου, Α. (2015), Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων, Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη
68. Γεωργιάδης, Ν. (1999), Εξαγορές και συγχωνεύσεις: Εταιρική Στρατηγική
69. Κόλια, Δ. (2014), Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων. Μελέτη περίπτωσης εξαγοράς επιχειρήσεων Olympic Air από την Aegean, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη

Παράρτημα

Αναλυτικά οικονομικά στοιχεία εταιριών

	DHT-Samco		Ap Moller Maersk-Brostrom	
	Pre-merger	Post-merger	Pre-Merger	Post-Merger
Profit Margin	-0,0474	0,2884	0,0669	-0,0211
Gross Margin	0,4222	0,6476	0,3459	0,1883
ROA	-0,0092	0,0740	0,0531	-0,0154
ROCE	0,0023	0,0987	0,1739	0,0691
Enterprise value(th. of us dollars)	228.610	1.253.970	57.190.000	48.948.000
EV/EBITDA	8,22	5,76	4,80	5,35
EV/Revenue	2,63	3,43	1,12	1,01
Debt ratio	0,36	0,09	0,55	0,54
Debt to equity ratio	0,57	0,18	1,23	1,17
Revenues (th. of us dollars)	87.012	365.114	51.218.000	48.522.000
Net Income	-4.126	105.302	3.427.000	-1.024.000
Expenses	50.279	128.659	33.500.617	39.383.000
Total assets	446.599	1.423.805	64.533.000	66.511.000
Current Liabilities	5.800	52.835	14.074.998	12.064.470
Capital Employed	440.799	1.370.970	50.458.002	54.446.530
EBIT	1.007	135.343	8.775.000	3.763.162
Total Equity	284.753	737.893	28.907.000	30.610.000
Cash and cash equivalents	126.065	166.775	6.408.000	1.557.736
Current Assets	146.072	218.251	18.524.000	11.245.803
Total liabilities	161.846	134.644	35.626.000	35.901.000
Stockholders equity	284.753	737.893	28.907.000	30.610.000
	Stolt Nilsen-Jo Tankers		Excel Maritime - Quintana	
	Pre-merger	Post-merger	Pre-merger	Post-merger
Profit Margin	0,0671	0,0251	0,4783	0,4498
Gross Margin	0,1955	0,3344	0,7357	0,8210
ROA	0,0342	0,0109	0,1030	0,1087
ROCE	0,0805	0,0521	0,1198	0,1365
Enterprise value(th. of us dollars)	2.585.580	3.386.050	966.883	1.648.630
EV/EBITDA	6,22	7,75	7,81	2,94
EV/Revenue	1,30	1,70	5,45	2,18
Debt ratio	0,66	0,68	0,52	0,53
Debt to equity ratio	1,93	2,12	1,06	1,11
Revenues (th. of us dollars)	1.983.738	1.997.090	177.507	756.602
Net Income	133.104	50.117	84.895	340.288
Expenses	1.595.984	1.329.223	46.918	135.400
Total assets	3.894.501	4.614.859	824.396	3.130.182
Current Liabilities	836.893	884.272	55.990	217.174
Capital Employed	3.057.608	3.730.587	768.406	2.913.008
EBIT	246.168	194.369	92.062	397.615
Total Equity	1.329.236	1.478.829	399.821	1.486.272
Cash and cash equivalents	77.545	58.308	243.617	100.098
Current Assets	426.406	483.865	252.734	148.100
Total liabilities	2.565.265	3.136.030	424.575	1.643.910
Stockholders equity	1.329.236	1.478.829	399.821	1.486.272

	Matson- Horizon Lines		Nippon Yusen-Taiheyo	
	Pre-merger	Post-merger	Pre-merger	Post-merger
Profit Margin	0,0413	0,0415	0,0442	-0,0103
Gross Margin	0,0817	0,0789	0,1763	0,1039
ROA	0,0505	0,0399	0,0499	-0,0079
ROCE	0,1188	0,0882	0,1337	-0,0103
Enterprise value(th. of us dollars)	1.571.460	2.243.230	20.598.660	15.515.741
EV/EBITDA	7,49	8,08	7,01	16,18
EV/Revenue	0,92	1,16	0,80	0,85
Debt ratio	0,74	0,77	0,70	0,68
Debt to equity ratio	2,85	3,27	2,37	2,14
Revenues (th. of us dollars)	1.714.200	1.941.600	25.797.249	18.243.147
Net Income	70.800	80.500	1.139.230	-187.530
Expenses	1.574.200	1.788.400	21.248.121	16.347.078
Total assets	1.401.800	2.015.500	22.816.780	23.722.738
Current Liabilities	223.500	279.200	7.735.971	4.842.403
Capital Employed	1.178.300	1.736.300	15.080.809	18.880.335
EBIT	140.000	153.200	2.016.958	-194.483
Total Equity	363.800	471.500	6.777.491	7.560.127
Cash and cash equivalents	293.400	13.900	1.157.440	3.027.304
Current Assets	519.500	274.200	6.009.262	7.024.828
Total liabilities	1.038.000	1.544.000	16.039.289	16.162.611
Stockholders equity	363.800	471.500	6.777.491	7.560.127
	Mitsui OSK-Kansai		Kawasaki Kissen-Flex LNG	
	Pre-merger	Post-merger	Pre-merger	Post-merger
Profit Margin	0,0978	0,0094	0,0475	0,0261
Gross Margin	0,2064	0,0886	0,1176	0,1117
ROA	0,1001	0,0068	0,0572	0,0334
ROCE	0,2319	0,0184	0,0916	0,0913
Enterprise value(th. of us dollars)	19.248.331	13.748.828	8.353.673	5.445.508
EV/EBITDA	5,27	11,70	10,53	4,82
EV/Revenue	0,99	0,95	0,77	0,43
Debt ratio	0,60	0,60	0,60	0,63
Debt to equity ratio	1,79	1,56	1,52	1,73
Revenues (th. of us dollars)	19.420.072	14.488.016	10.855.390	12.667.387
Net Income	1.899.601	136.737	515.140	330.047
Expenses	15.411.808	13.203.773	9.578.470	11.252.632
Total assets	18.969.468	20.005.503	9.004.390	9.891.102
Current Liabilities	5.273.880	3.817.552	2.309.310	1.909.341
Capital Employed	13.695.588	16.187.951	6.695.080	7.981.761
EBIT	3.175.986	298.538	613.570	728.941
Total Equity	7.502.266	7.907.373	3.576.250	3.625.700
Cash and cash equivalents	615.990	923.194	604.930	709.567
Current Assets	5.051.183	3.783.641	2.527.990	2.387.121
Total liabilities	11.467.202	12.098.130	5.428.140	6.265.402
Stockholders equity	6.400.898	7.733.577	3.576.250	3.625.700

	CMA CGM-NOL		Dry Ships-Ocean RIG	
	Pre-merger	Post-merger	Pre-merger	Post-merger
Profit Margin	0,0374	0,0348	0,8211	-0,3187
Gross Margin	0,0800	0,1003	0,8371	0,7973
ROA	0,0411	0,0374	0,2040	-0,0593
ROCE	0,0838	0,1149	0,2274	-0,0856
Enterprise value(th. of us dollars)				
EV/EBITDA				
EV/Revenue				
Debt ratio	0,62	0,71	0,564189108	0,515663093
Debt to equity ratio	1,66	2,52	1,294573219	1,064678501
Revenues (th. of us dollars)	15.674.100	21.116.200	582.561	1.080.702
Net Income	586.700	735.500	478.325	-344.457
Expenses	14.420.600	18.998.900	94.872	219.063
Total assets	14.275.300	19.657.200	2.344.432	5.806.995
Current Liabilities	4.021.600	5.956.300	239.304	1.896.023
Capital Employed	10.253.700	13.700.900	2.105.128	3.910.972
EBIT	859.300	1.574.700	478.624	-334.720
Total Equity	5.405.500	5.644.100	1.021.729	2.812.542
Cash and cash equivalents	1.050.900	1.235.900	111.068	693.169
Current Assets	4.872.800	5.623.800	153.037	1.180.650
Total liabilities	8.869.800	14.013.100	1.322.703	2.994.453
Stockholders equity	5.356.800	5.554.700	1.021.729	2.812.542