



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**UNIVERSITY OF PIRAEUS**

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (MBA)

## **ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

# **Η εξαγορά των επιχειρήσεων και ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος**

Όνοματεπώνυμο: **Σούχλα Στυλιανή**

Επιβλέπων καθηγητής: **Τσαγκαράκης Νικόλαος**

**Πειραιάς, 2018**

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

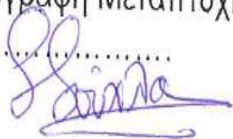
«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων : MBA» με τίτλο :

« Η εξαγορά των επιχειρήσεων και ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος »

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολο της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολο τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακής Φοιτήτριας Ονοματεπώνυμο

.....  
❖ 

***Αφιερώνεται***

***στον αγαπημένο μου παππού Στέλιο***

# Η Εξαγορά των επιχειρήσεων και ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος

**Σούχλα Στυλιανή**

Σημαντικοί όροι: Συγχωνεύσεις – εξαγορές, τρόπος πληρωμής

## Περίληψη

Στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης και της αυξανόμενης ενοποίησης των αγορών, η ανάπτυξη θα παραμείνει η κύρια προτεραιότητα για τα στελέχη όλων των επιχειρήσεων. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, παράλληλα με τις κοινοπραξίες και τις συμμαχίες αποτελούν πλέον τον ακρογωνιαίο λίθο της σημερινής εταιρικής στρατηγικής ως η ταχύτερη οδός προς την ανάπτυξη.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να διερευνήσει τις συγχωνεύσεις και εξαγορές εστιάζοντας στην επίδραση που έχει ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος στην αποδοτικότητα και κερδοφορία της επιχείρησης.

Τα πρώτα κεφάλαια ξεκινούν προσπαθώντας να εισάγουν τον αναγνώστη στην έννοια των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Δίνονται οι ορισμοί τους, τα είδη τους, καθώς και η διαδικασία που ακολουθείται για να πραγματοποιηθεί μια τέτοια συμφωνία. Αναφέρονται οι στρατηγικές εξαγορών που χρησιμοποιεί τόσο η εταιρία – επενδυτής, όσο και οι εταιρία – στόχος καθώς και οι μορφές αμύνης. Στη συνέχεια γίνεται μια ιστορική αναδρομή σχετικά με αυτούς τους δύο όρους, αναφέρονται τα κίνητρα που οδηγούν σε μια συγχώνευση ή εξαγορά, καθώς και τα πλεονεκτήματα, τα μειονεκτήματα και οι κίνδυνοι που κρύβουν. Μέσα από την σύνοψη της βιβλιογραφίας προκύπτουν συμπεράσματα σχετικά με την επίδραση που έχουν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στον πλούτο των μετόχων.

Τέλος, αναλύονται οι τρόποι πληρωμής που μια εταιρία – επενδυτής χρησιμοποιεί ώστε να πραγματοποιήσει μια συγχώνευση ή εξαγορά καθώς και οι παράγοντες που τους επηρεάζουν. Για την μελέτη της επίδρασης που έχει ο τρόπος πληρωμής στην αποδοτικότητα της επιχείρησης, χρησιμοποιείται δείγμα που αποτελείται από τέσσερις επιχειρήσεις, οι οποίες έχουν πραγματοποιήσει συγχωνεύσεις και εξαγορές που ολοκληρώθηκαν κατά την περίοδο 2009 – 2018, δηλαδή μια περίοδο που η Ελλάδα βιώνει οικονομική κρίση. Έπειτα, παρουσιάζονται οι χρηματοοικονομικοί δείκτες οι οποίοι χρησιμοποιούνται για να προσδιορίσουν την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης και γίνεται εκτενέστερη αναφορά στους δείκτες αποδοτικότητας, οι οποίοι και χρησιμοποιούνται για την ανάλυση του δείγματός μας και την διεξαγωγή συμπερασμάτων.

## ***Ευχαριστίες***

Πρώτα απ' όλα θα ήθελα να ευχαριστώ τον επιβλέποντα καθηγητή της διπλωματικής μου εργασίας Κ. Νικόλαο Τσαγκαράκη για την πολύτιμη βοήθεια, καθοδήγηση και άψογη συνεργασία που είχαμε κατά τη διάρκεια εκπόνησης αυτής της εργασίας.

Στη συνέχεια, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές που είχα κατά τη διάρκεια του μεταπτυχιακού προγράμματος για τις γνώσεις που μου μετέδωσαν και ιδιαίτερωσ τους καθηγητές που με τίμησαν με τη συμμετοχή τους ως μέλη της εξεταστικής επιτροπής.

Τέλος, θα ήθελα να πω ένα μεγάλο ευχαριστώ στην οικογένειά μου που με στήριξαν και με βοήθησαν να εκπληρώσω ένα ακόμη όνειρό μου. Σας ευχαριστώ για την υπομονή σας, τη δύναμη και το κουράγιο που μου δώσατε.

## **Κατάσταση πινάκων**

**Πίνακας 1:** Γραφική απεικόνιση ορισμού συγχωνεύσεων και εξαγορών

**Πίνακας 2:** Τα τρία κύματα συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α, 1980 – 1978

**Πίνακας 3:** Εξαγορές και αποεπενδύσεις στις Η.Π.Α από το 1985 έως το 2001

**Πίνακας 4:** Ολοκληρωμένες (α) εξαγορές και (b) αποεπενδύσεις στις Η.Π.Α, 1985 – 2001

**Πίνακας 5:** Εξαγορές και αποεπενδύσεις στην Ε.Ε από το 1984 έως τον Οκτώβριο 2002

**Πίνακας 6:** Ολοκληρωμένες (α) εξαγορές και (b) αποεπενδύσεις στην Ε.Ε, 1984 – Οκτώβριο 2002

**Πίνακας 7:** Κατανομή των δραστηριοτήτων συγχωνεύσεων και εξαγορών και του ΑΕΠ μεταξύ των κρατών – μελών της Ε.Ε, 1991 – 2001

**Πίνακας 8:** Εξέλιξη των εθνικών, κοινοτικών (community) και διεθνών διαδικασιών των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ε.Ε.

**Πίνακας 9:** Σύνοψη βιβλιογραφίας

**Πίνακας 10:** Εσωτερικές άμυνες εταιρίας – στόχου

**Πίνακας 11:** Εξωτερικές άμυνες εταιρίας – στόχου

**Πίνακας 12:** Μορφές αμύνης κατά των εχθρικών εξαγορών

**Πίνακας 13:** Γραφική απεικόνιση ορισμού bull and bear markets

**Πίνακας 14:** Γραφική απεικόνιση της αναλογίας μετρητών και μετοχών ως τρόπο πληρωμής του τιμήματος την περίοδο 1996 – 2018 στην Ελλάδα

**Πίνακας 15:** Συγχωνεύσεις και εξαγορές του δείγματος

**Πίνακας 16:** Δείκτης περιθωρίου κέρδους Bitros

**Πίνακας 17:** Δείκτης περιθωρίου κέρδους Elval

**Πίνακας 18:** Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους Bitros

**Πίνακας 19:** Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους Elval

- Πίνακας 20:** Δείκτης αποδοτικότητας Ιδίων κεφαλαίων Bitros
- Πίνακας 21:** Δείκτης αποδοτικότητας Ιδίων κεφαλαίων Eival
- Πίνακας 22:** Δίκτης αποδοτικότητας επενδύσεων Bitros
- Πίνακας 23:** Δίκτης αποδοτικότητας επενδύσεων Eival
- Πίνακας 24:** Δίκτης αποδοτικότητας ενεργητικού Bitros
- Πίνακας 25:** Δίκτης αποδοτικότητας ενεργητικού Eival
- Πίνακας 26:** Παρουσίαση όλων των δεικτών για όλες τις χρονιές της Bitros
- Πίνακας 27:** Παρουσίαση όλων των δεικτών για όλες τις χρονιές της Eival
- Πίνακας 28:** Δίκτης περιθωρίου κέρδους της Mytilineos (ετήσιο)
- Πίνακας 29:** Δίκτης περιθωρίου κέρδους της Mytilineos (6μηνο)
- Πίνακας 30:** Δίκτης περιθωρίου κέρδους της Halcor
- Πίνακας 31:** Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους Mytilineos (ετήσιο)
- Πίνακας 32:** Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους Mytilineos (6μηνο)
- Πίνακας 33:** Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους Halcor
- Πίνακας 34:** Δείκτης αποδοτικότητας Ιδίων κεφαλαίων Mytilineos (ετήσιο)
- Πίνακας 35:** Δείκτης αποδοτικότητας Ιδίων κεφαλαίων Mytilineos (6μηνο)
- Πίνακας 36:** Δείκτης αποδοτικότητας Ιδίων κεφαλαίων Halcor
- Πίνακας 37:** Δίκτης αποδοτικότητας επενδύσεων Mytilineos (ετήσιο)
- Πίνακας 38:** Δίκτης αποδοτικότητας επενδύσεων Mytilineos (6μηνο)
- Πίνακας 39:** Δίκτης αποδοτικότητας επενδύσεων Halcor
- Πίνακας 40:** Δίκτης αποδοτικότητας ενεργητικού Mytilineos (ετήσιο)
- Πίνακας 41:** Δίκτης αποδοτικότητας ενεργητικού Mytilineos (6μηνο)
- Πίνακας 42:** Δίκτης αποδοτικότητας ενεργητικού Halcor
- Πίνακας 43:** Παρουσίαση όλων των δεικτών για όλες τις χρονιές της Mytilineos (ετήσιο)



**Πίνακας 44:** Παρουσίαση όλων των δεικτών για όλες τις χρονιές της Mytilineos (6μηνο)

**Πίνακας 45:** Παρουσίαση όλων των δεικτών για όλες τις χρονιές της Halcor

**Πίνακας 46:** Σύνοψη αποτελεσμάτων ανάλυσης δεικτών

## **Κατάσταση ακρωνυμίων**

Επενδυτής: εταιρία – επενδυτής

Στόχος: εταιρία – στόχος

Η.Π.Α.: Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

Ε.Ε.: Ευρωπαϊκή Ένωση

Ι.Κ.: Ιδία Κεφάλαια

Δ.Σ.: Διοικητικό Συμβούλιο

Α.Ε.Π.: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν

Κ.λπ.: και τα λοιπά

CGD: Capital Gains Tax

SDC: Securities Data Corporation

# Πίνακας περιεχομένων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 .....	1
Εισαγωγή.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 .....	4
Γενικά περί συγχωνεύσεων και εξαγορών .....	4
2.1. Ορισμοί Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	4
2.2. Είδη Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	7
2.3. Ιστορική Αναδρομή.....	11
2.3.1. Τα κύματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στις Η.Π.Α. ....	11
2.3.2. Τα κύματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση .....	17
2.4. Η διαδικασία των συγχωνεύσεων και εξαγορών .....	21
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....	25
Βιβλιογραφία.....	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....	52
Αιτίες και Κίνητρα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	52
4.1. Κίνητρα σύμφωνα με τον χρόνο επίτευξης στόχων .....	53
4.2. Κίνητρα και Θεωρίες ανά Επιστήμη .....	56
4.3. Λόγοι αποτυχίας/ επιτυχίας Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	59
4.4. Πλεονεκτήματα, Μειονεκτήματα και Κίνδυνοι .....	62
4.4.1. Πλεονεκτήματα.....	62
4.4.2. Μειονεκτήματα.....	65
4.4.3. Κίνδυνοι .....	66
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....	68

Στρατηγικές Εξαγορών και Μορφές Αμύνης .....	68
5.1. Στρατηγικές εξαγοράς εταιρίας – επενδυτή.....	68
5.1.1. Επιπτώσεις των στρατηγικών του υποψήφιου – επενδυτή .....	71
5.2. Στρατηγικές εταιριών – στόχων.....	71
5.2.1. Κίνητρα αντίστασης στην εξαγορά .....	71
5.2.2. Μορφές άμυνας της εταιρίας – στόχου .....	72
5.3. Επιπτώσεις των μορφών αμύνης.....	75
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.....	79
Τρόποι πληρωμής τιμήματος Συγχωνεύσεων και Εξαγορών .....	79
6.1. Τρόποι πληρωμής .....	79
6.1.1. Η περίπτωση της προσφοράς μετρητών .....	80
6.1.2. Η περίπτωση της προσφοράς μετοχών .....	82
6.1.3. Συνδυασμός μετρητών και μετοχών .....	83
6.2. Οι λόγοι που καθορίζουν την επιλογή του τρόπου πληρωμής.....	83
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 .....	86
Δεδομένα και Μεθοδολογία .....	86
7.1. Περιγραφή δείγματος.....	86
7.2. Αριθμοδείκτες.....	88
7.2.1. Περιγραφική ανάλυση αριθμοδεικτών .....	88
7.2.2. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας .....	92
7.3. Ανάλυση αριθμοδεικτών των τεσσάρων συγχωνεύσεων και εξαγορών .....	96
7.3.1. Ανάλυση αριθμοδεικτών της Bitros Steel SA και της Elval Hellenic Aluminium που χρησιμοποίησαν μετρητά.....	97
7.3.2. Ανάλυση αριθμοδεικτών της Mytilineos Holdings SA και της Halcor SA .....	104

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8.....	115
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	115
8.1. Αποτελέσματα Δείγματος.....	115
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9.....	119
ΣΥΝΟΨΗ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	119
Βιβλιογραφία.....	121
Ξένη Βιβλιογραφία .....	121
Ελληνική βιβλιογραφία.....	122
Ηλεκτρονικές Πηγές.....	122

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## Εισαγωγή

Οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης και οι διαρκείς μεταβολές των συνθηκών τα τελευταία χρόνια είναι χαρακτηριστικό γνώρισμα της εποχής μας και αποτέλεσμα της εξελισσόμενης παγκοσμιοποίησης της οικονομίας. Η ραγδαία ανάπτυξη της τεχνολογίας διείσδυσε γρήγορα στον επιχειρηματικό κόσμο, αυξάνοντας την τάση των αγορών για αλληλεπίδραση μεταξύ τους με την μεταφορά τόσο των υφιστάμενων πλεονεκτημάτων τους όσο και των μειονεκτημάτων τους. Μέσα σε αυτές τις ευνοϊκές συνθήκες για να επιβιώσει μια επιχείρηση, ξέσπασε η οικονομική κρίση. Όλο και περισσότερες μικρές επιχειρήσεις χρεοκοπούν και η πλειοψηφία των μικρομεσαίων επιχειρήσεων προσπαθούν να βρουν τρόπους να αποκτήσουν κάποιο κέρδος προκειμένου να επιβιώσουν. Φαίνεται όμως, πως τα τελευταία χρόνια οι επιχειρήσεις προσπαθούν να είναι ενήμερες για τις διεθνείς εξελίξεις ώστε να μπορούν να ανταπεξέλθουν στις συνεχώς μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες και να ενισχύσουν τη θέση τους προκειμένου να μεγιστοποιήσουν την αξία της επιχείρησής τους που είναι και η βασική τους επιδίωξη.

Πάντα όμως μετά την κρίση υπάρχουν ευκαιρίες κέρδους. Αυτοί που θα προσπαθήσουν να αναπτύξουν νέα επιχειρηματικά μοντέλα, όπου θα παράγουν στρατηγικές σε γερές βάσεις όπως είναι η δημιουργία νέων καινοτόμων προϊόντων ή η διαφοροποίηση των υπαρχόντων προϊόντων ή η διείσδυση σε μια νέα αγορά, θα είναι αυτοί που θα έχουν προσπαθήσει, θα επιβιώσουν και στο τέλος θα βγουν κερδισμένοι. Έτσι, στην προσπάθειά τους να βρουν την κατάλληλη στρατηγική εύκολα και γρήγορα εν όψει της οικονομικής κρίσης, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές ήρθαν να δώσουν λύση στο πρόβλημά τους.

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι ένα χρήσιμο εργαλείο για την επέκταση και την ανάπτυξη μιας εταιρίας σε διαφορετικές χώρες. Πρόκειται για ένα φαινόμενο με ιστορία τουλάχιστον 100 ετών, που αρχικά το συναντάμε στις Η.Π.Α. και αργότερα σε Ευρώπη και σε Ασία. Ο κύριος στόχος των επιχειρήσεων μέσω των συγχωνεύσεων και

εξαγορών είναι η αύξηση των περιουσιακών τους στοιχείων, των πωλήσεων και του μεριδίου αγοράς. Ωστόσο, ένας πιο βασικός στόχος είναι η μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων και η απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

Όμως, παρά το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις μέσα από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στοχεύουν να είναι αποτελεσματικότερες, είναι δυνατό να εμφανιστούν απρόσμενα αποτελέσματα καθώς είναι πολύπλοκες διαδικασίες. Συνεπώς, είναι φανερό ότι χρειάζεται μεγάλη προσοχή κατά την διαδικασία του σχεδιασμού της στρατηγικής που θα χρησιμοποιηθεί για την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης και εξαγοράς. Οπότε, διαπιστώνουμε πως οι συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι ένα φαινόμενο πολύπλευρο με πολλές διαφορετικές πτυχές.

Το αντικείμενο, λοιπόν, με το οποίο θα ασχοληθούμε στην παρούσα εργασία είναι η εξαγορά των επιχειρήσεων και το πώς ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος, δηλαδή ο τρόπος πληρωμής και συνήθως μιλάμε είτε για μετρητά, είτε για μετοχές ή για ένα συνδυασμό αυτών, που θα επιλέξουν οι εταιρίες – επενδυτές προκειμένου να αποκτήσουν την εταιρία – στόχο, επιδρά στην αποδοτικότητα της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, η εργασία ολοκληρώνεται μέσα από 9 κεφάλαια, από τα οποία το πρώτο κεφάλαιο απαρτίζεται από την εισαγωγή.

Το δεύτερο κεφάλαιο εισάγει τον αναγνώστη στις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Δίνονται οι ορισμοί και τα είδη τους ώστε να αποσαφηνιστούν οι δύο αυτοί όροι και στη συνέχεια γίνεται μια ιστορική αναδρομή παρουσιάζοντας τα κύματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών τόσο στις Η.Π.Α. όσο και στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Το κεφάλαιο αυτό ολοκληρώνεται με την παρουσίαση των σταδίων ανάπτυξης των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται μία σύνοψη της σχετικής με τη παρούσα εργασία βιβλιογραφίας και παρατίθεται ένας συνοπτικός πίνακας αυτής. Συμπεριλαμβάνονται 15 άρθρα από τη διεθνή επιστημονική κοινότητα, τόσο παλαιότερα που συνέλαβαν στην καλύτερη κατανόηση και στην καθιέρωση της μελέτης των συγχωνεύσεων και εξαγορών όσο και πιο πρόσφατα τα οποία είχαν εξίσου σημαντική συνεισφορά.

Το τέταρτο κεφάλαιο αναλύει τα κίνητρα των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα οποία κατηγοριοποιούνται σύμφωνα με το χρόνο επίτευξής τους αλλά και με βάση τις υπάρχουσες θεωρίες ανά επιστήμη. Επιπλέον, αναφέρονται τα πλεονεκτήματα, τα μειονεκτήματα και οι κίνδυνοι που προκύπτουν μετά από μια τέτοια διεργασία καθώς και οι παράγοντες που οδηγούν μια συγχώνευση στην επιτυχία ή την αποτυχία.

Στο πέμπτο κεφάλαιο περιγράφονται οι διάφορες τακτικές εξαγοράς που ακολουθούνται από τις εταιρίες – επενδυτές και οι διάφορες τακτικές αμύνης που ακολουθούνται από τις εταιρίες – στόχους. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με τις επιπτώσεις που έχουν οι μορφές αμύνης τόσο στους μετόχους του στόχου όσο και στους μετόχους του επενδυτή.

Το έκτο κεφάλαιο περιλαμβάνει μια αναλυτική περιγραφή του τρόπου πληρωμής του τιμήματος μιας εξαγοράς, δηλαδή αν η εξαγορά πραγματοποιείται με μετρητά ή με μετοχές ή από ένα συνδυασμό αυτών και παρουσιάζει τους παράγοντες που καθορίζουν την επιλογή του.

Στο έβδομο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα δεδομένα και η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται προκειμένου να βγάλουμε κάποια συμπεράσματα όσον αφορά την επίδραση που έχει ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος στην αποδοτικότητα της επιχείρησης.

Το όγδοο κεφάλαιο περιλαμβάνει τα αποτελέσματα της ανάλυσης που πραγματοποιήθηκε στο έβδομο κεφάλαιο.

Και τέλος, στο ένατο κεφάλαιο γίνεται μια σύνοψη της εργασίας και παρουσιάζονται συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης μελέτης.



# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

## Γενικά περί συγχωνεύσεων και εξαγορών

Ένα και ένα ίσον τρία ( $1 + 1 = 3$ ), αυτή η εξίσωση αντιπροσωπεύει τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Η βασική αρχή πίσω από την αγορά μιας εταιρίας είναι η μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων πέρα από εκείνη τους αθροίσματος δύο εταιριών ( $1 + 1 = 2$ ). Δύο εταιρίες μαζί είναι πιο σημαντικές και πολύτιμες από δύο ξεχωριστές εταιρίες, αυτό είναι και το σκεπτικό πίσω από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Ειδικά στη σημερινή εποχή που η οικονομική κρίση έχει επηρεάσει την πλειοψηφία των επιχειρήσεων, αυτό το σκεπτικό φαίνεται να είναι ιδιαίτερα δελεαστικό για τις επιχειρήσεις. Εταιρίες με μεγάλη ισχύ θα κάνουν τις απαραίτητες ενέργειες προκειμένου να δημιουργήσουν μια πιο αποδοτική, ανταγωνιστική εταιρία έτσι ώστε να αποκτήσουν μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς ή να επιτύχουν μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα. Δεδομένου, λοιπόν, αυτών των συνθηκών οι εταιρίες – στόχοι συμφωνούν να αγοραστούν όταν γνωρίζουν πως δεν μπορούν να επιβιώσουν μόνοι τους.

Σε αυτό το κεφάλαιο λοιπόν, παρουσιάζονται οι ορισμοί και τα είδη των συγχωνεύσεων και εξαγορών, ώστε να αποσαφηνιστούν αυτοί οι δύο όροι. Γίνεται αναφορά στα βασικά κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών τόσο στις Η.Π.Α. όσο και στην Ε.Ε. και στο τέλος του κεφαλαίου παρουσιάζονται τα στάδια της διαδικασίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

### 2.1. Ορισμοί Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Παρόλο που συχνά χρησιμοποιούμε τους δύο αυτούς όρους να είναι συνώνυμοι, οι όροι Συγχώνευση και Εξαγορά σημαίνουν ελαφρώς διαφορετικά πράγματα. Όταν μια εταιρία παίρνει τον έλεγχο μιας άλλης και γίνεται ο νέος ιδιοκτήτης, η αγορά αυτή καλείται εξαγορά. Από νομική άποψη όμως, η εταιρία – στόχος παύει να υφίσταται.

Με την καθαρή έννοια του όρου, **συγχώνευση**<sup>1</sup> είναι η ένωση δύο ή περισσότερων εταιριών επί ίσους όρους, με σκοπό την επίτευξη οικονομιών κλίμακας και την βελτίωση της παραγωγικότητας και της αποτελεσματικότητάς τους.

Οι δύο εταιρίες μέσω μιας αμοιβαίας συμφωνίας ουσιαστικά μετατρέπονται σε μια ενιαία νομική οντότητα που συνδυάζει τα περιουσιακά στοιχεία, τις διαδικασίες και τους πόρους των δύο εταιριών. Αυτή η διαδικασία πραγματοποιείται με τους μετόχους των δύο εταιριών να παραχωρούν τις μετοχές τους πριν πραγματοποιηθεί η συγχώνευση, σε αντάλλαγμα να πάρουν μετοχές από το μετοχικό κεφάλαιο της νέας εταιρίας. Στην πράξη όμως, οι συγχωνεύσεις μεταξύ ίσων δεν συμβαίνουν πολύ συχνά. Συνήθως, μια εταιρία θα αγοράσει μια άλλη, και στο πλαίσιο της συμφωνίας απλά θα επιτρέψει στην εταιρία – στόχο να διακηρύξει ότι η αγορά είναι συγχώνευση ίσων, ενώ στην πραγματικότητα μπορεί να είναι μόνο μια εξαγορά. Η εξαγορά συχνά παραπέμπει τους εμπλεκόμενους της συμφωνίας σε αρνητικούς συνειρμούς, οπότε περιγράφοντας την συμφωνία ως συγχώνευση αποφεύγονται όλες αυτές οι αρνητικές σκέψεις.

Σκοπός της συγχώνευσης μπορεί να είναι η εισαγωγή σε μια νέα αγορά, η προσέγγιση νέων πελατών, η απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς, η εξαφάνιση ενός ανταγωνιστή, η απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος καθώς και η απόκτηση τεχνογνωσίας, όπως επίσης και η αύξηση του εύρους των προϊόντων της στους καταναλωτές, η δημιουργία μεγαλύτερων υποδομών καθώς και η απόκτηση περισσότερων καναλιών διανομής.

Επιπλέον, **συγχώνευση** ονομάζεται μια συμφωνία αγοράς όταν και ο CEO της εταιρίας – επενδυτής αλλά και ο CEO της εταιρίας – στόχου, συμφωνούν ότι η ένωσή τους και η δημιουργία μιας νέας εταιρίας είναι προς το συμφέρον και των δύο. Όμως, όταν η συμφωνία είναι εχθρική, δηλαδή αυτό σημαίνει πως η εταιρία – στόχος δεν θέλει να προχωρήσει σε αυτή την συμφωνία, τότε η συμφωνία αυτή θεωρείται πάντα πως είναι εξαγορά. Έτσι, συμπεραίνουμε πως αν η αγορά θεωρείται συγχώνευση ή εξαγορά, εξαρτάται από το εάν η συμφωνία είναι φιλική ή εχθρική και τον τρόπο με τον οποίο ανακοινώνεται. Συνεπώς, η πραγματική διαφορά εξαρτάται από τον τρόπο με τον οποίο εκλαμβάνουν το διοικητικό συμβούλιο, οι εργαζόμενοι και οι μέτοχοι της εταιρίας – στόχου την ανακοίνωση της συμφωνίας.

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, μια εξαγορά μπορεί να διαφέρει ελαφρώς από την συγχώνευση. Στην πραγματικότητα, μπορεί να διαφέρει μόνο στο όνομα. Αντίθετα με τις συγχωνεύσεις, οι εξαγορές περιλαμβάνουν μια επιχείρηση η οποία αγοράζει μια

---

<sup>1</sup> <https://www.euretirio.com/merger/>

άλλη επιχείρηση, χωρίς να υπάρχει ανταλλαγή μετοχών ή ενοποίησή τους ως νέα εταιρία.

Μια **εξαγορά**<sup>2</sup>, λοιπόν, είναι μια εταιρική πράξη όπου μια εταιρία αγοράζει τα περιουσιακά στοιχεία ή τις μετοχές μιας εταιρίας – στόχου προκειμένου να αναλάβει τον έλεγχό της.

Οι εξαγορές πραγματοποιούνται είτε με μετρητά, είτε με μετοχές ή με συνδυασμό αυτών. Επίσης, στις μικρότερες κυρίως συμφωνίες η μια εταιρία μπορεί να αποκτήσει τα περιουσιακά στοιχεία της άλλης. Η εταιρία Χ αγοράζει όλα τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας Υ για μετρητά, που αυτό σημαίνει πως η εταιρία Υ θα έχει μόνο μετρητά, και χρέος εάν είχε ήδη χρέος από πριν. Η εταιρία Υ στο τέλος ή θα ρευστοποιηθεί ή θα εισέλθει σε άλλο τομέα δραστηριοτήτων.

Για την εξαγορά της επιχείρησης αρκεί το 50% των μετοχών με δικαίωμα ψήφου, συν μία.

Η εξαγορά είναι ένας τρόπος επέκτασης μιας εταιρίας για να αυξήσει το μερίδιο αγοράς της, να αποκτήσει πρόσβαση σε συγκεκριμένους προμηθευτές που ενδέχεται να έχουν φυσικό μονοπώλιο, να αποκτήσει πρόσβαση σε νέες τεχνολογίες και αγορές, για την επίτευξη συνεργιών ή να αξιοποιήσει καλύτερα ανεπτυγμένα δίκτυα διανομής. Επιπλέον, με αυτό τον τρόπο μπορεί να επιθυμεί να μειώσει τον ανταγωνισμό, να αποκτήσει τον έλεγχο υποτιμημένων στοιχείων του ενεργητικού άλλων εταιριών, να αυξήσει τις πωλήσεις και τα κέρδη της, να ενισχύσει το εύρος προϊόντων που προσφέρει, να εκμεταλλευτεί οικονομίες κλίμακας, να αποκτήσει κυριαρχία ή μονοπώλιο σε μια αγορά κτλ.

Ουσιαστικά δεν υπάρχουν διαφορές μεταξύ σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι μόνες διαφορές που υπάρχουν είναι:

- ✓ Στον τρόπο πληρωμής που επιλέγεται για την πραγματοποίησή τους και
- ✓ Στο δικαίωμα λόγου που έχουν οι παλαιότεροι ιδιοκτήτες της επιχείρησης – στόχου στη νέα επιχείρηση, αφού στην περίπτωση της εξαγοράς είναι ανύπαρκτο ενώ στην περίπτωση της συγχώνευσης υπάρχει.

---

<sup>2</sup> <https://www.euretirio.com/exagora/>

Πίνακας 1. Γραφική απεικόνιση Ορισμού Συγχωνεύσεων και Εξαγορών



## 2.2. Είδη Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Υπάρχουν διάφορες κατηγορίες συγχωνεύσεων και εξαγορών. Με βάση τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας ή το λεγόμενο βαθμό ολοκλήρωσης, διακρίνονται στις εξής κατηγορίες.<sup>3</sup>

- ✓ **Κάθετη ολοκλήρωση (vertical integration)** είναι η συγχώνευση εταιριών οι οποίες έχουν σχέση προμηθευτή – πελάτη ή προμηθευτή – διανομέα και βρίσκονται σε διαφορετικό στάδιο της παραγωγικής διαδικασίας σε μια κοινή εφοδιαστική αλυσίδα.  
Η κάθετη ολοκλήρωση μπορεί να συμβάλλει στη μείωση του κόστους παραγωγής και στην αύξηση της αποτελεσματικότητας της εταιρίας.  
Η εταιρία μπορεί να προχωρήσει είτε στην **ολοκλήρωση προς τα εμπρός** (forward integration), όπου επεκτείνεται σε επόμενα επίπεδα της εφοδιαστικής αλυσίδας, είτε στην **ολοκλήρωση προς τα πίσω** (backward integration), όπου επεκτείνεται σε προηγούμενα επίπεδα.
- ✓ **Οριζόντια ολοκλήρωση (horizontal integration)** είναι η συγχώνευση εταιριών οι οποίες ήταν ανταγωνιστές στην ίδια ή σε παρόμοια αγορά.

<sup>3</sup> Κυριαζής, Δ., 2007, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Αθήνα: Κων/νου Σμπίλια, σελ. 16 - 18  
<https://www.euretirio.com/exagora/>

Επειδή βρίσκονται στο ίδιο στάδιο της παραγωγικής διαδικασίας, οι εταιρίες με αυτόν τον τρόπο έχουν την δυνατότητα να δημιουργήσουν οικονομίες κλίμακας, να αυξήσουν τη διαφοροποίηση των προϊόντων, να βοηθήσουν τις επιχειρήσεις να αυξήσουν το μερίδιο αγοράς τους ή να εισέλθουν σε νέες αγορές.

Σε περίπτωση που μέσω οριζόντιας ολοκλήρωσης μείνουν λίγες εταιρίες στον κλάδο θεωρείται **ολιγοπώλιο**, ενώ αν μια εταιρία καταφέρει να τις απορροφήσει όλες τότε θα δημιουργήσει **μονοπώλιο** στην αγορά.

- ✓ **Ασυσχέτιστες (unrelated mergers ή conglomerate mergers)** είναι η συγχώνευση δύο εταιριών με μικρές ή καθόλου ομοιότητες στην παραγωγή, στις επιχειρηματικές δραστηριότητες, στα προϊόντα ή στις γεωγραφικές περιοχές που δραστηριοποιούνται, αλλά συγχωνεύονται για να εκμεταλλευτούν τις οικονομίες κλίμακας που θα δημιουργηθούν, τις συνέργειες καθώς και το cross selling με το οποίο θα επιτύχουν μεγαλύτερες δυνατότητες κέρδους.

Σε αυτές τις συγχωνεύσεις περιλαμβάνονται οι **συγχωνεύσεις επέκτασης αγοράς** (market extension merger) στις οποίες οι εταιρίες πωλούν παρόμοια προϊόντα σε διαφορετικές αγορές, καθώς και οι **συγχωνεύσεις επέκτασης προϊόντος** (product extension merger) στις οποίες πωλούνται διαφορετικά αλλά ομοειδή προϊόντα στην ίδια αγορά.

Ένα επιπλέον είδος συγχώνευσης είναι η **κυκλική συγχώνευση (circular merger)**. Η κυκλική συγχώνευση είναι μια συγχώνευση εταιριών οι οποίες έχουν διαφορετικό εύρος προϊόντων αλλά λειτουργούν στην ίδια αγορά και έχουν παρόμοια κανάλια διανομής. Σκοπός αυτής της συγχώνευσης είναι η αύξηση των προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών στους καταναλωτές και η αύξηση του μεριδίου αγοράς.

Όσον αφορά τις εξαγορές ανάλογα με την διαδικασία πραγματοποίησής τους διακρίνονται σε:

- ✓ **Φιλικές (friendly takeovers)**, όπου μία εξαγορά έχει τη σύμφωνη γνώμη και υποστήριξη της διοίκησης της επιχείρησης – στόχου.
- ✓ **Εχθρικές/ Επιθετικές (hostile takeovers)**, όπου η διοίκηση της επιχείρησης – στόχου αντιδρά στην πραγματοποίηση της εξαγοράς.  
Η πρόταση του επενδυτή απευθύνεται άμεσα στους μετόχους του στόχου, στους οποίους προτείνεται η πώληση των μετοχών τους έναντι συγκεκριμένης τιμής ή η ανταλλαγή μετοχών των δύο εταιριών σε συγκεκριμένη αναλογία ή ένας συνδυασμός και των δύο μεθόδων.

Η επιθετική εξαγορά επιτρέπει σε μια εταιρία να αποκτήσει μια άλλη της οποίας η διοίκηση δεν το επιθυμεί. Η εξαγορά θεωρείται επιθετική εάν το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας – στόχου απορρίψει την προσφορά, αλλά η εταιρία – επενδυτής εξακολουθεί να την επιδιώκει, κάνοντας προσφορά απευθείας στους μετόχους προκειμένου να τους πείσει να πουλήσουν τις μετοχές τους.

Εναλλακτικά, η εταιρία – επενδυτής μπορεί να αγοράζει κρυφά μετοχές της εταιρίας – στόχου στο Χρηματιστήριο, με την προοπτική να αποκτήσει έλεγχο στο διοικητικό συμβούλιο ώστε να εγκρίνει την εξαγορά.

Με βάση τον τρόπο της προσφοράς εξαγοράς διακρίνονται σε:

✓ **Δημόσια προσφορά στους μετόχους (Public Tender Offer)**

Σε μια δημόσια προσφορά η επιχείρηση – επενδυτής κάνει δημόσια πρόταση να αγοράσει ένα μέρος, συνήθως πάνω από το 51% από τις κοινές μετοχές της επιχείρησης – στόχου, σε μια συγκεκριμένη τιμή και μέχρι μια συγκεκριμένη ημερομηνία. Μια δημόσια πρόταση μπορεί να είναι είτε προαιρετική είτε υποχρεωτική.

✓ **Proxy Fights (Η.Π.Α.)**

Τα proxy fights αφορούν στην προσπάθεια μερίδας μετόχων ή της Διεύθυνσης να αποκτήσουν τον έλεγχο της εταιρίας και του Διοικητικού Συμβουλίου, προτρέποντας τους μετόχους να ψηφίσουν μέσω αντιπροσώπων (proxy contents).

Επιπλέον, οι εξαγορές διακρίνονται στις παρακάτω κατηγορίες.

✓ **Αντίστροφη εξαγορά (Reverse Takeover)**

Αντίστροφη εξαγορά είναι μια εξαγορά στην οποία μια ιδιωτική εταιρία αγοράζει μια εταιρία που διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο (public company), με σκοπό να εισέλθει και εκείνη σε αυτό αποφεύγοντας τα κόστη, τα έξοδα και τις χρονοβόρες διαδικασίες που θα έπαιρνε μια διαδικασία συμβατικής δημόσιας προσφοράς (Initial Public Offering – IPO). Ουσιαστικά η ιδιωτική εταιρία αγοράζει αρκετές μετοχές της δημόσιας εταιρίας ώστε να μπορέσει να αποκτήσει τον έλεγχό της. Τότε οι μέτοχοι της ιδιωτικής εταιρίας ανταλλάσσουν τις μετοχές τους με μετοχές της δημόσιας εταιρίας και με αυτό τον τρόπο μετατρέπουν την εταιρία τους σε δημόσια.

✓ **Μοχλευμένη εξαγορά (Leveraged Buyouts - LBOs)**

Μοχλευμένη εξαγορά είναι μια εξαγορά η οποία χρηματοδοτείται μέσω δανείου και το χρέος μεταφέρεται στον ισολογισμό της εταιρίας – επενδυτής. Η εταιρία – επενδυτής έχει την υποχρέωση να εξοφλήσει αυτό το δάνειο. Αυτή η τεχνική συνήθως χρησιμοποιείται από τις εταιρίες ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων (private equity companies).

✓ **Εξαγορά Διαχείρισης (Management Buyouts - MBOs)**

Μια εξαγορά διαχείρισης είναι μια μορφή εξαγοράς από ομάδα διοικητικών στελεχών ή και άλλης ομάδας επενδυτών (venture capital) και η μετατροπή της σε μη εισηγμένη εταιρία (going private transactions). Η χρηματοδότηση που απαιτείται για μία τέτοιου είδους εξαγορά είναι συνήθως ένας συνδυασμός χρέους και μετοχών.

✓ **Εξαγορά Backflip (Backflip Acquisition)**

Εξαγορά Backflip είναι η εξαγορά κατά την οποία η εταιρία – επενδυτής μετατρέπεται σε θυγατρική της εταιρίας – στόχου που εξαγοράστηκε. Αυτό το είδος εξαγοράς συνήθως συμβαίνει όταν μια μεγαλύτερη αλλά λιγότερο γνωστή εταιρία αγοράζει μια εταιρία που διαθέτει ένα πολύ γνωστό εμπορικό σήμα.

Επίσης, υπάρχουν και οι αποσχίσεις (divestments) των εταιριών οι οποίες αποτελούν σχεδόν τις αντίθετες κινήσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών, αυτός είναι και ο λόγος που ονομάζονται reverse takeovers ή demergers. Οι αποσχίσεις, λοιπόν, διακρίνονται σε:

✓ **Sell – offs:** Αποσχίσεις τμημάτων ή επιχειρηματικών μονάδων.

✓ **Spin – offs:** Απόσχιση θυγατρικής από μητρική και δημιουργία νέας ανεξάρτητης εταιρίας.

✓ **Split – offs:** Μεταβίβαση των μετοχών της θυγατρικής σε κάποιους από τους μετόχους της μητρικής, μέσω ανταλλαγής των μετοχών που κατέχουν στη μητρική.

✓ **Split – ups:** Η μητρική εταιρία χωρίζεται σε δύο ή περισσότερες εταιρίες που διαχειρίζονται χωριστά και παύει να υφίσταται. Οι μετοχές της μοιράζονται στους μετόχους της.

✓ **Carve – outs:** Η μητρική εταιρία μειώνει το ποσοστό ιδιοκτησίας της σε θυγατρική, παραιτούμενη των δικαιωμάτων της σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου δια δημόσια εγγραφή της μητρικής της.

- ✓ **Εκκαθαρίσεις (Liquidations):** Η εκκαθάριση αντιπροσωπεύει την πώληση όλων των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, έτσι ώστε η επιχείρηση να πάψει να υπάρχει.

Στις εξαγορές split και sell η εταιρία – επενδυτής εξαγοράζει μια εταιρία – στόχο με σκοπό να αποκτήσει συγκεκριμένα περιουσιακά της στοιχεία, όπως για παράδειγμα είναι το πελατολόγιο, οι πατέντες και τα κανάλια διανομής.

## 2.3. Ιστορική Αναδρομή

Ιστορικά έχει παρατηρηθεί πως οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτέλεσαν και αποτελούν ένα σημαντικό εργαλείο για την ανακατανομή των πόρων και για την εκτέλεση εταιρικών στρατηγικών. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αναπτύσσονται συνήθως κατά κύματα (merge waves). Στις Η.Π.Α. έχουν ιστορία πάνω από 100 έτη, στο Ηνωμένο Βασίλειο φαίνεται να ξεκίνησαν την δεκαετία του 1960, ενώ στις υπόλοιπες χώρες της Ε.Ε. έκαναν την εμφάνισή τους την δεκαετία του 1990.

Οι στρατηγικές που αναπτύσσονται κατά κύριο λόγο στα κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών από τις επιχειρήσεις αφορούν στρατηγικές ανάπτυξης ή στρατηγικές επαναπροσδιορισμού τους. Αυτά τα διαδοχικά βήματα των στρατηγικών κινήσεων μπορεί να αυξήσουν ή να μειώσουν τις πιθανότητες επιτυχίας σε μια κίνηση εξαγοράς ή συγχώνευσης.

### 2.3.1. Τα κύματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στις Η.Π.Α.<sup>4</sup>

Οι Η.Π.Α. έχουν πιθανότατα την μεγαλύτερη δραστηριότητα σε συγχωνεύσεις και εξαγορές σε σύγκριση με οποιαδήποτε άλλη χώρα σε παγκόσμιο επίπεδο. Στον πίνακα 2 φαίνεται το επίπεδο δραστηριότητας των συγχωνεύσεων σε αριθμούς από το 1890 ως το 1978. Πιο συγκεκριμένα, στο διάγραμμα αυτό απεικονίζεται ο αριθμός των επιχειρήσεων/ εταιριών που πραγματοποίησαν μια συγχώνευση ή εξαγορά και η διακύμανση της δραστηριότητας αυτής στο χρόνο.

---

<sup>4</sup> Sudarsanam, S., 2003, *Creating value from Mergers and Acquisitions*, London: Prentice Hall, pp. 14 – 18

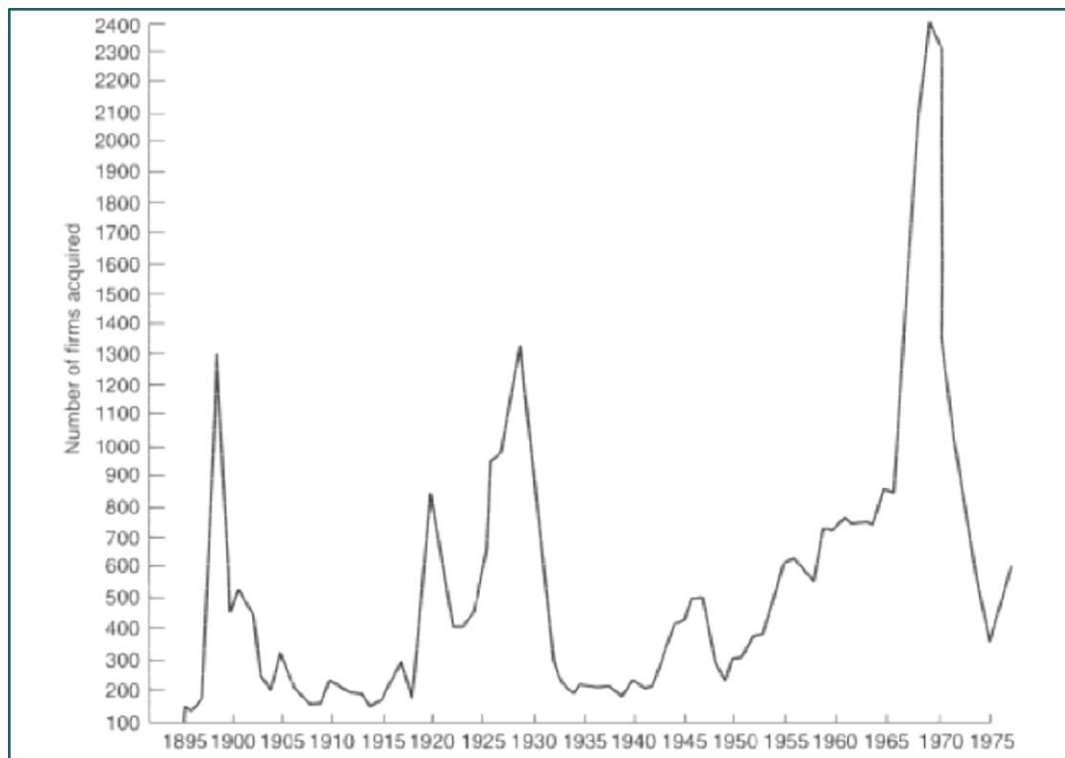
<https://www.ukessays.com/essays/business/merger-and-acquisition-business.php>



Παρατηρούμε τρεις ξεχωριστές κορυφές, η πρώτη να είναι το 1899, η δεύτερη να είναι το 1929 και η Τρίτη το 1970. Όσον αφορά την αξία των συγχωνεύσεων, η τελευταία κορυφή φαίνεται να είναι το 1968 και όχι το 1970. Τα τρία αυτά κύματα χαρακτηρίστηκαν ως:

1. Συγχώνευση Μονοπωλίων (1890 -1905)
2. Συγχώνευση Ολιγοπωλίων (δεκαετία 1920)
3. Συγχώνευση για την Ανάπτυξη (δεκαετία 1960)

**Πίνακας 2. Τα τρία κύματα συγχωνεύσεων στις Η.Π.Α, 1890 – 1978**



Πηγή: M. S. Salter and W.A. Weinhold, *Diversification Through Acquisition* (New York: Free Press, 1979)

### ❖ *Το πρώτο κύμα*

Η πρώτη κορύφωση των συγχωνεύσεων πραγματοποιήθηκε σε μια περίοδο οικονομικής ανάπτυξης μετά από μια περίοδο οικονομικής στασιμότητας. Η βιομηχανική παραγωγή αυξήθηκε στο 100%. Σε αυτό το κύμα εμπλέκεται το 15% των περιουσιακών στοιχείων του κατασκευαστικού κλάδου και των εργαζομένων του. Κύριο χαρακτηριστικό αυτού του κύματος ήταν οι **οριζόντιες συγχωνεύσεις**, δηλαδή οι συγχωνεύσεις εταιριών που άνηκαν στον ίδιο κλάδο της αγοράς, που οδήγησαν στην δημιουργία μιας αγοράς με **μονοπωλιακή δομή**. Οι μεγαλύτερες και πιο γνωστές

επιχειρήσεις του επιχειρηματικού κόσμου των Η.Π.Α., όπως η General Electric, η Eastman Kodak, η American Tobacco και η DuPont, είχαν δημιουργηθεί από συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν στο πρώτο κύμα που χαρακτηρίστηκε σαν το μεγάλο κύμα συγχωνεύσεων (great merger wave).

### ❖ *Δεύτερο Κύμα*

Το δεύτερο κύμα είχε μικρότερη επιρροή στην Αμερικανική Οικονομία συγκριτικά με το πρώτο κύμα και αυτό γιατί στο δεύτερο κύμα συμμετείχαν λιγότερες επιχειρήσεις όσον αφορά τις συγχωνεύσεις. Η συμμετοχή των αμερικανικών επιχειρήσεων σε αυτή τη διαδικασία ήταν της τάξεως του 10% του συνολικού ενεργητικού της οικονομίας και όχι πάνω από 15% όπως ήταν στο πρώτο κύμα. Αυτή η πτώση ήταν αναμενόμενη αφού το πρώτο κύμα επέρχεται το 1903 μετά τη συντριβή των αγορών από τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο. Εκείνη την περίοδο η αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης των μεγάλων επιχειρήσεων είχε ανησυχήσει την αμερικάνικη κοινωνία. Για αυτό το λόγο δημιουργήθηκε ο νόμος Sherman ο οποίος καθόριζε ζητήματα της μονοπωλιακής δύναμης των επιχειρήσεων. Στη συνέχεια, ψηφίστηκε ο νόμος Clayton ο οποίος επιδίωκε να σταματήσει τη δημιουργία εμπιστοσύνης, συννομωσιών και μονοπωλίων πριν καν ξεκινήσουν. Το πιο βασικό αντίκτυπο του δεύτερου κύματος στην οικονομία της Αμερικής ήταν η οικονομική ανάπτυξη και η άνθιση του Χρηματιστηρίου. Υπολογίζεται πως περίπου 12.000 εταιρίες εξαφανίστηκαν εκείνη την περίοδο. Όσον αφορά τις επιπτώσεις στη δομή της αγοράς των βιομηχανιών ήταν λιγότερο δραματική συγκριτικά με το πρώτο κύμα. Στις βιομηχανίες που είχαν δημιουργηθεί κολοσσιαίες επιχειρήσεις, πλέον οι συγχωνεύσεις αυτών οδηγούσαν στον σχηματισμό δύο ισχυρών επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, στον τομέα της μεταποίησης οι πιο πολλές συγχωνεύσεις οδήγησαν στην αύξηση του μεριδίου αγοράς ή σε κάθετη ολοκλήρωση. Έτσι λοιπόν, στο δεύτερο κύμα παρατηρήθηκε μια τάση προς την **ολιγοπωλιακή** διάρθρωση σε πολλές βιομηχανίες. Η κατάρρευση της χρηματιστηριακής αγοράς το 1929 είχε ως αποτέλεσμα πολλές επιχειρήσεις που συγχωνεύτηκαν κατά τη διάρκεια του δεύτερου κύματος να πτωχεύσουν.

### ❖ *Τρίτο κύμα*

Μετά το τέλος του Δεύτερου Παγκόσμιου Πολέμου υπήρξε μια σταθερή αύξηση σε δραστηριότητες εξαγοράς των επιχειρήσεων μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1960, όπου ο αριθμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών έφτασε σε εκρηκτικά επίπεδα.

Βέβαια το τρίτο κύμα βρισκόταν ήδη σε εξέλιξη από τα μέσα της δεκαετίας του 1950. Οι συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν τότε δεν ήταν τόσο μεγάλες και ούτε συμπεριλάμβαναν μεγάλες εταιρίες – επενδυτές. Κατά κύριο λόγο ήταν **ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις** που στόχευαν στην ανάπτυξη νέων προϊόντων ή υπηρεσιών μέσω της διαφοροποίησής τους στις νέες αγορές.

Το τρίτο κύμα συγχωνεύσεων οδήγησε σε μια μαζική στρατηγική μετατόπιση των επιχειρήσεων για μεγαλύτερη **διαφοροποίηση** των παραγόμενων προϊόντων και υπηρεσιών. Χρονικά το κύμα αυτό συνέπεσε με την πετρελαϊκή κρίση που ξέσπασε το 1973 στον Οργανισμό Πετρελαϊκών Χωρών (ΟΠΕΚ), δημιουργώντας αρνητικές επιπτώσεις όπως οικονομική επιβράδυνση και τάσεις πληθωρισμού.

### ❖ **Τέταρτο κύμα**

Στα τέλη της δεκαετίας του 1970 παρατηρήθηκε μια μικρή ανάκαμψη της δραστηριότητας των εξαγορών η οποία δεν κράτησε αρκετά γιατί εννιά χρόνια αργότερα ξέσπασε η δεύτερη πετρελαϊκή κρίση (1979) που δημιούργησε μια κατάσταση ύφεσης στην οικονομία των Η.Π.Α.. Στα μέσα της δεκαετίας του 1980 το οικονομικό κλίμα έγινε ευνοϊκότερο δημιουργώντας έτσι τις κατάλληλες προϋποθέσεις για μια νέα έξαρση της δραστηριότητας των εξαγορών, η οποία οδήγησε στο τέταρτο κύμα συγχωνεύσεων (πίνακας 3).

Το κύμα αυτό στην πραγματικότητα αποτελείται από δύο ξεχωριστά κύματα (πίνακας 4b), τις εξαγορές και τις αποσχίσεις (divestitures). Αυτοί οι δύο τύποι εταιρικής αναδιάρθρωσης σχετίζονται μεταξύ τους με έναν συντελεστή συσχέτισης 0,95. Οι αποσχίσεις αποτελούσαν το 20-40% της δραστηριότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών εκείνη την περίοδο. Πολλές εταιρίες των Η.Π.Α. αναδιαμόρφωσαν τα χαρτοφυλάκια των επιχειρηματικών τους δραστηριοτήτων και συγχρόνως επέκτειναν εκείνα τα οποία προσέφεραν δυνατότητες απόκτησης ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και συρρίκνωσαν εκείνες που δεν είχαν κάποια προοπτική.

Πριν το 1984 οι αποσχίσεις μερικών ή πλήρους τμημάτων των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων αντιπροσώπευαν ένα πολύ μικρό ποσοστό, ενώ μετά το 1984 το ποσοστό αυτό αυξήθηκε αρκετά και άρχισε να συμβαδίζει με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Πίνακας 3. Εξαγορές και αποσχίσεις στις Η.Π.Α. από το 1985 έως το 2001

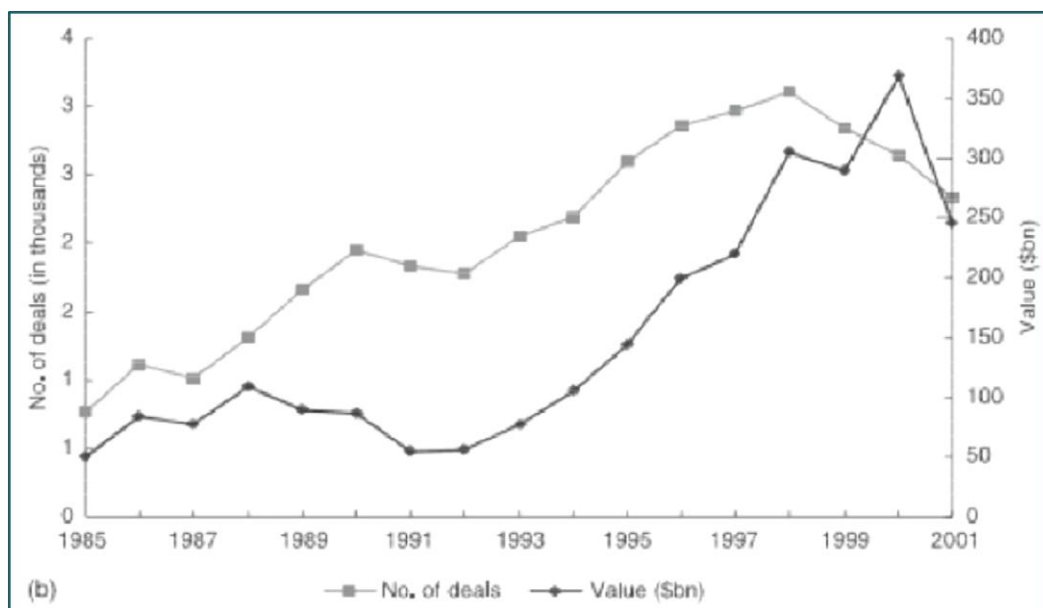
Year	Acquisitions		Divestitures		Divest./Acq. (in value) (%)
	No. of deals	Value (\$bn)	No. of deals	Value (\$bn)	
1985	1713	148	767	50	34
1986	2523	221	1117	83	38
1987	2517	211	1014	77	36
1988	3011	291	1310	108	37
1989	3828	324	1660	89	27
1990	4324	207	1942	86	42
1991	3642	141	1829	54	38
1992	3871	126	1771	55	44
1993	4436	179	2052	77	43
1994	5292	281	2188	104	37
1995	6706	391	2598	143	37
1996	7811	573	2864	199	35
1997	9059	784	2970	219	28
1998	10,638	1373	3108	306	22
1999	9546	1438	2841	289	20
2000	9183	1786	2648	368	21
2001	6224	1143	2331	245	21

Πηγή: Various Mergers and Acquisitions, Annual Almanacs

Το τέταρτο αυτό κύμα χαρακτηρίστηκε από νέες εξελίξεις, οι οποίες ήταν οι ακόλουθες:

- ✓ Εμφάνιση **εχθρικών** συγχωνεύσεων και εξαγορών.
- ✓ Ανάπτυξη μιας πιο ήπιας αντιμονοπωλιακής πολιτικής των επιχειρήσεων απέναντι σε συγχωνεύσεις και εξαγορές σε σχέση με τις δεκαετίες του 1960 και του 1970.
- ✓ Εμφάνιση του μηχανισμού χρηματοδότησης με μόχλευση (Leveraged Buyout – LBO).
- ✓ Το κατά μέσο όρο μέγεθος των εταιρικών εξαγορών ξεπέρασε το αντίστοιχο μέγεθος συμφωνιών του 1960.

Πίνακας 4. Ολοκληρωμένες (a) εξαγορές και (b) αποσχίσεις στις Η.Π.Α., 1985 – 2001



Πηγή: Sudarsanam, S., 2003, *Creating value from Mergers and Acquisitions*, London: Prentice Hall

### ❖ Πέμπτο κύμα

Το πέμπτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών της δεκαετίας του 1990 συνέχισε σε κάποιον βαθμό να εστιάζει στις βασικές ικανότητες ως πηγή ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

Όπως φαίνεται και στον πίνακα 4a, το πέμπτο κύμα είναι η μητέρα όλων των κυμάτων μέχρι τώρα. Διαγραμματικά παρατηρείται πως το 2000 είναι το αποκορύφωμα καθώς η αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών ήταν \$1,8 τρισεκατομμύρια σε σύγκριση με την προηγούμενη κορυφή που ήταν \$324bn το 1989. Η αξία των αποσχίσεων το 2000 ήταν \$368bn συγκριτικά με το 1988 που ήταν \$108bn.

Το 1990 οι εταιρίες έκαναν εξαγορές γιατί είχαν την ανάγκη να ενισχύσουν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα. Επίσης, εκείνη την χρονική περίοδο υπάρχουν σημαντικές εξελίξεις. Στον τομέα της τεχνολογίας εμφανίζεται το internet, η καλωδιακή τηλεόραση και οι δορυφορικές επικοινωνίες, όπου έτσι δημιουργήθηκαν νέες επιχειρήσεις και εταιρίες με νέες τεχνολογικές ικανότητες.

Το πέμπτο κύμα έχει συγκεκριμένα χαρακτηριστικά:

- ✓ Παγκοσμιοποίηση των προϊόντων, υπηρεσιών και κεφαλαιαγορών.
- ✓ Οι εξαγορές γίνονταν με σκοπό την απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μέσω της απόκτησης πόρων και ικανοτήτων.
- ✓ Οι αλλαγές στην πολιτική της κυβέρνησης στον τομέα της ιατροφαρμακευτικής περίθαλψης, στην απελευθέρωση των βιομηχανιών όπως είναι οι τραπεζικές υπηρεσίες και επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας και η ιδιωτικοποίηση δημόσιων τομέων των επιχειρήσεων.
- ✓ Αλλαγές στην κυβερνητική πολιτική στην επιβολή της αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας.
- ✓ Η αναδιάρθρωση ώριμων κλάδων της Αμερικανικής οικονομίας όπως ήταν ο κλάδος της αυτοκινητοβιομηχανίας, των τραπεζών και των τροφίμων.
- ✓ Ενοποίηση των κατακερματισμένων βιομηχανιών από χρηματοπιστωτικούς και στρατηγικούς αγοραστές.

### **2.3.2. Τα κύματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση<sup>5</sup>**

Η μεγάλη αύξηση των δραστηριοτήτων εξαγοράς που πραγματοποιήθηκε κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 και του 1990 ήταν μέρος ενός παγκόσμιου φαινομένου συμμετέχοντας ενεργά η Ευρωπαϊκή Ένωση και το Ηνωμένο Βασίλειο. Η Ευρωπαϊκή Ένωση των 15 κρατών – μελών της Ευρώπης είναι το δεύτερο μεγαλύτερο οικονομικό μπλοκ στον κόσμο όσον αφορά το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (Α.Ε.Π.). Όπως φαίνεται στον πίνακα 5, η δραστηριότητα των εξαγορών όσον αφορά τα κράτη –μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης αυξήθηκε από το 1984 και μετά.

---

<sup>5</sup> Sudarsanam, S., 2003, Creating value from Mergers and Acquisitions, London: Prentice Hall, pp. 19 – 23

**Πίνακας 5. Εξαγορές και αποσχίσεις στην Ε.Ε. από το 1984 έως τον Οκτώβριο 2002**

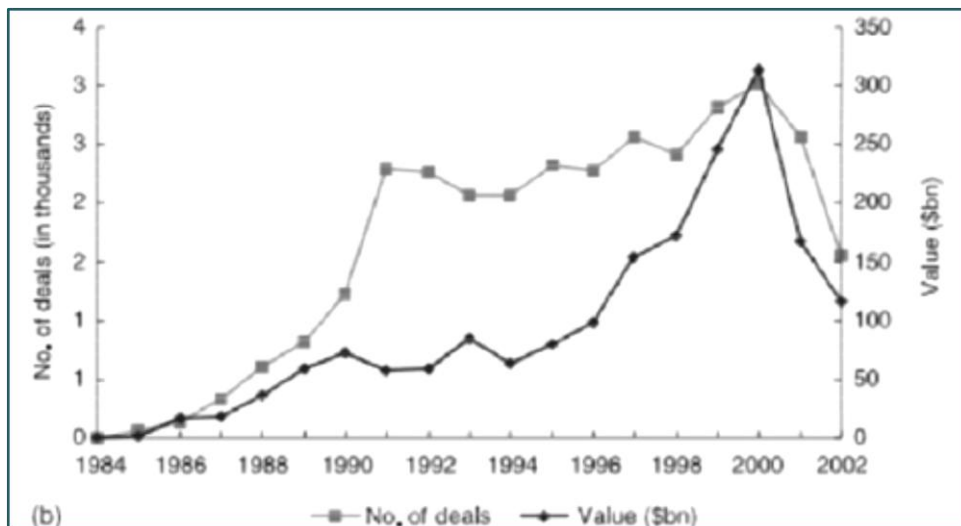
Year	Acquisitions		Divestitures		Divest./Acq (in value) (%)
	No. of deals	Value (\$bn)	No. of deals	Value (\$bn)	
1984	41	1	7	0	2
1985	256	14	66	2	15
1986	553	40	142	16	40
1987	1209	64	326	17	27
1988	2356	108	602	36	33
1989	3261	164	814	58	35
1990	3407	175	1228	73	42
1991	6503	148	2298	57	39
1992	6056	159	2267	59	37
1993	5287	168	2072	85	51
1994	5902	156	2063	63	41
1995	6891	243	2321	81	33
1996	6281	267	2274	98	37
1997	7173	402	2561	154	38
1998	7744	584	2421	173	30
1999	9301	1129	2828	246	22
2000	10,405	899	3016	313	35
2001	7855	439	2562	167	38
2002	4709	224	1557	117	52

1. Only target companies are in the EU countries.  
2. All deals are completed.  
3. Deals are categorized according to the announcement year.

**Πηγή: Thomson Financial SDC database**

Επιπλέον, από τον πίνακα 6 μπορούμε να διακρίνουμε δύο κύματα συγχωνεύσεων στην Ευρώπη, ένα μικρό κατά τη διάρκεια του 1987 – 1992 και ένα λίγο πιο μεγάλο μεταξύ του 1995 – 2001. Η αξία των συγχωνεύσεων για το πρώτο κύμα άγγιξε τα \$40bn το 1986 και έφτασε τα \$175bn το 1990 προτού πέσει στα \$148bn το 1991. Στο δεύτερο κύμα η αξία των συγχωνεύσεων ήταν \$1129bn το 1999 και το 2001 είχε μια πτώση στα \$439bn. Αυτά τα δύο κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ευρώπη χρονικά είναι παράλληλα με εκείνα των Η.Π.Α, με την διαφορά ότι το κύμα της δεκαετίας του 1980 είναι πολύ μικρότερο από το αντίστοιχο των Η.Π.Α..

Πίνακας 6. Ολοκληρωμένες (α) εξαγορές και (β) αποσχίσεις στην Ε.Ε., 1984 – Οκτώβριος 2002



Πηγή: Sudarsanam, S., 2003, *Creating value from Mergers and Acquisitions*, London: Prentice Hall

Ο πίνακας 7 μας παρέχει πληροφορίες για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές με βάση τον αριθμό των συναλλαγών για το 1990 μεταξύ των 15 κρατών – μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και το συγκρίνει με το μερίδιο του κάθε μέλους στο Α.Ε.Π. της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι χώρες που δραστηριοποιούνταν πιο πολύ εκείνη την περίοδο σε συγχωνεύσεις και εξαγορές ήταν η Αγγλία με 31% του συνολικού αριθμού συναλλαγών στην Ε.Ε., η Γερμανία με 16%, η Γαλλία με 14% και η Ολλανδία με 7%. Η Ιταλία αν και αποτελούσε την τέταρτη μεγαλύτερη οικονομία στην Ε.Ε., αντιπροσωπεύει μόνο το 6% της δραστηριότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών.



Υψηλή δραστηριότητα στις συγχωνεύσεις και εξαγορές είχαν χώρες της Βόρειας Ευρώπης όπως η Σουηδία, η Φιλανδία και η Ολλανδία. Αντίθετα, στις χώρες της Νότιας Ευρώπης όπως η Γαλλία και η Ισπανία, η συμμετοχή τους ήταν λιγότερο ανάλογη σε σχέση με το μέγεθος των οικονομιών τους.

**Πίνακας 7. Κατανομή των δραστηριοτήτων συγχωνεύσεων και εξαγορών και του ΑΕΠ μεταξύ των κρατών – μελών της Ε.Ε., 1991 – 2001**

<i>Member state</i>	<i>Share of EU M &amp; A activity (%)</i>	<i>Share of EU GDP (%)</i>
Belgium	2.8	3.2
Denmark	2.6	2.1
Germany	16.3	28.2
Greece	1.1	1.4
Spain	5.0	7.0
France	13.5	18.1
Ireland	1.7	0.9
Italy	6.2	12.6
Luxembourg	0.5	0.2
Netherlands	6.5	4.9
Austria	2.1	2.7
Portugal	1.2	1.3
Finland	3.9	1.6
Sweden	5.3	2.8
United Kingdom	31.4	13.2

In calculating this table, cross-border intra-Community operations are counted twice, once for the bidder country and once for the target country. Percentage for EU may not add up to 100 because of rounding.

Source: Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission, *European Economy, Supplement A, Economic Trends*, No. 12, 2001

Πηγή: Directorate – General For Economic and Financial Affairs, European Commission, *European Economy, Supplement A, Economic Trends*, No. 12, 2001

**Πίνακας 8. Εξέλιξη των εθνικών, κοινοτικών (community) και διεθνών διαδικασιών των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ε.Ε. (% από όλες τις συναλλαγές των συγχωνεύσεων και εξαγορών)**

<i>Year</i>	<i>National</i>	<i>Community</i>	<i>International EU target</i>	<i>International EU bidder</i>	<i>Total</i>
1991	65.1	14.0	12.8	8.1	100
1992	67.9	12.9	12.2	7.1	100
1993	63.5	12.5	14.9	9.1	100
1994	62.7	13.6	13.5	10.2	100
1995	61.0	13.5	12.7	12.7	100
1996	57.9	13.5	14.8	13.8	100
1997	56.8	14.3	15.6	13.3	100
1998	55.0	14.5	15.5	14.9	100
1999	56.5	15.0	11.2	17.4	100

Figures do not add up correctly due to rounding errors.

Source: Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission, *European Economy, Supplement A, Economic Trends*, Table 9, 2000

Πηγή: Directorate – General For Economic and Financial Affairs, European Commission, *European Economy, Supplement A, Economic Trends*, Table 9, 2000

Η ανάλυση της κατανομής των δραστηριοτήτων εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στην Ευρωπαϊκή Ένωση κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, έδειξε πως πραγματοποιήθηκαν εγχώριες συναλλαγές που αφορούσαν δύο ή περισσότερες εταιρίες του ίδιου κράτους – μέλους, αντιπροσωπεύοντας το μεγαλύτερο μέρος της δραστηριότητας. Όπως φαίνεται και στον πίνακα 8, η αναλογία αυτή βρίσκεται στο 68% το 1992 και στο 55% το 1998. Κατά τη διάρκεια των εννέα ετών (1991 – 1999) υπάρχει μια αισθητή μείωση σε εθνικό επίπεδο του ποσοστού των συγχωνεύσεων και εξαγορών στα κράτη – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι συγχωνεύσεις από διαφορετικά κράτη – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι κοινοτικές εξαγορές (community mergers) αντιπροσωπεύουν το 13 – 15%. Από την άλλη για τις διεθνείς εξαγορές από εταιρίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης τα ποσοστά των εξαγορών κυμαίνονται μεταξύ 11 – 16%. Αντίθετα, διεθνείς εξαγορές στόχων από εταιρίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης αυξάνονται από το 7% το 1992 στο 17% το 1999. Οι διεθνείς εξαγορές συμπεριλαμβανομένων των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης είτε ως στόχοι είτε ως επενδυτές, αυξήθηκαν από το 21% το 1991 στο 29% κατά τα έτη 1996 – 1999.

Το μοτίβο των δραστηριοτήτων των συγχωνεύσεων και εξαγορών δείχνει ότι ενώ η δραστηριότητα των εξαγορών έχει αυξηθεί εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η δραστηριότητα μεταξύ των κρατών – μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και των υπόλοιπων χωρών έχει δείξει μια αρκετά μεγαλύτερη αύξηση. Αυτό δείχνει μεγαλύτερη παγκοσμιοποίηση και μια πιο εξωτερική στρατηγική από τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

## **2.4. Η διαδικασία των συγχωνεύσεων και εξαγορών**

Σε ένα παγκοσμιοποιημένο οικονομικό περιβάλλον, οι επιχειρήσεις καλούνται συνεχώς να προσαρμόζονται και να αναδιαρθρώνονται έτσι ώστε όχι μόνο να εξασφαλίσουν τη βιώσιμη παρουσία τους αλλά ταυτόχρονα και να αναπτυχθούν μέσα σε αυτές. Κάποιες από τις μορφές αναδιάρθρωσης είναι και οι συγχωνεύσεις και εξαγορές. Όταν, λοιπόν, ληφθεί η απόφαση για την ενοποίηση δύο εταιριών, πέρα από τις αλλαγές που θα γίνουν στη σύσταση και ίσως στην νομική μορφή και στην οικονομική διαχείριση της εταιρίας, θα υπάρξουν και σημαντικές αλλαγές στο ανθρώπινο κεφάλαιο.

Η διαδικασία των συγχωνεύσεων και εξαγορών λοιπόν, μπορεί να χωριστεί σε πέντε στάδια, όπου το κάθε ένα συνδυάζεται και δημιουργεί τις προϋποθέσεις για τη δημιουργία του επόμενου.<sup>6</sup>

### **Στάδιο 1<sup>ο</sup>: Ανάπτυξη εταιρικής στρατηγικής (corporate strategy development)**

Το στάδιο αυτό περιλαμβάνει την επιλογή της κατάλληλης εταιρικής στρατηγικής που πρέπει να είναι σε αρμονία με τις επιμέρους ανταγωνιστικές στρατηγικές (business strategies) των διαφόρων επιχειρηματικών μονάδων της επιχείρησης. Για την επιλογή της κατάλληλης εταιρικής στρατηγικής βοηθούν χρήσιμα εργαλεία όπως οι αναλύσεις του τύπου PEST, Πέντε Δυνάμειν του Porter, SWOT και Πόρων και Ικανοτήτων.

### **Στάδιο 2<sup>ο</sup>: Επιλογή συγκεκριμένης στρατηγικής εξαγορών (selection of acquisition strategy)**

Το στάδιο αυτό περιλαμβάνει τον τρόπο με τον οποίο θα πραγματοποιηθεί η επιλεγόμενη εταιρική στρατηγική. Για να είναι επιτυχής η στρατηγική εξαγοράς θα πρέπει να γίνεται η αξιολόγηση της εταιρίας – στόχου με βάση τα δύο παρακάτω κριτήρια.

- **Τη στρατηγική καταλληλότητα (strategic fit)** του στόχου από πλευρά πόρων και ικανοτήτων του επενδυτή, ώστε να υπάρχει το περιθώριο για συμπληρωματικότητα και συνέργειες και έτσι να επιτευχθεί ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.
- **Τη δημιουργία αξίας (value creation)** από τη συγχώνευση που μπορεί να μεταφραστεί σε απόδοση πάνω από το κόστος κεφαλαίου και μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσω της αυξημένης αποτελεσματικότητας στη διαχείριση των περιουσιακών της στοιχείων και τις συνέργειες.

### **Στάδιο 3<sup>ο</sup>: Οικοδόμηση της συμφωνίας εξαγοράς και διαπραγμάτευση (deal structuring and negotiation)**

Καθώς, λοιπόν, η διοίκηση της εταιρίας έχει αποφασίσει τους στόχους και τις στρατηγικές της, στη συνέχεια θα πρέπει να συγκεντρωθεί σε πιο τεχνικά θέματα όπως

---

<sup>6</sup> Κυριαζής, Δ., 2007, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Αθήνα: Κων/νου Σμπίλια, σελ. 19 – 21

είναι η οικοδόμηση της συμφωνίας της εξαγοράς και η διαπραγμάτευσή της. Πιο αναλυτικά, το συγκεκριμένο στάδιο περιλαμβάνει διάφορες μορφές διεργασιών όπως είναι οι εξής:

- Επιλογή των συμβούλων (π.χ. επενδυτικών τραπεζών, δικηγόρων, ορκωτών ελεγκτών, φορολογικών συμβούλων, κ.λπ.).
- Εξονυχιστικό έλεγχο (due diligence) του στόχου εξαγοράς από την κατάλληλη ομάδα των εσωτερικών ή εξωτερικών ελεγκτών/ συμβούλων με σκοπό τη συγκέντρωση όσο το δυνατόν περισσότερων πληροφοριών σχετικά με όλες τις πλευρές του (π.χ. οικονομικές, φορολογικές, εταιρική κουλτούρα, κ.λπ.).
- Αποτίμηση της εταιρίας – στόχου και καθορισμός της κλίμακας τιμών του premium, που μπορεί να δώσει η εταιρία – επενδυτής χωρίς να διακινδυνεύσει πέρα από το κανονικό να χάσει τις υποτιθέμενες συνέργειες από τη συγχώνευση.
- Διαπραγμάτευση των διάφορων θέσεων που θα κατέχουν τα στελέχη της διοικητικής ομάδας μετά τη συγχώνευση. Είναι αρκετά συχνό φαινόμενο, μια συμφωνία να μην πραγματοποιηθεί εξαιτίας της κατανομής των θέσεων και έτσι να τερματιστούν οι διαδικασίες της συγχώνευσης.
- Ανάπτυξη διάφορων τακτικών εξαγοράς (bid tactics) από την πλευρά του επενδυτή και μορφών αμύνης (defense strategies) από την πλευρά του στόχου, σύμφωνα με το νομικό πλαίσιο.

#### **Στάδιο 4<sup>ο</sup>: Ενσωμάτωση της εταιρίας – στόχος (post – acquisition integration)**

Αυτό το στάδιο αποτελεί τη λογική συνέχεια της παραπάνω διαδικασίας, δηλαδή την πραγματοποίηση της συγχώνευσης και εξαγοράς. Σε αυτό το στάδιο δύναται να εντοπιστούν τυχόν αδυναμίες και προβλήματα και αποκλίσεις που δεν είχαν προβλεφθεί στα προηγούμενα στάδια. Η οργάνωση και η πληροφόρηση και ο ανθρώπινος παράγοντας (θέματα προσωπικού, εταιρική κουλτούρα, κ.λπ.) παίζουν σημαντικό ρόλο στη δημιουργία αλλά και τη διαχείριση των προβλημάτων που θα προκύψουν.

## **Στάδιο 5<sup>ο</sup>: Αξιολόγηση της συγχώνευσης και εκμάθηση (post – acquisition audit and learning)**

Σε αυτό το τελευταίο στάδιο εκτιμάται η επιτυχία ή η αποτυχία της συγχώνευσης και εξαγοράς, η ύπαρξη αδυναμιών και αποκλίσεων από τους βασικούς αρχικούς στόχους, καθώς και το αν δημιουργήθηκε αξία από την συμφωνία. Το στάδιο αυτό συχνά αγνοείται και θεωρείται πως είναι περιττό και έτσι δεν εκτιμάται σωστά η εμπειρία του παρελθόντος. Όμως, επιχειρήσεις που δεν έχουν πείρα από συγχωνεύσεις και εξαγορές, σπάνια το αγνοούν.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

## Βιβλιογραφία

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται συνοπτικά η βιβλιογραφία.

Ο Travlos (1987)<sup>7</sup> αναφέρθηκε σε μελέτες που πραγματοποιήθηκαν σχετικά με τις εταιρικές εξαγορές και επισήμανε ότι αναφέρονται σημαντικές διαφορές μεταξύ των μελετών που αναλύουν τις εξαγορές που ξεκίνησαν ως Δημόσιες Προσφορές (Tender Offers) και σε εκείνες που περιορίζουν τα δείγματα σε προτάσεις συγχώνευσης (merger proposals). Μέσα από αυτές παρατήρησε ότι οι συγχωνεύσεις είναι προσφορές με ανταλλαγή μετοχών ενώ οι δημόσιες προσφορές είναι προσφορές που πραγματοποιούνται με προσφορά μετρητών. Δεδομένου ότι οι διάφορες μέθοδοι χρηματοδότησης ενός project έχουν διαφορετικές συνέπειες σήμανσης (Mayers and Majluf), οι διαφορετικές αποδόσεις των μετοχών των επενδυτών στις συγχωνεύσεις και στις Δημόσιες Προσφορές μπορεί να οφείλονται στον τρόπο χρηματοδότησης της εξαγοράς.

Επίσης, ανέλυσε τα επιχειρήματα από την υπάρχουσα θεωρητική βιβλιογραφία που αναφέρεται στη χρηματοδότηση, για να εξηγήσει το λόγο που οι διαφορετικές μέθοδοι πληρωμής που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση των εταιρικών εξαγορών, ενδέχεται να έχουν διαφορετικές επιπτώσεις στην αποτίμηση της τιμής των κοινών μετοχών των επιχειρήσεων – επενδυτών.

1. Στο κόσμο της ασύμμετρης πληροφόρησης, ο τρόπος πληρωμής μπορεί να σηματοδοτεί πολύτιμες πληροφορίες στην αγορά. Εάν οι managers των εταιριών – επενδυτών διαθέτουν πληροφορίες σχετικά με την εγγενή αξία της επιχείρησής τους, ανεξάρτητα από την απόκτηση η οποία δεν αντανάκλαται πλήρως στην τιμή της μετοχής, θα χρησιμοποιήσουν την εξαγορά με τους πιο κερδοφόρους τρόπους για τους υφιστάμενους μετόχους. Αναφερόμενος στο μοντέλο των Mayer και Majluf, οι managers προτιμούν μια προσφορά μετρητών αν πιστεύουν ότι η επιχείρησή τους είναι υποτιμημένη, ενώ αντίθετα προτιμούν μια προσφορά

---

<sup>7</sup> Travlos, G., 1987, Corporate Takeover Bids, Methods of Payment and Bidding Firms' Stock Returns, The Journal of Finance, VOL. XLII, No.4

με ανταλλαγή μετοχών εάν πιστεύουν ότι η επιχείρησή τους είναι υπερτιμημένη. Συνεπώς, οι συμμετέχοντες στην αγορά ερμηνεύουν μια προσφορά με μετρητά ως καλά νέα και μια προσφορά με ανταλλαγή μετοχών ως κακά νέα σχετικά με την πραγματική αξία της επιχείρησης – στόχου. Δεδομένου ότι οι περισσότερες Δημόσιες Προσφορές χρηματοδοτούνται με μετρητά, ενώ οι συγχωνεύσεις με ανταλλαγή μετοχών, το επιχείρημα σχετικά με την επίδραση των πληροφοριών συνεπάγεται ότι οι αποδόσεις στις Δημόσιες Προσφορές θα είναι υψηλότερες από ότι στις συγχωνεύσεις.

2. Οι προσφορές μετρητών και οι προσφορές με ανταλλαγές μετοχών έχουν διαφορετικές φορολογικές επιπτώσεις. Οι προσφορές με μετρητά δημιουργούν φορολογικές υποχρεώσεις στους μετόχους των εταιριών – στόχων, αλλά επιτρέπουν στις εταιρίες – επενδυτές να αυξήσουν τη βάση απόσβεσης των αποκτηθέντων περιουσιακών στοιχείων στην αγοραία τους αξία (market value). Γενικά, οι προσφορές με μετοχές είναι αφορολόγητες εξαγορές και έτσι οποιαδήποτε κεφαλαιακά κέρδη πραγματοποιούνται από τους μετόχους της εταιρίας – στόχου αναβάλλονται μέχρι την ημερομηνία που θα πουληθεί η μετοχή, αλλά η βάση απόσβεσης των αποκτηθέντων περιουσιακών στοιχείων παραμένει η ίδια. Εξαιτίας αυτής της διαφορετικής φορολογικής μεταχείρισης η εταιρία επενδυτής πρέπει να πληρώσει μία υψηλότερη τιμή απόκτησης στην περίπτωση προσφοράς με μετρητά έτσι ώστε να αντισταθμίσει τη φορολογική επιβάρυνση της πώλησης (μετοχών).

Οι David & Pamela Peterson (1991)<sup>8</sup> εξέτασαν το ρόλο του μέσου ανταλλαγής στην εξήγηση των αποδόσεων και της διανομής του πλούτου μεταξύ των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Σε δείγμα 272 συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν το 1980 – 1986 εξέτασαν την αλλαγή στον πλούτο των μετόχων των εταιριών – επενδυτών και των εταιριών – στόχων. Τα αποτελέσματα αυτής της μελέτης ήταν ότι η κατανομή των κερδών δε διαφέρει μεταξύ των εξαγορών που χρησιμοποιούν διαφορετικά μέσα ανταλλαγής, καθώς και ότι το σχετικό μέγεθος των δύο μερών είναι ο πρωταρχικός καθοριστικός παράγοντας των αλλαγών στην κατανομή του πλούτου.

Πιο αναλυτικά, στις εξαγορές που γίνονται cash – for – cash, τόσο οι μέτοχοι των επιχειρήσεων – επενδυτών όσο και των επιχειρήσεων – στόχων, κερδίζουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τους αντίστοιχους μετόχους στις εξαγορές που γίνονται με stock – for – stock. Οι πιο συχνές εξηγήσεις που δίνονται για τη διαφορά ανάμεσα στις

---

<sup>8</sup> Peterson, D., Peterson, P., 1991, The medium of exchange in mergers and acquisition, Journal of Banking and Finance, 383 – 405, North Holland

υπερβολικές αποδόσεις που σχετίζονται με τις ανταλλαγές μετρητών και χρεογράφων (security), περιλαμβάνουν την αποζημίωση για φορολογική επίπτωση, τη φύση της προσφοράς (εχθρική έναντι φιλικής) και της ασύμμετρης πληροφόρησης που υπάρχει μεταξύ της διοίκησης και της αγοράς. Μοντέλα επισημαίνουν τη σπουδαιότητα της σήμανσης όσον αφορά τις επιπτώσεις που υπάρχουν λόγω διαφορετικών αποδόσεων στις συγχωνεύσεις και στις εξαγορές.

Ο ρόλος του μέσου ανταλλαγής στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές είναι πολύπλευρος. Το φορολογικό καθεστώς μιας συγχώνευσης εξαρτάται ως ένα βαθμό από το μέσο της ανταλλαγής με τους εξής δύο τρόπους:

- 1) Η φορολόγηση της συναλλαγής στους μετόχους της εταιρίας – στόχου εξαρτάται από το αν εισπράττονται μετρητά ή μετοχές σε αντάλλαγμα για τις μετοχές τους. Αν οι μέτοχοι λαμβάνουν μετοχές με δικαίωμα ψήφου σε αντάλλαγμα για τις μετοχές τους, η συναλλαγή έχει ως αποτέλεσμα τη μεταφορά της αρχικής φορολογικής βάσης και ως εκ τούτου την αναβολή του φόρου. Αν από την άλλη πλευρά, λαμβάνουν μετρητά ως αντάλλαγμα για τις μετοχές τους, η συναλλαγή είναι φορολογήσιμη και κάθε κέρδος φορολογείται αμέσως.
- 2) Η χρήση των tax-generated shields, όπως η αύξηση σε αποσβέσιμη βάση και η χρήση των μεταφορών της φορολογικής ζημιάς (tax loss carryovers) από το μέσο ανταλλαγής. Γενικά, αν η μετοχή ανταλλάσσεται ως μετοχή, η συναλλαγή θεωρείται ως αφορολόγητη και τα μεταφορικά χαρακτηριστικά (carryovers attributes), όπως οι μεταφερόμενες καθαρές ζημιές εκμετάλλευσης (net operating loss carryovers) χρησιμοποιούνται στη συγχωνευθείσα εταιρία και η βάση των αποκτηθέντων περιουσιακών στοιχείων παραμένει στη λογιστική τους αξία. Από την άλλη πλευρά, αν η συναλλαγή είναι cash – for – stock, τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας στόχου μπορούν να “ενισχυθούν” σε περιορισμένο βαθμό για σκοπούς απόσβεσης.

Τα συμπεράσματα που έβγαλαν ήταν ότι η μελέτη αυτή προσφέρει ένα κατανοητό μοντέλο του μέσου ανταλλαγής στις συγχωνεύσεις και εξαγορές, το οποίο βασίζεται στην ανάλυση των φόρων και των θεωριών που σχετίζονται με την ασύμμετρη πληροφόρηση. Πιο συγκεκριμένα:

- 1) Οι μέτοχοι των επιχειρήσεων – στόχων λαμβάνουν αποδόσεις ως αποζημίωση της επιπλέον φορολογικής επιβάρυνσης. Το συμπέρασμα ότι η χρήση μετοχών από τους επενδυτές έχει αρνητικές επιπλοκές στον πλούτο των μετόχων είναι



σύμφωνο με το concept των Mayers – Majluf δηλαδή ότι μεταδίδονται αρνητικές πληροφορίες από την έκδοση μετοχών.

- 2) Τα μετρητά δεν είναι από μόνα τους ένα καλύτερο διαπραγματευτικό μέσο για τις εξαγορές. Μετά τον έλεγχο των φορολογικών επιδράσεων καθώς και των επιδράσεων της σήμανσης, τα μετρητά δε δίνουν στους μετόχους της επιχείρησης – στόχου υψηλότερες αποδόσεις ή μεγαλύτερο μερίδιο του πλούτου που κερδήθηκε στη συγχώνευση.
- 3) Καμία αρνητική σχέση δεν παρατηρήθηκε μεταξύ του σχετικού μεγέθους και των μη φυσιολογικών αποδόσεων στους μετόχους των επιχειρήσεων – στόχου. Πιθανές εξηγήσεις είναι:
  - a) ότι υπάρχουν πολύτιμες ευκαιρίες συνεργειών στις συγχωνεύσεις με σχετικά μικρότερες επιχειρήσεις.
  - b) οι μικρότερες επιχειρήσεις είναι πιο υποτιμημένες συγκριτικά με τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις.
  - c) όσον αφορά τα κέρδη πλούτου (wealth gains) ίσως να εξαρτώνται από το μέσο ανταλλαγής. Οι επιχειρήσεις – επενδυτές που χρησιμοποιούν ως μέθοδο χρηματοδότησης stock – for – stock τείνουν να έχουν αρνητικές ανακοινώσεις αποδόσεων.

Ο Fishman (1989)<sup>9</sup> μελέτησε το ρόλο του μέσου ανταλλαγής στις εξαγορές των επιχειρήσεων, σε ένα περιβάλλον στο οποίο υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ της εταιρίας – στόχου και των υποψήφιων εταιριών – επενδυτών που ανταγωνίζονται μεταξύ τους. Ωστόσο, το ενδιαφέρον του επικεντρώθηκε στο ρόλο του μέσου ανταλλαγής στη πρόληψη του ανταγωνισμού, δίνοντας το εξής παράδειγμα:

Έστω ότι έχουμε έναν υποψήφιο επενδυτή που μελετά το κέρδος που θα του επιφέρει μια εξαγορά. Αν κάνει μια προσφορά, άλλοι δυνητικοί υποψήφιοι επενδυτές θα δουν την προσφορά, θα μάθουν για το δυνητικό κέρδος που θα επιφέρει αυτή η προσφορά και ίσως να ανταγωνιστούν για αυτήν.

Μια προληπτική προσφορά, λοιπόν, μπορεί να είναι ένας τρόπος για την εξάλειψη αυτού του ανταγωνισμού. Αναφέρει πως μια υψηλή προσφορά μπορεί να σηματοδοτήσει μια υψηλή αποτίμηση και με αυτό τον τρόπο να προκαλέσει τον

---

<sup>9</sup> Fishman, G., 1989, Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions, The Journal of Finance, VOL. XLIV, No.1

ανταγωνισμό. Αυτό όμως, αφορά την προσφορά μόνο με μετρητά. Η διαφορά κλειδί ανάμεσα σε μία προσφορά με μετρητά και σε μία με χρεόγραφα είναι ότι η αξία του χρεογράφου εξαρτάται από την κερδοφορία της εξαγοράς, ενώ η αξία των μετρητών όχι. Οι υποψήφιοι επενδυτές, αλλά όχι οι στόχοι, έχουν ιδιωτική πληροφόρηση σχετικά με την κερδοφορία της εξαγοράς, συνεπώς και για την αξία των τίτλων που προσφέρονται. Δεδομένου όμως, ότι κανένα μέρος δεν έχει πληροφόρηση για την αξία των μετρητών, όλοι οι επενδυτές προσφέρουν μετρητά.

Ωστόσο, στη συνέχεια αναφέρει ότι οι προσφορές με χρεόγραφα μπορούν να γίνουν μια εναλλακτική λύση στις προσφορές με μετρητά, δίνοντας πάλι το εξής παράδειγμα:

Ένας επενδυτής μπορεί να προσφέρει μια υψηλή πληρωμή εάν η πληροφόρηση που υπάρχει από τον στόχο δείχνει μια κερδοφόρα εξαγορά και μια χαμηλή πληρωμή στην αντίθετη περίπτωση. Αυτό θα μπορούσε να προκαλέσει τον στόχο να κάνει, δεδομένων των πληροφοριών του, μια αποδοτική αποδοχή ή απόρριψη της απόφασης. Όμως, στην περίπτωση που οι πληροφορίες του στόχου δεν είναι επαληθεύσιμες, αυτή η προσφορά δεν είναι εφικτή.

Ως επακόλουθο, δημιουργήθηκε ένα μοντέλο προληπτικής υποβολής προσφορών. Σύμφωνα με αυτό, τα χρεόγραφα προσφέρονται από επενδυτές χαμηλότερης αξίας και τα μετρητά από επενδυτές υψηλότερης αξίας. Το πλεονέκτημα που έχουν οι προσφορές με χρεόγραφα είναι η ικανότητά τους να επιφέρουν μια αποδοτική αποδοχή ή απόρριψη της απόφασης σχετικά με την προσφορά, ενώ το πλεονέκτημα που έχουν οι προσφορές με μετρητά είναι ότι συμβάλλουν στην αποτροπή του δυνητικού ανταγωνισμού μέσω της σήμανσης μιας υψηλής αποτίμησης.

Ειδικότερα, οι επιπτώσεις αυτής της ανάλυσης συνοψίζονται παρακάτω:

1. Η αναμενόμενη απόδοση (payoff) του αρχικού επενδυτή είναι χαμηλότερη αν το μέσο ανταλλαγής στην αρχική προσφορά είναι χρεόγραφα και όχι μετρητά.
2. Η πιθανότητα να παρατηρηθούν ανταγωνιστικές προσφορές είναι υψηλότερη μετά από μια προσφορά με χρεόγραφα συγκριτικά με μια προσφορά μετρητών.
3. Η πιθανότητα ο στόχος να απορρίψει μια προσφορά είναι μεγαλύτερη εάν το μέσο ανταλλαγής είναι χρεόγραφα σε σύγκριση με μια προσφορά με μετρητά.
4. Όσο μεγαλύτερο είναι το κόστος της μελέτης ενός στόχου, τόσο πιο πιθανό είναι η αρχική προσφορά του επενδυτή να γίνει με μετρητά και λιγότερο πιθανό να υπάρξουν πολλοί υποψήφιοι επενδυτές.

Οι Amihud, Lev και Travlos (1990)<sup>10</sup>, εξέτασαν την πρόταση ότι τα ζητήματα εταιρικού ελέγχου κινητοποιούν τα μέσα χρηματοδότησης, δηλαδή τα μετρητά (και το χρέος) ή τις μετοχές. Οι πληροφοριοδότες της εταιρίας (corporate insiders) που εκτιμούν τον έλεγχο, προτιμούν να χρηματοδοτούν επενδύσεις με μετρητά ή χρέη και όχι με την έκδοση νέων μετοχών οι οποίες αμβλύνουν τις συμμετοχές τους και αυξάνουν τον κίνδυνο απώλειας ελέγχου. Τα εμπειρικά αποτελέσματα που έβγαλαν υποστηρίζουν αυτή την υπόθεση, καθώς έδειξαν ότι στις εταιρικές εξαγορές όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό διαχειριστικής ιδιοκτησίας (managerial ownership) του επενδυτή, τόσο πιο πιθανή είναι η χρηματοδότηση με μετρητά. Επιπλέον, οι μη φυσιολογικές αρνητικές αποδόσεις των επενδυτών που παρατηρήθηκαν στο παρελθόν και σχετίζονται με τη χρηματοδότηση με μετοχές αφορούν κυρίως τις επιχειρήσεις χαμηλής διαχειριστικής ευθύνης.

Πιο αναλυτικά, χρησιμοποίησαν δείγμα από εταιρίες που εμφανίσθηκαν το 1980 στη λίστα του Fortune και περιλάμβανε 500 εταιρίες που εξαγόρασαν άλλες κατά τη διάρκεια του 1981 – 1983. Το τελικό δείγμα αποτελούνταν από 209 εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν από 165 εταιρίες. Στην έρευνά τους αναφέρουν ότι στην τέλεια αγορά των Modigliani και Miller, χωρίς φόρους, τα μέσα χρηματοδότησης των επενδύσεων είναι άσχετα με τη συνολική αξία της εταιρίας. Στη συνέχεια μελετώντας την περίπτωση όπου υπάρχουν φόροι, διευκρίνισαν πως η περιστασιακή παρατήρηση έδειξε ότι οι επιχειρήσεις δεν αδιαφορούν για τα μέσα χρηματοδότησης και το υποστήριξαν λέγοντας ότι πολλές επιχειρήσεις προτιμούν να χρηματοδοτούν επενδύσεις από εσωτερικές πηγές ή από χρέη και όχι από την έκδοση νέων μετοχών. Πολλές εξηγήσεις έχουν δοθεί πάνω σε αυτό το θέμα. Συγκεκριμένα, μελέτες έχουν δείξει πως τα μέσα χρηματοδότησης δεν είναι άσχετα αν οι επιχειρήσεις έχουν διαφορετικούς αναμενόμενους οριακούς πραγματικούς φορολογικούς συντελεστές λόγω των διαφορών στα πάγια τέλη. Ακόμη, έχει υποστηριχθεί ότι οι προτιμήσεις χρηματοδότησης μπορεί να προκύψουν από το κόστος των υπηρεσιών (cost agency) που σχετίζονται με το χρέος ή από την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των managers και των εξωτερικών επενδυτών.

Στη συνέχεια, ανέφεραν πως είχε δημιουργηθεί μία νέα πρόταση για την ύπαρξη προτιμήσεων χρηματοδότησης που επικεντρώνεται στο κίνητρο των managers να διατηρούν τον έλεγχο της εταιρίας. Αυξάνοντας το χρέος και χρησιμοποιώντας τα έσοδα για την απόσυρση των μετοχών που κατέχονται από το κοινό, οι ιδιοκτήτες – managers αυξάνουν την πιθανότητα διατήρησης του ελέγχου και αποκομίζουν τα

---

<sup>10</sup> Amihud, Y., Lev, B. & Travlos, G., 1990, Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions, The Journal of Finance, VOL. XLV, No.2

οφέλη που συνδέονται με αυτό. Η μεγαλύτερη μόχλευση μπορεί να αποτρέψει τους επιδρομείς (raiders) λόγω των συνεχών και πιο περιοριστικών δεσμεύσεων που συνδέονται με το υψηλότερο χρέος και την μειούμενη ικανότητα έκδοσης μεγαλύτερου χρέους. Οπότε, η χρηματοδότηση επενδύσεων από χρέη ή από εσωτερικούς πόρους και όχι από την έκδοση νέων μετοχών ενισχύει τον έλεγχο των ιδιοκτητών – managers, εξυπηρετώντας έτσι ως στρατηγική αντίσταση στις εξαγορές.

Το συμπέρασμα τους αναφέρουν ότι όσο υψηλότερο είναι το ποσοστό διαχειριστικής ιδιοκτησίας του επενδυτή, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να χρηματοδοτηθεί η εξαγορά από μετρητά και όχι από μετοχές. Τα αποτελέσματα αυτά μπορούν να ερμηνευθούν και με βάση την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των εμπλεκόμενων εταιριών και των ανήμερων εξωτερικών επενδυτών. Εάν οι εμπλεκόμενοι κατέχουν σημαντικό αριθμό μετοχών της εταιρίας τους, επειδή πιστεύουν ότι είναι υποτιμημένες, θα είναι λιγότερο πρόθυμοι να εκδώσουν νέες μετοχές για να χρηματοδοτήσουν τις εξαγορές. Όσον αφορά την επίδραση της πληροφόρησης στη μέθοδο της χρηματοδότησης της εξαγοράς σε συνδυασμό με τη διαχειριστική ιδιοκτησία, διαπιστώνεται ότι οι αρνητικές μη φυσιολογικές αποδόσεις που σχετίζονται με τη χρηματοδότηση με μετοχές, συγκεντρώνεται κυρίως σε επιχειρήσεις με χαμηλή διαχειριστική ιδιοκτησία.

Οι Datta, Pinches και Narayan (1992)<sup>11</sup> ανέλυσαν στην μελέτη τους την επίδραση διάφορων παραγόντων στη δημιουργία πλούτου των μετόχων σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, χρησιμοποιώντας ένα πολυμεταβλητό μοντέλο. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι ενώ οι μέτοχοι της εταιρίας – στόχου κερδίζουν σημαντικά από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, δεν συμβαίνει το ίδιο και με τους μέτοχους της εταιρίας – επενδυτής, και επιπλέον ότι η χρηματοδότηση με μετοχές έχει σημαντικό αντίκτυπο στον πλούτο τόσο των μετόχων της εταιρίας – στόχου όσο και της εταιρίας – επενδυτής.

Σύμφωνα με την έρευνά τους, οι πέντε παράγοντες που επηρεάζουν τον πλούτο των μετόχων είναι οι παρακάτω:

### **1. Ρυθμιστικές Αλλαγές**

- a) Williams Amendment (1968)
- b) Tax Reform Act (1969)

---

<sup>11</sup> Datta, D., Pinches, G., Narayanan, V.K., 1992, Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions: A Meta – Analysis, Strategic Management Journal, Vol.13, pp. 67 - 84

Η τροπολογία του Williams απαιτούσε από τις εταιρίες – επενδυτές να προσφέρουν επαρκή χρόνο (10 ημέρες διαπραγμάτευσης) για την αξιολόγηση των προσφορών, επιτρέποντας με αυτό τον τρόπο σε περισσότερους υποψήφιους να εισέλθουν στη διαδικασία και να αυξήσουν την τιμή προσφοράς, ωφελώντας έτσι τους μετόχους των εταιριών – στόχων εις βάρος των μετόχων των εταιριών – επενδυτών. Η φορολογική μεταρρύθμιση του 1969 δεν επιτρέπει την έκπτωση τόκων στα μετατρέψιμα ομόλογα που εκδόθηκαν για την χρηματοδότηση μιας συγχώνευσης. Δεδομένου όμως, ότι και οι δυο αυτές ρυθμιστικές αλλαγές επέβαλαν πρόσθετο κόστος στον πλειοδότη, οι αποδόσεις στους μετόχους των επενδυτών θα έπρεπε να είναι χαμηλότερες την περίοδο μετά το 1969. Το αντίθετο ισχύει για τις εταιρίες στόχους.

## **2. Αριθμός Υποψηφίων (bidders)**

Όταν υπάρχουν πολλοί υποψήφιοι, υπάρχει και αύξηση της ανταγωνιστικότητας που έχει ως αποτέλεσμα αρνητικό αντίκτυπο στα κέρδη του επενδυτή. Από την άλλη πλευρά, οι εταιρίες – στόχοι είναι πολύ πιθανό να ωφεληθούν όταν υπάρχουν πολλές προσφορές.

## **3. Προσέγγιση Υποψηφίων**

Οι συγχωνεύσεις εξ 'ορισμού διαπραγματεύονται απευθείας με τη διοίκηση της εταιρίας – στόχου ή το διοικητικό συμβούλιο και εγκρίνονται από αυτούς πριν ψηφίσουν οι μέτοχοι. Όμως, σε προσφορές φιλικές ή εχθρικές, η προσφορά γίνεται απευθείας στους μετόχους της εταιρίας. Στη συνέχεια, είναι στο χέρι των μετόχων και όχι στη διοίκηση, να αποφασίσουν εάν θα δώσουν ή όχι τις μετοχές τους στην εταιρία που θα υποβάλλει την προσφορά. Υπάρχουν δύο λόγοι για τους οποίους οι μέτοχοι των εταιριών – στόχων μπορούν να επωφεληθούν περισσότερο από μια δημόσια προσφορά.

a) Η ανακοίνωση μιας δημόσιας προσφοράς μπορεί να προειδοποιεί άλλες εταιρίες για την πρόθεση μιας εταιρίας – επενδυτή, προσελκύοντας με αυτό τον τρόπο κι άλλους υποψηφίους, ξεκινώντας έτσι μια ανταγωνιστική διαδικασία (δημοπρασία) για την εταιρία – στόχο. Αυτός ο αυξημένος ανταγωνισμός έχει ως αποτέλεσμα την καταβολή υψηλότερων ασφαλίσεων (bid premiums) από την εταιρία – επενδυτή, ωφελώντας έτσι την εταιρία – στόχο σε βάρος της εταιρίας επενδυτή.

- b) Οι συγχωνεύσεις επιτρέπουν την καταβολή μιας “πριματοδότησης ελέγχου” (control premium) απευθείας στη διοίκηση της εταιρίας - στόχου με τη μορφή ευνοϊκών συμβάσεων μετά την εξαγορά. Σε αυτές τις δημόσιες προσφορές αυτές οι πριματοδοτήσεις (premiums) πηγαίνουν απευθείας στους μετόχους των εταιριών – στόχων οι οποίοι θα επωφεληθούν περισσότερο από την συναλλαγή. Και στις δύο περιπτώσεις, οι δημόσιες προσφορές επιτρέπουν στους στόχους να επωφεληθούν σε βάρος των υποψηφίων.

#### **4. Τρόπος πληρωμής**

Σε μια εξαγορά η εταιρία – επενδυτής ή η εταιρία – στόχος μπορεί να επιλέξει χρηματοδότηση με μετρητά ή μετοχές ή κάποιο συνδυασμό αυτών. Ο τρόπος πληρωμής που θα επιλεγεί μπορεί να επηρεάσει τον πλούτο των μετόχων με διάφορους τρόπους.

- a) Ο τρόπος πληρωμής επηρεάζει την ταχύτητα και το κόστος συναλλαγής. Στις προσφορές με μετοχές ο επενδυτής πρέπει να λάβει την έγκριση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς (SEC – Securities Exchange Commission) προτού οι μέτοχοι του στόχου μπορέσουν να ανταλλάξουν τις μετοχές τους. Αυτή η διαδικασία τείνει να αυξήσει τον ανταγωνισμό στην αγορά και να ωφελήσει τις εταιρίες – στόχους σε βάρος των υποψηφίων.
- b) Η χρηματοοικονομική θεωρία υποδεικνύει ότι η έκδοση μετοχών αντιμετωπίζεται αρνητικά από τις κεφαλαιαγορές.
- c) Οι συναλλαγές με μετρητά επιβάλλουν άμεση φορολογική υποχρέωση στους μετόχους της εταιρίας – στόχου, οι οποίοι αναζητούν αποζημίωση υπό μορφή υψηλότερων ασφαλίσεων. Τα παραπάνω υποδεικνύουν ότι τόσο οι στόχοι όσο και οι υποψήφιοι είναι πιθανό να ευνοούνται περισσότερο σε συναλλαγές με μετρητά από ότι σε συναλλαγές με μετοχές.

#### **5. Τύπο εξαγοράς**

Τα συνεργατικά οφέλη (synergistic benefits) μέσω της μεταφοράς βασικών δεξιοτήτων μεταξύ των εταιριών – στόχου και των εταιριών – επενδυτών σε σχετικές εξαγορές, θα οδηγήσουν στη δημιουργία μεγαλύτερου πλούτου από ότι σε ασυσχέτιστες.

Ο Salami, A.R. (1994)<sup>12</sup> ερευνήσε τους παράγοντες που επηρεάζουν τη μέθοδο πληρωμής στις εταιρικές εξαγορές. Σύμφωνα με έρευνες που πραγματοποιήθηκαν την τελευταία εικοσαετία έχουν δημοσιοποιηθεί τα εξής συμπεράσματα:

1. Οι μέτοχοι της εταιρίας – στόχου κερδίζουν σημαντικές αποδόσεις κατά την περίοδο της ανακοίνωσης.
2. Οι αποδόσεις στους μετόχους της εταιρίας – στόχου είναι υψηλότερες σε εχθρικές προσφορές από ότι σε φιλικές.
3. Οι αποδόσεις στους μετόχους της εταιρίας – στόχου είναι υψηλότερες σε προσφορές που συμμετέχουν πολλοί επενδυτές παρότι σε προσφορές που συμμετέχει μόνο ένας.
4. Οι αποδόσεις είναι υψηλότερες σε προσφορές μετρητών από ότι σε προσφορές μετοχών.

Δεν έχει αποδειχθεί ακόμα εμπειρικά ο λόγος για τον οποίο τα μετρητά δίνουν μεγαλύτερη απόδοση στους μετόχους από ότι οι μετοχές. Μόνο θεωρητικοί ισχυρισμοί που βασίζονται στο φόρο κεφαλαιουχικών κερδών (CGT – Capital Gains Tax) και στην ασύμμετρη πληροφόρηση.

Σχετικά με το κατά πόσο οι εταιρίες έχουν συστηματική προτίμηση για τα μέσα χρηματοδότησης των επενδύσεων, στην τέλεια αγορά των Modigliani και Miller αναφέρεται ότι οι επιχειρήσεις πρέπει να είναι αδιάφορες στα μέσα χρηματοδότησης. Όμως, με την θέσπιση φόρων στην αγορά η σχέση μεταξύ των αποφάσεων χρηματοδότησης και της αξίας της επιχείρησης είναι διφορούμενη.

Αναφορικά με τους φόρους, σε μια προσφορά με μετρητά οι μέτοχοι της εταιρίας – στόχου πρέπει να καταβάλλουν άμεσα τα κέρδη που πραγματοποιήθηκαν κατά την πώληση των μετοχών τους στους μετόχους της εταιρίας – επενδυτής. Σε μια προσφορά με μετοχές, οι μέτοχοι της εταιρίας – στόχου έχουν τη δυνατότητα να αναβάλλουν την πραγματοποίηση οποιονδήποτε φόρων κεφαλαιουχικών κερδών (CGT) μέχρι την επόμενη διάθεση των μετοχών που έλαβε από την εταιρία – επενδυτή (πλειοδότη).

---

<sup>12</sup> Salami, A.R., 1994, Determinants and Financial Consequences of the Method of Payment in Corporate Acquisitions, London: City University

Υπάρχουν δύο λόγοι για τους οποίους οι CGT πιθανό να μην έχουν σημαντική επιρροή στον τρόπο χρηματοδότησης μιας εξαγοράς:

1. Κάποιοι από τους μετόχους εξαιρούνται από τα CGT, ειδικά οι θεσμικοί επενδυτές όπως τα μερίσματα, οι επενδυτικές εταιρίες και τα φιλανθρωπικά ιδρύματα.
2. Οι νόμιμοι τρόποι για να πληρώσουν οι επενδυτές φόρο έτσι ώστε να μειώσουν την ευθύνη τους για το CGT, όπως ότι υπάρχει ετήσιο όριο απαλλαγής.

Σχετικά με την ασύμμετρη πληροφόρηση, όταν οι managers τόσο της εταιρίας – στόχου όσο και της εταιρίας – επενδυτής διαθέτουν πληροφορίες που σχετίζονται με την αξία της συναλλαγής που δεν είναι διαθέσιμη στο άλλο μέρος, τότε ο τρόπος πληρωμής δίνει στον πληροφορούμενο τη δυνατότητα να εκμεταλλευτεί το πλεονέκτημα της πληροφόρησής του. Οι managers της εταιρίας – επενδυτής είναι πιθανό να έχουν πληροφορίες για την πραγματική αξία της εταιρίας τους, η οποία δεν αντικατοπτρίζεται στην τρέχουσα τιμή της μετοχής (π.χ. στις ευκαιρίες για μελλοντικές επικερδείς επενδύσεις). Εάν οι managers της εταιρίας – επενδυτής πιστεύουν ότι οι μετοχές τους είναι υπερτιμημένες, τότε έχουν κίνητρο να προσφέρουν μετοχές ως μέθοδο πληρωμής. Εναλλακτικά, αν οι managers της εταιρίας – επενδυτής έχουν ιδιωτική πληροφόρηση σχετικά με τα δυνητικά κέρδη που θα προκύψουν από την εξαγορά, τότε ως τρόπο πληρωμής θα χρησιμοποιήσουν τα μετρητά. Το πλεονέκτημα μιας προσφοράς με μετρητά είναι ότι εμποδίζει τους μετόχους της εταιρίας – στόχου να συμμετέχουν σε οποιαδήποτε κέρδη μετά τη συγχώνευση. Οι managers της εταιρίας – στόχου ίσως να έχουν πληροφορίες οι οποίες δεν είναι διαθέσιμες στους managers της εταιρίας - επενδυτής (π.χ. φυσική κατάσταση περιουσιακών στοιχείων). Οι managers της εταιρίας – στόχου έχουν ως κίνητρο να εξαπατήσουν αποδεχόμενοι μια προσφορά με μετρητά η οποία είναι μεγαλύτερη από την αξία των περιουσιακών τους στοιχείων.

Ο Martin (1996)<sup>13</sup> σε δείγμα 846 εταιρικών εξαγορών από την περίοδο 1978 – 1988, εξέτασε τα κίνητρα που βρίσκονται κάτω από τη μέθοδο πληρωμής στις εταιρικές εξαγορές. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα δύο από τα πιο σημαντικά χαρακτηριστικά είναι ο τρόπος απόκτησης και η επενδυτική ευκαιρία που αντιμετωπίζει ο επενδυτής. Πιο αναλυτικά:

---

<sup>13</sup> Martin, K., 1996, The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities and Management Ownership, The Journal of Finance, Vol. LI, No.4



1. Οι δημόσιες προσφορές τείνουν να χρηματοδοτούνται με μετρητά.
2. Επενδυτές με υψηλές επενδυτικές ευκαιρίες χρησιμοποιούν χρηματοδότηση με μετοχές.

Αναφέρει το πώς συνδέονται οι επενδυτικές ευκαιρίες μιας επιχείρησης με τις δραστηριότητές της στον τομέα της εταιρικής χρηματοδότησης. Αναγνώρισε πως υπάρχει μία σύνδεση μεταξύ των επενδυτικών ευκαιριών και των δικαιωμάτων αγοράς (call option), καθώς και ότι οι επιχειρήσεις με επικίνδυνο χρέος μπορεί να αποτύχουν να ασκήσουν μια πραγματική επενδυτική επιλογή εάν μεταβιβάσουν πλούτο από τους κατόχους μετοχών στους χρεώστες. Το συμπέρασμά του ήταν ότι οι επιχειρήσεις των οποίων η αξία εξαρτάται περισσότερο από τις επιλογές ανάπτυξης πρέπει να χρηματοδοτούνται περισσότερο με μετοχές παρά με χρέος. Ωστόσο, δεν βρέθηκαν στοιχεία που να αποδεικνύουν ότι οι δείκτες χρέους σχετίζονται με την αναμενόμενη ανάπτυξη μιας επιχείρησης, παρόλο που παρατηρήθηκε μια σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ των ευκαιριών ανάπτυξης και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης (financial leverage).

Πιο συγκεκριμένα, στις εταιρικές εξαγορές αναφέρονται είτε σημαντικές αποδόσεις στους επενδυτές είτε σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις για προσφορές μετρητών σε σύγκριση με τις πληροφορίες για προσφορές μετοχών.

Η ανεπαρκής απόδοση στην απόκτηση της επιχείρησης δεν σχετίζεται μόνο με την περίοδο ανακοίνωσης. Παρατηρήθηκε πως στις δημόσιες προσφορές και στις εξαγορές, οι αποδόσεις μετά την εξαγορά είναι χαμηλότερες για τις εξαγορές που χρηματοδοτούνται με μετοχές από ότι για τις εξαγορές που χρηματοδοτούνται με μετρητά. Επίσης, οι επενδυτές αντιμετωπίζουν χειρότερες αποδόσεις κατά τη διάρκεια λειτουργίας τους για 5 χρόνια μετά την εξαγορά.

Επιπλέον, παρατήρησε πως οι επενδυτές με υψηλότερα ταμειακά διαθέσιμα έχουν την τάση να επιλέγουν εξαγορές που χρηματοδοτούνται από μετρητά τα οποία είναι και ο κύριος τρόπος πληρωμής μιας εξαγοράς.

Οι Ghose και Ruland (1998)<sup>14</sup> μελέτησαν το πώς οι προτιμήσεις των managers των επενδυτών και των στόχων για τα δικαιώματα ελέγχου, παρακινούν τον τρόπο πληρωμής για εταιρικές εξαγορές. Οι managers του στόχου προτιμούν τις μετοχές ως

---

<sup>14</sup> Ghose, A., Rulland, W., 1998, Managerial Ownership, the Method of Payment for Acquisitions, and Executive Job Retention, The Journal of Finance, Voll. LIII, No.2

μέσο πληρωμής και αυτό γιατί θέλουν να αυξήσουν τις πιθανότητες να διατηρήσουν τη θέση τους στη νέα επιχείρηση που θα δημιουργηθεί.

Αναλυτικότερα, μελέτησαν τη συσχέτιση μεταξύ των προτιμήσεων των managers των επενδυτών και της μεθόδου πληρωμής. Οι managers των επενδυτών οι οποίοι ελέγχουν την τιμή (value control), αποφεύγουν την έκδοση μετοχών που μπορεί να μειώσει την ιδιοκτησία τους ή να τους αυξήσει τον κίνδυνο απώλειας ελέγχου. Οι managers των στόχων που διαθέτουν υψηλά ποσοστά μετοχών στις εταιρίες τους έχουν μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη στις διαπραγματεύσεις εξαγοράς. Οι managers αυτοί χρησιμοποιούν τη δύναμή τους είτε για να διαπραγματευτούν με ευνοϊκούς όρους είτε για να αποθαρρύνουν τις εξαγορές. Όταν η εξαγορά πραγματοποιείται με μετοχές, οι managers του στόχου που έχουν μερίδιο μετοχών της εταιρίας τους, αποκτούν το δικαίωμα να ψηφίσουν στην νέα εταιρία που θα δημιουργηθεί. Ένας λόγος που θέλουν να έχουν συμμετοχή στη νέα επιχείρηση είναι ότι πιθανό να επιθυμούν να διατηρήσουν τη θέση τους. Έτσι, οι managers οι οποίοι θέλουν να συνεχίσουν να εργάζονται δεν θα παραμείνουν αδιάφοροι στον τρόπο πληρωμής της εξαγοράς. Συνεπώς, οι managers που θέλουν να έχουν δικαίωμα ψήφου στη νέα εταιρία και να συνεχίσουν να εργάζονται σε αυτή, θα διαπραγματεύονται εξαγορές με μετοχές και θα αποθαρρύνουν εξαγορές με μετρητά.

Ανέφεραν πως οι managers των επενδυτών που ελέγχουν την τιμή προτιμούν να πληρώνουν με μετρητά τις εξαγορές ώστε να αποφύγουν να χάσουν μερίδιο από την επιχείρησή τους (ownership dilution), όσο και το έλεγχο της. Στην ανάλυσή τους βρήκαν ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ της κεφαλαιουχικής ιδιοκτησίας του επενδυτή και των επιπτώσεων της πληρωμής με μετρητά.

Οι Yook, Gangopadhyay και McCabe (1999)<sup>15</sup> εξέτασαν την σπουδαιότητα της ασύμμετρης πληροφόρησης καθώς και τον έλεγχο της διαχείρισης (management control) στην επιλογή του τρόπου πληρωμής στις εταιρικές εξαγορές και στην αντίδραση της αγοράς σε αυτές. Η υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης βασίζεται στο επιχείρημα ότι οι managers έχουν μονοπωλιακή πρόσβαση σε συγκεκριμένες πληροφορίες της επιχείρησης, γεγονός που δημιουργεί κάποια ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των εσωτερικών και των εξωτερικών. Χρησιμοποίησαν δείγμα 309 εξαγορών από τις οποίες οι 225 πραγματοποιήθηκαν με μετρητά και οι 84 με μετοχές.

---

<sup>15</sup> Yook, K., Gangopadhyay, P. & McCabe, G., 1999, Information Asymmetry, Management Control, and Method of Payment in Acquisitions, The Journal of Financial Research, Vol. XXII, No.4, pp.413 – 427

Ανέφεραν πως οι μετοχικοί τίτλοι (equity securities) εκδίδονται μόνο όταν η διοίκηση της επιχείρησης γνωρίζει ότι οι μετοχές της εταιρίας είναι υπερτιμημένες. Στην πραγματικότητα όμως, έρευνες που πραγματοποιήθηκαν αργότερα έδειξαν ότι η αγορά ενώ αντιδρά αρνητικά στην έκδοση νέων μετοχών, δεν αντιδρά το ίδιο με την έκδοση κάποιου άλλου τίτλου. Αντίθετα, managers οι οποίοι έχουν δυσμενή ασύμμετρη πληροφόρηση είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιήσουν μετοχές ώστε να πραγματοποιήσουν μία εξαγορά. Επιπλέον, οι μη φυσιολογικές αποδόσεις στους μετόχους των επενδυτών είναι σημαντικά αρνητικές σε εξαγορές που πραγματοποιούνται με μετοχές αλλά δεν είναι αρνητικές σε εξαγορές που πραγματοποιούνται με μετρητά.

Αναφέρθηκαν στην θεωρία του management control που υποστηρίζει πως οι managers είναι απρόθυμοι να παραιτηθούν από τον έλεγχο της εταιρίας και για αυτό τον λόγο προτιμούν να μην χρηματοδοτήσουν τις εξαγορές με μετοχές. Οι Amihud, Lev και Travlos (1990) διαπίστωσαν ότι οι εξαγορές που γίνονται με μετρητά είναι συνδεδεμένες με μεγαλύτερη εμπιστευτικότητα (insider ownership) απ' ότι οι εξαγορές που πραγματοποιούνται με μετοχές.

Στη συνέχεια της έρευνας διαπίστωσαν πως η διοίκηση των επιχειρήσεων επενδυτών πολλές φορές πουλά σημαντικές εμπιστευτικές πληροφορίες πριν κάνει προσφορά με μετοχές, γεγονός που δεν συμβαίνει σε προσφορά με μετρητά. Αυτό δείχνει πως οι managers πωλούν τις μετοχές πριν ανακοινώσουν μια προσφορά με μετοχές γιατί γνωρίζουν πως σε αυτή την περίπτωση η τιμή της μετοχής θα πέσει.

Επιπλέον, την ίδια στιγμή διαπιστώνεται μια αρνητική σχέση μεταξύ των πωλήσεων των μετοχών από τους επενδυτές πριν την ανακοίνωση της προσφοράς, με τις μη φυσιολογικές αποδόσεις γύρω από την προσφορά. Από την άλλη πλευρά, οι επενδυτές που γνωρίζουν πολλές εμπιστευτικές εσωτερικές πληροφορίες είναι πιο πιθανό να προσφέρουν μετρητά.

Επίσης, ο έλεγχος της διοίκησης φαίνεται πως επηρεάζει τις μη φυσιολογικές αποδόσεις γύρω από την εξαγορά. Η υπόθεση του ελέγχου της διοίκησης προβλέπει πως οι επενδυτές με υψηλή ιδιοκτησία (high ownership) είναι πιο πιθανό να κάνουν μια προσφορά με μετρητά για λόγους ελέγχου. Αυτό σημαίνει πως μια προσφορά με μετοχές από μια εταιρία με στελέχη που έχουν υψηλή ιδιοκτησία είναι κακή είδηση. Για μια εταιρία που επιθυμεί να διατηρήσει τον έλεγχο της, μια προσφορά με μετοχές σημαίνει πως οι μετοχές είναι υπερβολικά υπερτιμημένες. Οι μη φυσιολογικές αποδόσεις είναι πιο αρνητικές για τους υποψήφιους επενδυτές με υψηλή ιδιοκτησία.

Αντίθετα, σε προσφορές με μετρητά δεν υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των υποψήφιων επενδυτών χαμηλής και υψηλής ιδιοκτησίας.

Ολοκληρώνοντας την έρευνα τους, κατέληξαν σε κάποια συμπεράσματα. Αρχικά, διαπίστωσαν πως όταν το ποσοστό του managerial ownership του επενδυτή είναι υψηλότερο, τότε είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιήσει μετρητά για την πραγματοποίηση της εξαγοράς. Επιπλέον, η αθέμιτη εκμετάλλευση των εμπιστευτικών πληροφοριών (insider trading) επηρεάζει τον τρόπο πληρωμής. Οι επενδυτές που προσφέρουν μετοχές καταφέρνουν πιο υψηλές πωλήσεις εμπιστευτικών πληροφοριών από εκείνους που προσφέρουν μετρητά.

Επίσης, κατέληξαν στο συμπέρασμα πως η αθέμιτη εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών συσχετίζεται με μη φυσιολογικές αποδόσεις στους υποψήφιους επενδυτές. Οι επενδυτές που πωλούν πολλές εμπιστευτικές πληροφορίες φαίνεται εν τέλει να έχουν μεγαλύτερες απώλειες. Αυτό σημαίνει πως οι εμπλεκόμενοι έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες που σχετίζονται με μελλοντικές μεταβολές στην τιμή των μετοχών. Συνεπώς, υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση που μπορεί να επηρεάσει τον τρόπο πληρωμής του τιμήματος.

Οι Chemmanur, Paeglis και Simonyan (2009)<sup>16</sup> έκαναν ένα τεστ σχετικά με την επιλογή του τρόπου πληρωμής σε εξαγορές όταν και οι επενδυτές και οι στόχοι έχουν προσωπική πληροφόρηση για τις δικές τους εγγενείς αξίες. Στις τέλειες κεφαλαιαγορές είναι γνωστό πως στις εξαγορές το μέσο ανταλλαγής δεν έχει σχέση με τον τρόπο πληρωμής του τιμήματος, δεδομένου πως και το επίπεδο αλλά και η κατανομή των κερδών από την επαγόμενη συγχώνευση (merger – induced) δεν σχετίζονται με τον τρόπο πληρωμής. Στην ερευνά τους ανέφεραν πως τις τελευταίες δεκαετίες, μέσα από θεωρητικές εργασίες που έχουν πραγματοποιηθεί, φαίνεται πως η επιλογή μεταξύ μετρητών και μετοχών σε συγχωνεύσεις μπορεί να είναι με γνώμονα την προσωπική πληροφόρηση που έχουν τόσο ο επενδυτής όσο και ο στόχος. Οι εξαγορές που μελέτησαν ήταν επιτυχημένες εξαγορές που ανακοινώθηκαν μεταξύ 1978 και 2004.

Σκοπός των Chemmanur, Paeglis και Simonyan ήταν η εμπειρική ανάλυση της επιλογής του μέσου ανταλλαγής υπό την επιρροή της ασύμμετρης πληροφόρησης. Υπέθεσαν πως ένας επενδυτής είχε να επιλέξει μεταξύ μετρητών και μετοχών προκειμένου να εξαγοράσει τον στόχο καθώς και ότι οι εμπλεκόμενοι και των δύο εταιριών έχουν προσωπική πληροφόρηση για την αξία της δικής τους εταιρίας αντίστοιχα. Η κερδοφορία που έχει ο επενδυτής από την εξαγορά δεν εξαρτάται μόνο

---

<sup>16</sup> Chemmanur, T., Paeglis, I., Simonyan, K., 2009, The medium of exchanges in acquisitions: Does the private information of both acquirer and target matter? , Journal of Corporate Finance, pp. 523 - 542

από την πραγματική αξία του στόχου αλλά και από την αξία του επενδυτή καθώς και από τυχόν συνέργειες που μπορεί να έχουν μεταξύ τους. Μια σημαντική διαφορά μεταξύ μιας προσφοράς με μετρητά και μιας προσφοράς με μετοχές είναι ότι ενώ η αξία μιας προσφοράς με μετοχές εξαρτάται από τις ταμειακές ροές της νέας εταιρίας, η οποία εξαρτάται από την πραγματική αξία του επενδυτή, του στόχου καθώς και των μεταξύ τους συνεργειών, η αξία μια προσφοράς με μετρητά είναι ανεξάρτητη από αυτές τις μεταβλητές. Όμως, ο στόχος είναι πιθανό να δει μια εξαγορά που πραγματοποιείται με μετοχές ως υπερτιμημένη και να την απορρίψει λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι ένας επενδυτής πολλές φορές επιθυμεί να πραγματοποιήσει μια εξαγορά με μετοχές προκειμένου να επωφεληθεί από αυτή. Στην αντίθετη περίπτωση, ένας επενδυτής ο οποίος πιστεύει πως η αξία της επιχείρησής του είναι υποτιμημένη, θα προτιμήσει να πραγματοποιήσει μια εξαγορά προσφέροντας μετρητά. Ωστόσο, δεδομένου ότι ο στόχος έχει ιδιωτική πληροφόρηση για την αξία της επιχείρησής του, οι επενδυτές που πραγματοποιούν εξαγορές με τη χρήση μετρητών έχουν τον κίνδυνο να προσφέρουν πολύ περισσότερα χρήματα από την πραγματική αξία του στόχου. Το αναμενόμενο χρηματικό ποσό που προβλέπεται να πληρώσει επιπλέον ο επενδυτής, είναι μεγαλύτερο όταν η ασύμμετρη πληροφόρηση που έχει για τον στόχο είναι μεγαλύτερη. Στην αντίθετη περίπτωση, η πραγματική αξία μιας εξαγοράς με μετοχές εξαρτάται από τις ταμειακές ροές της νέας επιχείρησης, έτσι ώστε ο επενδυτής να μπορεί να μοιράζεται την υπερεκτίμηση του στόχου με τους ιδιοκτήτες του. Συνεπώς, το μέσο ανταλλαγής σε αυτή την περίπτωση εξαρτάται από το αντιστάθμισμα μεταξύ του κόστους υπερπληρωμής (χαμηλότερο σε μια προσφορά με μετοχές) και τη πιθανότητα ότι η προσφορά θα είναι ανεπιτυχής (υψηλότερη σε μια προσφορά με μετοχές).

Σε συνέχεια των παραπάνω, στην περίπτωση που οι υποψήφιοι επενδυτές είναι περισσότεροι και όχι μόνο ένας για ένα συγκεκριμένο στόχο και όταν ο αρχικός πλειοδότης αναγνωρίζει τον στόχο, τότε οι υπόλοιποι επενδυτές πρέπει να επιβαρύνονται με ένα κόστος για να υπολογίσουν τα δικά τους κέρδη από την απόκτηση του εν λόγω στόχου πριν αυτοί υποβάλλουν τη δική τους ανταγωνιστική προσφορά. Οι μελλοντικοί αντίπαλοι επενδυτές θα επιβαρύνονται με αυτό το κόστος μόνο εάν πιστεύουν ότι η αρχική εκτίμηση του πλειοδότη δεν είναι υπερβολικά υψηλή. Στο πλαίσιο αυτό, μια προσφορά με μετρητά υποδεικνύει στους μελλοντικούς ανταγωνιστές ότι η αρχική αποτίμηση του στόχου είναι υψηλή, αποτρέποντας έτσι τον ανταγωνισμό από αυτούς. Έτσι, μια προσφορά με μετρητά εκτός από την αύξηση της πιθανότητας μιας επιτυχημένης προσφοράς, έχει και το πλεονέκτημα να αποθαρρύνει τους ανταγωνιστές. Το συμπέρασμα λοιπόν από τα παραπάνω είναι πως μια προσφορά με μετρητά είναι πιθανότερο να πραγματοποιηθεί όταν η έκταση της

ασύμμετρης πληροφόρησης που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές στην αξιολόγηση του στόχου είναι μεγαλύτερη.

Από τα παραπάνω προκύπτουν τα εξής συμπεράσματα:

- Οι επενδυτές που είναι υπεριμμημένοι, χρησιμοποιούν ως μέσω ανταλλαγής για την πραγματοποίηση μιας εξαγοράς τις μετοχές και εκείνοι που είναι υποτιμημένοι τα μετρητά.
- Οι επενδυτές που αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη ασυμμετρία πληροφόρησης στην αξιολόγηση του στόχου είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιήσουν μετοχές παρά μετρητά.
- Εάν ο πλειοδότης επενδυτής σηματοδοτεί μια υψηλή ιδιωτική αποτίμηση σε άλλους μελλοντικούς υποψήφιους επενδυτές, τότε όσο μεγαλύτερη είναι η έκταση της ασύμμετρης πληροφόρησης που αντιμετωπίζει ο επενδυτής αναφορικά με το στόχο, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα μιας προσφοράς με μετρητά.
- Οι προσφορές που πραγματοποιούνται με μετρητά έχουν λιγότερες πιθανότητες να αντιμετωπίσουν ανταγωνιστικές προσφορές.

Οι Chavalier και Redor (2008)<sup>17</sup> μελέτησαν την επίδραση της επιλογής των μεθόδων πληρωμής στον πλούτο των μετόχων και προσπάθησαν να εξηγήσουν την επιλογή της μεθόδου πληρωμής από τους managers.

Αναφορικά με την επίδραση της επιλογής της μεθόδου πληρωμής στον πλούτο των μετόχων, ο Travlos (1987) εστίασε στις αποδόσεις του πλειοδότη επενδυτή και ανέφερε αρνητικές μη φυσιολογικές αποδόσεις όταν μια εξαγορά ή μια συγχώνευση χρηματοδοτείται με μετοχές και θετικές μη φυσιολογικές αποδόσεις όταν χρηματοδοτείται με μετρητά. Επίσης, έχει αναφερθεί πως οι αποδόσεις των υποψήφιων επενδυτών είναι χαμηλότερες όταν χρηματοδοτούν μια εξαγορά ή συγχώνευση με μετοχές από ότι με μετρητά. Παρόμοιες μελέτες που πραγματοποιήθηκαν έδειξαν πως οι αποδόσεις του στόχου είναι υψηλότερες όταν η χρηματοδότηση γίνεται με μετρητά και χαμηλότερες όταν πραγματοποιείται με μετοχές, επιβεβαιώνοντας έτσι πως η επιλογή της μεθόδου πληρωμής έχει αντίκτυπο στην κερδοφορία μιας εξαγοράς.

Όσον αφορά τον τρόπο με τον οποίο επιλέγουν οι managers να χρηματοδοτήσουν μια συγχώνευση ή εξαγορά, υπάρχουν οι εξής παράγοντες επιρροής.

---

<sup>17</sup> Chevalier. A., Redor, E., 2008, The Choice of the Payment Method in Mergers and Acquisitions, Handbook of Financial Engineering, Springer

✓ **Ασύμμετρη Πληροφόρηση (Asymmetric Information)**

Όπως δηλώνει και το όνομά της, υπάρχει άνιση κατανομή πληροφοριών μεταξύ των managers και των άλλων αντιπροσώπων (agents) της αγοράς. Πιο αναλυτικά, οι managers έχουν πρόσβαση σε αποκλειστικές πληροφορίες σχετικά με την αξία των μετοχών της επιχείρησης και για τις επενδυτικές της ευκαιρίες, ενώ οι εξωτερικοί επενδυτές αυτές τις πληροφορίες δεν τις γνωρίζουν.

✓ **Φορολογία (Taxation)**

Η φορολογία είναι ακόμη ένας παράγοντας που πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους οι managers όταν επιλέγουν τον τρόπο που θα χρηματοδοτήσουν μια εξαγορά. Στην προκειμένη περίπτωση, η φορολόγηση των κεφαλαιουχικών κερδών είναι άμεση όταν η εξαγορά χρηματοδοτείται με μετρητά, ενώ αναβάλλεται για εξαγορές που χρηματοδοτούνται με μετοχές.

✓ **Διαχειριστική Ιδιοκτησία (Managerial Ownership)**

Είναι γεγονός ότι ο τρόπος πληρωμής επηρεάζει τη δομή της ιδιοκτησίας των εν λόγω επιχειρήσεων. Επομένως, ένας επενδυτής δεν θα επιλέξει να χρηματοδοτήσει μια εξαγορά με μετοχές εάν ο ίδιος κατέχει μεγάλο ποσοστό μετοχών της επιχείρησης, έτσι ώστε να μην χάσει μερίδιο μετοχών από την νεοσύστατη επιχείρηση. Αντίθετα, ένας manager από την επιχείρηση – στόχο θα προτιμήσει μια εξαγορά να χρηματοδοτηθεί με μετοχές εάν κατέχει μεγάλο μερίδιο μετοχών στην επιχείρηση που πρόκειται να εξαγοραστεί, έτσι ώστε να μπορέσει να διατηρήσει την ισχύ του στη νέα επιχείρηση που θα δημιουργηθεί και έτσι να αυξηθούν οι πιθανότητες να διατηρήσει μια διευθυντική θέση σε αυτή.

✓ **Έλεγχος των managers από τους μετόχους**

Ένας μέτοχος ο οποίος κατέχει μικρό αριθμό μετοχών της επιχείρησης, δεν έχει την δυνατότητα να ελέγχει κάθε ενέργεια των managers γιατί αυτό είναι δαπανηρό τόσο σε χρήματα όσο και σε χρόνο. Ωστόσο, οι επενδυτές που έχουν μεγάλο ποσοστό μετοχών στην επιχείρηση, ελέγχουν τους managers, δηλαδή ελέγχουν την ποιότητα των έργων στα οποία επενδύουν οι managers καθώς και τον τρόπο χρηματοδότησης αυτών. Οι μεγάλοι μέτοχοι μπορούν να ασκήσουν πίεση στους managers των επιχειρήσεων – επενδυτών ώστε να χρησιμοποιήσουν μετρητά και όχι μετοχές προκειμένου να χρηματοδοτήσουν μια εξαγορά.

✓ **Επενδυτικές ευκαιρίες**

Ένας υποψήφιος επενδυτής που έχει καλές επενδυτικές ευκαιρίες υποτίθεται πως έχει περισσότερες πιθανότητες να χρησιμοποιήσει μετοχές για να χρηματοδοτήσει μια συγχώνευση ή εξαγορά.

✓ **Χρονικό διάστημα για την ολοκλήρωση της συμφωνίας**

Οι καθυστερήσεις ορίζουν πως μια εχθρική προσφορά είναι πιο πιθανό να χρηματοδοτηθεί με μετρητά, επειδή μια προσφορά με μετοχές πρέπει να λάβει άδειες. Η απόκτηση αυτών των εξουσιοδοτήσεων μπορεί να διαρκέσει πολύ καιρό, γεγονός που μπορεί να προσφέρει στην αντίπαλη επιχείρηση τη δυνατότητα να πάρει πληροφορίες και πολύ πιθανό και να επέμβει όπου θεωρεί απαραίτητο. Όσον αφορά την επιχείρηση στόχο κερδίζει χρόνο για να σχεδιάσει το πώς θα κινηθεί.

Οι Jeon, Ligon και Soranakom (2010)<sup>18</sup>, εξέτασαν το πώς οι πολιτικές μερισμάτων των δύο εταιριών που συμμετέχουν σε μια συγχώνευση ή εξαγορά επηρεάζουν τον τρόπο πληρωμής που χρησιμοποιείται στην συμφωνία. Για να εξάγουν τα συμπεράσματά τους χρησιμοποίησαν ως δείγμα όλες τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές που ανακοινώθηκαν από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2001 μέχρι τις 31 Δεκεμβρίου 2007, παίρνοντας τις απαραίτητες πληροφορίες από το Securities Data Corporation (SDC) Platinum Mergers and Acquisitions Database. Σύμφωνα με την βιβλιογραφία των πελατειακών μερισμάτων (dividend clientele) οι διαφορετικές μερισματικές πολιτικές προσελκύουν διαφορετικούς τύπους μετόχων. Ορισμένοι μέτοχοι προτιμούν να λαμβάνουν τακτικό εισόδημα υπό μορφή μερισμάτων σε μετρητά, ενώ κάποιοι άλλοι προτιμούν να αποχωρήσουν από τα μερίσματα σε μορφή μετρητών για να κερδίσουν μια πιθανή καλύτερη απόδοση από μια επιχείρηση με την μορφή κεφαλαιουχικών κερδών. Στις συγχωνεύσεις και εξαγορές που βασίζονται στις μετοχές, οι μέτοχοι είτε της μιας εταιρίας είτε και των δύο εταιριών, υπάρχει η πιθανότητα να έχουν ως κίνητρο να ρευστοποιήσουν τις μετοχές τους εάν η πολιτική πληρωμής που ακολουθεί η εταιρία που επιβίωσε δεν ανταποκρίνεται πλέον στις προτιμήσεις τους για τον τρόπο πληρωμής.

Εξήγησαν πως ένα είδος κόστους θα μπορούσε να ήταν το κόστος συναλλαγής που πραγματοποίησαν τόσο οι αγοραστές όσο και οι πωλητές καθώς το πελατολόγιο της

---

<sup>18</sup> Jeon, J.Q., Ligon, J.A., Soranakom, C., 2010, Dividend Policy and the Method of Payment in Mergers and Acquisitions, [cmmu.mahidol.ac.th](http://cmmu.mahidol.ac.th)



εταιρίας αλλάζει. Ακόμη, θα μπορούσε να υπάρξει μια βραχυπρόθεσμη μεταβολή των τιμών καθώς η αλλαγή στην μερισματική πολιτική είναι πιο εμφανής στους επενδυτές που την θεωρούν λιγότερο ευνοϊκή από αυτούς που την βρίσκουν πιο ευνοϊκή.

Στη συνέχεια υποστήριξαν πως εάν η μερισματική πολιτική που εφαρμόζει η εταιρία – στόχος είναι πολύ διαφορετική από εκείνη του επενδυτή, αυτό ίσως να χρησιμοποιηθεί ως αντικίνητρο για μια εξαγορά που θα επιτευχθεί με μετοχές. Εάν η υπόθεση των πελατειακών μερισμάτων (*dividend clientele hypothesis*) διατηρηθεί και οι μερισματικές πολιτικές του επενδυτή και του στόχου είναι διαφορετικές και η εξαγορά πραγματοποιείται με μετοχές, αυτό μπορεί να οδηγήσει σε αναπροσαρμογή του χαρτοφυλακίου από τους μετόχους του στόχου. Δηλαδή οι μέτοχοι του στόχου μπορεί να αποφασίσουν να μειώσουν ή να ρευστοποιήσουν τη θέση που έχουν στην εταιρία πριν από την ολοκλήρωση της συγχώνευσης ή στην νεοσύστατη εταιρία μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, εάν δεν τους αρέσει η μερισματική πολιτική που ακολουθεί ο επενδυτής.

Έπειτα από τα εμπειρικά τους αποτελέσματα κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η πιθανότητα που έχουν οι επενδυτές να χρησιμοποιήσουν ως τρόπο πληρωμής σε μια εξαγορά τις μετοχές αυξάνεται όσο αυξάνεται ο βαθμός ομοιότητας μεταξύ των μερισματικών πολιτικών. Αντίθετα, όσο πιο διαφορετικές είναι οι μερισματικές πολιτικές μεταξύ τους, τόσο πιο πιθανό είναι ο τρόπος πληρωμής να είναι με μετρητά.

Οι Alexandridis, Mavrovitis και Travlos (2011)<sup>19</sup> εξέτασαν τα χαρακτηριστικά του 6<sup>ου</sup> κύματος συγχωνεύσεων που άρχισε το 2003 και τελείωσε στα τέλη του 2007. Το δείγμα που χρησιμοποίησαν για την μελέτη τους προέρχεται από την SDC και περιλαμβάνει εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ του 1993 και 2007.

Πιο αναλυτικά, ανέφεραν ότι σύμφωνα με πρόσφατες μελέτες, το 5<sup>ο</sup> κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών που άρχισε το 1993 και έφτασε στο αποκορύφωμά του το 2000, χαρακτηρίστηκε από εκτεταμένες υπερπληρωμές (*extensive overpayment*), μεγάλες συμφωνίες, υπερεκτίμηση των εταιριών – επενδυτών και επικράτηση της χρηματοδότησης με μετοχές (Andrade, Mitchell και Stafford (2001), Dong et.al. (2006), Moeller, Schlingemann και Stulz (2005)).

Το 6<sup>ο</sup> κύμα συγχωνεύσεων άρχισε το 2003, η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών έφτασε στο αποκορύφωμά της το 2006 και τελείωσε στα τέλη του 2007, όταν οι επενδυτές και οι managers των εταιριών άρχισαν να σκέφτονται τι θα γίνει με τα

---

<sup>19</sup> Alexandridis, G., Mavrovitis, C.F., Travlos, N.G, 2011, How Have M&As Changed? Evidence from the Sixth Merger Wave, *The European Journal of Finance*, Vol.18, Issue 8

MBS (Mortgage – Backed Securities) και τις πιστωτικές αγορές (credit markets) καθώς και τις ενδεχόμενες επιπτώσεις τους τόσο στο χρηματοοικονομικό τομέα όσο και στην οικονομία στο σύνολό της. Καθώς όμως, η κρίση άρχισε να γίνεται αντιληπτή στον κόσμο των επιχειρήσεων, οι πιστώσεις έγιναν πιο αυστηρές και οι χρηματοδοτήσεις πιο σπάνιες, με αποτέλεσμα να γίνονται όλο και πιο λίγες συμφωνίες.

Ανέφεραν πως το 6<sup>ο</sup> κύμα συγχωνεύσεων προωθήθηκε κυρίως από την διαθεσιμότητα της άφθονης ρευστότητας. Τόσο η πρόσβαση σε μετρητά όσο και οι αποτιμήσεις της επιχείρησης συνδέονται με την επιλογή του τόπου πληρωμής και μπορούν να εξηγήσουν γιατί πολύ μικρότερο μέρος των χρηματοδοτήσεων εκείνης της περιόδου χρηματοδοτήθηκε με μετοχές σε αντίθεση με την δεκαετία του 1990. Πιο συγκεκριμένα, το ποσοστό των εξαγορών που χρηματοδοτήθηκε με μετοχές μειώθηκε περίπου κατά 57%.

Στη συνέχεια, της μελέτης τους έκαναν την υπόθεση ότι οι επενδυτές θα έπρεπε να διατηρήσουν μεγαλύτερο μέρος του δυνητικού οφέλους από τις συμφωνίες και να δημιουργήσουν μεγαλύτερη αξία στους μετόχους τους. Σε μια αποδοτική αγορά, θα περίμενε κανείς οι επενδυτές να αντιληφθούν τις ανακοινώσεις των δημόσιων εξαγορών ευνοϊκότερα απ' ότι στο παρελθόν. Στην πραγματικότητα όμως, αυτό δεν συμβαίνει. Πιο συγκεκριμένα, οι συμφωνίες που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ του 2003 και του 2007 και χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά, δεν δημιούργησαν αξία για τους μετόχους του αγοραστή σε αντίθεση με την δεκαετία του 1990. Το γεγονός ότι οι εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν με μετρητά δεν έδωσαν μεγάλη αξία στους μετόχους κατά τη διάρκεια του 6<sup>ου</sup> κύματος συγχωνεύσεων, εξηγείται από το γεγονός ότι οι επενδυτές που εξαγόρασαν τον στόχο με μετρητά, είχαν πολύ ισχυρότερα ταμειακά διαθέσιμα (cash reserves).

Τα αποτελέσματα βασίζονται στην μακροπρόθεσμη απόδοση των μετοχών που αυτό υποδεικνύει πως οι επενδυτές δεν αύξησαν την αξία των μετοχών τους κατά την διάρκεια του 6<sup>ου</sup> κύματος. Παρόμοιες αποδόσεις παρουσίασαν και οι εταιρίες – στόχοι. Έτσι, οι εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στο 6<sup>ο</sup> κύμα δεν συνδέονται με κέρδη.

Τελικά, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα χαμηλά ποσοστά χρηματοδότησης καθώς και το πλούσιο ταμειακό υπόλοιπο (rich cash balance) που είχαν ως αποτέλεσμα την άφθονη ρευστότητα, καθώς και το γεγονός ότι οι επενδυτές ήταν λιγότερο υπερεκτιμημένοι σε σχέση με τους στόχους κατά τη διάρκεια του 6<sup>ου</sup> κύματος, ενίσχυσαν την χρηματοδότηση με μετρητά. Επιπλέον, σε αυτό το κύμα φάνηκε πως οι αποφάσεις των επενδυτών για μια συγχώνευση ή εξαγορά ήταν πιο ορθολογικές συγκριτικά με το παρελθόν. Όμως, παρόλα αυτά οι επενδυτές κατέστρεψαν την αξία

για τους μετόχους τους, όπως συνέβη και στο 5<sup>ο</sup> κύμα, γεγονός που μπορεί να αποδοθεί στα υψηλότερα ταμειακά διαθέσιμα και στο γεγονός ότι οι επενδυτές ήταν λιγότερο αισιόδοξοι σε αυτό το κύμα συγκριτικά με το 5<sup>ο</sup>.

Οι Feito – Reinz και Menendez – Requejo (2013)<sup>20</sup> ανέλυσαν την επιρροή που έχει η επιλογή της μεθόδου πληρωμής που χρησιμοποιείται στην χρηματοδότηση συγχωνεύσεων και εξαγορών, στην αποτίμηση της αξίας των μετόχων του στόχου, καθώς και τα αποτελέσματα των συγκρούσεων των *agencies*, την ασύμμετρη πληροφόρηση και το νομικό και θεσμικό περιβάλλον. Τα δεδομένα που χρησιμοποίησαν περιλαμβάνουν συγχωνεύσεις και εξαγορές που ανακοινώθηκαν από ευρωπαϊκές εισηγμένες εταιρίες οι οποίες εξαγόρασαν μια επιχείρηση σε οποιαδήποτε χώρα του κόσμου κατά την περίοδο 2002 – 2007.

Μελετώντας παλαιότερες έρευνες ανέφεραν πως οι περισσότεροι *managers* προτιμούν να χρηματοδοτούν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές με μετοχές όταν αυτές οι μετοχές είναι υπερεκτιμημένες στις κεφαλαιαγορές. Συνεπώς, οι αποδόσεις των μετοχών εκτιμώνται αρνητικά από τους μετόχους της εταιρίας – επενδυτής (προοπτική ασύμμετρης πληροφόρησης).

Επίσης, ανέφεραν πως οι *managers* των επιχειρήσεων με υψηλά επίπεδα συγκέντρωσης ιδιοκτησίας προτιμούν την χρηματοδότηση με μετρητά επειδή η πλειοψηφία των μετόχων θέλουν να αποφύγουν την αραίωση (*dilution*) και την απώλεια ιδιωτικών οφελών που σχετίζονται με τον έλεγχο της επιχείρησης.

Ωστόσο, στη συνέχεια διαπίστωσαν πως η χρηματοδότηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών με μετοχές παρατηρείται πιο συχνά σε χώρες με αδύναμο νομικό και θεσμικό πλαίσιο. Σε χώρες όπου τα επίπεδα προστασίας των επενδυτών (μέτοχοι και πιστωτές) είναι χαμηλότερα, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές με μετρητά αναμένεται να είναι πιο συχνές λόγω του υψηλότερου κόστους απόκτησης εξωτερικής χρηματοδότησης στις χώρες αυτές. Οι πληρωμές με μετρητά είναι πιθανότερο να πραγματοποιούνται από εσωτερικά κεφάλαια ή εκδόσεις χρεών, οι οποίες είναι φθηνότερες από τις εκδόσεις μετοχών σε χώρες με πιο αδύναμο νομικό και θεσμικό πλαίσιο.

Ανέφεραν πως έγιναν αρκετές μελέτες σχετικά με την επιρροή των πηγών χρηματοδότησης στην αποτίμηση των μετόχων του επενδυτή. Διαπίστωσαν πως οι προτιμήσεις για την αύξουσα τάξη (*pecking order*) και την εταιρική διακυβέρνηση

---

<sup>20</sup> Feito – Ruiz, I., Menendez –Ruquejo, S., 2013, Mergers and acquisitions valuation: Cash vs stock payment, [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com)

εξηγούν τον τρόπο χρηματοδότησης στις συγχωνεύσεις και εξαγορές είτε με μετρητά, είτε με μετοχές είτε με χρέος.

Οι Boone, Lie και Liu (2014)<sup>21</sup> εξέτασαν τις τάσεις κατά το πέρασμα του χρόνου και τους καθοριστικούς παράγοντες της επιλογής της μεθόδου πληρωμής σε συγχωνεύσεις και εξαγορές διάρκειας τεσσάρων δεκαετιών.

Χρησιμοποίησαν δείγμα περισσότερων από 2500 προσφορών και παρατήρησαν τις τάσεις στη μέθοδο πληρωμής κατά το πέρασμα του χρόνου. Στο αποκορύφωμα της δεκαετίας του 1990 οι χρηματοδοτήσεις με μετοχές αντιπροσώπευαν πάνω από το 60% του δείγματος αλλά τα τελευταία χρόνια έπεσε πάνω από 20%. Αντίθετα, οι χρηματοδοτήσεις με μετρητά αποτελούσαν περίπου το 25% του δείγματος στο αποκορύφωμα της δεκαετίας του 1990, αλλά τα τελευταία χρόνια έχουν αυξηθεί περίπου στο 50%, όπως έγινε και στα τέλη της δεκαετίας του 1980. Όσον αφορά τις μεικτές πληρωμές, αυξανόταν σταθερά στη δημοτικότητα στη δεκαετία του 1990 και στις αρχές του 2000, αλλά από τότε έμειναν σταθερές περίπου στο 30%.

Στη συνέχεια σύγκριναν τις μεικτές πληρωμές με τις πληρωμές που πραγματοποιούνται με μετοχές και με εκείνες που πραγματοποιούνται με μετρητά. Σύμφωνα με το μοντέλο δυσμενούς επιλογής (Adverse Selection Model) οι επενδυτές χρησιμοποιούν τουλάχιστον ένα μέρος μετοχών ως τον τρόπο χρηματοδότησης που θα επιλέξουν (είτε εξ' ολοκλήρου μετοχές είτε ένα συνδυασμό μετοχών με μετρητά) όταν οι στόχοι είναι σχετικά μεγάλοι. Επίσης, ανέφεραν πως η μεγαλύτερη αβεβαιότητα αποτίμησης όσον αφορά είτε τον επενδυτή είτε τον στόχο σχετίζεται τουλάχιστον με ένα μέρος μετοχών ως τρόπο πληρωμής και πως η υψηλότερη συσχέτιση των αποδόσεων του επενδυτή και του στόχου αυξάνουν την πιθανότητα να χρησιμοποιηθούν μικτές πληρωμές σε σχέση με τις πληρωμές με μετρητά.

Επιπλέον, διαπίστωσαν πως μερικές συμφωνίες που πραγματοποιούνται με μετρητά επωφελούνται πριν την αύξηση του φορολογικού συντελεστή στα κεφαλαιουχικά κέρδη, γεγονός που θα επιβαρύνει φορολογικά τους μετόχους του στόχου. Ο υψηλός φορολογικός συντελεστής των κεφαλαιουχικών κερδών αυξάνει την πιθανότητα προσφοράς μετοχών σε προσφορές με μετρητά ή σε προσφορές μεικτές, σύμφωνα με την αντίληψη ότι οι μετοχές είναι πιο ελκυστικές όταν οι φόροι είναι υψηλοί. Επίσης, ένας υψηλός φορολογικός συντελεστής αυξάνει την πιθανότητα προσφοράς με μετρητά σε προσφορές μεικτές.

---

<sup>21</sup> Boone, A.L., Lie, E., Liu, Y., 2014, Time Trends and Determinants of the Method of Payment in M&As, *Journal of Corporate Finance*, Vol.27, pp. 296 - 304

Συγκρίνοντας τις μεθόδους πληρωμής τόνισαν πως οι μεικτές πληρωμές δεν πρέπει να θεωρούνται ως υβρίδια (Hybrid) μεταξύ μετρητών και μετοχών. Για παράδειγμα, οι προσφορές που πραγματοποιούνται με μεικτό τρόπο πληρωμής ή με μετοχές είναι πιο πιθανό να εμφανιστούν στο χρηματοπιστωτικό τομέα απ' ό τι σε προσφορές με μετρητά. Επίσης, οι μικτές προσφορές συχνά χρησιμοποιούνται για να δώσουν στους μετόχους του στόχου την δυνατότητα να επιλέξουν μεταξύ μετρητών και μετοχών, κάτι που δεν συμβαίνει με τα μετρητά και τις μετοχές ως μεμονωμένους τρόπους πληρωμής.

Τέλος, ανέφεραν πως τις τελευταίες δεκαετίες παρατηρήθηκε μια αύξηση της χρήσης τόσο μετρητών όσο και μεικτών πληρωμών, η οποία οφείλεται σε μια αυξημένη τάση των μετόχων του στόχου να πληρώνουν τουλάχιστον με μερικά μετρητά. Έτσι, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η μείωση των μερισμάτων με την πάροδο του χρόνου οφείλεται τόσο σε μεταβαλλόμενα χαρακτηριστικά της επιχείρησης όσο και στη χαμηλότερη τάση πληρωμών των μερισμάτων.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται συνοπτικά όλα τα παραπάνω άρθρα.

**Πίνακας 9. Σύνοψη βιβλιογραφίας**

ΣΥΓΓΡΑΦΕΙΣ	ΕΤΟΣ	ΤΡΟΠΟΣ ΠΛΗΡΩΜΗΣ	
		ΜΕΤΡΗΤΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ
<b>Travlos</b>	1987	1. Οι συμμετέχοντες στην αγορά εκλαμβάνουν την προσφορά ως καλά νέα 2. Υπάρχει φορολογική επιβάρυνση	1. Οι συμμετέχοντες στην αγορά εκλαμβάνουν την προσφορά ως κακά νέα 2. Δεν υπάρχει φορολογική επιβάρυνση
<b>David R. Peterson &amp; Pamela P. Peterson</b>	1989	1. Οι μέτοχοι των επενδυτών και των στόχων κερδίζουν μεγαλύτερες αποδόσεις 2. Υπάρχει φορολογική επιβάρυνση	1. Οι μέτοχοι των επενδυτών και των στόχων κερδίζουν χαμηλότερες αποδόσεις 2. Δεν υπάρχει άμεση φορολογική επιβάρυνση
		1. Προσφέρονται από επενδυτές που η εταιρία τους έχει μεγάλη αξία 2. Συμβάλουν στην αποτροπή ενός δυνητικού ανταγωνισμού μέσω της σήμανσης μιας υψηλής αποτίμησης	1. Προσφέρονται από επενδυτές με χαμηλότερη αξία 2. Η πιθανότητα να παρατηρηθούν ανταγωνιστικές συμπεριφορές είναι μεγαλύτερη 3. Η αναμενόμενη

<b>Fishman</b>	1989	3. Η αναμενόμενη απόδοση του αρχικού επενδυτή είναι υψηλότερη 4. Η πιθανότητα ο στόχος να απορρίψει μια προσφορά είναι μικρότερη	απόδοση του επενδυτή είναι χαμηλότερη 4. Η πιθανότητα ο στόχος να απορρίψει μια προσφορά είναι μεγαλύτερη
<b>Amihud, Lev &amp; Travlos</b>	1990	1. Το ποσοστό της διαχειριστικής ιδιοκτησίας του επενδυτή είναι μεγαλύτερο 2. Οι εμπλεκόμενοι κατέχουν σημαντικό ποσοστό μετοχών της εταιρίας τους και πιστεύουν ότι είναι υποτιμημένες	Επιχειρήσεις με χαμηλή διαχειριστική ιδιοκτησία παρουσιάζουν μη φυσιολογικές αποδόσεις
<b>Datta, Pinches &amp; Narayanou</b>	1992	Άμεση φορολόγηση	Οι συμμετέχοντες στην αγορά εκλαμβάνουν την προσφορά ως κακά νέα
<b>Salami A.R.</b>	1994	1.Υψηλότερες αποδόσεις στους μετόχους της εταιρίας στόχου 2.Άμεση φορολόγηση 3. Οι managers της εταιρίας επενδυτής έχουν πληροφόρηση για τα δυνητικά κέρδη (ασύμμετρη πληροφόρηση) 4. Εμποδίζει τους μετόχους του στόχου να συμμετέχουν σε οποιαδήποτε κέρδη μετά την συγχώνευση	1.Αναβολή φορολόγησης 2.Οι managers της εταιρίας επενδυτής πιστεύουν πως οι μετοχές του είναι υπερτιμημένες (ασύμμετρη πληροφόρηση)
<b>Martin</b>	1996	1.Υψηλότερες αποδόσεις 2.Υποψήφιοι επενδυτές υψηλότερης αξίας 3.Επενδυτές που έχουν υψηλότερα ταμειακά διαθέσιμα	
<b>Ghose &amp; Ruland</b>	1998	Οι managers του επενδυτή που ελέγχουν την τιμή και δεν θέλουν να χάσουν μερίδιο από την επιχείρησή τους αλλά ούτε και τον έλεγχο της	Οι managers του στόχου που έχουν υψηλό ποσοστό μετοχών της εταιρίας τους θέλουν να έχουν δικαίωμα ψήφου στη νέα εταιρία και να συνεχίσουν να εργάζονται σε αυτή
		1.Επενδυτές που γνωρίζουν πολλές εσωτερικές πληροφορίες 2.Επενδυτές με υψηλή ιδιοκτησία για λόγους ελέγχου	1.Οι managers της εταιρίας επενδυτής πιστεύουν πως οι μετοχές του είναι υπερτιμημένες (ασύμμετρη πληροφόρηση)

<b>Yook, Gangopadhyay &amp; McCabe</b>	1999	3.Μεγαλύτερη εμπιστευτικότητα (Insider ownership) 4.Οι managers της εταιρίας επενδυτής είναι απρόθυμοι να παραιτηθούν από τον έλεγχο της εταιρίας	2.Οι μη φυσιολογικές αποδόσεις των μετόχων των επενδυτών είναι σημαντικά αρνητικές
<b>Chemmanur, Paeglis &amp; Simonyan</b>	2008	1. Επενδυτές που θεωρούν ότι η αξία της επιχείρησης τους είναι υποτιμημένη 2. Οι επενδυτές έχουν λιγότερες πιθανότητες να αντιμετωπίσουν ανταγωνιστικές προσφορές	1.Επενδυτές που θεωρούν ότι η αξία της επιχείρησης τους είναι υπερτιμημένη 2. Επενδυτές που αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη ασύμμετρη πληροφόρηση στην αξιολόγηση του στόχου
<b>Chavalier &amp; Redor</b>	2008	1.Θετικές μη φυσιολογικές αποδόσεις στον πλειοδότη επενδυτή 2.Υψηλότερες αποδόσεις των υποψήφιων επενδυτών 3.Οι αποδόσεις του στόχου είναι υψηλότερες 4.Άμμεση φορολόγηση 5.Επενδυτής που κατέχει μεγάλο μερίδιο μετοχών στην εταιρία του και δεν θέλει να χάσει μερίδιο μετοχών στη νέα εταιρία 6.Μια εχθρική προσφορά	1.Αρνητικές μη φυσιολογικές αποδόσεις στον πλειοδότη επενδυτή 2.Χαμηλότερες αποδόσεις των υποψήφιων επενδυτών 3.Οι αποδόσεις του στόχου είναι χαμηλότερες 4.Αναβολή φορολόγησης 5.Υποψήφιος επενδυτής που έχει καλές επενδυτικές ευκαιρίες 6.Επιλογή από manager του στόχου που κατέχει μεγάλο μερίδιο μετοχών της εταιρίας, ώστε να διατηρήσει την ισχύ του στη νέα εταιρία
<b>Jeon, Ligon &amp; Soranakom</b>	2010		1. Υπάρχει η πιθανότητα οι μέτοχοι και των δύο εταιριών να έχουν ως κίνητρο να ρευστοποιήσουν τις μετοχές τους εάν η μερισματική πολιτική που ακολουθεί η εταιρία που επιβίωσε δεν ανταποκρίνεται στις προτιμήσεις τους για τον τρόπο πληρωμής 2. Όσο αυξάνεται ο βαθμός ομοιότητας μεταξύ των 2 μερισματικών πολιτικών
<b>Alexandridis, Mavrovitis &amp; Travlos</b>	2011	Στο 6ο κύμα συγχωνεύσεων (2003 - 2007) οι επενδυτές είχαν ισχυρότερα ταμειακά διαθέσιμα και ήταν λιγότερο υπερεκτιμημένοι συγκριτικά με τους στόχους	

<b>Feito - Reinz &amp; Menendez - Requejo</b>	2013	Managers επιχειρήσεων με υψηλά επίπεδα συγκέντρωσης	1.Οι μετοχές είναι υπερτιμημένες στις κεφαλαιαγορές 2.Χώρες με αδύναμο νομικό και θεσμικό πλαίσιο
<b>Boone, Lie &amp; Liu</b>	2014		Όταν οι στόχοι είναι σχετικά μεγάλοι



# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

## Αιτίες και Κίνητρα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Στο πλαίσιο της συνεχώς αυξανόμενης τάσης για διεθνοποίηση των χωρών, όπου τα οικονομικά, πολιτικά και τεχνολογικά σύνορα τείνουν να επαλειφθούν, η ικανότητα μιας επιχείρησης να έχει ενεργή δραστηριότητα σε εγχώρια και διασυνοριακή αγορά, αποτελεί βασικό δείκτη της απόδοσης και της αποτελεσματικότητάς της. Έτσι, προκειμένου οι επιχειρήσεις να καταφέρουν να παραμείνουν ανταγωνιστικές στη σημερινή εποχή, πέρα από τις παραδοσιακές μεθόδους ανταλλαγής προϊόντων και υπηρεσιών, επιλέγουν να επεκτείνουν την δραστηριότητά τους και να εδραιώσουν τη θέση τους στην παγκόσμια αγορά μέσω εναλλακτικών μεθόδων. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα επίτευξης αυτού σκοπού είναι η μέθοδος των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.

Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί πως ο σχεδιασμός για μια τέτοια δραστηριότητα είναι διπλής φύσεως. Από την μια αναφέρεται στους στόχους που έχει θέσει η κάθε επιχείρηση ξεχωριστά και από την άλλη στις συνεργίες που πιθανό να προκύψουν. Ο όρος “συνέργεια” αναφέρεται σε όλα εκείνα τα οικονομικά και μη οφέλη που προκύπτουν από τις δύο υπό συγχώνευση εταιρίες. Ανάλογα με τον στρατηγικό σχεδιασμό που ακολουθεί η κάθε επιχείρηση, τα κίνητρα – αίτια μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης διακρίνονται σε κίνητρα βραχυπρόθεσμης, μεσοπρόθεσμης και μακροπρόθεσμης οικονομικής συνέργειας.

Στο κεφάλαιο αυτό αναλύονται τα κίνητρα των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα οποία κατηγοριοποιούνται σύμφωνα με το χρόνο επίτευξής τους αλλά και με βάση τις υπάρχουσες θεωρίες ανά επιστήμη. Αναφέρονται τα πλεονεκτήματα, τα μειονεκτήματα και οι κίνδυνοι που προκύπτουν μετά από μια τέτοια διεργασία καθώς και οι παράγοντες που οδηγούν μια συγχώνευση στην επιτυχία ή την αποτυχία.

## 4.1. Κίνητρα σύμφωνα με τον χρόνο επίτευξης στόχων<sup>22</sup>

Στο βραχυπρόθεσμο επίπεδο, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορούν να προκύψουν από αίτια όπως:

✓ **Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή (Earnings Per Share, EPS)**

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

✓ **Μείωση του δείκτη P/E (Price to Earnings)**

Ο δείκτης P/E ο οποίος είναι γνωστός και ως πολλαπλασιαστής τιμής ή πολλαπλασιαστής τιμών, είναι ένας ευρέως διαδεδομένος χρηματοοικονομικός δείκτης. Ο δείκτης αυτός παριστάνει το “premium”, το οποίο ο επενδυτής είναι διατεθειμένος να πληρώσει για κάθε χρηματική μονάδα κέρδους που επιτυγχάνει η επιχείρηση. Σε πολλές περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών, το δυναμικό κίνητρο είναι η μείωση του δείκτη P/E του επενδυτή ιδιαίτερα σε περιπτώσεις μειωμένης κερδοφορίας.

✓ **Οι συνέργιες που δημιουργούνται σε θέματα ρευστότητας**

Πολλές επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας επιδιώκουν τη συνένωση με κάποια άλλη επιχείρηση η οποία διαθέτει πιο “υγιή” οικονομική διάρθρωση.

✓ **Τα φορολογικά οφέλη**

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

Στο μεσοπρόθεσμο επίπεδο τα κίνητρα παρουσιάζονται ως εξής:

✓ **Αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης**

Η αύξηση των μεγεθών του ενοποιημένου πλέον ισολογισμού, οδηγεί σε μεγαλύτερο ύψος ιδίων κεφαλαίων, μειώνοντας τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν

<sup>22</sup> Κυριαζής, Δ., 2007, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Αθήνα: Κων/νου Σμπίλια, σελ. 29 – 37  
Γεωργιάδης, Ν., 1999, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Εταιρική Στρατηγική  
Τσαγκαράκης, Ν., 2015, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Σημειώσεις, ΠΜΣ στη Διοίκηση Επιχειρήσεων – MBA, Πανεπιστήμιο Πειραιά

τόσο οι μέτοχοι, όσο και οι δανειστές της επιχείρησης (προμηθευτές, χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, κ.α.).

✓ **Μείωση του συνολικού δανεισμού του νέου σχήματος**

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

Τέλος τα κίνητρα σε μακροπρόθεσμο επίπεδο είναι τα εξής:

✓ **Οικονομίες κλίμακας**

Ίσως είναι το σημαντικότερο κίνητρο όλων. Οι οικονομίες κλίμακας μεταφράζονται σε οικονομική αξία μέσω του αυξημένου μεγέθους και της αυξημένης παραγωγικής ικανότητας, την οποία αποκτά η επιχείρηση για το χαρτοφυλάκιο των αγαθών και των υπηρεσιών της. Επίσης, σε μακροχρόνιο επίπεδο επιτυγχάνεται αύξηση της ανταγωνιστικότητας της επιχείρησης σε επίπεδο τόσο κλάδου όσο και αγοράς, ενώ ταυτόχρονα η επιχείρηση αυξάνει τη διαπραγματευτική της ικανότητα σε επίπεδο προμηθειών ενδιάμεσων υποπροϊόντων. Έτσι, με αυτό τον τρόπο η επιχείρηση επιτυγχάνει τη μείωση του λειτουργικού της κόστους με παράλληλη αύξηση των περιθωρίων κέρδους της.

✓ **Οικονομίες φάσματος**

Οι οικονομίες φάσματος υπάρχουν όταν το κόστος παραγωγής δύο προϊόντων μαζί είναι χαμηλότερο από το κόστος παραγωγής των δύο προϊόντων ξεχωριστά. Επιτρέπουν στην επιχείρηση να κινηθούν σε νέες “κατευθύνσεις” προϊόντων και σε νέους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας. Οπότε, η επιχείρηση επεκτείνει το χαρτοφυλάκιο των προϊόντων της καλύπτοντας όλο και μεγαλύτερο φάσμα των καταναλωτικών αναγκών μιας οικονομίας, ενώ ταυτόχρονα επεκτείνεται σε νέες αγορές αυξάνοντας με αυτό τον τρόπο τον ρυθμό ανάπτυξής της και μειώνοντας την εξάρτησή της από συγκεκριμένες αγορές και προμηθευτές.

✓ **Αύξηση μεριδίου αγοράς**

Η αύξηση του μεγέθους μιας επιχείρησης μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών βοηθάει στην διατήρηση και στην επέκταση της ισχύς της. Όταν μια εταιρία – επενδυτής εξαγοράζει μια εταιρία – στόχο, τότε μειώνεται η ένταση του ανταγωνισμού που αναπτύσσεται, γεγονός που λειτουργεί προς όφελος του επενδυτή, αυξάνοντας την κερδοφορία του και εδραιώνοντας τη θέση του στη συγκεκριμένη αγορά.

✓ **Τεχνογνωσία**

Στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης των αγορών ένα από τα χαρακτηριστικά που επιτρέπει σε μια επιχείρηση να ξεχωρίζει στον κλάδο που δραστηριοποιείται είναι η δυνατότητα της για καινοτομία, η οποία μπορεί να αποκτηθεί με την απόκτηση της κατάλληλης και πιο σύγχρονης τεχνογνωσίας. Συνεπώς, μια εξαγορά μιας εταιρίας – στόχου η οποία χρησιμοποιεί εξελιγμένες τεχνολογικές μεθόδους, μπορεί να αποφέρει πολλαπλά μακροπρόθεσμα οφέλη για τον επενδυτή.

✓ **Διαφοροποίηση**

Όταν μια επιχείρηση θέλει να διαφοροποιηθεί εισερχόμενη σε άγνωστες για αυτήν αγορές, συναντά αρκετές δυσκολίες κυρίως επειδή τα στελέχη της δεν έχουν γνώσεις για αυτές τις αγορές. Η εξαγορά μια επιχείρησης που δραστηριοποιείται σε αυτές τις αγορές, αποτελεί πιο ασφαλή τρόπο διαφοροποίησης είτε αφορά σχετικούς είτε άσχετους κλάδους δραστηριοποίησης. Η δυνατότητα πρόσβασης στην υπάρχουσα γνώση των στελεχών και στην παραγωγική διαδικασία της εταιρίας – στόχου αποτελεί για την επιχείρηση – επενδυτή ένα επιπρόσθετο πλεονέκτημα. Επιπλέον, μια επιχείρηση μέσω της διαφοροποίησης μπορεί είτε να μειώσει την εποχικότητα των πωλήσεων της είτε να πετύχει το “brand loyalty” από τους πελάτες της.

✓ **Διοικητική Αλαζονεία**

Συχνά τα διοικητικά στελέχη επιδεικνύουν αλαζονική συμπεριφορά πιστεύοντας ότι μπορούν να διοικήσουν καλύτερα τις εταιρίες – στόχους. Η αλαζονεία πολλές φορές είναι ο κύριος λόγος εμπλοκής σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, όπως συνέβη στην περίπτωση της Kraft από την Philip Morris. Στις περισσότερες περιπτώσεις ωφελούνται οι μέτοχοι της εταιρίας – επενδυτής και υπό προϋποθέσεις οι μέτοχοι των εταιριών – στόχων.

✓ **Μείωση κόστους και χρόνου νέων προϊόντων**

Είναι γνωστό πως μια καινοτομία ή διαφοροποίηση της παραγωγής χρειάζεται ένα χρονικό διάστημα ώστε να αποδώσει και να αποφέρει ουσιαστικά κέρδη. Συνεπώς, έχει και υψηλό κίνδυνο. Για αυτό το λόγο, τα στελέχη συνήθως προτιμούν να πληρώνουν υψηλό τίμημα για την εξαγορά μιας επιχείρησης, αποφεύγοντας με αυτό τον τρόπο το ρίσκο να δημιουργήσουν ένα νέο προϊόν από την αρχή.

✓ **Υπέρβαση εμποδίων εισόδου**

Εμπόδια όπως μεγάλες επενδύσεις για εξοπλισμό, διαφήμιση και προώθηση προϊόντων και εγκαταστάσεις μπορεί να παρουσιαστούν κατά την είσοδο των επιχειρήσεων σε μια νέα αγορά. Η θέση της επιχείρησης είναι ακόμα πιο δύσκολη εάν στην αγορά υπάρχει αυξημένος ανταγωνισμός. Μια συγχώνευση ή εξαγορά με μια εγχώρια επιχείρηση, παρέχει όχι μόνο τη γνώση της αγοράς αλλά και ένα ήδη εγκατεστημένο δίκτυο διανομής και πολύ πιθανό και το “brand loyalty” της επιχείρησης – στόχου. Όσο αυξάνονται τα εμπόδια εισόδου σε μια αγορά, ακόμα και στην περίπτωση κρατικών παρεμβάσεων, τόσο οι συγχωνεύσεις όσο και οι εξαγορές θα αποτελούν διέξοδο για τις επιχειρήσεις.

✓ **Δυνατότητες Συνέργιας**

Δημιουργούνται δυνατότητες συνέργιας μεταξύ δύο επιχειρήσεων μέσω του μεγέθους τους, το οποίο κατά τη διάρκεια της αρχικής διαπραγμάτευσης δεν μπορούσε να υπολογιστεί και συνεκτιμηθεί στην αποτίμηση της αρχικής συμφωνίας.

✓ **Δυνατότητες μεγαλύτερου αριθμού ανάπτυξης**

Ο ρυθμός ανάπτυξης μπορεί να επιτευχθεί μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

## 4.2. Κίνητρα και Θεωρίες ανά Επιστήμη<sup>23</sup>

### ❖ **Οικονομικές Θεωρίες**

Οι θεωρίες αυτές υποστηρίζουν πως τα κίνητρα των συγχωνεύσεων είναι κυρίως οικονομικά. Στην κατηγορία αυτή ανήκουν οι παρακάτω θεωρίες.

✓ **Μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης και του πλούτου των μετόχων**

Ο πρωταρχικός στόχος μιας επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση των κερδών της και του πλούτου των μετόχων της. Η μεγιστοποίηση των κερδών από τις εξαγορές μπορεί να προκύψει είτε από την **αύξηση της αποτελεσματικότητας (efficiency gains)** που οδηγεί σε μείωση του κόστους των προϊόντων, είτε από

---

<sup>23</sup> Κυριαζής, Δ., 2007, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Αθήνα: Κων/νου Σμπίλια, σελ. 29 – 37

την **αύξηση της δύναμης στην αγορά (increase in market power)** που οδηγεί σε αύξηση τιμής των προϊόντων.

✓ **Ασύμμετρη πληροφόρηση**

Σύμφωνα με τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης οι συγχωνεύσεις προκαλούνται λόγω των διαφορετικών εκτιμήσεων των στόχων που πηγάζουν από την ασύμμετρη κατανομή πληροφοριών μεταξύ των επενδυτών στην αγορά. Στηριζόμενοι σε αυτή την υπόθεση, αυτό που ωθεί τη διοίκηση του επενδυτή να κάνει μια προσφορά εξαγοράς, είναι ότι σύμφωνα με τις ιδιωτικές πληροφορίες που έχει, μπορεί να πιστεύει πως η εταιρία – στόχος είναι υποτιμημένη από την αγορά, όπου η αγορά δεν διαθέτει τις ίδιες πληροφορίες, και με αυτό τον τρόπο προχωρώντας σε μια εξαγορά μπορεί να αξιοποιήσει το πραγματικό δυναμικό της επιχείρησης. Το γεγονός ότι ένας επενδυτής αποδίδει μια υψηλότερη αξία στη συγκεκριμένη επιχείρηση, στέλνει μήνυμα στην αγορά (signaling theory) και σε άλλους υποψήφιους επενδυτές, πως η πραγματική της αξία είναι μεγαλύτερη και υπάρχουν περιθώρια για κέρδη.

✓ **Θεωρία Παιγνίων**

Η θεωρία παιγνίων ασχολείται με τη μελέτη στοιχείων που χαρακτηρίζουν καταστάσεις ανταγωνιστικής αλληλεξάρτησης με έμφαση στη διαδικασία λήψης αποφάσεων περισσότερων από ένα ληπτών απόφασης (αντιπάλων). Ουσιαστικά είναι η μελέτη των διαδικασιών λήψης στρατηγικών αποφάσεων. Η εφαρμογή αυτής της θεωρίας στο πεδίο των επιχειρήσεων, περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις αντιδρούν σε ορισμένες πιθανές κινήσεις των ανταγωνιστών τους. Με αυτή τη θεωρία εξηγείται το φαινόμενο των συγχωνεύσεων στους διάφορους κλάδους δραστηριότητας (industry clustering).

❖ **Διοικητικές Θεωρίες**

Αυτές οι θεωρίες αρχικά βασίστηκαν σε διάφορες θεωρίες σχετικά με την κατάσταση που επικρατεί σε αγορές που δεν επικρατεί ο τέλειος ανταγωνισμός, με αποτέλεσμα οι διοικήσεις των εταιριών να επιδιώκουν στόχους αύξησης μεγέθους αντί για αύξηση των κερδών.

✓ **Πρόβλημα αντιπροσώπευσης (Agency Problem)**

Στους σύγχρονους επιχειρηματικούς οργανισμούς που υπάρχει διάκριση μεταξύ των ιδιοκτητών – μετόχων (principals) και των εκπρόσωπων – εργαζομένων (agents) μπορεί να υπάρχουν και διαφορετικά συμφέροντα μεταξύ τους και έτσι οι agents και κυρίως οι managers να μην ακολουθούν τα συμφέροντα της μεγιστοποίησης του πλούτου των principals. Η ύπαρξη ελεύθερων ταμειακών ροών στη διάθεση των managers, όπου σύμφωνα με τον Jensen (1986) σημαίνει συνήθως χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και χαμηλό επίπεδο επενδυτικών ευκαιριών, ενθαρρύνει τους managers να εμπλακούν σε δραστηριότητες εξαγορών αντί να δώσουν μερίσματα και έτσι να πάρουν αποφάσεις οι οποίες μπορεί να μειώσουν την αξία της επιχείρησης που βρίσκεται στην κατοχή των μετόχων.

✓ **Αλαζονεία των διοικητικών στελεχών**

Η υπόθεση της αλαζονείας ή ύβρεως (hubris) των managers αναπτύχθηκε από τον Roll (1986) για να δικαιολογήσει αρχικά τις αρνητικές αποδόσεις που είχαν παρατηρηθεί από την πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών στους μετόχους των εταιριών – επενδυτών κατά την περίοδο της προσφοράς εξαγοράς. Ο Roll πρόσθεσε ότι οι managers των εταιριών – επενδυτών και ειδικά των εταιριών που στο παρελθόν είχαν μια καλή απόδοση, τείνουν να πληρώνουν υπερβολικό τίμημα για τις εξαγορές των επιχειρήσεων κάνοντας λάθη αποτιμήσεων τα οποία οφείλονται στην υπερβολική αισιοδοξία και εμπιστοσύνη στις ικανότητές τους.

❖ **Χρηματοοικονομικές θεωρίες**

Οι θεωρίες αυτές είναι ένα μίγμα των νεοκλασικών οικονομικών και διοικητικών θεωριών υπό την έννοια ότι το ρόλο της μεγιστοποίησης των κερδών τον αναλαμβάνει η ίδια αγορά χρησιμοποιώντας τον μηχανισμό εξαγορών.

❖ **Στρατηγικές θεωρίες**

Οι στρατηγικές θεωρίες είναι σε αλληλεξάρτηση με τις οικονομικές θεωρίες οι οποίες αναφέρθηκαν παραπάνω. Σύμφωνα με τις παραδοσιακές απόψεις (Porter, 1985) του στρατηγικού management, η απόφαση του εξωτερικού τρόπου ανάπτυξης μέσω εξαγορών είναι αποτέλεσμα της επιλογής της κατάλληλης εταιρικής στρατηγικής (διαχείριση των χαρτοφυλακίων των διάφορων Strategic Business Units – S.B.U.s) σε ισορροπία με την επιλογή των επιμέρους γενικών (generic) στρατηγικών ηγεσίας κόστους, διαφοροποίησης προϊόντων ή εστίασης από τις διάφορες SBUs με

απώτερο σκοπό τη δημιουργία ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Επιπλέον, σύμφωνα με την θεωρία Πόρων και Ικανοτήτων, η οποία δίνει έμφαση στους μοναδικούς πόρους και θεμελιώδεις ικανότητες των επιχειρήσεων ως πηγή διατηρήσιμου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, οι εξαγορές αντιμετωπίζονται ως ένας από τους πιο γρήγορους τρόπους για την απόκτηση αυτών των πόρων. Κεντρικό ρόλο σε αυτήν την υπόθεση κατέχει το στοιχείο της υποτιθέμενης συμπληρωματικότητας των πόρων και ικανοτήτων και η ανάλυση των αλυσίδων αξίας μεταξύ των εμπλεκόμενων εταιριών.

#### ❖ **Θεωρίες Συμπεριφοράς Οργανισμών**

Μέσα σε έναν οργανισμό υπάρχουν διάφοροι τύποι ανθρώπων με διαφορετικά κριτήρια, προτεραιότητες και προσδοκίες σχετικά με μία συγχώνευση. Αυτό δημιουργεί και την ανάγκη για ενιαίο συντονισμό και διαχείριση των πολύπλοκων διαδικασιών διοικητικών αποφάσεων σχετικά με μια εξαγορά. Οι εξαγορές επιφέρουν αλλαγή, φόβο και αντίσταση, για αυτό οι οργανωτικές και ανθρώπινες πλευρές καθορίζουν την επιτυχία τους.

### **4.3. Λόγοι αποτυχίας/ επιτυχίας Συγχωνεύσεων και Εξαγορών<sup>24</sup>**

Η επιτυχία ή αποτυχία μιας συμφωνίας συγχώνευσης ή εξαγοράς εξαρτάται από πολλούς παράγοντες οι οποίοι επηρεάζονται τόσο από το εσωτερικό όσο και από το εξωτερικό περιβάλλον. Φυσικά η επιτυχία μιας τέτοιας συμφωνίας είναι το επιθυμητό αποτέλεσμα, όμως πάντα υπάρχει και το ενδεχόμενο της πιθανής αποτυχίας. Βασικός παράγοντας για αποφευχθεί μια αποτυχημένη συμφωνία είναι ο προσεχτικός σχεδιασμός των κινήσεων που ακολουθούνται για την πραγματοποίηση μιας συμφωνίας συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Οι σημαντικότεροι λόγοι που οδηγούν στην αποτυχία μιας τέτοιας συμφωνίας είναι οι παρακάτω.<sup>25</sup>

---

<sup>24</sup><https://www.writemypapers.org/examples-and-samples/essay-on-mergers-and-acquisitions-factors-determining-success-and-failure.html>

<sup>25</sup> Παπαδάκης, Β., 2007, Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, Αθήνα: Μπένου

<http://www.hrpro.gr/default.asp?pid=9&cid=4&arID=4433>



- ✓ **Προσωπικοί λόγοι των διευθυντικών στελεχών** για την εξαγορά και πιθανόν λόγοι προβολής και ιδίων συμφερόντων. Αυτό συμβαίνει γιατί είναι πιθανό μετά την πραγματοποίηση της εξαγοράς να φοβούνται ότι κινδυνεύει η θέση που κατείχαν ή ότι κινδυνεύει η θέση τους από τα στελέχη της άλλης εταιρίας ή από το διοικητικό προσωπικό που θα επιλεγθεί τελικά.
- ✓ Σε πολλές περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών **έχει παρατηρηθεί έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού και ορθής επενδυτικής λογικής**, η οποία να βασίζεται σε ρεαλιστικά στοιχεία. Μια ιδέα συγχωνεύσεως ή εξαγοράς για κάποια στελέχη ίσως να μην είναι επιθυμητή καθώς θεωρούν πως δεν είναι απαραίτητη κίνηση ή είναι δύσκολο και πολύ χρονοβόρο το να βρουν την κατάλληλη υποψήφια επιχείρηση. Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν και τα στελέχη που είναι πιθανό να ενθουσιαστούν και έτσι να παραβλέπουν κάποια στοιχεία τα οποία μπορεί να είναι πλασματικά, με αποτέλεσμα να οδηγηθούν σε λανθασμένα μονοπάτια.
- ✓ **Μη ρεαλιστικές προσδοκίες.**  
Έχουν αναπτυχθεί θεωρίες σχετικά με τον τρόπο που θα πρέπει να υπολογίζονται οι πιθανές συνέργιες. Πολλές φορές οι υπερβολικές προσδοκίες δημιουργούν λανθασμένη εικόνα στην αγορά σχετικά με τις ικανότητες του νέου σχήματος και τελικά οδηγούν στην αποτυχία ανάπτυξης των αρχικών δεσμεύσεων.
- ✓ **Υπερβολικό κόστος εξαγοράς.**  
Σύνηθες φαινόμενο αποτελεί η “σύγκρουση” μεταξύ των μεθόδων αποτίμησης μιας συγχώνευσης και εξαγοράς. Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν πως η καλύτερη μέθοδος είναι η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας (Net Present Value). Επίσης, σε πολλές περιπτώσεις έχουν παρατηρηθεί συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι οποίες στηρίζονται είτε στην Εσωτερική Αξία (Book Value), είτε στη Χρηματιστηριακή Τρέχουσα Αξία (Market Capitalization).
- ✓ Σε μεσοπρόθεσμα διάστημα παρατηρούνται **συγκρουόμενες επιχειρηματικές κουλτούρες**, οι οποίες δεν επιτρέπουν στην ενοποιημένη επιχείρηση να αναπτύξει εκείνα τα πλεονεκτήματα που θεωρητικά διαθέτει.
- ✓ **Αποτυχία γρήγορης συνένωσης κατά τη διάρκεια συγχωνεύσεων και εξαγορών.** Κατά τη διάρκεια των συγχωνεύσεων και εξαγορών, θα υπάρξουν

αρκετές δυσκολίες, όπως γραφειοκρατίας ή πιο ουσιαστικές στο εσωτερικό των εταιριών, οι οποίες πρέπει να αντιμετωπιστούν γρήγορα και αποτελεσματικά από τους υπευθύνους. Μια μη έγκυρη αντιμετώπιση αυτών των δυσκολιών μπορεί να οδηγήσει σε αρνητικά αποτελέσματα που μπορεί να αναστείλει ακόμη και τα αρχικά σχέδια συγχώνευσης.

✓ **Συγκρουόμενα συμφέροντα και εσωτερικός ανταγωνισμός.**

Τα στελέχη των εταιριών καθώς και το εργατικό δυναμικό στην προοπτική μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς αισθάνονται να απειλούνται και αυτό έχει ως αποτέλεσμα να αυξάνεται ο ανταγωνισμός στο εσωτερικό της εταιρίας για το ποιος θα παραμείνει στη θέση του ή θα διαδραματίσει πιο σημαντικό ρόλο στην ολοκλήρωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Το εξωτερικό της επιχείρησης, όπως είναι το θεσμικό πλαίσιο που ρυθμίζεται από τις κυβερνητικές παρεμβάσεις, μπορεί να οδηγήσουν εξίσου σε συγκρουόμενα συμφέροντα, τα οποία πολλές φορές είναι δύσκολο να αντιμετωπιστούν στην πράξη.

✓ **Η οικονομική συγκυρία που επικρατεί.**

Μια συγχώνευση ή εξαγορά μπορεί να μην γίνει ποτέ ή και αν γίνει μπορεί να μην επιτύχει τους στόχους της, ως αποτέλεσμα αποκλειστικά εξωεπιχειρησιακής κατάστασης και των μακροοικονομικών συνθηκών. Οπότε οι εταιρίες που επιθυμούν να επενδύσουν σε μια συγχώνευση ή εξαγορά οφείλουν να ερευνήσουν και να αναλύσουν όλες τις παραμέτρους, εσωτερικές και εξωτερικές, των επιχειρήσεων.

Αντίθετα, κάποιοι από τους λόγους που οδηγούν στην επιτυχία μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι οι παρακάτω.

✓ **Στρατηγικό όραμα**

Το στρατηγικό όραμα πρέπει να δημιουργήσει μια ξεκάθαρη λογική συγχώνευσης που να είναι επικεντρωμένη στην μακροπρόθεσμη απόκτηση ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων.

Οι βασικοί λόγοι που μια επιχείρηση επιθυμεί να πραγματοποιήσει μια συγχώνευση είναι οι οικονομίες κλίμακας, το γεωγραφικό επίπεδο, η γνώση και η διερεύνηση του τομέα της επιχειρηματικής τους δραστηριότητας. Για παράδειγμα, εάν το στρατηγικό όραμα εστιάζει στις οικονομίες κλίμακας, η μεγαλύτερη αποδοτικότητα και ο περιορισμός των δαπανών είναι υψηλές προτεραιότητες και η επιχείρηση προσπαθεί να κτίσει τα πλεονεκτήματα μέσω του μεγέθους. Εάν το στρατηγικό όραμα εστιάζει σε γεωγραφικό επίπεδο, τότε οι δύο επιχειρήσεις

συγχωνεύονται για να επεκτείνουν την γεωγραφική τους κάλυψη. Όποια και αν είναι η κεντρική ιδέα του οράματος, είναι σημαντικό η συγχώνευση να πραγματοποιείται με στόχο την πραγματική ανάπτυξη και όχι τον περιορισμό των δαπανών.

✓ **Δομή της συμφωνίας – τρόπος χρηματοδότησης**

Μια επιτυχημένη συμφωνία συγχώνευσης πρέπει να δείξει ιδιαίτερη προσοχή τόσο στον τρόπο χρηματοδότησης όσο και στο premium τιμής. Πολύ συχνά οι συγχωνεύσεις αποτυγχάνουν είτε επειδή η επιχείρηση επιβαρύνεται με πολύ υψηλές πληρωμές χρέους, είτε επειδή η τιμή αγοράς είναι πολύ υψηλή.

✓ **Το στάδιο των διαπραγματεύσεων**

Σε αυτό το στάδιο, η εταιρία – στόχος πολλές φορές δέχεται πιέσεις ώστε να κλείσει τη συμφωνία όσο πιο γρήγορα γίνεται, με αποτέλεσμα σημαντικοί παράγοντες να μένουν απροσδιόριστοι και να μην ρυθμίζονται. Θα πρέπει, λοιπόν, να προσδιοριστούν οι όροι της συμφωνίας και να είναι ισότιμοι και για τις δύο εταιρίες.

✓ Κατά της **διαμόρφωση της στρατηγικής υλοποίησης** θα πρέπει να λάβουν μέρος όλα τα διοικητικά στελέχη, καθώς αυτοί θα είναι υπεύθυνοι για την εφαρμογή της.

✓ Όλοι οι **εργαζόμενοι** θα πρέπει να συνειδητοποιήσουν ότι αποτελούν μια **κοινή ομάδα** με την άλλη εταιρία, με κοινούς στόχους.

## 4.4. Πλεονεκτήματα, Μειονεκτήματα και Κίνδυνοι <sup>26</sup>

### 4.4.1. Πλεονεκτήματα

---

<sup>26</sup> Γκρίκα, Α., Θεωρία και Πρακτική των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ελλάδα, Διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς,  
<https://www.ukessays.com/essays/economics/advantages-and-disadvantages-of-mergers-and-acquisition-economics-essay.php>

✓ **Μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετόχων.**

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές προσδίδουν μια νέα δυναμική στο νέο όμιλο που δημιουργείται. Αποκτά την εμπιστοσύνη των επενδυτών, καθώς θεωρείται μια θετική επενδυτική κίνηση και εξασφαλίζει την άνοδο της τιμής της μετοχής. Αυτή η άνοδος γίνεται ακόμα μεγαλύτερη αν υπάρχει και αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

✓ **Ανάπτυξη**

Η ανάπτυξη μπορεί να έρθει αρκετά γρήγορα χρησιμοποιώντας μια οριζόντια ολοκλήρωση. Έτσι, η εταιρία – επενδυτής μπορεί να αυξήσει το μερίδιο αγοράς της, να αποκτήσει νέα προϊόντα ή ακόμα και εξειδικευμένη γνώση για την βελτίωση των προϊόντων της. Η εσωτερική ανάπτυξη απαιτεί περισσότερο χρόνο και πολλές φορές το περιβάλλον είναι αρκετά ανταγωνιστικό, οπότε μια συγχώνευση ή εξαγορά είναι μια καλή στρατηγική επιλογή γιατί εξοικονομείται χρόνος. Ένας άλλος λόγος που μια εταιρία επιθυμεί μια εξαγορά είναι η επέκτασή της σε μια ξένη αγορά. Η είσοδος μιας επιχείρησης σε μια νέα αγορά με την εξαγορά μιας τοπικής επιχείρησης θεωρείται πιο ασφαλής επιλογή αλλά και πιο γρήγορη επένδυση. Η τοπική αγορά έχει πολλά πλεονεκτήματα, όπως τη γνώση της αγοράς, έχει έτοιμες υποδομές και προσωπικό.

Όταν ο ρυθμός ανάπτυξης στον κλάδο είναι χαμηλός, οι επιχειρήσεις βρίσκονται σε δεινή θέση. Έτσι, ο manager μπορεί να αναζητήσει επιχειρήσεις για συγχώνευση ή εξαγορά, έτσι ώστε να συνεχιστεί η περίοδος ανάπτυξης, έστω αθροίζοντας μόνο τις οικονομικές καταστάσεις των δύο επιχειρήσεων. Τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα βελτιώνονται βραχυπρόθεσμα και υπάρχει μια ικανοποίηση από τους μετόχους, όμως το αν η εξαγορά αυτή μακροπρόθεσμα θα αποφέρει επιπρόσθετη αξία, εξαρτάται σε μεγάλο ποσοστό από το management και από το πώς θα το διαχειριστεί όλο αυτό μετά την ενοποίηση. Η ουσιαστική και πραγματική ανάπτυξη θα έρθει μόνο εάν η επιχείρηση διευρύνει τα κέρδη της στα επόμενα χρόνια.

✓ **Η Συνέργεια**

Οι συνέργειες ανάλογα με το αντικείμενό τους χωρίζονται σε λειτουργικές και χρηματοοικονομικές.

Οι λειτουργικές συνέργειες έχουν ως στόχο την αύξηση των πωλήσεων ή την μείωση του λειτουργικού κόστους. Η αύξηση των πωλήσεων μπορεί να πραγματοποιηθεί με διάφορους τρόπους. Ένας τρόπος είναι η χρήση των

δικτύων πωλήσεων και των δύο επιχειρήσεων, ώστε να μπορούν να προωθούν όλα τους τα προϊόντα στους ήδη υπάρχοντες πελάτες. Επίσης, η αύξηση των πωλήσεων μπορεί να γίνει από την κοινή χρήση του marketing (cross – marketing), μιας και μπορούν να προβληθούν περισσότερα προϊόντα κάτω από το ίδιο brand name. Η μείωση του λειτουργικού κόστους είναι πιο εύκολο να επιτευχθεί καθώς οι επιχειρήσεις μπορούν να σχεδιάσουν εκ νέου τις δραστηριότητές τους και να αξιοποιήσουν τις υποδομές τους και το ανθρώπινο δυναμικό τους.

Οι χρηματοοικονομικές συνέργειες έχουν ως στόχο τη μείωση του κόστους κεφαλαίου ώστε και οι δυο επιχειρήσεις να έχουν καλύτερη διαπραγματευτική δύναμη στους προμηθευτές και στις τράπεζες.

✓ ***Η διαφοροποίηση***

Πολλές φορές οι επιχειρήσεις – επενδυτές δεν μπορούν να προχωρήσουν σε οριζόντιες ή κάθετες ενοποιήσεις και έτσι αναζητούν επιχειρήσεις – στόχους σε άλλους κλάδους, αξιοποιώντας την στρατηγική της διαφοροποίησης. Οι επιχειρήσεις – επενδυτές έχουν την τάση να αναζητούν επιχειρήσεις – στόχους σε κλάδους που υπάρχουν μεγάλα περιθώρια κέρδους που μπορούν να αναδειχθούν leaders γιατί το επίπεδο ανταγωνισμού είναι χαμηλό. Πάντα υπάρχει ο κίνδυνος αποτυχίας αλλά υπάρχουν παραδείγματα όπως η General Electric, η οποία έχει επεκταθεί και ηγείται σε διάφορους κλάδους πέρα των ηλεκτρικών, όπως τηλεοπτικών σταθμών, ασφάλειας, πλαστικών, ηλεκτρικού εξοπλισμού, κ.α.).

✓ ***Ισχυροποίηση του ονόματος της εταιρίας (Brand Name)***

Οι επιχειρήσεις πριν και μετά την απόφαση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς απολαμβάνουν ένα σημαντικό πλεονέκτημα, αυτό της δημοσιότητας. Μια συγχώνευση, λοιπόν, συμβάλλει στην αύξηση της φήμης/ δημοσιότητας της επιχείρησης η οποία με τη σειρά της συνεπάγεται οφέλη σε άλλους τομείς, ειδικά στις πωλήσεις και στις οικονομικές συναλλαγές αλλά και γενικότερα στην αξιοπιστία της και στην πορεία της μετοχής της. Η νεοσύστατη επιχείρηση οφείλει να εκμεταλλευτεί αυτή τη φήμη αλλά να μην επαναπαυτεί σε αυτή, καθώς μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης η φήμη αυτή θα κοπάσει.

✓ **Βελτίωση της ποιότητας των προϊόντων**

Η βελτίωση της ποιότητας των προϊόντων επιτυγχάνεται μέσω της απόκτησης νέας τεχνολογίας, συνήθως μέσω του στόχου, καθώς ο επενδυτής δεν θα μπορούσε να την αποκτήσει χωρίς τη βοήθεια εξωτερικού παράγοντα.

Επιπλέον, τα πιο συνηθισμένα επιχειρηματικά οφέλη που προσφέρουν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι τα παρακάτω.

- Απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος
- Απόκτηση μονάδων παραγωγής
- Απόκτηση πρώτων υλών
- Απόκτηση των δικτύων διανομής
- Για τη βελτίωση του marketing
- Αύξηση του μεριδίου αγοράς
- Αύξηση του πελατολογίου
- Αύξηση των κερδών με την επέκταση της επιχείρησης σε κλάδους που έχουν ανάπτυξη

#### **4.4.2. Μειονεκτήματα**

✓ **Αύξηση των τιμών**

Μια επιχείρηση μπορεί να μειώσει τον ανταγωνισμό και να δώσει στη νέα επιχείρηση μονοπωλιακή δύναμη. Με μικρότερο ανταγωνισμό και μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς, η νέα επιχείρηση μπορεί να αυξήσει τις τιμές για τους καταναλωτές.

✓ **Λιγότερες επιλογές**

Μια συγχώνευση μπορεί να οδηγήσει σε λιγότερες επιλογές για τους καταναλωτές. Αυτό είναι σημαντικό για βιομηχανίες όπως είναι το λιανικό εμπόριο, τα είδη ένδυσης και τροφίμων όπου η επιλογή είναι εξίσου σημαντική με την τιμή.

✓ **Απώλεια εργασίας**

Μια συγχώνευση μπορεί να οδηγήσει σε απώλεια θέσεων εργασίας. Πρόκειται για μια ιδιαίτερη αιτία ανησυχίας καθώς θέτει τους εργαζομένους εκτός εργασίας

για αόριστο χρονικό διάστημα και αυτό τους θέτει σε χαοτικές καταστάσεις αβεβαιότητας.

✓ **Αύξηση του ποσού του οφειλόμενου χρέους**

Εάν κάποια από τις δύο επιχειρήσεις έχει χρέος ή και οι δύο βρίσκονται σε παρόμοια κατάσταση, τότε η διαδικασία συγχώνευσης και εξαγοράς υπάρχει πιθανότητα να αυξήσει το χρέος στον ισολογισμό της νεοσύστατης επιχείρησης. Αυτό το χρέος μπορεί να επηρεάσει τη νεοσύστατη επιχείρηση στο να δημιουργήσει νέες πιστωτικές γραμμές ή να δανειστεί πρόσθετα κεφάλαια για μια πιθανή επιθυμητή επέκταση.

✓ **Διαφορές στην εταιρική κουλτούρα**

Μπορεί να υπάρχουν διαφορές στην εταιρική κουλτούρα που δεν είναι εύκολο να ενοποιηθούν. Είναι αρκετά δύσκολο να συνδυαστεί η εταιρική κουλτούρα μεταξύ των δύο εταιριών.

✓ **Δεν είναι απόφαση ενός μόνο ατόμου**

Πολλές συγχωνεύσεις και εξαγορές απαιτούν από τους ανθρώπους που βρίσκονται και στις δυο πλευρές του διαδρόμου, να βρεθούν στην ίδια σελίδα. Όμως, όταν δεν συμβεί αυτό μπορεί να μεγαλώσει το χρονικό διάστημα που απαιτείται για την ολοκλήρωση της διαδικασίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αυτό, λοιπόν, μπορεί να προκαλέσει πρόσθετο κόστος στη διαδικασία η οποία μπορεί να προκαλέσει μεγαλύτερους κινδύνους από ότι οφέλη σε μια συγχώνευση ή εξαγορά.

### 4.4.3. Κίνδυνοι

Οι κίνδυνοι που προκύπτουν από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές παρουσιάζονται παρακάτω.

- ✓ Οι **κίνδυνοι πριν από την εξαγορά**, συνδέονται κυρίως με την τιμολόγηση του στόχου. Η εκτίμηση της αξίας του στόχου, τα premium που θα δοθούν και η διαχείριση των μετόχων και της χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών είναι κάποια θέματα που κρύβουν κινδύνους για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης ή εξαγοράς.

- ✓ Ο μεγαλύτερος κίνδυνος κατά την περίοδο **μετά την συγχώνευση** είναι ο λειτουργικός, ο οποίος προκύπτει από την ενσωμάτωση του προσωπικού στη νέα επιχείρηση, την ενοποίηση των συστημάτων πληροφορικής, τον επανασχεδιασμό ή την επέκταση των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου, την καθημερινή παρακολούθηση των λειτουργικών συστημάτων και την επαφή με την πελατεία.
  
- ✓ Ένας άλλος κίνδυνος μπορεί να οφείλεται στην **ψυχολογία των διοικητικών στελεχών**. Άλλες φορές υπάρχει πολύ ενθουσιασμός για το αποτέλεσμα και μεγάλη απογοήτευση στην πορεία αν συναντηθούν δυσκολίες, άλλες φορές υπάρχει μεγάλος ανταγωνισμός μεταξύ των στελεχών των επιχειρήσεων και είναι και φορές που υπάρχει ανασφάλεια για τη θέση εργασίας. Όλα αυτά θα πρέπει να διαχειριστούν με τέτοιο τρόπο ώστε να μην επηρεάζεται αρνητικά η απόδοση των στελεχών και κατ' επέκταση της επιχείρησης.



# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

## Στρατηγικές Εξαγορών και Μορφές Αμύνης

Για την επιτυχή ολοκλήρωση μιας εξαγοράς, θα πρέπει η υποψήφια εταιρία – επενδυτής να αποκτήσει το 51% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας – στόχου. Τα κίνητρα τόσο των διοικήσεων όσο και των μετόχων και των δύο εταιριών, μπορεί να είναι διαφορετικά μεταξύ τους γεγονός που μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα κατά τις διαπραγματεύσεις. Από την μια πλευρά, η εταιρία – επενδυτής επιθυμεί να ολοκληρώσει την εξαγορά σε σύντομο χρονικό διάστημα και με το χαμηλότερο δυνατό κόστος για αυτήν και από την άλλη η εταιρία – στόχος επιθυμεί την αύξηση του τιμήματος της εξαγοράς, ενώ υπάρχει και το ενδεχόμενο να προβεί σε πολιτικές αντίστασης προκειμένου να ματαιώσει τη συμφωνία.

Κάθε μία από τις δύο πλευρές επιθυμεί την μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων της, κίνητρο το οποίο θα έχει καθοριστικό ρόλο στον σχεδιασμό της στρατηγικής που θα επιλέξουν. Συνεπώς, απαιτείται ένας ολοκληρωμένος και προσεχτικός σχεδιασμός στις στρατηγικές και πολιτικές με βάση τις οποίες θα κινηθούν, καθώς θα είναι διαφορετική η στάση των εταιριών σε μια φιλική από ότι σε μια εχθρική εξαγορά.

Σε αυτό το κεφάλαιο<sup>27</sup> παρουσιάζονται οι διάφορες τεχνικές εξαγοράς που ακολουθούν οι επενδυτές και οι διάφορες τεχνικές αμύνης που ακολουθούν οι στόχοι. Στη συνέχεια, το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με τις επιπτώσεις που έχουν οι μορφές αμύνης.

### 5.1. Στρατηγικές εξαγοράς εταιρίας – επενδυτή

Η εταιρία – επενδυτής αφού καθορίσει το λόγο της υιοθέτησης στρατηγικής εξαγορών σε σχέση με την εταιρική στρατηγική, θα πρέπει να προχωρήσει στις παρακάτω

---

<sup>27</sup> Κυριαζής, Δ., 2007, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Αθήνα: Κων/νου Σμπίλια, σελ. 74 – 79

ενέργειες με τη βοήθεια συνήθως εξωτερικών συμβούλων όπως είναι οι δικηγόροι και οι ορκωτοί ελεγκτές.

✓ **Καθορισμός κριτηρίων εξαγοράς**

Η εταιρία – επενδυτής θα πρέπει να θέσει ορισμένα κριτήρια τα οποία πρέπει να πληροί η εταιρία – στόχος. Αυτά τα κριτήρια είτε βασίζονται σε χρηματοοικονομικούς δείκτες όπως είναι το P/E, είτε σε ποιοτικούς όπως είναι η θέση της εταιρίας στον κλάδο και οι προοπτικές της.

**P/E (λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή)**

Ο λόγος P/E της μετοχής είναι ένας αριθμοδείκτης που εκφράζει το χρονικό διάστημα σε έτη που χρειάζεται ένας επενδυτής για να ανακτήσει (χωρίς επανεπένδυση) το κεφάλαιο που δαπάνησε για την αγορά μίας μετοχής.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{τιμή ανά μετοχή}}{\text{κέρδη ανά μετοχή}}$$

✓ **Αναγνώριση και επιλογή της εταιρίας στόχου**

Η επιλογή μπορεί να γίνει μέσω της χρήσης ειδικών εργαλείων αναγνώρισης όπως είναι η SWOT ανάλυση, επισημαίνοντας τις δυνατότητες και τις αδυναμίες της κάθε εξεταζόμενης εταιρίας.

✓ **Αποτίμηση της εταιρίας – στόχου**

Η εταιρία – επενδυτής χρησιμοποιώντας διάφορες μορφές μεθόδων αποτίμησης, θα πρέπει να είναι σε θέση να υπολογίσει την αξία της εταιρίας – στόχου, με βάση την οποία θα καθορίσει και την τιμή του premium<sup>28</sup> της εξαγοράς. Με αυτή τη διαδικασία τόσο η διοίκηση όσο και οι μέτοχοι διαθέτουν μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα για την εταιρία και προστατεύουν τα συμφέροντά τους.

✓ **Σχεδιασμός τακτικών εξαγοράς**

Η διαδικασία αυτή αφορά τις ενέργειες που πρέπει να γίνουν τόσο κατά την περίοδο προ της προσφοράς όσο και μετά από αυτήν, ώστε να πραγματοποιηθεί πιο γρήγορα η εξαγορά. Οι ενέργειες αυτές είναι οι ακόλουθες:

---

<sup>28</sup> Zarin, S., Yang, E., 2011, Mergers & Acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them, Bachelor thesis, University of Cothenburg

- **Ανάπτυξη επαφών με τη διοίκηση της εταιρίας – στόχου, ώστε η προσφορά να γίνει με φιλική διάθεση.** Η προσέγγιση αυτή οδηγεί σε μείωση της τιμής του premium αλλά και σε περιορισμένα κόστη συναλλαγών, καθώς δίνεται η δυνατότητα μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα να συγκεντρωθούν περισσότερες πληροφορίες και ταυτόχρονα αποφεύγονται τυχόν στρατηγικές αμύνης της εταιρίας – στόχου.
- **Η σταδιακή απόκτηση μετοχών της εταιρίας – στόχου.** Μια αποτελεσματική μέθοδος για τη μείωση του premium και της πιθανότητας αποτυχίας της συμφωνίας είναι η βαθμιαία απόκτηση μετοχών μέσω της χρηματαγοράς.
- **Δόμηση των κατάλληλων όρων της προσφοράς.** Ανάπτυξη ενός πλάνου δράσης της εταιρίας που θα λαμβάνει υπόψη τις αδυναμίες και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του στόχου, γεγονός που θα δημιουργήσει κλίμα καλής πίστης και αμοιβαίας συνεργασίας.
- **Η επιλογή του κατάλληλου προσωπικού.** Το προσωπικό της εταιρίας, όπως οι δικηγόροι και οι οικονομικοί σύμβουλοι, πρέπει να επιλεγεί με ιδιαίτερη προσοχή γιατί σε συνδυασμό με τη διοίκηση της εταιρίας θα έχουν τον πιο σημαντικό ρόλο κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων.
- **Καθορισμό κατάλληλων μέτρων σε περίπτωση εχθρικών προσφορών.** Τα μέτρα που πρέπει να πάρει η εταιρία – επενδυτής προκειμένου να αποκτήσει τον στόχο είναι τα ακόλουθα.
  - **Επιλογή της κατάλληλης χρονικής στιγμής,** δηλαδή να υπάρχει το λεγόμενο “καλό timing”. Για παράδειγμα, ο δείκτης P/E του στόχου να είναι χαμηλός συγκριτικά με τον δείκτη P/E του επενδυτή.
  - **Επιλογή του κατάλληλου προσωπικού.** Για παράδειγμα, σύμβουλοι, δικηγόροι και επενδυτικές τράπεζες.
  - **Ανανέωση του ποσού προμοδότησης (premium) και των όρων της προσφοράς.**
  - **Προσέγγιση κατάλληλων ατόμων.** Συμμαχίες με ομάδες της αγοράς όπως άλλες εταιρίες και με θεσμικούς παράγοντες, καθώς και με άτομα τα οποία έχουν μεγάλη επιρροή στην κυβέρνηση, που θα βοηθήσουν στην πραγματοποίηση της εξαγοράς.

- **Απόκτηση μετοχών από την αγορά.**
- **Επικοινωνία και διαφήμιση.** Η καλή επικοινωνία και η σωστή διαφήμιση με τους μετόχους σχετικά με την αξία της προτεινόμενης συγχώνευσης.
- **Δυσφήμιση του στόχου,** προκειμένου η εταιρία – επενδυτής να πετύχει τον στόχο της.
- **Καλές δημόσιες σχέσεις με άτομα της κυβέρνησης και λοιπές ενδιαφερόμενες ομάδες εκτός των μετόχων.**

### **5.1.1. Επιπτώσεις των στρατηγικών του υποψήφιου – επενδυτή**

- ✓ **Ο τρόπος πληρωμής (μετρητά αντί για μετοχές) επηρεάζει θετικά τις αποδόσεις των μετόχων του επενδυτή και του στόχου και την επιτυχή έκβαση της προσφοράς.** Ο παράγοντας αυτός μειώνει το bid premium που κερδίζουν οι μέτοχοι του στόχου.
- ✓ **Το ποσοστό των μετοχών που ανήκουν σε μεγάλους μετόχους και θεσμικούς επενδυτές καθώς και σε στελέχη της ανώτατης διοίκησης του στόχου, επηρεάζουν τις αποδόσεις των επενδυτών και των στόχων, καθώς και το επιτυχές αποτέλεσμα της προσφοράς.**

## **5.2. Στρατηγικές εταιριών – στόχων**

### **5.2.1. Κίνητρα αντίστασης στην εξαγορά**

Οι managers των εταιριών – στόχων πρέπει να αποφασίσουν εάν θα δεχτούν μια προσφορά σε φιλικό επίπεδο ή θα αντισταθούν σε αυτή. Για οποιαδήποτε αντίδραση, τα κίνητρα ποικίλουν. Τα κίνητρά τους, λοιπόν, είναι:

- ✓ Η επιδίωξη **να μείνουν ανεξάρτητοι** θεωρούν πως είναι ο καλύτερος τρόπος να διατηρήσουν το ενδιαφέρον των μετόχων τους καθώς και άλλων ψηφοφόρων (constituencies), όπως είναι οι εργαζόμενοι και οι τοπικές κοινότητες.
- ✓ Η επιδίωξή τους να αυξήσουν την αξία των μετόχων τους, με το να **αυξήσουν το bid premium**.
- ✓ Η επιδίωξη **προσωπικών** τους **συμφερόντων** όπως είναι η διατήρηση της θέσης τους, το status, η δύναμη, το prestige και άλλα προνόμια που τους παρέχει η θέση τους.

Ανάλογα με τα κίνητρα που επικρατούν, αντίστοιχη θα είναι και η στάση που θα κρατήσουν κατά τη διάρκεια της προσφοράς. Εάν τα κίνητρα αφορούν την 1<sup>η</sup> κατηγορία, τότε μπορεί η διάθεση αρχικά να είναι εχθρική αλλά στη συνέχεια να αλλάξει και να γίνει φιλική και αυτό γιατί είτε αύξησαν το premium είτε γιατί προστάτεψαν τη θέση τους μετά τη συγχώνευση λαμβάνοντας μεγάλες αποζημιώσεις. Εάν όμως τα κίνητρα αναφέρονται στη 2<sup>η</sup> κατηγορία, τότε η διάθεση σε όλη τη διάρκεια της προσφοράς είναι εχθρική και οι managers μπορεί να βλάψουν τα συμφέροντα των μετόχων τους.

## 5.2.2. Μορφές άμυνας της εταιρίας – στόχου

Οι μορφές άμυνας μπορούν να χωριστούν σε δύο κατηγορίες.

1. Σε αυτές που εφαρμόζονται κατά την περίοδο πριν την προσφορά και
2. Σε αυτές που υιοθετούνται κατά την περίοδο μετά την προσφορά

### 1. Βασικές μορφές αμύνης πριν από την προσφορά (Pre – bid defences)

Οι βασικές μορφές αμύνης πριν από την προσφορά διακρίνονται σε δύο κατηγορίες, τις εσωτερικές άμυνες και τις εξωτερικές άμυνες. Οι εσωτερικές άμυνες είναι εκείνες οι αποφάσεις/ ενέργειες που μεταβάλλουν τη δομή ή τη φύση των λειτουργιών της επιχείρησης. Από την άλλη, οι εξωτερικές άμυνες είναι οι ενέργειες που αναλαμβάνονται για να επηρεάσουν τις αντιλήψεις του εξωτερικού περιβάλλοντος

για την επιχείρηση και να παρέχουν σήματα έγκαιρης προειδοποίησης σχετικά με τα πιθανά “αρπαχτικά” (predators). Πρόκειται κυρίως για προληπτικά μέτρα καθώς δεν έχει γίνει ακόμη κάποια πρόταση εξαγοράς και στοχεύουν στην όσο πιο καλή προετοιμασία της εταιρίας απέναντι σε πιθανούς υποψηφίους.

### Εσωτερικές άμυνες

**Πίνακας 10. Εσωτερικές Άμυνες εταιρίας – στόχου**

Στρατηγική	Αποτέλεσμα
→ Βελτίωση λειτουργικής αποδοτικότητας και μείωση του κόστους	→ Βελτίωση του δείκτη EPS (earnings per share) και αύξηση της αξίας της επιχείρησης
→ Επιχειρηματική αναδιάρθρωση δραστηριοτήτων (π.χ. Restructuring, divestment, κ.α.)	→ Βελτίωση του δείκτη EPS (earnings per share) και αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Πιο δύσκολο το asset stripping από το bidder
→ Αλλαγή στη δομή της ιδιοκτησίας (π.χ. dual – class shares, golden share, high gearing, share buy – back, poison pill)	→ Δύσκολο να αποκτήσει τον έλεγχο ο bidder και δύσκολο να πραγματοποιηθεί LBO (Leveraged Buyout)
→ Αλλαγή στη δομή της διοίκησης, όπως διοικητικά συμβούλια με μεγάλη διάρκεια θητείας των περισσότερων μελών (staggered boards) και καθορισμός αποζημιώσεων Δ.Σ. (golden parachutes)	→ Αύξηση του χρόνου και του κόστους για τον bidder
→ Πολιτικές και δημόσιες σχέσεις (π.χ. συνδικαλιστικές ενώσεις και ταμεία εργαζομένων)	→ Χρήσιμες συμμαχίες, Employee Stock Ownership Plans (ESOPs)

Πηγή: Sudarsanam, 2003, “Creating value from mergers and acquisitions”

### Εξωτερικές άμυνες

**Πίνακας 11. Εξωτερικές άμυνες της εταιρίας – στόχου**

Στρατηγική	Αποτέλεσμα
→ Καλές σχέσεις με μετόχους και επενδυτές	→ Εξασφάλιση υποστήριξης από τους βασικούς μετόχους

→ Ενημέρωση των αναλυτών σχετικά με την εταιρική στρατηγική, τις πολιτικές χρηματοδότησης και τα επενδυτικά προγράμματα	→ Μείωση του κινδύνου υποτίμησης των μετοχών και αύξηση του κόστους εξαγοράς
→ Καλή δημόσια εικόνα	→ Εχθρικότητα της κοινής γνώμης απέναντι στον “εισβολέα”
→ Συμμαχία με άλλες επιχειρήσεις (π.χ. joint ventures)	→ Εξαιρετικά δύσκολη η απόκτηση ελέγχου
→ Έλεγχος για pre – bid stake building	→ Έγκαιρη ενεργοποίηση των στρατηγικών αμύνης

Πηγή: Sudarsanam, 2003, “Creating value from mergers and acquisitions”

Κάποιες από τις παραπάνω στρατηγικές αμύνης δεν είναι διαθέσιμες σε όλες τις χώρες. Για παράδειγμα, η Poison Pills είναι συνηθισμένη στις Η.Π.Α. Γενικά, στις Η.Π.Α. οι διοικήσεις των στόχων διαθέτουν περισσότερες μορφές αμύνης συγκριτικά με την Ε.Ε. και το Ηνωμένο Βασίλειο.

## 2. Βασικές μορφές αμύνης κατά την περίοδο μετά την εξαγορά

Κατά την περίοδο μετά την προσφορά η εταιρία – στόχος επιλέγει να μην χρησιμοποιήσει τους αμυντικούς μηχανισμούς προτού γίνει η προσφορά της εξαγοράς. Αυτό συμβαίνει γιατί η διοίκηση του στόχου επιδιώκει να υπολογισθεί με βάση την τρέχουσα αξία της και όχι με βάση την αξία που θα δημιουργηθεί από την επίδραση των αμυντικών μέτρων. Σε αυτές τις περιπτώσεις, είναι φυσιολογικό οι στόχοι να είναι πιο επιρρεπείς καθώς δεν διαθέτουν από πριν προληπτικό σχεδιασμό.

### Πίνακας 12. Μορφές αμύνης κατά των εχθρικών εξαγορών

Μορφές άμυνας	Περιγραφή και Σκοπός
→ Κείμενο απάντησης στην προσφορά (knocking copy)	→ Επίθεση στη λογική και στην τιμή της προσφοράς. Συμβουλή προς τους μετόχους του στόχου να μην δεχτούν
→ Κείμενο μορφών αμύνης (Defence document)	→ Αναφορά στην απόδοση και στις προοπτικές του στόχου και επίθεση στην απόδοση και στις προοπτικές του επενδυτή
→ Πρόβλεψη κερδών	→ Προβλέψεις αυξημένων κερδών ώστε η προσφορά του επενδυτή να φαίνεται πολύ φθηνότερη
→ Υπόσχεση για αύξηση μελλοντικών μερισμάτων	→ Αύξηση αποδόσεων στους μετόχους και σύγκριση με τις αποδόσεις που υπόσχεται ο επενδυτής

→ Επανεκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων (asset revaluation)	→ Επανεκτίμηση υλικών και άυλων πάγιων στοιχείων, έτσι ώστε να φαίνεται ότι ο επενδυτής υποτιμά το στόχο.
→ Εκστρατεία αναζήτησης συμμάχων (π.χ. white knight και white squire)	→ Προσπάθεια προσέλκυσης και άλλων υποψηφίων επενδυτών
→ Προσφυγή σε εποπτικές αρχές και επιτροπή Ανταγωνισμού και Μονοπωλίων	→ Προσπάθεια για απαγόρευση της συγχώνευσης από τις εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές (αντιμονοπωλιακοί μηχανισμοί)
→ Προσφυγή στα δικαστήρια (litigation)	→ Προσπάθεια για απαγόρευση της συγχώνευσης από τις δικαστικές αρχές
→ Εξαγορές και αποσχίσεις θυγατρικών και κλάδων	→ Μεγάλη και απρόβλεπτη αύξηση του κόστους του επενδυτή και σύγχυση της στρατηγικής του
→ Συμμαχίες με συνδικάτα/ εργατικό δυναμικό	→ Προσφυγή σε αντιμονοπωλιακές ή πολιτικές αρχές και επίθεση στα σχέδια του στόχου
→ Συμμαχίες με πελάτες/ προμηθευτές	→ Προσπάθεια να πεισθούν οι αντιμονοπωλιακές αρχές ότι οι ελεύθερες σχέσεις με τους προμηθευτές και αγοραστές θα πληγούν
→ Επίθεση στον επενδυτή σε περιφερειακά θέματα (Red herring)	→ Κατηγορία κατά της εταιρίας – επενδυτής για θέματα διακρίσεων, οικολογικές ανησυχίες
→ Αρνητική διαφήμιση του επενδυτή	→ Μέσω των M.M.E

Πηγή: Sudarsanam, “Defensive strategies of target firms in UK contested takeovers”, *Managerial Finance*, 1991

### 5.3. Επιπτώσεις των μορφών αμύνης

Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει πως τα κόστη αμύνης σε μια εχθρική προσφορά είναι πολύ υψηλά τόσο για τους μετόχους του στόχου όσο και για τους μετόχους του επενδυτή. Στο βαθμό που έχουν ως σκοπό να αυξήσουν το bid premium και τους όρους της εξαγοράς αυτό είναι ωφέλιμο για τους μετόχους, όμως στο βαθμό που έχουν ως σκοπό να ματαιώσουν μια συγχώνευση που πρόκειται να δημιουργήσει αξία, τότε είναι αναμενόμενο ότι θα πλήξουν τα συμφέροντα των μετόχων του στόχου.

Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει πως οι διάφορες μορφές αμύνης αυξάνουν την πιθανότητα αποτυχίας της προφοράς. Για παράδειγμα, ο Κυριαζής στο βιβλίο “Συγχωνεύσεις και εξαγορές” αναφέρει πως η μελέτη του Sudarsanam (1994) έδειξε ότι



σε ένα δείγμα 238 προσφορών για την περίοδο 1983 – 1989, η εφαρμογή των παραπάνω μορφών αμύνης ήταν επιτυχής στο να ματαιωθεί η επικείμενη εξαγορά από τον αρχικό bidder κατά το 62% (147) του δείγματος, ενώ από αυτό μόνο το 47% (112) παρέμεινε τελικά ανεξάρτητο καθώς το υπόλοιπο “έπεσε στα χέρια” ενός white knight.

Όσον αφορά την επίπτωση που έχει η αντίσταση και οι διάφορες μορφές αμύνης πάνω στον πλούτο των μετόχων της εταιρίας – στόχου, τα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών είναι ανάμεικτα. Μελέτες στις Η.Π.Α έδειξαν πως σχετίζονται με χαμηλότερες αποδόσεις των μετόχων της εταιρίας – στόχου.

Η επίπτωση που έχουν πάνω στον πλούτο των μετόχων οι διάφορες μορφές αμύνης, είναι εμφανές ότι σχετίζονται με τη πιθανότητα επιτυχίας της προσφοράς. Εάν κάποια μορφή αμύνης είναι πολύ αποτελεσματική στο να μπλοκάρει εντελώς την προσφορά, τότε καταλήγει και στην μείωση των αποδόσεων των μετόχων της εταιρίας – στόχου.

Επιπλέον, είναι πολύ σημαντικό να μην παίρνονται αποφάσεις εν αγνοία των μετόχων, και αυτό είναι θέμα τόσο της νομοθεσίας όσο και μιας σωστής πολιτικής διακυβέρνησης, ειδικά όσες αφορούν θέματα όπως:

- ✓ Έκδοση νέων χρεογράφων (μετοχές, μετατρέψιμα ομόλογα) κατά την περίοδο της προσφοράς κι γενικά αλλαγή κεφαλαιακής διάρθρωσης σε αυτή την περίοδο.
- ✓ Άμυνες του τύπου poison pills.
- ✓ Πώληση ή απόκτηση περιουσιακών στοιχείων σημαντικής αξίας κατά την περίοδο της προσφοράς. Για παράδειγμα ο Κανονισμός 21 του Takeover Code στο Ηνωμένο Βασίλειο καθορίζει ως όριο το 10% του ενεργητικού της εταιρίας – στόχου.
- ✓ Κοινοπραξίες (Joint ventures) με άλλες εταιρίες κατά την περίοδο της προσφοράς.
- ✓ Αποζημιώσεις μελών του Δ.Σ. (Golden parachutes) κατά την περίοδο της προσφοράς ή όταν υπάρχουν πληροφορίες ότι θα εκδηλωθεί προσφορά.

## Ορισμοί<sup>29</sup>

### **Poison pill = Δηλητηριώδης χάπι**

Ένα δηλητηριώδης χάπι είναι μια τακτική άμυνας που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για να αποτρέψουν ή να αποθαρρύνουν μια εχθρική εξαγορά. μια τέτοια τεχνική δίνει τη δυνατότητα το δικαίωμα στους μετόχους να αγοράζουν περισσότερες μετοχές με έκπτωση εάν ένας μέτοχος αγοράσει ένα ή περισσότερα ποσοστά των μετοχών της εταιρίας. Η άμυνα αυτή έχει δύο τύπους.

- A. “**flip – in**”: επιτρέπει στους μετόχους της εταιρίας - στόχου, εκτός από την εταιρία επενδυτή, να αγοράζουν επιπλέον μετοχές με έκπτωση. Αυτό παρέχει στους επενδυτές στιγμιαία κέρδη. Αυτή η τακτική αραιώνει την τιμή της μετοχής της εταιρίας – στόχου και καθιστά την εξαγορά ακριβότερη και δυσκολότερη.
- B. “**flip – over**”: επιτρέπει στους μετόχους της εταιρίας – στόχου να αγοράζουν τις μετοχές της εταιρίας – επενδυτή με μειωμένο επιτόκιο μετά τη συγχώνευση.

### **White knight = Άσπρος ιππότης**

Ο άσπρος ιππότης είναι ο σωτήρας μιας εταιρίας που υπόκειται σε μια εχθρική εξαγορά. Συχνά, οι υπάλληλοι της εταιρίας αναζητούν έναν άσπρο ιππότη για να διατηρήσουν την κύρια δραστηριότητα της εταιρίας ή να διαπραγματευτούν σε καλύτερους όρους εξαγοράς.

---

<sup>29</sup> <https://www.investopedia.com/terms/p/poisonpill.asp>  
[https://en.wikipedia.org/wiki/White\\_knight\\_\(business\)](https://en.wikipedia.org/wiki/White_knight_(business))  
<https://www.investopedia.com/terms/w/whitesquire.asp>  
<https://www.investopedia.com/terms/r/redherring.asp>  
[https://en.wikipedia.org/wiki/Golden\\_parachute](https://en.wikipedia.org/wiki/Golden_parachute)

**White squire = Λευκός σκλάβος**

Ο λευκός σκλάβος είναι ένας επενδυτής ή μια φιλική επιχείρηση που αγοράζει ένα μερίδιο σε μια εταιρία – στόχο για να αποτρέψει μια εχθρική εξαγορά. Αυτή η άμυνα είναι παρόμοια με του λευκού ιππότη, με τη διαφορά ότι η εταιρία – στόχος δε χρειάζεται να παραιτηθεί από την ανεξαρτησία όπως συμβαίνει με τον λευκό ιππότη, γιατί εδώ ο λευκός σκλάβος αγοράζει μόνο ένα μερίδιο στην αγορά.

**Red herring = Κόκκινη ρέγγα**

Είναι ένα ενημερωτικό δελτίο που κατατίθεται από μια εταιρία στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς. Είναι ένα δελτίο που περιέχει τις περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τις δραστηριότητες και τις προοπτικές της εταιρίας αλλά δεν περιλαμβάνει πληροφορίες όπως την τιμή και τον αριθμό των μετοχών που προσφέρονται.

**Golden parachute = Χρυσό αλεξίπτωτο**

Ένα χρυσό αλεξίπτωτο είναι μια συμφωνία μεταξύ μιας επιχείρησης και ενός υπαλλήλου, συνήθως ανώτατου στελέχους, που διευκρινίζει ότι ο εργαζόμενος θα λάβει ορισμένα σημαντικά οφέλη εάν σταματήσει να εργάζεται μετά την συγχώνευση ή την εξαγορά της επιχείρησης. Δηλαδή, είναι συμβόλαια που καθορίζουν τις αποζημιώσεις των διοικητικών στελεχών, σε περίπτωση που απολυθούν λόγω αλλαγής της ιδιοκτησίας.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

## Τρόποι πληρωμής τιμήματος Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Ο τρόπος με τον οποίο μια εταιρία – επενδυτής επιλέγει να χρηματοδοτήσει μια συγχώνευση ή εξαγορά, εξαρτάται τόσο από την οικονομική κατάσταση της ίδιας, όσο και του γενικότερου οικονομικού περιβάλλοντος της τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Είναι μια απόφαση η οποία παίζει σημαντικό ρόλο στην επιτυχία ή την αποτυχία μιας συγχώνευσης, καθώς θα επηρεάσει τόσο τα περιουσιακά στοιχεία όσο και τα χρηματιστηριακά στοιχεία των επιχειρήσεων, όπως για παράδειγμα την τιμή της μετοχής τους. Η διοίκηση του επενδυτή καλείται να αντιμετωπίσει μια επιλογή μεγάλης σημασίας, η οποία μπορεί να αλλάξει την εικόνα που έχει η εταιρία απέναντι στους μετόχους και στους επενδυτές, καθώς και τη δυνατότητά της να δημιουργεί αξία.

Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται μια αναλυτική περιγραφή του τρόπου πληρωμής του τιμήματος μιας εξαγοράς και παρουσιάζονται οι παράγοντες που καθορίζουν την επιλογή του.

### 6.1. Τρόποι πληρωμής

Ο τρόπος πληρωμής που επιλέγει η εταιρία – επενδυτής για να αγοράσει τις μετοχές της εταιρίας – στόχου, περιλαμβάνει τους παρακάτω βασικούς τρόπους.<sup>30</sup>

- Μετρητά
- Χρεόγραφα
  - Μετοχές (equity ή share exchange offer)
  - Ομόλογα (debentures/ bonds)

---

<sup>30</sup> Κυριαζής, Δ., 2007, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Αθήνα: Κων/νου Σμπίλια, σελ. 159 – 161

- ο Ομόλογα και προνομιούχες μετοχές μετατρέψιμα σε κοινές μετοχές (convertibles)

→ Συνδυασμός μετρητών και μετοχών

Ο πιο συνηθισμένος τρόπος πληρωμής είναι τα μετρητά και στην συνέχεια ακολουθεί η ανταλλαγή μετοχών. Ο συνδυασμός μετρητών και μετοχών είναι πολύ συνηθισμένη μέθοδος στις Η.Π.Α. και τη Μ. Βρετανία, ενώ στην Ελλάδα όχι.

Σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες στο Ηνωμένο Βασίλειο χρησιμοποιούνται πολλές μικτές μορφές των παραπάνω τρόπων σε συνδυασμό με τον ρόλο των investment/merchant banks. Δύο χαρακτηριστικοί τρόποι πληρωμής του τιμήματος εξαγοράς μέσω investment banks είναι τα **vendor placing** και **vendor rights offer**. Ένας ακόμη τρόπος είναι αυτό που λέγεται **αναβολή πληρωμής (deferred payment)** κατά την οποία μέρος του τιμήματος εξαγοράς καταβάλλεται μετά από μια ορισμένη χρονική περίοδο ανάλογα με την απόδοση της νεοσύστατης εταιρίας.

### 6.1.1. Η περίπτωση της προσφοράς μετρητών

Η απόφαση της διοίκησης της εταιρίας – επενδυτής να πραγματοποιήσει μια εξαγορά με μετρητά έχει επιπτώσεις τόσο ως προς την ίδια όσο και ως προς την αγορά. Η πληρωμή με μετρητά σημαίνει ότι η εταιρία – επενδυτής αναλαμβάνει μόνη της εξολοκλήρου τον κίνδυνο αλλά και αποκομίζει για δικό της όφελος τις πιθανές μελλοντικές αποδόσεις που μπορεί να προκύψουν. Όσον αφορά την αγορά και τους επενδυτές, με την επιλογή μετρητών ως τρόπο πληρωμής του τιμήματος δίνεται το μήνυμα της καλής πίστης στην τιμή της μετοχής, την οποία και δεν επιθυμεί να ανταλλάξει καθώς της δημιουργεί αξία.

Οι κυριότεροι τρόποι χρηματοδότησης με μετρητά είναι οι ακόλουθοι.<sup>31</sup>

- ✓ Εσωτερικές λειτουργικές ταμειακές ροές (υψηλή ρευστότητα)
- ✓ Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά την περίοδο πριν τη συγχώνευση
- ✓ Τραπεζικός δανεισμός και άλλες μορφές δανεισμού
- ✓ Μέσω επενδυτικών τραπεζών (vendor placing & vendor rights offers)

---

<sup>31</sup> Κυριαζής, Δ., 2007, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Αθήνα: Κων/νου Σμπίλια, σελ. 172 - 173

Ο πιο φθηνός, δηλαδή χωρίς τα κόστη συναλλαγών όπως αμοιβές investment banks και δικηγόρων, και γρήγορος τρόπος είναι ο πρώτος, η χρήση εσωτερικών πόρων. Όμως, αυτός ο τρόπος δεν είναι ο καλύτερος στην περίπτωση που είτε οι επιχειρήσεις είναι μικρές είτε το αντίτιμο αρκετά μεγάλο και έτσι δεν είναι εύκολο να συγκεντρωθεί εξολοκλήρου το ποσό από τους εσωτερικούς της πόρους.

Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου είναι μια πιο ρεαλιστική λύση για μια επιχείρηση, από το να κρατά αδρανή μετρητά και να εντάσσεται στα πλαίσια ενός καλά σχεδιασμένου επιχειρηματικού πλάνου. Το μειονέκτημα αυτού του τρόπου είναι ότι η επιτυχία του εξαρτάται από τις συνθήκες που επικρατούν στην κεφαλαιαγορά και δεν αποτελεί μια φθηνή λύση καθώς περιέχει ορισμένα κόστη για την εταιρία, όπως το κόστος έκδοσης νέων μετοχών, το φόρο συγκεντρώσεως κεφαλαίου κ.λπ.. Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να πραγματοποιηθεί είτε με την έκδοση νέων μετοχών είτε με την αύξηση της ονομαστικής αξίας των υφιστάμενων μετοχών. Έτσι, η μέθοδος αυτή δίνει στους υφιστάμενους μετόχους το δικαίωμα εγγραφής στην έκδοση νέων μετοχών με αντάλλαγμα μετρητά, ενώ και οι νέοι επενδυτές έχουν την ευκαιρία να γίνουν μέτοχοι.

Η εταιρία – επενδυτής έχει τη δυνατότητα να απευθυνθεί και σε εξωτερικούς χρηματοδότες, δηλαδή να προβεί σε δανεισμό. Ο δανεισμός είναι μια πιο φθηνή λύση λόγω των φορολογικών εκπτώσεων των τόκων των δανείων. Όμως, πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή καθώς η εκτεταμένη χρήση δανειακών κεφαλαίων αυξάνει το συνολικό leveraged της εταιρίας και επομένως τον κίνδυνο αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεών της και άρα της χρεοκοπίας (default risk). Επίσης, αξίζει να σημειωθεί ότι η χρήση δανειακών κεφαλαίων χρησιμοποιήθηκε πολύ στη δεκαετία του 80 σε επιθετικές εξαγορές επιχειρήσεων στις Η.Π.Α. και στη Μ. Βρετανία.

Ένας άλλος τρόπος είναι η πληρωμή μετρητών μέσω των επενδυτικών τραπεζών (vendor placing & vendor rights offers), οι οποίες έχουν το πλεονέκτημα ότι προσφέρουν μετρητά στους μετόχους της επιχείρησης – στόχου για μία προσφορά που ουσιαστικά είναι ανταλλαγή μετοχών αλλά επιπλέον η άντληση των κεφαλαίων μέσω της αναδοχής των επενδυτικών τραπεζών πραγματοποιείται μόνο εάν ολοκληρωθεί η συμφωνία. Αυτό δεν συμβαίνει με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου όπου τα χρήματα θα συγκεντρωθούν ούτως ή άλλως.

### 6.1.2. Η περίπτωση της προσφοράς μετοχών

Μία από τις πιο συνηθισμένες επιλογές όσον αφορά την χρηματοδότηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι η ανταλλαγή μετοχών. Εάν μια εταιρία επιθυμεί να συγχωνευθεί ή να αποκτήσει μια άλλη και θεωρείται ότι έχει μεγάλο απόθεμα σε μετοχές ή έναν υγιές ισολογισμό. Μια εταιρία επιλέγει αυτή τη μέθοδο χρηματοδότησης γιατί είτε δεν έχει τα απαραίτητα ταμειακά διαθέσιμα είτε δεν επιθυμεί να απευθυνθεί σε εξωτερικές μορφές χρηματοδότησης, όπως είναι ο δανεισμός. Μια τέτοια απόφαση θεωρείται από πολλούς συγγραφείς ως μία ένδειξη μικρής πίστης του επενδυτή για την τιμή της μετοχής του, η οποία με αυτό τον τρόπο μοιράζεται τόσο τον κίνδυνο όσο και τις μελλοντικές αποδόσεις της με τους μετόχους του στόχου.

Ο επενδυτής οφείλει να καθορίσει εκ των προτέρων το ποσό των μετοχών που είναι πρόθυμος να ανταλλάξει έναντι μετρητών, έτσι ώστε να συμφωνήσουν σε συγχώνευση ή εξαγορά. Ο επενδυτής κατά την ανταλλαγή των μετοχών του θα πρέπει να αποφασίσει εάν θέλει να προσφέρει ένα σταθερό συνολικό αριθμό μετοχών ή ένα μεταβαλλόμενο αριθμό μετοχών σταθερής όμως χρηματικής αξίας.

Αρκετά συχνά ο επενδυτής έρχεται σε σύγκρουση με το στόχο γιατί εκείνος θέλει να προσφέρει όσο το δυνατό λιγότερες μετοχές, ενώ ο στόχος θέλει να διεκδικήσει όσο το δυνατόν περισσότερες. Βασικό στοιχείο σε αυτό τον τρόπο πληρωμής είναι η ενεργή συμμετοχή του στόχου στα περιουσιακά στοιχεία και στις υποχρεώσεις της νέας εταιρίας που προκύπτει μετά την συγχώνευση.

Επιπλέον, η ανταλλαγή μετοχών περιέχει ένα κόστος για τον επενδυτή, το οποίο καλείται αραίωση των κερδών ανά μετοχή (dilution of EPS). Αυτό συμβαίνει μετά τη συγχώνευση γιατί ο επενδυτής εκδίδει νέες μετοχές, οι οποίες θα προστεθούν στις υπάρχουσες και έτσι δίνει τη δυνατότητα σε μία μεγαλύτερη μερίδα μετόχων να διεκδικήσουν την υπάρχουσα περιουσία της.

### 6.1.3. Συνδυασμός μετρητών και μετοχών

Σε αυτό τον τρόπο η διοίκηση του επενδυτή αποφασίζει να χρησιμοποιήσει τόσο μετρητά όσο και μετοχές για να καταβάλει το τίμημα της εξαγοράς. Δεν είναι λίγες όμως οι φορές, που η διοίκηση του στόχου είναι αυτή που επιθυμεί αυτό τον τρόπο γιατί έτσι με την ανταλλαγή των μετοχών θα μπορέσει να αποκτήσει έλεγχο και να συμμετέχει στον κίνδυνο και τις μελλοντικές αποδόσεις μέσω των μερισμάτων που παρέχονται. Κάποιες φορές στα διοικητικά στελέχη του στόχου προσφέρονται και κάποια οφέλη με τη μορφή bonus προκειμένου να αποφευχθεί κάποια ενδεχόμενη απροθυμία ως προς την συγχώνευση ή την εξαγορά.

### 6.2. Οι λόγοι που καθορίζουν την επιλογή του τρόπου πληρωμής

Οι λόγοι που καθορίζουν την επιλογή του τρόπου πληρωμής μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς συνοψίζονται παρακάτω.<sup>32</sup>

- ✓ **Το ύψος των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών της εταιρίας – επενδυτή και γενικότερα η κατάσταση ρευστότητάς της** (Κεφάλαιο Κίνησης) επηρεάζει θετικά την επιλογή μετρητών αντί της ανταλλαγής μετοχών για την πληρωμή του τιμήματος.
- ✓ **Η κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας – επενδυτή και της εταιρίας – στόχου**, που καθορίζει τον υφιστάμενο δανεισμό τους (**gearing**) και την πιστοληπτική ικανότητα. Η ύπαρξη υψηλού δανεισμού είτε του επενδυτή είτε του στόχου δεν ευνοεί τη χρήση δανεισμού (**debt securities**) για την πληρωμή του τιμήματος και αυτό γιατί θα επιβαρύνει τη νεοσύστατη εταιρία.
- ✓ **Η άνοδος ή η πτώση των χρηματιστηριακών αγορών**. Τα bull markets σχετίζονται με την ανταλλαγή μετοχών, ενώ τα bear markets με την προσφορά μετρητών.

---

<sup>32</sup> Κυριαζής, Δ., 2007, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Αθήνα: Κων/νου Σμπίλια



Πίνακας 13. Γραφική απεικόνιση ορισμού bull and bear market



Πηγή: <https://www.quora.com/What-is-the-difference-between-a-bear-market-and-a-bull-market>

- ✓ Η τιμή της μετοχής του επενδυτή σε σχέση με την τιμή της μετοχής του στόχου. Όταν πρόκειται για προσφορά μετοχών επηρεάζει τα PEs και Valuation ratios των δύο εταιριών αντίστοιχα.
- ✓ Νομικά θέματα, όπως για παράδειγμα οι κανονισμοί που ορίζουν ότι η εταιρία – επενδυτής που έχει αποκτήσει κάποιο ποσοστό ιδιοκτησίας (bidder's toehold) της εταιρίας – στόχου, πρέπει να κάνει υποχρεωτικά μια προσφορά για το υπόλοιπο των μετοχών παρέχοντας εναλλακτική πρόταση που να περιλαμβάνει απαραίτητως και μετρητά.
- ✓ Η ύπαρξη των investment banks και του αναπτυγμένου τραπεζικού συστήματος που δίνουν τη δυνατότητα επιλογής ανάμεσα σε μια πληθώρα συνδυασμών τρόπων πληρωμής.
- ✓ Φορολογικά θέματα. Στις Η.Π.Α και στο Η. Βασίλειο η υπεραξία από την πώληση των μετοχών τοις μετρητοίς της εταιρίας – στόχου στην εταιρία – επενδυτή φορολογείται, ενώ η ανταλλαγή μετοχών όχι.

- ✓ Η επιλογή της λογιστικής μεθόδου και τα Λογιστικά Πρότυπα που εφαρμόζονται.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

## Δεδομένα και Μεθοδολογία

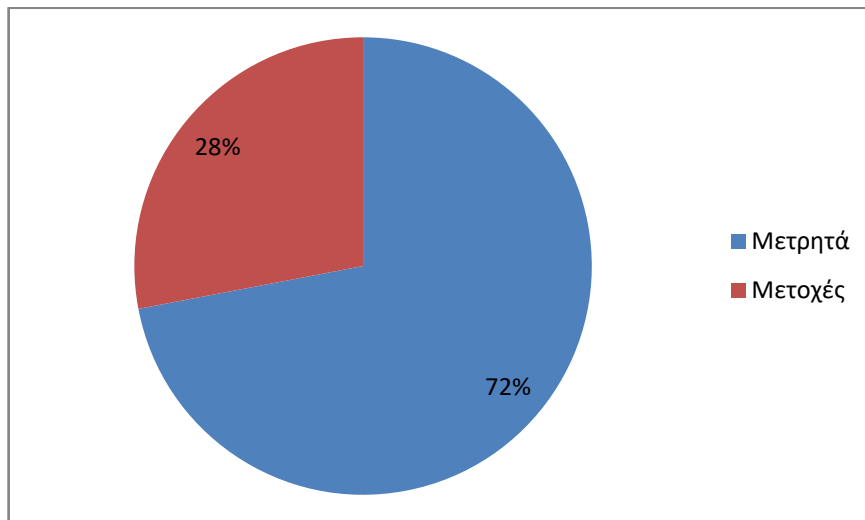
Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται το δείγμα και οι χρηματοοικονομικοί δείκτες και ιδιαίτερα οι δείκτες αποδοτικότητας, οι οποίοι χρησιμοποιούνται για την ανάλυση του δείγματος και συγκεκριμένα για την επίδραση που έχει ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος στην κερδοφορία της επιχείρησης.

### 7.1. Περιγραφή δείγματος

Το δείγμα που χρησιμοποιείται στην παρούσα εργασία περιλαμβάνει ανακοινώσεις προτάσεων συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν επιτυχώς στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2009 – 2018, μία περίοδο κρίσης όπως χαρακτηρίστηκε. Μια πρόταση συγχώνευσης θεωρείται επιτυχής εάν κατέληξε σε πραγματική συγχώνευση και ο στόχος απορροφήθηκε πλήρως από τον επενδυτή, καθώς και όταν ο επενδυτής απέκτησε ένα σημαντικό μερίδιο στο μετοχικό κεφάλαιο του στόχου.

Πηγή στοιχείων της έρευνας είναι οι προτάσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα και δημοσιεύθηκαν στη βάση δεδομένων Bloomberg. Πιο αναλυτικά, κατά την περίοδο 1996 – 2018 πραγματοποιήθηκαν συνολικά 207 συγχωνεύσεις και εξαγορές από τις οποίες οι 149 ως τρόπο πληρωμής του τιμήματος χρησιμοποίησαν τα μετρητά και οι υπόλοιπες 58 τις μετοχές. Συνεπώς, όπως φαίνεται και στον πίνακα 14 οι περισσότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές πραγματοποιήθηκαν με μετρητά.

**Πίνακας 14. Γραφική απεικόνιση της αναλογίας μετρητών και μετοχών ως τρόπο πληρωμής του τιμήματος την περίοδο 1996 – 2018 στην Ελλάδα.**



Από τις 207 συγχωνεύσεις και εξαγορές, στην παρούσα εργασία θα αναλύσουμε συνολικά τέσσερις επιχειρήσεις οι οποίες ανήκουν στον κλάδο μεταλλουργίας και εξόρυξης. Οι δύο χρησιμοποίησαν ως τρόπο πληρωμής του τιμήματος τα μετρητά και είναι η **Elval Hellenic Aluminium** όπου το **2010 ανακοίνωσε τη συγχώνευσή της με την Elval Colour SA** όπου και ολοκληρώθηκε το 2013 και η **Bitros Steel SA** όπου το **2011 ανακοίνωσε ότι θα** εξαγοράσει μέρος του μετοχικού κεφαλαίου της **TX Energy SA** όπου και ολοκληρώθηκε το **2012**. Οι άλλες δύο χρησιμοποίησαν τις μετοχές και είναι η **Halcor SA** όπου το **2009** ανακοίνωσε πρόταση συμφωνίας με την **Hellenic Cables SA** και η **Mytilineos Holdings SA** όπου το **2016** ανακοίνωσε την συγχώνευσή της με την **Metka Industrial-Construction SA** όπου και ολοκληρώθηκε το **2017**. Όσον αφορά τη συμφωνία της Halcor με την Hellenic cables, δεν έχουμε πληροφορίες για την ακριβή ημερομηνία ολοκλήρωσής της. Το δείγμα μας είναι μικρό και αποτελείται μόνο από αυτές τις τέσσερις συμφωνίες που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 2009 - 2018. Αυτό συμβαίνει γιατί οι συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν με μετοχές είναι πολύ λίγες συγκριτικά με εκείνες που πραγματοποιήθηκαν με μετρητά. Συνεπώς, επιλέξαμε επιχειρήσεις που ανήκουν στον ίδιο κλάδο ώστε ο κλάδος να μην επηρεάσει τα αποτελέσματά μας και που πραγματοποιήθηκαν σχετικά πρόσφατα, σε κοντινές χρονικές περιόδους μεταξύ τους και μάλιστα σε περιόδους που η Ελλάδα περνά οικονομική κρίση.

**Πίνακας 15. Συγχωνεύσεις και εξαγορές του δείγματος**

<b>Acquirer Name</b>	<b>Target Name</b>	<b>Method of payment</b>	<b>Announcement Day</b>	<b>Completion</b>
<b>Mytilinaios Holdings SA</b>	Metka Industrial – Construction SA	Μετοχές	14/12/2016	2017
<b>Halcor SA</b>	Hellenic Cables SA	Μετοχές	13/7/2009	-
<b>Bitros Steel SA</b>	TX Energy SA	Μετρητά	12/7/2011	2011
<b>Elval Hellenic Aluminium</b>	Elval Colour SA	Μετρητά	10/8/2010	2013

Αυτό που μελετάμε στην παρούσα εργασία είναι η επίδραση που έχει ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος μιας εξαγοράς στην αποδοτικότητα της επιχείρησης μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας. Για την μελέτη αυτού του σκοπού χρησιμοποιούμε χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες και συγκεκριμένα τους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας. Η αρχική μας σκέψη ήταν να αναλύσω την τιμή των μετοχών των επενδυτών και των στόχων, όμως ο μικρός αριθμός των εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν πρόσφατα με μετοχές, με οδήγησε στο να χρησιμοποιήσω αριθμοδείκτες.

## **7.2. Αριθμοδείκτες**

### **7.2.1. Περιγραφική ανάλυση αριθμοδεικτών**

Οι αριθμοδείκτες ή χρηματοοικονομικοί δείκτες (financial ratio ή accounting ratio) είναι το πηλίκο μεταξύ επιλεγμένων αριθμητικών τιμών που λαμβάνονται από τις οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης. Καταρτίζονται με σκοπό τον προσδιορισμό της πραγματικής θέσεως ή της αποδοτικότητας των διάφορων τμημάτων ή ολόκληρων τομέων οι οποίοι αφορούν μια οικονομική μονάδα και σε τελική ανάλυση της

πραγματικής καταστάσεως ολόκληρης της οικονομικής μονάδας ή και γενικότερα του κλάδου στον οποίο ανήκει η μονάδα αυτή.<sup>33</sup>

Για την ανάλυσή τους ενδιαφέρονται:

- ✓ Μέτοχοι
- ✓ Πελάτες
- ✓ Πιστωτές
- ✓ Εργαζόμενοι
- ✓ Δημόσιες υπηρεσίες
- ✓ Διοίκηση της τράπεζας

Οι αριθμοδείκτες είναι σημαντικοί γιατί οι αναλυτές (εσωτερικοί ή εξωτερικοί), τους χρησιμοποιούν προκειμένου να αναλύσουν τις οικονομικές καταστάσεις (ισολογισμός, κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, κατάσταση ταμειακών ροών). Με την χρήση αυτών μπορούν να καθορίσουν τις ανάγκες χρηματοδότησης της επιχείρησης καθώς και τις δυνατότητες διαπραγμάτευσης που έχει με τους εξωτερικούς της χρηματοδότες. Έτσι, μπορούμε να αντλήσουμε πληροφορίες για τη ρευστότητα, τη δραστηριότητα, την αποδοτικότητα και τη βιωσιμότητα μιας επιχείρησης σε σχέση με την διάρθρωση των κεφαλαίων της και σε τελική ανάλυση την πραγματική κατάσταση ολόκληρης της οικονομικής μονάδας.

Επίσης, είναι σημαντικοί γιατί βοηθούν τον αναλυτή να πραγματοποιήσει:

- **Διαχρονική ανάλυση (time – series analysis)**

Δηλαδή ο αναλυτής μπορεί να συγκρίνει τα τωρινά χρηματοοικονομικά στοιχεία της επιχείρησης με τα αντίστοιχα που παρουσίασε η ίδια στο παρελθόν ή θα παρουσιάσει στο προβλεπόμενο μέλλον. Εξετάζεται εάν η χρηματοοικονομική κατάσταση ή η απόδοση της επιχείρησης έχει βελτιωθεί ή έχει χειροτερεύσει με την πάροδο του χρόνου.

- **Διαστρωματική ανάλυση (comparative analysis or cross – sectional analysis)**

---

<sup>33</sup><https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%91%CF%81%CE%B9%CE%B8%CE%BC%CE%BF%CE%B4%CE%B5%CE%AF%CE%BA%CF%84%CE%B7%CF%82>

Συγκρίνονται τα χρηματοοικονομικά στοιχεία της επιχείρησης με τα αντίστοιχα παρόμοιων επιχειρήσεων ή τη μέση τιμή του κλάδου στον οποίο ανήκει κατά τη διάρκεια του ίδιου χρονικού διαστήματος.

Όμως με τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών πολλές φορές υπάρχουν προβλήματα που οδηγούν σε λάθος αποτέλεσμα. Για παράδειγμα, τέτοια προβλήματα μπορεί να είναι οι διάφορες αρνητικές τιμές που βρίσκονται στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων και οι διάφορες εξωπραγματικές τιμές που μπορεί να οφείλονται σε λάθος κατοχύρωση ή σε άλλες συγκυρίες. Επίσης, οι διαφοροποιήσεις μεταξύ των επιχειρήσεων ή μεταξύ των χρήσεων αποτελούν πρόβλημα στον υπολογισμό αριθμοδεικτών.

Στη σχετική βιβλιογραφία υπάρχουν πολλοί εναλλακτικοί αριθμοδείκτες. Οι πιο σημαντικοί και αυτοί που χρησιμοποιούνται περισσότερο είναι οι ακόλουθοι:

- **Αριθμοδείκτες Ρευστότητας**

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό τόσο της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσης της επιχείρησης όσο και της ικανότητάς της να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Οι κύριοι δείκτες ρευστότητας είναι:

- Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας
- Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας
- Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας
- Αριθμοδείκτης Αμυντικού Χρονικού Διαστήματος

- **Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας**

Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας χρησιμοποιούνται προκειμένου να μελετηθεί ο βαθμός αποτελεσματικότητας μιας επιχείρησης στη χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων, δηλαδή κατά πόσο ή όχι αυτά χρησιμοποιούνται.

Οι κύριοι δείκτες δραστηριότητας είναι:

- Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων
- Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων

- Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων
- Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού
- Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων
- Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων

- **Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας**

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας μετρούν την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, τη δυναμικότητα των κερδών της και την ικανότητα της διοικήσεως της. Μετρούν το βαθμό επιτυχίας ή αποτυχίας μιας επιχείρησης σε δεδομένη χρονική στιγμή.

Οι κυριότεροι δείκτες αποδοτικότητας είναι:

- Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μοχλεύσεως
- Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους
- Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων
- Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων

- **Αριθμοδείκτες Διαρθρώσεως Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας**

Μέσω αυτών των αριθμοδεικτών εκτιμάται η μακροχρόνια ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της και ο βαθμός προστασίας που απολαμβάνουν οι πιστωτές της.

Οι κύριοι αριθμοδείκτες διαρθρώσεως κεφαλαίων και βιωσιμότητας είναι:

- Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Συνολικά Κεφάλαια
- Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Δανειακά Κεφάλαια
- Αριθμοδείκτης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού προς Συνολικές Υποχρεώσεις
- Αριθμοδείκτης Παγίων προς Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις
- Αριθμοδείκτης Καλύψεως Τόκων

- **Αριθμοδείκτες Επενδύσεων**

Αυτοί οι αριθμοδείκτες συσχετίζουν τον αριθμό των μετοχών μιας επιχείρησης και την χρηματιστηριακή τους τιμή με τα κέρδη, τα μερίσματα και τα άλλα περιουσιακά της στοιχεία.



Οι κυριότεροι δείκτες επενδύσεων είναι:

- Μερισματική Απόδοση
- Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών
- Εσωτερική Αξία Μετοχής
- Ταμειακή Ροή κατά Μετοχή
- Απόσβεση κατά Μετοχή

## 7.2.2. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Για την ανάλυση του δείγματός μας θα χρησιμοποιήσουμε τους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας και έτσι γίνεται μια περεταίρω ανάλυση αυτών.

Η μέτρηση της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης είναι πολύ σημαντική τόσο για την εξέλιξή της, όσο και για τις προοπτικές της στο μέλλον. Όταν μετράμε την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, συγχρόνως μετράμε και την ικανότητά της να πραγματοποιεί κέρδη. Έτσι, για να μετρηθεί η αποδοτικότητα μιας επιχείρησης χρησιμοποιούνται κάποια κριτήρια όπως είναι οι πωλήσεις, η παραγωγή, τα κέρδη και διάφορα άλλα. Κανένα όμως από αυτά τα κριτήρια δεν δίνουν απαντήσεις από μόνα τους αλλά μόνο αν συνδυαστούν μεταξύ τους. Για παράδειγμα, η αύξηση στα έσοδα των πωλήσεων είναι επιθυμητή, μόνο εάν έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση των κερδών. Η αύξηση των κερδών μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως κριτήριο προσδιορισμού της αποδοτικότητας μόνο εάν συσχετισθεί με το κεφάλαιο που επενδύθηκε προκειμένου να πραγματοποιηθούν αυτά τα κέρδη.

Οπότε, δημιουργήθηκε κάπως έτσι η ανάγκη να χρησιμοποιηθούν αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, οι οποίοι από την μια να αναφέρονται στις σχέσεις κερδών και απασχολούμενων κεφαλαίων και από την άλλη στις σχέσεις μεταξύ κερδών και απαιτήσεων.

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες.<sup>34</sup>

---

<sup>34</sup> [https://repository.kallipos.gr/bitstream/11419/3748/1/02\\_chapter\\_6.pdf](https://repository.kallipos.gr/bitstream/11419/3748/1/02_chapter_6.pdf)  
<https://www.tovima.gr/2008/11/24/archive/oi-10-simantikoterai-xrimatooikonomikoi-arithmodeiktes/>

## 1. Αριθμοδείκτες εκτίμησης της Γενικής Κερδοφορίας – Περιθωρίου κέρδους

- ✓ Αριθμοδείκτης περιθωρίου μεικτού (gross profit margin)
- ✓ Αριθμοδείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους
- ✓ Αριθμοδείκτης μικτού κέρδους προς κόστος πωλήσεων (mark – up)
- ✓ Αριθμοδείκτης λειτουργικών κερδών
- ✓ Αριθμοδείκτης συνολικού περιθωρίου λειτουργικών εξόδων (operating ratio)
- ✓ Αριθμοδείκτης ειδικού περιθωρίου λειτουργικών εξόδων

## 2. Συνολικής αποδοτικότητας (απόδοση επενδύσεων/ κεφαλαίων)

- ✓ Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (return on equity/ROE)
- ✓ Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας μετοχικού κεφαλαίου
- ✓ Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας επενδύσεων (Συνολικών κεφαλαίων) – (ROA)
- ✓ Αριθμοδείκτης καθαρής αποδοτικότητας επενδύσεων (Συνολικών κεφαλαίων) – (ROA\*)
- ✓ Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων (Return on capital employed – ROCE)

## 3. Χρηματιστηριακής αποδοτικότητας (αριθμοδείκτες επενδυτών).

Αυτοί εξετάζουν την επιχείρηση από την ιδιαίτερη οπτική ενός μετόχου ή ενός μελλοντικού εταίρου. Συνήθως, τείνουν να χρησιμοποιούνται για τις εταιρίες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

- ✓ Κέρδη ανά μετοχή (earnings per share)
- ✓ Αριθμοδείκτης τρέχουσας τιμής προς λογιστική αξία (price to book value ratio – P/BV)
- ✓ Αριθμοδείκτης τρέχουσας τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (price/ earnings ratio – P/E)
- ✓ Μέρισμα ανά μετοχή
- ✓ Αριθμοδείκτης μερισματικής απόδοσης (dividends yield)
- ✓ Αριθμοδείκτης διανεμόμενων κερδών (dividends payout)
- ✓ Αριθμοδείκτης χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης προς πωλήσεις (price to sales ratio – P/S)

- ✓ Αριθμοδείκτης τρέχουσας τιμής προς κέρδη (P/E) προς μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης των πωλήσεων (price to earnings – growth – PEG)
- ✓ Αριθμοδείκτης τρέχουσας τιμής προς ταμειακές ροές (price to cash flow ratio – P/CF)

Πιο συγκεκριμένα, στο δείγμα μας χρησιμοποιούμε τους πέντε παρακάτω αριθμοδείκτες.

### 1. Αριθμοδείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους

Αυτός ο αριθμοδείκτης χρησιμοποιείται για τη μέτρηση της συνολικής αποδοτικότητας της επιχείρησης συγκριτικά με τα συνολικά της έσοδα και έτσι είναι πολύ χρήσιμος για τους μετόχους της. Αυτό συμβαίνει γιατί εάν το καθαρό κέρδος της επιχείρησης δεν είναι αρκετό, η επιχείρηση δεν είναι σε θέση να πετύχει μια ικανοποιητική απόδοση της.

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει σε ποσοστό επί τις εκατό (%) τη σχέση που έχουν τα καθαρά κέρδη με τις πωλήσεις. Τα καθαρά κέρδη είναι τα κέρδη μετά τους φόρους και πριν τα μερίσματα των προνομιούχων και κοινών μετοχών.

**Τύπος:**

$$\text{Περιθώριο καθαρού κέρδους} = \frac{\text{καθαρό κέρδος}}{\text{πωλήσεις}}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση. Το περιθώριο καθαρού κέρδους πρέπει να συγκρίνεται με το περιθώριο μικτού κέρδους.

### 2. Αριθμοδείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει σε ποσοστό επί τις εκατό (%) το μικτό περιθώριο κέρδος με το οποίο η επιχείρηση πουλάει το παραγόμενο προϊόν, την αποτελεσματικότητα της εκμετάλλευσης και τον τρόπο που καθορίζεται η τιμή του προϊόντος από την επιχείρηση. Δηλαδή, ο αριθμοδείκτης αναφέρεται σε ποιον βαθμό οι τιμές πώλησης των προϊόντων ανά μονάδα μπορούν να μειωθούν χωρίς να υποστεί ζημιές η επιχείρηση. Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο αριθμοδείκτης, τόσο καλύτερη από άποψη κερδών είναι η θέση της επιχείρησης, γιατί μπορεί να αντιμετωπίσει χωρίς δυσκολία μια ενδεχόμενη αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων της. Ένας αριθμοδείκτης μικτού κέρδους δείχνει την ικανότητα της διοίκησης μιας επιχείρησης να

επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πουλάει σε υψηλές τιμές. Δείχνει δηλαδή τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης και την πολιτική των τιμών της.

**Τύπος:**

$$\text{Περιθώριο μικτού κέρδους} = \frac{\text{καθαρό κέρδος}}{\text{πωλήσεις}}$$

### **3. Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων**

Αυτός ο αριθμοδείκτης δείχνει πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί μια εταιρία τα κεφάλαιά της για να δημιουργήσει πρόσθετα έσοδα, δηλαδή κέρδη, και εκφράζεται σε ποσοστό επί τις εκατό (%).

Χρησιμοποιείται ως ένδειξη αποτελεσματικότητας μιας εταιρίας, δηλαδή πόσο κέρδος μπορεί να παράγει χρησιμοποιώντας τους διαθέσιμους πόρους που επενδύθηκαν από τους μετόχους της και τα αποθεματικά της.

Γενικά, ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ένας από τους πιο σημαντικούς αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της συνολικής απόδοσης της εταιρίας. Δεδομένου ότι ο κύριος στόχος της εταιρίας είναι να μεγιστοποιήσει τα κέρδη της, η αναλογία αυτή δείχνει το βαθμό επιτυγχάνεται αυτός ο πρωταρχικός στόχος των επιχειρήσεων.

**Τύπος:**

$$\text{Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{καθαρό κέρδος}}{\text{ιδία κεφάλαια}}$$

### **4. Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας επενδύσεων (Συνολικών κεφαλαίων)**

Κάθε επιχείρηση έχει ως πρωταρχικό στόχο να γίνονται επενδύσεις και να είναι ικανοποιητική η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων. Έτσι, η απόδοση των συνολικών κεφαλαίων χρησιμοποιείται ως μέτρο της επιτυχίας μιας επιχείρησης κατά την πραγματοποίηση αυτού του στόχου. Αυτός ο αριθμοδείκτης μας δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να αξιοποιεί τα συνολικά κεφάλαια και να παράγει από αυτά καθαρά κέρδη και εκφράζεται σε ποσοστό επί τις εκατό (%).

Η απόδοση των επενδύσεων η οποία συνδέει τα καθαρά έσοδα με το σύνολο των κεφαλαίων (σύνολο ενεργητικού), προσφέρει ένα πρότυπο για την αξιολόγηση της αποτελεσματικής χρήσης του μέσου όρου διαθέσιμων που επενδύονται στο ενεργητικό μιας επιχείρησης από τη διοίκηση. Αύξηση της απόδοσης των επενδύσεων σημαίνει μεγαλύτερη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων.

**Τύπος:**

$$\text{Αποδοτικότητα επενδύσεων} = \frac{\text{κέρδη προ φόρων και τόκων (ΚΠΦΤ)}}{\text{σύνολο περιουσιακών στοιχείων}}$$

### **5. Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού**

Αυτός ο αριθμοδείκτης μετρά την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης και επιτρέπει την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας της. Φανερώνει την ικανότητά της να μπορεί να επιζήσει οικονομικά και να προσελκύσει κεφάλαια που προσφέρονται για επένδυση, «ανταμείβοντάς» τα ανάλογα και εκφράζεται επί τις εκατό (%).

**Τύπος:**

$$\text{Αποδοτικότητα ενεργητικού} = \frac{\text{καθαρά κέρδη}}{\text{σύνολο ενεργητικού}}$$

### **7.3. Ανάλυση αριθμοδεικτών των τεσσάρων συγχωνεύσεων και εξαγορών**

Παρακάτω αναλύονται οι πέντε παραπάνω αριθμοδείκτες για τις τέσσερις επιχειρήσεις από τις οποίες αποτελείται το δείγμα μας.<sup>35</sup> Η ανάλυση θα γίνει για τέσσερα έτη, το έτος που ανακοινώθηκε η συγχώνευση - εξαγορά, ένα έτος πριν και δύο έτη μετά. Οι

---

<sup>35</sup> <http://www.helex.gr/el/>  
[http://www.bitros.gr/index.php?option=com\\_content&task=view&id=39&Itemid=227](http://www.bitros.gr/index.php?option=com_content&task=view&id=39&Itemid=227)  
<http://www.halcor.com/103/el/Etisiou-apologismoj/>  
<https://www.mytilineos.gr/el-gr/financial-results/download-files?year=2015>

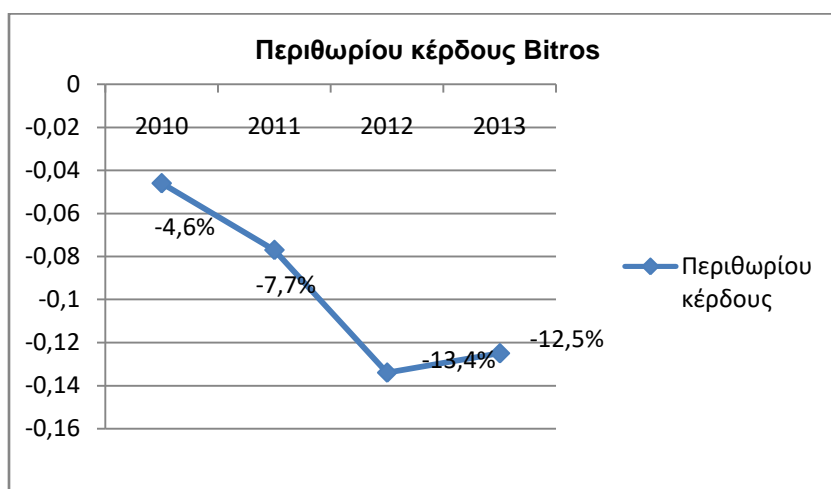
επιχειρήσεις θα μελετηθούν ανά δύο σύμφωνα με την κατηγοριοποίησή τους με βάση τον τρόπο πληρωμής του τιμήματος.

### 7.3.1. Ανάλυση αριθμοδεικτών της Bitros Steel SA και της Elval Hellenic Aluminium που χρησιμοποίησαν μετρητά

Στην περίπτωση της εταιρίας Elval, εκτός από τα δύο έτη μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας 2011 και 2012, θα πάρουμε δύο επιπλέον έτη. Πιο συγκεκριμένα, το 2013 όπου ολοκληρώθηκε η συμφωνία και το 2014 ένα έτος μετά την ολοκλήρωση. Στα συμπεράσματα θα λάβουμε υπόψη μας μόνο τα δύο έτη μετά την ανακοίνωση.

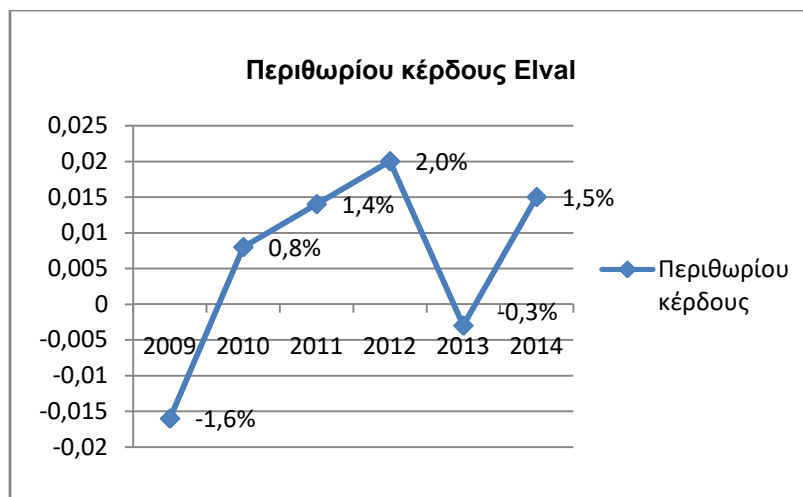
#### Δείκτης περιθωρίου κέρδους

Πίνακας 16. Δείκτης περιθωρίου κέρδους Bitros



Στην εταιρία Bitros παρατηρούμε πως ο δείκτης περιθωρίου κέρδους παρουσιάζει πτωτική πορεία. Πιο συγκεκριμένα, το 2010 είναι -4,6%, το 2011 -7,7% ενώ το 2012 φτάνει το -13,4%. Το 2013 παρουσιάζει μια μικρή βελτίωση 0,9 μονάδων, αγγίζοντας το -12,5%. Αυτή η πτώση του δείκτη οφείλεται στην πτώση των καθαρών κερδών της επιχείρησης. Το 2010 τα καθαρά κέρδη της εταιρίας ήταν -5.413.526€, το 2011 ήταν -7.316.883€, το 2012 έφτασαν τα -10.848.923€ και το 2013 τα -9.732.053, δηλαδή η επιχείρηση καμία από τις παραπάνω χρονιές δεν είχε κέρδος.

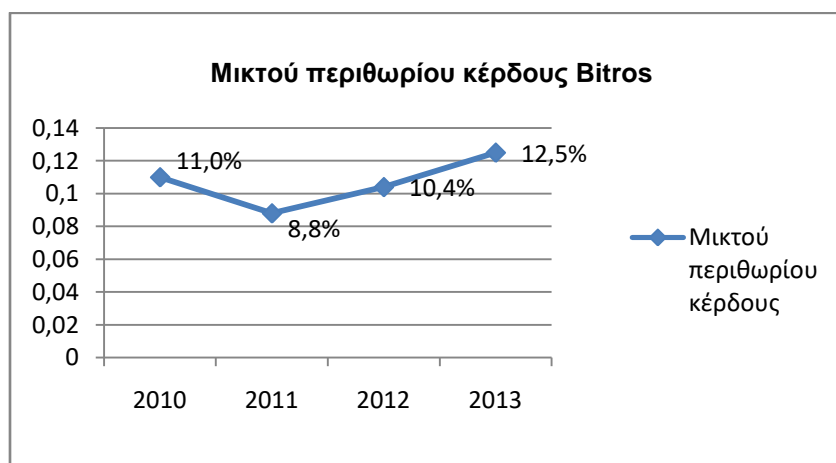
**Πίνακας 17. Δείκτης περιθωρίου κέρδους Eival**



Όσον αφορά την Eival, ο δείκτης περιθωρίου κέρδους παρουσιάζει μια αύξηση, ξεκινώντας το 2009 με -1,6% και καταλήγοντας το 2012 να έχει θετική τιμή αγγίζοντας το 2%. Το 2013 που έγινε και η ολοκλήρωση της εξαγοράς παρατηρούμε μια πτώση του δείκτη στο -0,3% ενώ ένα χρόνο αργότερα ο δείκτης παρουσίασε αύξηση κατά 1,8 μονάδες αγγίζοντας το 1,5%. Συνεπώς, η εταιρία μετά την ανακοίνωση φαίνεται να είναι επικερδής, γεγονός που συμβαίνει και μετά την ολοκλήρωση.

### **Δείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους**

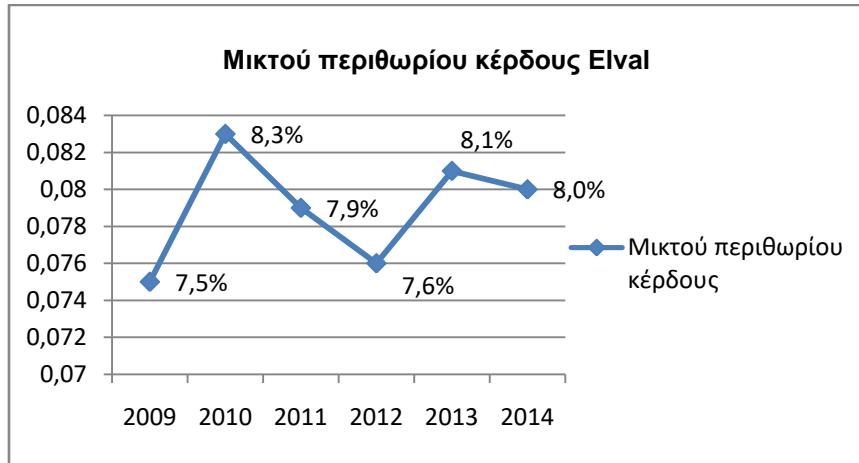
**Πίνακας 18. Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους Bitros**



Ο δείκτης αυτός παρουσιάζει ανοδική τάση με μία μικρή πτώση το 2011 τη χρονιά που ανακοινώθηκε και ολοκληρώθηκε η συγχώνευση. Το 2010 ο δείκτης είχε τιμή 11%, το 2011 μειώθηκε στο 8,8%, το 2012 αυξήθηκε στο 10,4% και το 2013 έφτασε το 12,5%. Η μείωση του μικτού κέρδους τη χρονιά της συγχώνευσης μπορεί να οφείλεται είτε σε

μείωση της τιμής πώλησης των εμπορευμάτων χωρίς αντίστοιχη μείωση του κόστους των πωληθέντων αγαθών, είτε σε αύξηση του κόστους των πωληθέντων των προϊόντων χωρίς καμία αύξηση στην τιμή της πώλησης.

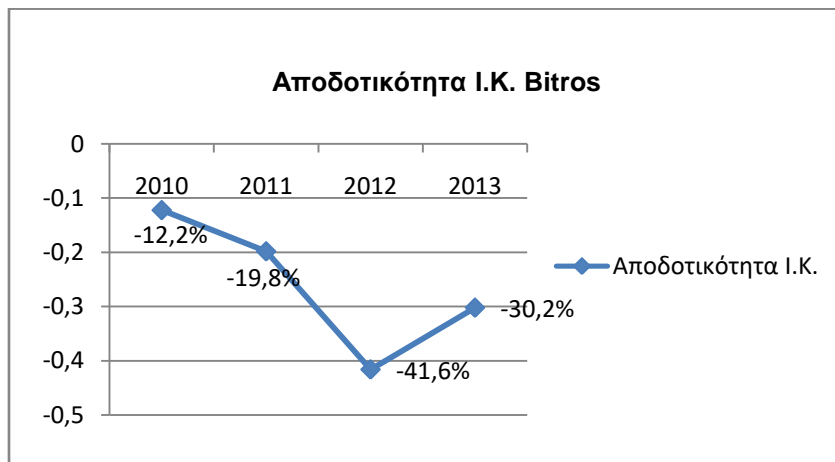
**Πίνακας 19. Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους Eival**



Στην περίπτωση της Eival ο δείκτης παρουσιάζει μια μικτή τάση καθώς το 2009 βρίσκεται στο 7,5%, το 2010 αυξάνεται και φτάνει το 8,3%, το 2011 πέφτει στο 7,9%, το 2012 είναι στο 7,6%, το 2013 αυξάνεται πάλι και φτάνει το 8,1% ενώ το 2014 είναι στο 8%. Συνεπώς, παρατηρούμε πως δύο χρόνια μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας ο δείκτης έχει πτωτική πορεία, όπου γίνεται πάλι ανοδική όταν πραγματοποιείται η ολοκλήρωση της συμφωνίας.

### Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων

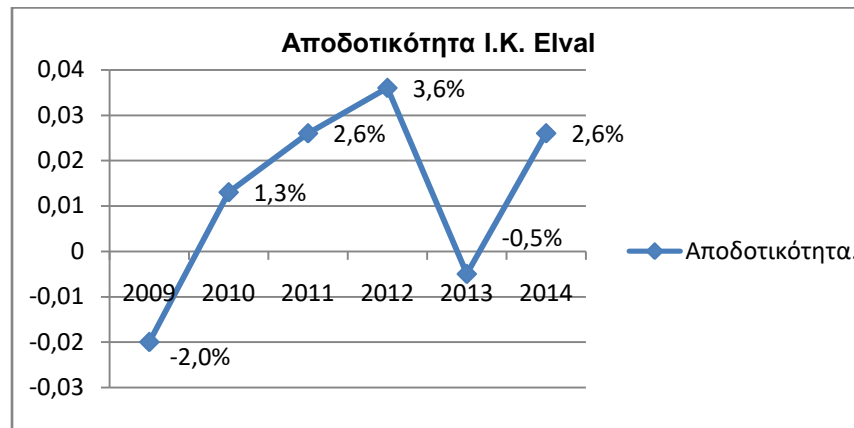
**Πίνακας 20. Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων Bitros**





Παρατηρούμε πως αυτός ο αριθμοδείκτης στην εταιρία Bitros παρουσιάζει πτωτική πορεία με αρνητικές τιμές φτάνοντας το κατώτατο σημείο το 2012 με τιμή -41,6%, υποδηλώνοντας πως δεν υπήρξε και πολύ ικανοποιητικό αποτέλεσμα από τη χρήση των κεφαλαίων των μετόχων της ίδιας της επιχείρησης έως και το 2013. Μόνο που εκείνη τη χρονιά παρουσίασε μια μικρή βελτίωση 11,4 μονάδων, συνεχίζοντας να έχει αρνητική τιμή.

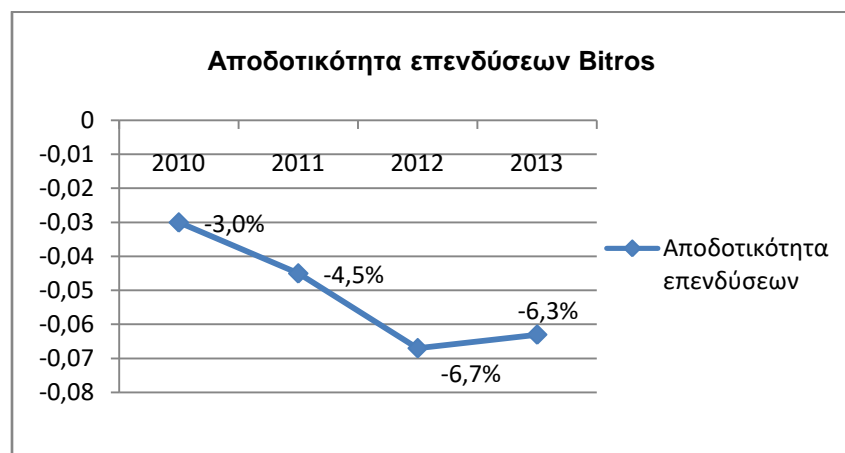
**Πίνακας 21. Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων Eival**



Στην εταιρία Eival ο δείκτης παρουσιάζει ανοδική πορεία, ξεκινώντας το 2009 με -2%, φτάνοντας το 2012 στο 3,6%. Όμως τη χρονιά ολοκλήρωσης της εξαγοράς το 2013, παρατηρούμε την πτώση του δείκτη στο -0,5% και την αύξηση του στο 2,6% το 2014. Ο χαμηλός δείκτης το 2013 είναι επακόλουθο των μετρητών που έδωσε ώστε να αποκτήσει την Eival Colour SA.

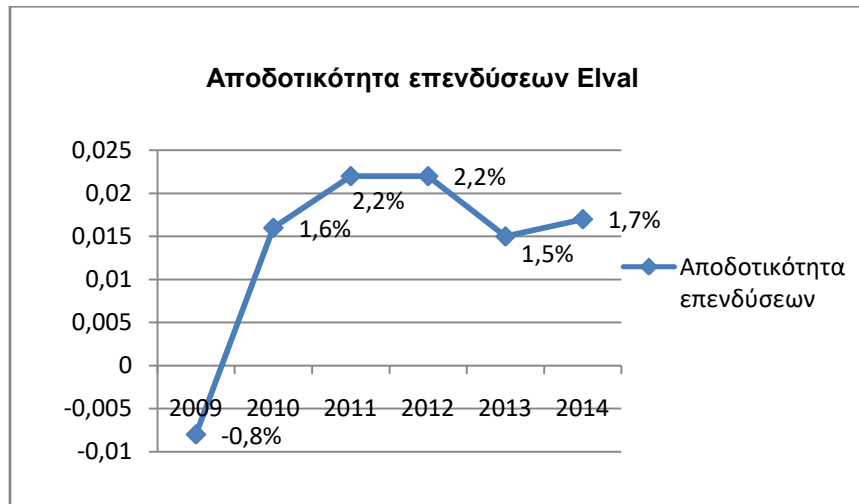
### Αποδοτικότητα επενδύσεων

**Πίνακας 22. Δείκτης αποδοτικότητας επενδύσεων Bitros**



Στην εταιρία Bitros ο δείκτης αποδοτικότητας επενδύσεων και για τα τέσσερα έτη παρουσιάζει πτωτική πορεία έχοντας αρνητικές τιμές. Αυτό σημαίνει πως η επιχείρηση δεν χρησιμοποιεί σωστά τα κεφάλαια της, ανεξάρτητα την πηγή απόδοσή τους, ώστε να είναι αποδοτική.

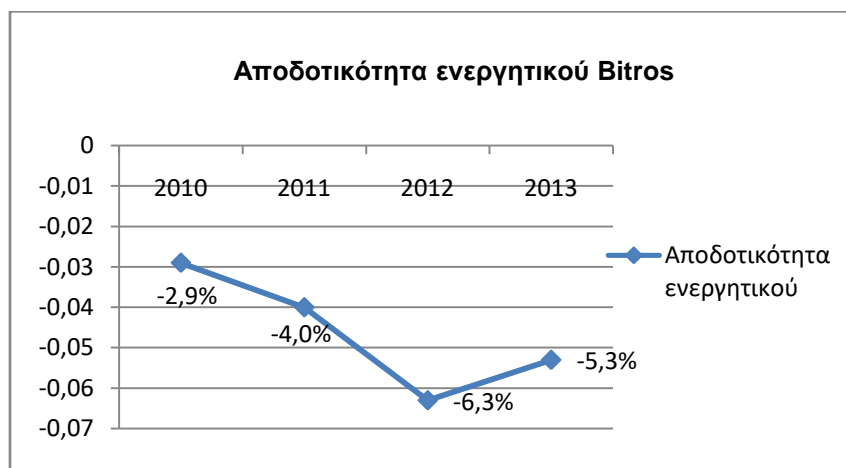
**Πίνακας 23. Δείκτης αποδοτικότητας επενδύσεων Eival**



Από την άλλη πλευρά, ο δείκτης στην εταιρία Eival φαίνεται να έχει μια ανοδική πορεία. Το 2009 έχει αρνητική τιμή -0,8%, το 2010 παρουσιάζει θετική τιμή 1,6%, το 2011 φτάνει το 2,2%, το 2012 παραμένει σταθερή στο 2,2%, το 2013 παρουσιάζει μια μικρή πτώση στο 1,5% και το 2014 ανεβαίνει στο 1,7%. Μια αύξηση της απόδοσης των επενδύσεων σημαίνει αυτόματα μεγαλύτερη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, γεγονός που επιβεβαιώνεται από τον πίνακα 21.

### Αποδοτικότητα ενεργητικού

**Πίνακας 24. Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού Bitros**



Παρατηρούμε πως και ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού στην εταιρία Bitros έχει πτωτική πορεία με μια πολύ μικρή βελτίωση το 2013. Ξεκινάει με τιμή -2,9% το 2010, το 2012 φτάνει στο -6,3% και το 2014 αυξάνεται κατά 1 μονάδα φτάνοντας το -5,3%. Η εξήγηση της πορείας του δείκτη δικαιολογείται από τις μεταβολές των λογαριασμών που αποτελούν τον δείκτη. Έτσι, μπορούμε να δούμε ότι το 2010 τα καθαρά κέρδη ανέρχονται στο ποσό των -5.413.526€, το 2011 είναι -7.316.883€, το 2012 είναι -10.848.923€ και το 2013 φτάνουν τα -9.732.053€. Το σύνολο του ενεργητικού από την άλλη, είναι 186.618.181€, 182.537.446€, 179.184.228€ και 182.356.640€ αντίστοιχα. Δηλαδή, το ενεργητικό παραμένει σχεδόν σταθερό.

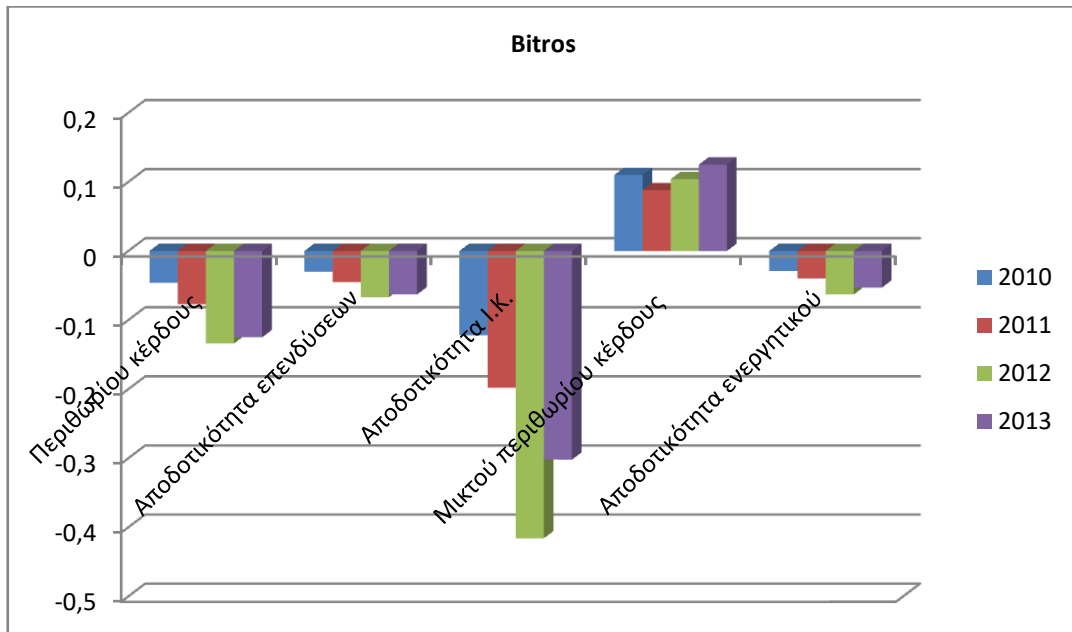
**Πίνακας 25. Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού Eival**



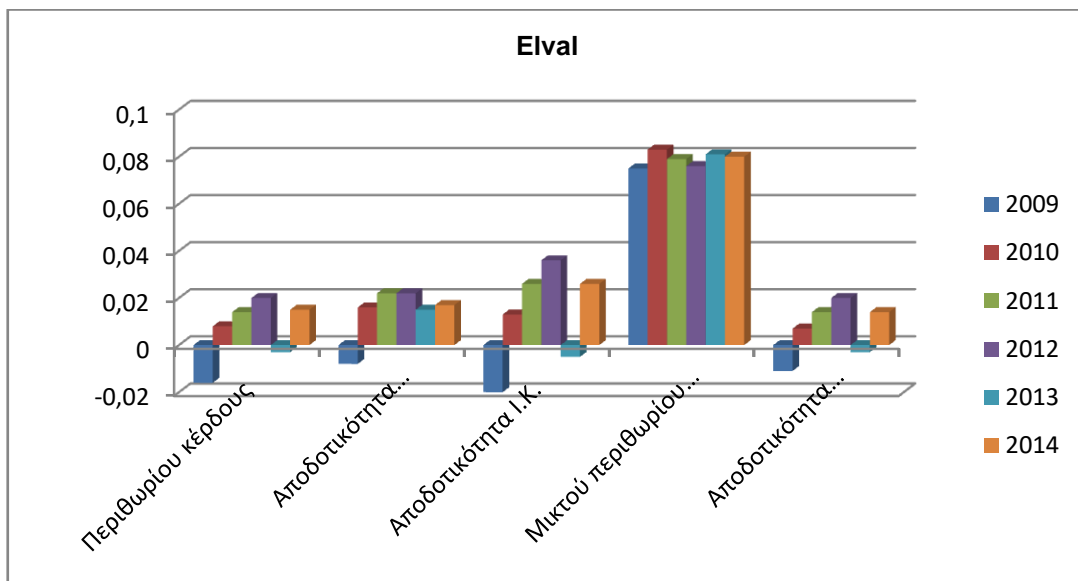
Στην εταιρία Eival ο δείκτης αυξάνεται με το πέρασμα του χρόνου παρουσιάζοντας μια μικρή πτώση την περίοδο ολοκλήρωσης της συμφωνίας. Ξεκινάει με αρνητική τιμή -1,1% το 2009, παίρνει θετική τιμή 0,7% το 2010, το 2011 φτάνει στο 1,4%, το 2012 είναι στο 2% και το 2013 πέφτει στο -0,3%, παίρνοντας πάλι θετική τιμή το 2014 με 1,4%. Αυτό συμβαίνει γιατί το κέρδος της εταιρίας το 2009 ήταν αρνητικό, δηλαδή η εταιρία εκείνη τη χρονιά παρουσίασε ζημία ενώ από το 2010 χρονιά ανακοίνωσης έως το 2012 που παρατηρούμε αύξηση του δείκτη, το κέρδος ήταν θετικό. Το 2013 το κέρδος της ήταν αρνητικό γεγονός που οφείλεται στο ότι έδωσε χρήματα για την συμφωνία και το 2014 που είχε ενοποιηθεί με την Eival Colour SA το κέρδος της αυξήθηκε και έτσι παρατηρούμε και αύξηση του αριθμοδείκτη. Το ενεργητικό της όλες αυτές τις χρονιές παρουσιάζει μια σταθερότητα.

**Παρουσίαση και των πέντε δεικτών για κάθε μια από τις δύο επιχειρήσεις**

**Πίνακας 26. Παρουσίαση όλων των δεικτών για όλες τις χρονιές της Bitros**



**Πίνακας 27. Παρουσίαση όλων των δεικτών για όλες τις χρονιές της Elval**



Συνεπώς, από την παραπάνω ανάλυση παρατηρούμε πως γενικά η αποδοτικότητα της εταιρίας Bitros μειώνεται από το 2010 έως το 2013 με μία μικρή βελτίωση το 2013, συνεχίζοντας όμως να έχει αρνητικές τιμές. Τα κέρδη της μειώνονται μεταξύ του 2010 με 2012 παρουσιάζοντας μικρή βελτίωση το 2013, γεγονός που μπορεί να οφείλεται στο ότι έχουν περάσει δύο χρόνια από τότε που έγινε η συγχώνευση και πιθανό να έχουν αρχίσει να φαίνονται τα πρώτα σημάδια βελτίωσης. Επίσης, οι πωλήσεις έχουν

καθοδική πορεία ενώ το ενεργητικό παρουσιάζει και αυτό μια πτώση με εξαίρεση το 2013. Συνεπώς, η επιχείρηση για εκείνες τις χρονιές δεν είναι επικερδής, όμως το 2013 δύο χρόνια μετά την ανακοίνωση και την συγχώνευση παρατηρούμε πως οι δείκτες παρουσιάζουν μια μικρή βελτίωση, γεγονός που σημαίνει πως η επιχείρηση αρχίζει να είναι πιο αποδοτική.

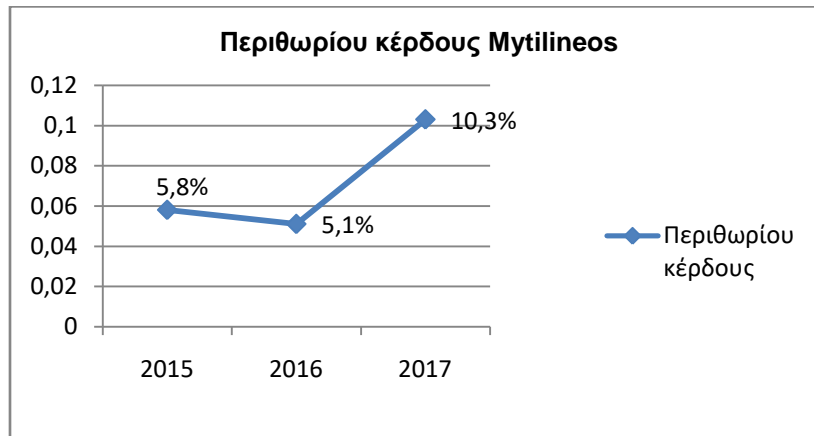
Από την άλλη πλευρά, η εταιρία Elval, δύο χρόνια μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας παρουσιάζει αύξηση της αποδοτικότητας. Εδώ η επιχείρηση παρουσιάζει αύξηση των καθαρών κερδών της, των πωλήσεων καθώς και του ενεργητικού της. Συγκεκριμένα παρατηρούμε πως το 2010 όπου ανακοινώθηκε η πρόταση συμφωνίας η εταιρία παρουσιάζει θετικούς αριθμοδείκτες με ανοδική πορεία, ενώ το 2013 που πραγματοποιήθηκε η συμφωνία, οι δείκτες παρουσίασαν μια πτώση όπου κράτησε μόνο εκείνη τη χρονιά. Αυτό δικαιολογείται από το γεγονός ότι η επιχείρηση «έχασε» χρήματα από το ταμείο της προκειμένου να πραγματοποιήσει τη συμφωνία.

### **7.3.2. Ανάλυση αριθμοδεικτών της Mytilineos Holdings SA και της Halcor SA**

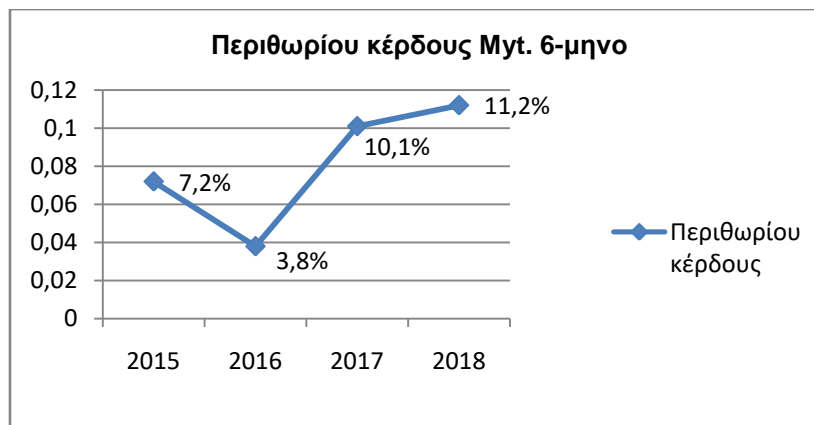
Στην περίπτωση της επιχείρησης Μυτιληναίος παρουσιάζονται δύο αναλύσεις αριθμοδεικτών. Η μία γίνεται με βάση τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις για τα έτη 2015, 2016 και 2017 και η άλλη γίνεται με βάση τις οικονομικές καταστάσεις του πρώτου εξαμήνου κάθε έτους για τα έτη 2015, 2016, 2017 και 2018. Αυτό συμβαίνει γιατί η ανακοίνωση έγινε το 2017 και εμείς θέλουμε να μελετήσουμε τα αποτελέσματα που εμφανίζονται δύο χρόνια μετά την συμφωνία. Στα συμπεράσματα θα λάβουμε υπόψη τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, καθώς για όλες τις εταιρίες έχουμε αναλύσει τους αριθμοδείκτες με βάση τις ετήσιες οικονομικές τους καταστάσεις τους.

## Δείκτης περιθωρίου κέρδους

Πίνακας 28. Δείκτης περιθωρίου κέρδους Mytilineos (ετήσιο)

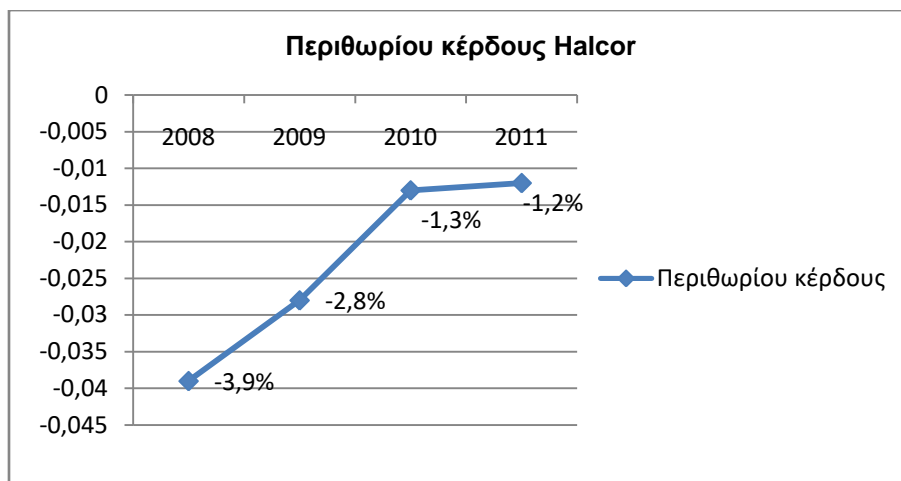


Πίνακας 29. Δείκτης περιθωρίου κέρδους Mytilineos (6μηνο)



Με βάση τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της Μυτιληναίος παρατηρούμε πως ο δείκτης περιθωρίου κέρδους παρουσιάζει θετικές τιμές και τις τρεις χρονιές με μικρή πτώση το 2016 όπου έγινε και η ανακοίνωση της συγχώνευσης. Με βάση τις 6μηνες οικονομικές καταστάσεις παρατηρούμε πως γενικά ο δείκτης έχει ανοδική πορεία με μια πτωτική πορεία το 2016. Επομένως, ο δείκτης περιθωρίου κέρδους μας δείχνει πως η επιχείρηση έχει κέρδος όλες τις χρονιές.

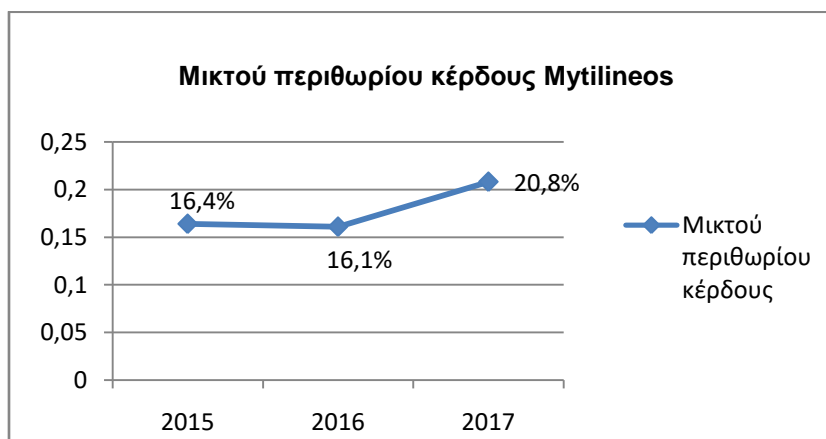
Πίνακας 30. Δείκτης περιθωρίου κέρδους Halcor



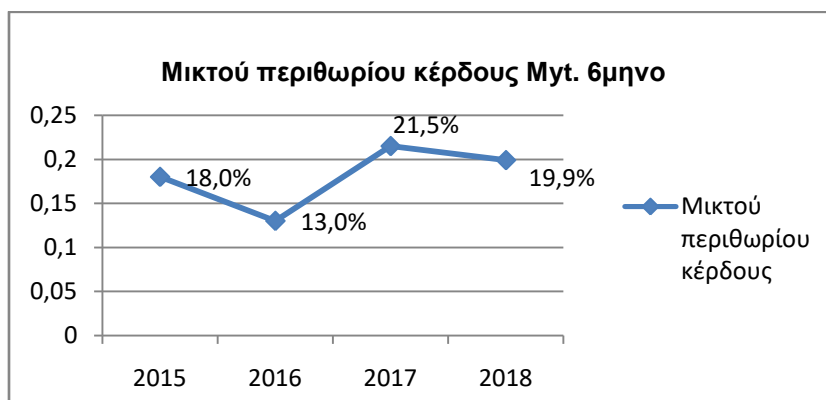
Και στην Halcor ο δείκτης παρουσιάζει ανοδική πορεία αλλά με αρνητικές τιμές. Ξεκινάει το 2008 με τιμή -3,9% και το 2011 φτάνει το -1,2%. Βλέπουμε ότι μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας ο δείκτης συνεχίζει να αυξάνεται. Ωστόσο, η επιχείρηση αυτά τα τέσσερα έτη παρουσιάζει ζημιές.

### Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους

Πίνακας 31. Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους Mytilineos (ετήσιο)

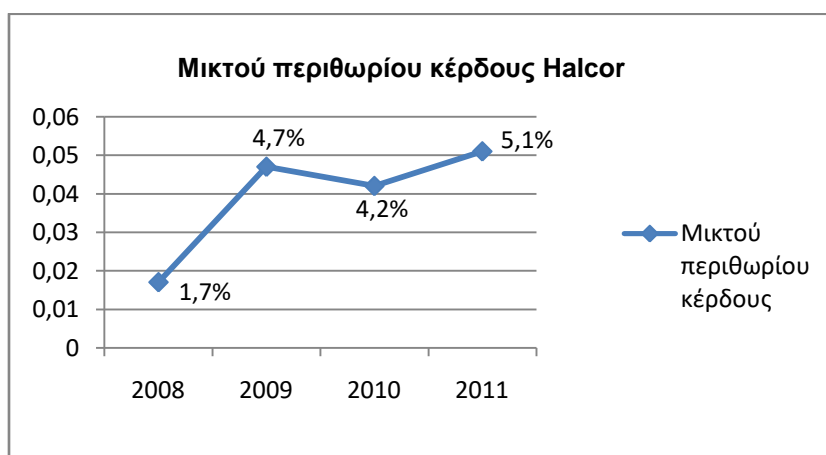


Πίνακας 32. Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους Mytilineos (6μηνο)



Στην πρώτη ανάλυση παρατηρούμε ότι αυτός ο δείκτης παρουσιάζει μια ανοδική πορεία με μία ελάχιστη μείωση το 2016, όπου από το 16,4% μειώθηκε στο 16,1%. Το 2017 όμως, ένα έτος μετά την ανακοίνωση το οποίο συμπίπτει και με την ολοκλήρωση της συμφωνίας, αυξήθηκε στο 20,08%. Στην δεύτερη ανάλυση παρατηρούμε πως το 2018 ο δείκτης είχε πάλι μία μικρή πτώση. Και αυτός ο αριθμοδείκτης μας δείχνει πως από άποψη κερδών η επιχείρηση πηγαίνει καλά και έχει κέρδος.

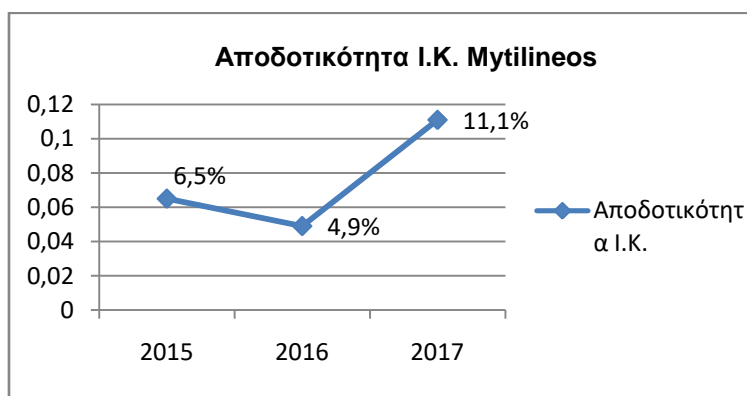
**Πίνακας 33. Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους Halcor**



Παρατηρούμε πως αυτός ο δείκτης στην Halcor παρουσιάζει μια ανοδική πορεία με μία μικρή πτώση το 2010 στο 4,2%, δηλαδή 0,5 μονάδες από την προηγούμενη χρονιά, ενώ το 2011 φτάνει στο 5,1%. Αυτό σημαίνει πως η επιχείρηση από το 2009 έως και το 2011 αρχίζει να παρουσιάζει βελτίωση στις τιμές, κάτι που υποδηλώνει ανάκαμψη.

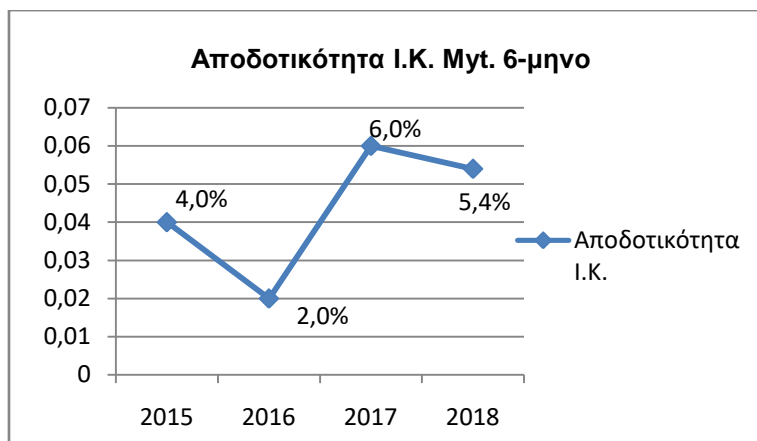
### **Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων**

**Πίνακας 34. Δείκτης αποδοτικότητας Ι.Κ. Mytilineos (ετήσιο)**



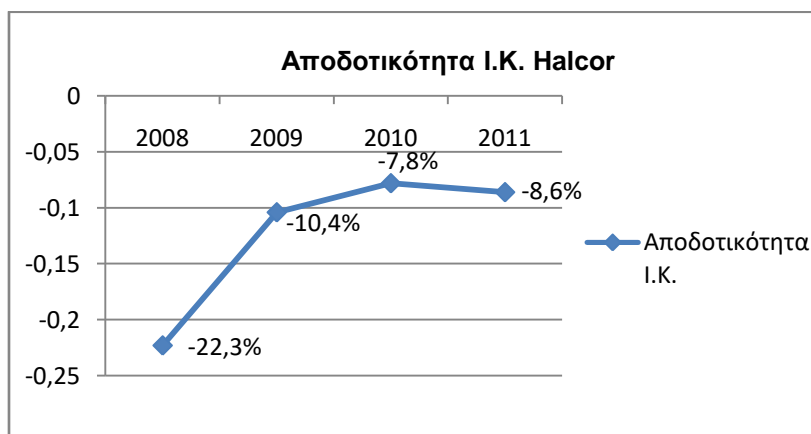


Πίνακας 35. Δείκτης αποδοτικότητας Ι.Κ. Mytilineos (6μηνο)



Εξετάζοντας τον δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων στην Μυτιληναίος παρατηρούμε πως σε όλα τα έτη παρουσιάζει θετικές τιμές με ανοδική πορεία με μια μικρή πτώση το 2016, όπου με βάση τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, έπεσε στο 4,9% από το 6,5% που ήταν την προηγούμενη χρονιά. Το 2017, όμως, αυξήθηκε κατά 6,2 μονάδες, αγγίζοντας το 11,1%. Η χαμηλή τιμή που είχε το 2016 υποδηλώνει πως δεν υπήρξε και πολύ ικανοποιητικό αποτέλεσμα από τη χρήση των κεφαλαίων των μετόχων της ίδιας της επιχείρησης, αντίθετα η αύξηση της τιμής του το 2017 όπου ολοκληρώθηκε η συμφωνία υποδηλώνει πως η επιχείρηση χρησιμοποίησε αποτελεσματικά τα ίδια της κεφάλαια.

Πίνακας 36. Δείκτης αποδοτικότητας Ι.Κ. Halcor

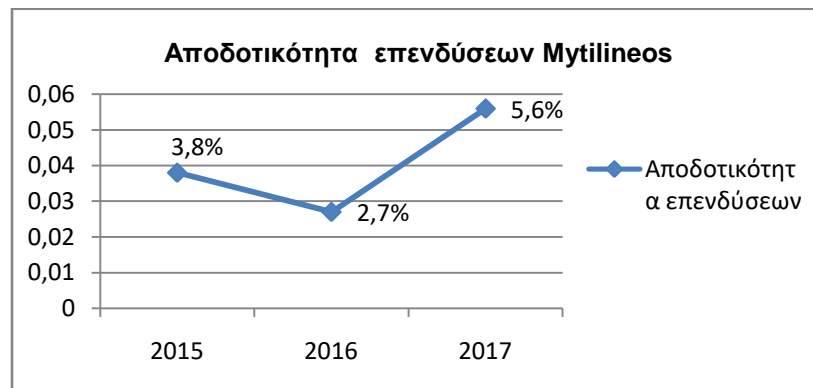


Στην περίπτωση της Halcor παρατηρούμε πως ο δείκτης αυτός έχει συνεχώς αρνητικές τιμές αλλά βελτιώνεται με το πέρασμα των χρόνων παρουσιάζοντας μια πολύ μικρή πτώση το 2011. Πιο συγκεκριμένα, το 2008 βρίσκεται στο -22%, το 2009 αυξάνεται κατά 11,9 μονάδες και φτάνει το -10,4%, το 2010 έχει τιμή -7,8 % ενώ το 2011 παρουσιάζει μία μικρή πτώση 0,8 μονάδων αγγίζοντας το -8,3%. Συνεπώς,

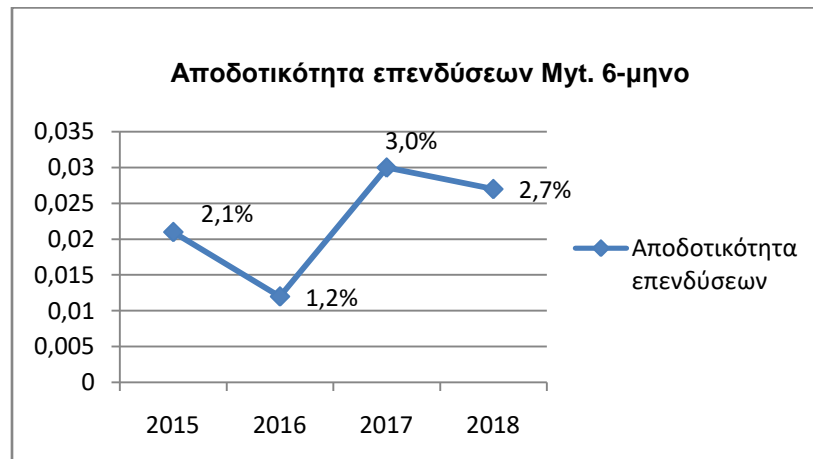
συμπεράνουμε πως η επιχείρηση δεν χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τα ίδια της κεφάλαια, όμως παρουσιάζει μια μικρή βελτίωση χρόνο με το χρόνο. Επειδή η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων εξαρτάται και από την απόδοση του ενεργητικού, μια αύξηση της απόδοσης του ενεργητικού, συνεπάγεται και αύξηση της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων και αντίστροφα, γεγονός που επιβεβαιώνεται από τον πίνακα 42.

### Αποδοτικότητα επενδύσεων

Πίνακας 37. Δείκτης αποδοτικότητας επενδύσεων Mytilineos (ετήσιο)

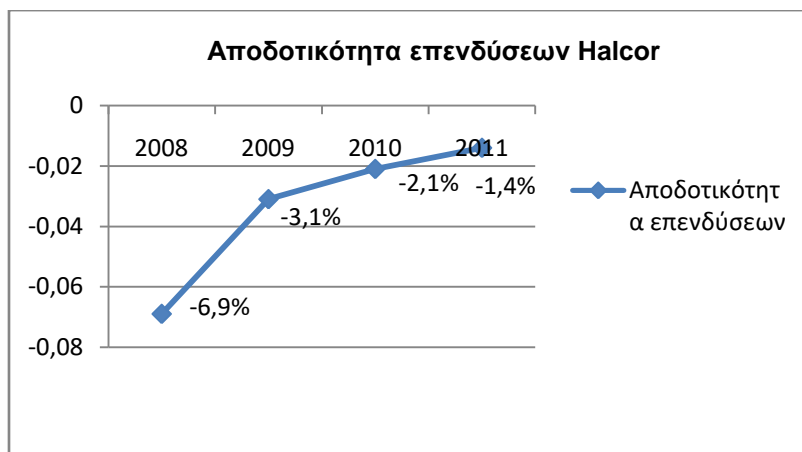


Πίνακας 38. Δείκτης αποδοτικότητας επενδύσεων Mytilineos (6μηνο)



Παρατηρούμε πως ο δείκτης αποδοτικότητας επενδύσεων έχει θετικές τιμές και στις δύο αναλύσεις. Παρατηρώντας την πρώτη ανάλυση, βλέπουμε πως το 2015 έχει τιμή 3,8%, το 2016 πέφτει στο 2,7% και το 2017 ανεβαίνει στο 5,6%. Όσο μεγαλύτερο είναι ο δείκτης, τόσο καλύτερα είναι για την επιχείρηση. Ένας υψηλός δείκτης μας παρέχει ένδειξη ότι η επιχείρηση βαδίζει σωστά.

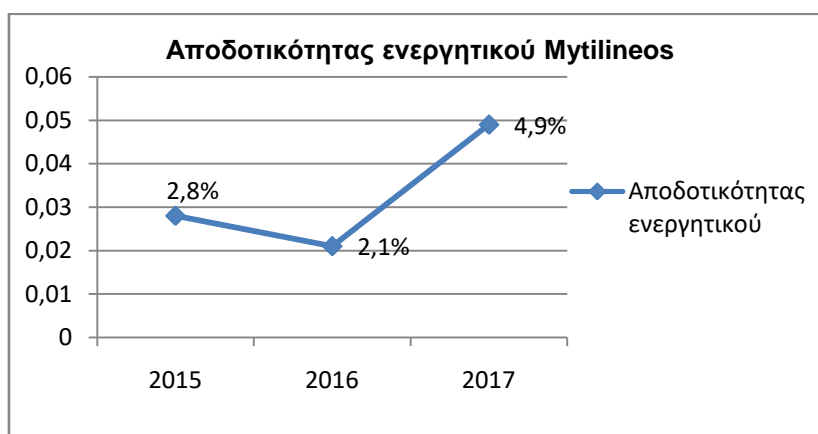
**Πίνακας 39. Δείκτης αποδοτικότητας επενδύσεων Halcor**



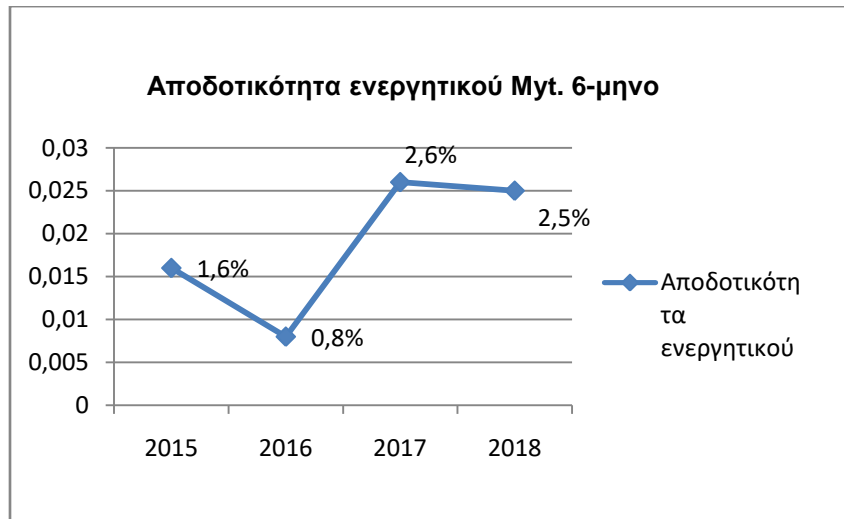
Ο αριθμοδείκτης αυτός στην Halcor παρουσιάζει ανοδική πορεία με αρνητικές τιμές. Ξεκινάει το 2008 από το -6,9%, το 2010 φτάνει στο -2,1% και το 2011 παρουσιάζει μια πολύ μικρή πτώση στο -1,4%. Αυτός ο δείκτης λοιπόν, μας δείχνει πως η επιχείρηση δεν χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τα ίδια και ξένα κεφάλαια της μιας και έχει αρνητικές τιμές αλλά ωστόσο παρουσιάζει βελτίωση. Δηλαδή, η επιχείρηση δεν παράγει κέρδη από τα συνολικά της κεφάλαια και αυτό φαίνεται γιατί και στα τέσσερα αυτά έτη παρουσιάζει ζημία. Πιο συγκεκριμένα, το 2008 τα κέρδη της έχουν αρνητικές τιμές και είναι -47.646.830€ και το 2011 είναι -14.629.272€.

### Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού

**Πίνακας 40. Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού Mytilineos (ετήσιο)**



**Πίνακας 41. Δείκτης αποδοτικότητας Mytilineos (6μηνο)**



Ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού, όπως και οι υπόλοιποι δείκτες στην μελέτη της Μυτιληναίος, παρουσιάζει ανοδική πορεία με μία μικρή πτώση το 2016 από το 2,8% στο 2,1% όπου το 2017 φτάνει το 4,9%. Αυτό δείχνει πως η επιχείρηση έχει την ικανότητα να χρησιμοποιεί τους πόρους της ώστε να παράγει καθαρά κέρδη.

**Πίνακας 42. Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού Halcor**

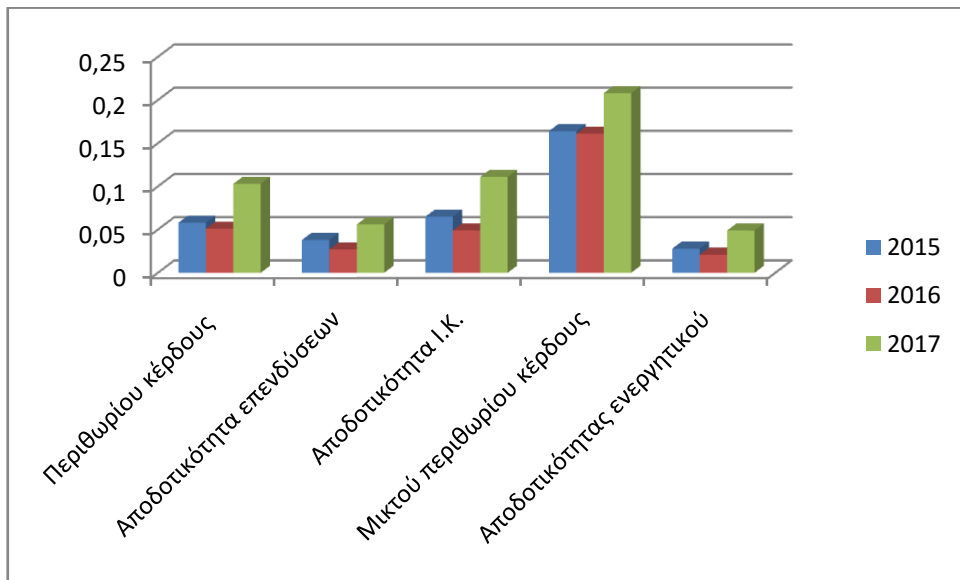


Στην Halcor ο δείκτης αυτός έχει ανοδική πορεία με αρνητικές τιμές. Ξεκινάει το 2008 με -5,8% και την επόμενη χρονιά παρουσιάζει αύξηση 3,1 μονάδων φτάνοντας το -2,7%. Το 2010 βρίσκεται στο -1,6% ενώ το 2011 παρουσιάζει μια αμελητέα πτώση 0,2 μονάδων. Ο δείκτης αυτός μας δείχνει πως η επιχείρηση δεν χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τα περιουσιακά της στοιχεία και δεν παράγει καθαρά κέρδη γεγονός

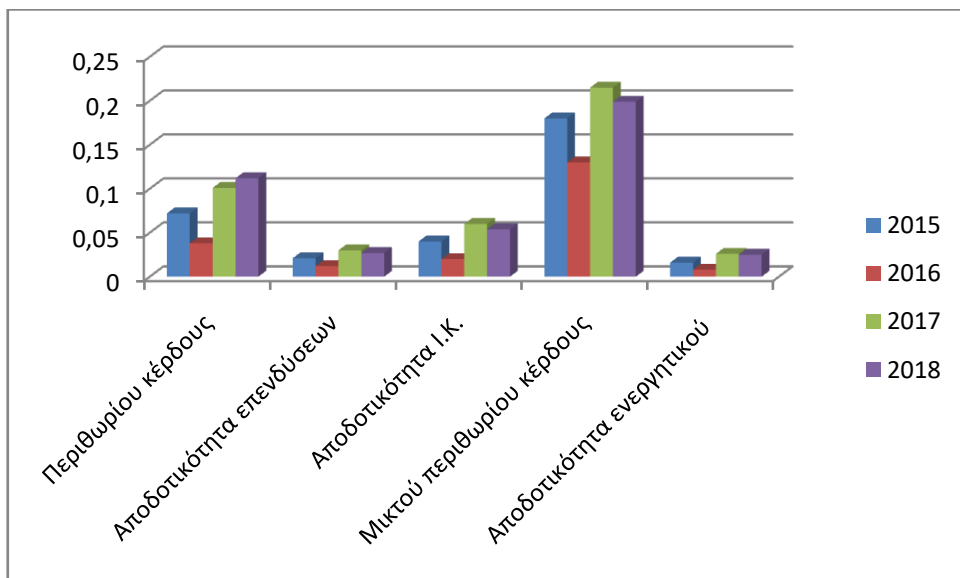
που επιβεβαιώνεται από τα καθαρά της κέρδη που έχουν αρνητικές τιμές. Ωστόσο χρόνο με το χρόνο βελτιώνεται και έχει ανοδική πορεία.

**Παρουσίαση και των πέντε δεικτών για κάθε μια από τις δυο επιχειρήσεις**

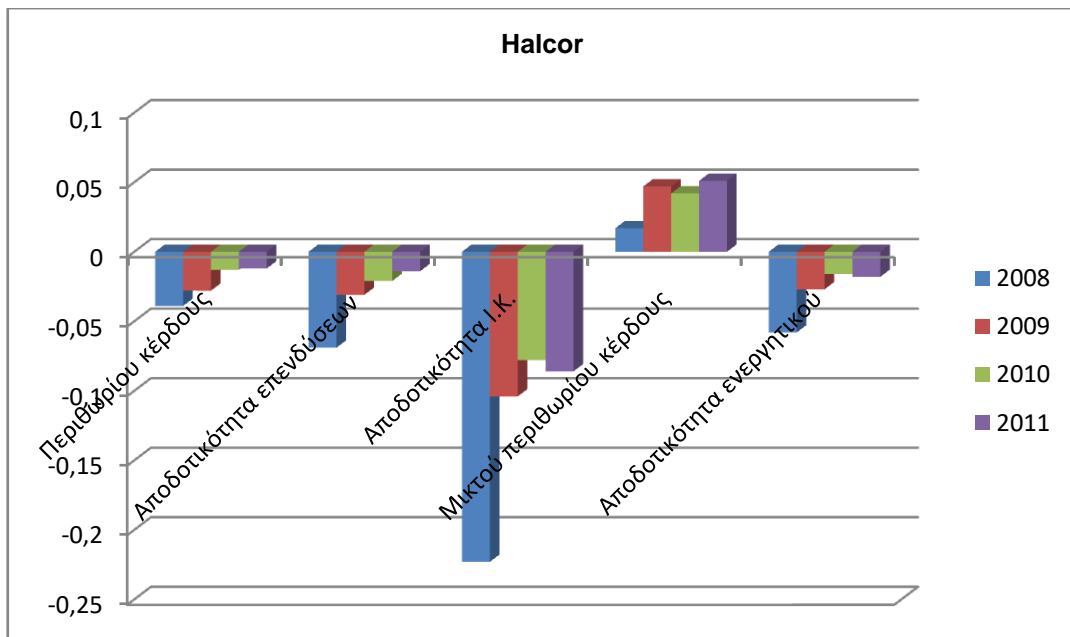
**Πίνακας 43. Παρουσίαση όλων των δεικτών για όλες τις χρονιές της Mytilineos (ετήσιο)**



**Πίνακας 44. Παρουσίαση όλων των δεικτών για όλες τις χρονιές της Mytilineos (6μηνο)**



**Πίνακας 45. Παρουσίαση όλων των δεικτών για όλες τις χρονιές της Halcor**



Σύμφωνα με την παραπάνω ανάλυση και λαμβάνοντας υπόψη τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις για την εταιρία Μυτιληναίος, παρατηρούμε πως η αποδοτικότητα της επιχείρησης αυξήθηκε από το 2015 έως και το 2017, παρουσιάζοντας μια πολύ μικρή πτώση το 2016, χρονιά που συμπίπτει και με την περίοδο ανακοίνωσης της πρότασης συγχώνευσης με την ΜΕΤΚΑ. Τα καθαρά κέρδη είναι θετικά και τις τρεις χρονιές και μάλιστα το 2017 άγγιξαν τα 158.007€, ενώ το 2015 ήταν μόλις 80.412€. Επίσης, οι πωλήσεις αυξήθηκαν με μία πολύ μικρή πτώση το 2016, ενώ το ενεργητικό κράτησε σταθερή ανοδική πορεία φτάνοντας το 2017 τα 3.218.219€ από 2.899.404€ που ήταν το 2015. Συνεπώς, παρατηρούμε πως η επιχείρηση για εκείνες τις χρονιές είναι επικερδής.

Αν λάβουμε υπόψη μας την εξάμηνη ανάλυση των αριθμοδεικτών της Mytilineos, βγάζουμε ακριβώς τα ίδια συμπεράσματα με την ανάλυση που έγινε χρησιμοποιώντας τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, με τη διαφορά ότι εδώ έχουμε και τα αποτελέσματα του πρώτου εξαμήνου του 2018, ενός έτους μετά από την ολοκλήρωση της συμφωνίας. Με βάση λοιπόν, τα εξάμηνα αποτελέσματα παρατηρούμε μία ανοδική πορεία όλων των δεικτών της αποδοτικότητας της επιχείρησης, με μία μικρή πτώση το πρώτο εξάμηνο του 2018. Η επιχείρηση λοιπόν, συνεχίζει να είναι επικερδής.

Όσον αφορά την επιχείρηση Halcor, παρατηρούμε πως οι δείκτες της επιχείρησης παρουσιάζουν αρνητικές τιμές με ανοδική πορεία, εκτός από το δείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους. Αυτό σημαίνει πως η επιχείρηση μπορεί να μην παρουσιάζει

καθαρά κέρδη και να μην είναι τόσο αποδοτική, όμως βελτιώνει τις τιμές της χρόνο με το χρόνο. Το 2010 και το 2011, δύο χρόνια μετά την ανακοίνωση της πρότασης, παρατηρούμε πως η επιχείρηση παρουσιάζει βελτιωμένα αποτελέσματα και είναι πιο αποδοτική σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

## ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

### 8.1. Αποτελέσματα Δείγματος

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της ανάλυσης των δεικτών των τεσσάρων ανωτέρω επιχειρήσεων. Ο πίνακας έχει χωριστεί σε τρεις στήλες. Η πρώτη στήλη αποτελείται από τους πέντε αριθμοδείκτες τους οποίους χρησιμοποιήσαμε στο κεφάλαιο 7 για την ανάλυση τους δείγματός μας και οι άλλες δύο στήλες χωρίζονται σε μετοχές και μετρητά, δηλαδή με τους τρόπους με τους οποίους μπορεί να πραγματοποιηθεί μια συγχώνευση – εξαγορά. Η στήλη με τις μετοχές περιλαμβάνει τις εταιρίες που χρησιμοποίησαν μετοχές ως τρόπο πληρωμής του τιμήματος και αυτές είναι οι Mytilineos (ετήσιες οικονομικές καταστάσεις) και Halcor και η άλλη περιλαμβάνει τις εταιρίες που χρησιμοποίησαν μετρητά και είναι οι Bitros και Elval.

Πίνακας 46. Σύνοψη αποτελεσμάτων ανάλυσης δεικτών

ΔΕΙΚΤΕΣ	ΜΕΤΟΧΕΣ		ΜΕΤΡΗΤΑ	
	Mytilineos	Halcor	Bitros	Elval
Περιθωρίου κέρδους	↑	↑	↓	↑
Μικτού περιθωρίου κέρδους	↑	↑	↑	↓
Αποδοτικότητας Ι.Κ.	↑	↑	↓	↑
Αποδοτικότητας επενδύσεων	↑	↑	↓	↑
Αποδοτικότητας ενεργητικού	↑	↑	↓	↑



Σύμφωνα με τον πίνακα 46 παρατηρούμε πως οι δείκτες και των δύο επιχειρήσεων Mytilineos και Halcor που έχουν χρησιμοποιήσει τις μετοχές ως τρόπο πληρωμής του τιμήματος παρουσιάζουν ανοδική πορεία. Αυτό θα μπορούσαμε να πούμε πως είναι αναμενόμενο καθώς όταν μια συγχώνευση πραγματοποιείται με ανταλλαγή μετοχών δεν επηρεάζονται τα κέρδη και γενικά το χρήμα της επιχείρησης. Αντίθετα, παρατηρούμε πως στην περίπτωση των επιχειρήσεων Bitros και Elval που χρησιμοποίησαν τα μετρητά ως τρόπο πληρωμής του τιμήματος, η Bitros παρουσιάζει πτώση των δεικτών της με εξαίρεση τον δείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους, ενώ η Elval παρουσιάζει ανοδική πορεία με εξαίρεση και εκείνη το δείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους. Θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πως είναι αναμενόμενο και καθόλου αφύσικο οι δείκτες της Bitros να έχουν πτωτική τάση, καθώς όταν μια συγχώνευση πραγματοποιείται με μετρητά, η εταιρία – επενδυτής «χάνει» χρήμα από το ταμείο της προκειμένου να πραγματοποιήσει την συμφωνία και έτσι επηρεάζονται τα κέρδη και η απόδοσή της.

Πιο συγκεκριμένα, η Mytilineos το 2016 που έκανε την ανακοίνωση της συγχώνευσής της με την METKA, παρουσίασε μια μικρή πτώση στην αποδοτικότητά της συγκριτικά με την προηγούμενη χρονιά, ενώ το 2017 που ολοκληρώθηκε η συγχώνευση παρατηρούμε ότι οι δείκτες αυξήθηκαν. Μελετώντας και το πρώτο 6μηνο κάθε χρονιάς από το 2015 έως και το 2018, φαίνεται πως το πρώτο εξάμηνο του 2016 οι δείκτες ήταν πτωτικοί, το πρώτο εξάμηνο του 2017 αυξήθηκαν, ενώ το πρώτο εξάμηνο του 2018 που είχε ολοκληρωθεί και η συγχώνευση παρατηρούμε πως υπήρξε πάλι μια μικρή πτώση. Ωστόσο, **λαμβάνοντας υπόψη μόνο τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις χωρίς να συμπεριλαμβάνεται το 2018, συμπεραίνουμε πως την χρονιά της ανακοίνωσης υπάρχει μια πτώση της αποδοτικότητας ενώ μία χρονιά μετά η αποδοτικότητα της επιχείρησης είναι καλύτερη.**

Όσον αφορά την Halcor, οι δείκτες της παρουσιάζουν ανοδική πορεία έχοντας αρνητικές τιμές. Τα καθαρά της κέρδη από το 2008 μια χρονιά πριν την ανακοίνωση αλλά και δύο χρόνια μετά την ανακοίνωση δηλαδή 2010 και 2011, παραμένουν αρνητικά και έτσι η επιχείρηση συνεχίζει να είναι ζημιογόνα. Ωστόσο, το 2011 παρουσιάζει μια πολύ μικρή βελτίωση

**συνεχίζοντας να διατηρεί τις τιμές των δεικτών σε χαμηλά επίπεδα. Όμως, λόγω της ανοδικής της πορείας η κατάσταση της δείχνει να βελτιώνεται.**

Αναφορικά με την Bitros, παρατηρούμε πως όλοι οι δείκτες της έχουν καθοδική πορεία εκτός από τον δείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους που έχει ανοδική. Πιο αναλυτικά, η ανακοίνωση και η ολοκλήρωση της συγχώνευσης που πραγματοποίησε η Bitros με την TX energy SA το 2011, όπως φαίνεται από την ανάλυση των δεικτών επηρέασε αρνητικά την αποδοτικότητα της επιχείρησης καθώς οι τιμές των δεικτών μειώνονται χρόνο με το χρόνο παρουσιάζοντας μια πολύ μικρή βελτίωση δύο χρόνια μετά την ανακοίνωση και την ολοκλήρωση της συμφωνίας, διατηρώντας όμως τις τιμές σε αρνητικά επίπεδα. **Συνεπώς, η Bitros δεν είναι αποδοτική και δεν παρουσιάζει κέρδη τα έτη που αναλύουμε.**

Ολοκληρώνοντας, οι δείκτες της Elval παρουσιάζουν ανοδική πορεία. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρούμε πως από το 2010 που έγινε η ανακοίνωση ότι θα εξαγοράσει την Elval Colour SA έως και το 2012 δύο χρόνια μετά, συνεχίζει να έχει ανοδική πορεία. Όμως, το 2013 που ολοκληρώθηκε η συγχώνευση, παρουσιάζει μία πτώση στους δείκτες της εξακολουθώντας να έχει θετικές τιμές και να είναι κερδοφόρα. Η πτώση αυτή δεν κράτησε πολύ, μιας και το 2014 παρατηρούμε πως οι δείκτες της αυξήθηκαν ξανά. Γενικά, όμως **η επιχείρηση είναι αποδοτική και επικερδής.**

Συνεπώς, σύμφωνα με τη μελέτη του δείγματός μας όσον αφορά τις επιχειρήσεις που πραγματοποιούν συγχωνεύσεις και εξαγορές με μετοχές, υπάρχουν ενδείξεις πως παρουσιάζουν βελτίωση στην αποδοτικότητά τους και πως έχουν ανοδική πορεία. Αντίθετα, όσον αφορά τις επιχειρήσεις που πραγματοποιούν συγχωνεύσεις και εξαγορές με μετρητά, δεν μπορούμε να καταλήξουμε σε κάποιο ακριβές συμπέρασμα γιατί σύμφωνα με την παραπάνω ανάλυση είτε παρουσιάζουν βελτίωση στην αποδοτικότητά τους είτε είναι ζημιογόνες. Όμως, υπάρχουν ενδείξεις πως δεν είναι τόσο αποδοτικές, κάτι που είναι φυσιολογικό εάν λάβουμε υπόψη μας ότι οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν ως τρόπο πληρωμής τα μετρητά, «χάνουν» χρήματα από το ταμείο τους προκειμένου να πραγματοποιήσουν τη συγχώνευση.

Ωστόσο, τα παραπάνω συμπεράσματα στα οποία καταλήγουμε ενδέχεται να μην μπορούν να γενικευτούν λόγω του μικρού δείγματός μας, καθώς ο αριθμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν με μετοχές ήταν πολύ μικρότερος συγκριτικά με εκείνων που πραγματοποιήθηκαν με μετρητά. Συνεπώς, μελλοντικά θα ήταν εύλογο να γίνει μια εκτενέστερη μελέτη σε μεγαλύτερο δείγμα, έτσι ώστε να βγουν πιο αξιόπιστα συμπεράσματα.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

## ΣΥΝΟΨΗ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα εργασία ολοκληρώθηκε μέσα από εννέα κεφάλαια. Βασικός της στόχος ήταν η μελέτη των συγχωνεύσεων και εξαγορών και η επίδραση που έχει ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος στην αποδοτικότητα και στην κερδοφορία του επενδυτή.

Πιο συγκεκριμένα, αρχικά προκειμένου ο αναγνώστης να κατανοήσει την έννοια των συγχωνεύσεων και εξαγορών, καθώς και τον λόγο ύπαρξης τους, δόθηκαν οι ορισμοί τους, τα είδη τους και η διαδικασία που πρέπει να ακολουθηθεί για την επίτευξη μιας τέτοιας συμφωνίας. Παρουσιάστηκαν τα κύματα που αναπτύχθηκαν στις Η.Π.Α., τα οποία διήρκησαν πάνω από 100 χρόνια και έκαναν την πρώτη τους εμφάνιση στο Ηνωμένο Βασίλειο το 1960, καθώς και στην Ε.Ε. που εμφανίστηκαν αργότερα, τη δεκαετία του 1990.

Στη συνέχεια, έγινε αναφορά σε ένα μεγάλο κομμάτι της βιβλιογραφίας το οποίο συνέβαλε στην καλύτερη κατανόηση της έννοιας των συγχωνεύσεων και εξαγορών, στο τρόπο που επηρεάζουν την απόδοση των μετόχων καθώς και στους παράγοντες που οδηγούν μια επιχείρηση να επιλέξει ως τρόπο πληρωμής τα μετρητά ή τις μετοχές. Τα αποτελέσματα δόθηκαν στον πίνακα 9. Έπειτα, δόθηκαν τα κίνητρα των συγχωνεύσεων και εξαγορών που αναλύονται με βάση το χρόνο επίτευξή τους, καθώς και με βάση τις θεωρίες ανά επιστήμη. Παρουσιάστηκαν οι παράγοντες που οδηγούν στην επιτυχία ή την αποτυχία μιας τέτοιας συμφωνίας καθώς και οι κίνδυνοι που προκύπτουν από αυτήν. Επίσης, αναφέρθηκαν οι διάφορες τεχνικές εξαγοράς που χρησιμοποιούν τόσο οι επενδυτές όσο και οι στόχοι και αυτό γιατί είναι αρκετές οι φορές όπου και οι δύο μπορεί να έχουν διαφορετικά κίνητρα που θέλουν να προχωρήσουν σε μία τέτοιου είδους συμφωνία, οπότε είναι απαραίτητος ο ολοκληρωμένος και προσεχτικός σχεδιασμός στις στρατηγικές και πολιτικές βάση των οποίων θα κινηθούν.

Έχοντας, λοιπόν, βοηθήσει τον αναγνώστη να κατανοήσει την έννοια των συγχωνεύσεων και εξαγορών, προχωρήσαμε στη μελέτη του αρχικού μας σκοπού, δηλαδή στην επίδραση που έχει ο τρόπος πληρωμής που επιλέγει ο επενδυτής προκειμένου να εξαγοράσει τον στόχο στην αποδοτικότητα της επιχείρησης. Συνεπώς,

πήραμε δείγμα από τη βάση δεδομένων Bloomberg από 207 συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1996 – 2018. Συγκεκριμένα, πήραμε τέσσερις επιχειρήσεις που ανήκουν στον κλάδο της μεταλλουργίας και εξόρυξης, από τις οποίες οι Bitros Steel SA και η Elval Hellenic Aluminium χρησιμοποίησαν ως τρόπο πληρωμής τα μετρητά και οι Mytilineos Holdings SA και Halcor SA χρησιμοποίησαν ως τρόπο πληρωμής τις μετοχές. Προκειμένου να δούμε τι επίδραση έχει ο τρόπος πληρωμής στην κερδοφορία της επιχείρησης, πραγματοποιήθηκε ανάλυση πέντε αριθμοδεικτών αποδοτικότητας για κάθε μία από τις τέσσερις παραπάνω επιχειρήσεις, λαμβάνοντας υπόψη μία χρονιά πριν την ανακοίνωση και δύο χρονιές μετά την ανακοίνωση. Τα συμπεράσματα αυτής της ανάλυσης παρουσιάστηκαν συνοπτικά στον πίνακα 46.

Η ανάλυση, λοιπόν, έδειξε πως η Mytilineos και η Halcor που χρησιμοποίησαν τις μετοχές παρουσίασαν ανοδική πορεία στους δείκτες αποδοτικότητας, γεγονός που δείχνει ότι η αποδοτικότητα της επιχείρησης αυξήθηκε μετά την ανακοίνωση και την ολοκλήρωση της συμφωνίας. Από την άλλη πλευρά, στην περίπτωση των μετρητών, παρατηρήθηκε πως η Bitros παρουσίασε μία πτωτική πορεία των δεικτών της, που σημαίνει ότι η επιχείρηση δεν είναι κερδοφόρα δύο έτη μετά την ανακοίνωση, αντίθετα η Elval παρουσίασε ανοδική πορεία των δεικτών που σημαίνει ότι η επιχείρηση είναι επικερδής και αποδοτική. Έτσι, στην περίπτωση των μετοχών υπάρχουν ενδείξεις αύξησης της αποδοτικότητας, ενώ στην περίπτωση των μετρητών δεν βγήκε κάποιο συγκεκριμένο συμπέρασμα αλλά υπάρχουν ενδείξεις μείωσης της αποδοτικότητας. Τα αποτελέσματα αυτά δεν μπορούν να γενικευτούν γιατί το δείγμα μας δεν είναι αντιπροσωπευτικό.

Συνοπτικά, μέσα από την παραπάνω εργασία μπορεί ο αναγνώστης να καταλάβει το τι είναι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές και να συνειδητοποιήσει τη σπουδαιότητα της ύπαρξής τους τόσο στην θεωρία όσο και στην πράξη μέσα από μία μικρή και σύντομη ανάλυση αριθμοδεικτών.

# Βιβλιογραφία

## Ξένη Βιβλιογραφία

Alexandridis, G., Mavrovitis, C.F., Travlos, N.G, 2011, How Have M&As Changed? Evidence from the Sixth Merger Wave, *The European Journal of Finance*, Vol.18, Issue 8

Amihud, Y., Lev, B. & Travlos, G., 1990, Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions, *The Journal of Finance*, VOL. XLV, No.2

Boone, A.L., Lie, E., Liu, Y., 2014, Time Trends and Determinants of the Method of Payment in M&As, *Journal of Corporate Finance*, Vol.27, pp. 296 – 304

Chemmanur, T., Paeglis, I., Simonyan, K., 2009, The medium of exchanges in acquisitions: Does the private information of both acquirer and target matter? , *Journal of Corporate Finance*, pp. 523 – 542

Chevalier. A., Redor, E., 2008, The Choice of the Payment Method in Mergers and Acquisitions, *Handbook of Financial Engineering*, Springer

Datta, D., Pinches, G., Narayanan, V.K., 1992, Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions: A Metal – Analysis, *Strategic Management Journal*, Vol.13, pp. 67 – 84

Feito – Ruiz, I., Menendez –Ruquejo, S., 2013, Mergers and acquisitions valuation: Cash vs stock payment, [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com)

Fishman, G., 1989, Preemptive Beeding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions, *The Journal of Finance*, VOL. XLIV, No.1

Ghose, A., Rulland, W., 1998, Managerial Ownership, the Method of Payment for Acquisitions, and Executive Job Retetion, *The Journal of Finance*, Voll. LIII, No.2

Jeon. J.Q., Ligon, J.A., Soranakom, C., 2010, Dividend Policy and the Method of Payment in Mergers and Acquisitions, [cmmu.mahidol.ac.th](http://cmmu.mahidol.ac.th)

Martin, K., 1996, The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities and Management Ownership, *The Journal of Finance*, Vol. LI, No.4

Peterson, D., Peterson, P., 1991, The medium of exchange in mergers and acquisition, Journal of Banking and Finance, 383 – 405, North Holland

Salami, A.R., 1994, Determinants and Financial Consequences of the Method of Payment in Corporate Acquisitions, London: City University

Sudarsanam, S., 2003, Creating value from Mergers and Acquisitions, London: Prentice Hall

Travlos, G., 1987, Corporate Takeover Bids, Methoda of Payment and Bidding Firms' Stock Returns, The Journal of Finance, VOL. XLII, No.4

Yook, K., Gangopadhyay, P. & McCabe, G., 1999, Information Asymmetry, Management Control, and Method of Payment in Acquisitions, The Journal of Financial Research, Vol. XXII, No.4, pp.413 – 427

Zarin, S., Yang, E., 2011, Mergers & Acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them, Bachelor thesis, University of Cothenburg

## **Ελληνική βιβλιογραφία**

Γεωργιάδης, Ν., 1999, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Εταιρική Στρατηγική

Γκρίκα, Α., Θεωρία και Πρακτική των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ελλάδα, Διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Κυριαζής, Δ., 2007, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Αθήνα: Κων/νου Σμπίλια

Παπαδάκης, Β., 2007, Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, Αθήνα: Μπένου

Τσαγκαράκης, Ν., 2015, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Σημειώσεις, ΠΜΣ στη Διοίκηση Επιχειρήσεων – MBA, Πανεπιστήμιο Πειραιά

## **Ηλεκτρονικές Πηγές**

<https://www.euretiro.com/merger/>

<https://www.euretiro.com/exagora/>

<https://www.ukessays.com/essays/business/merger-and-acquisition-business.php>

<https://www.writemypapers.org/examples-and-samples/essay-on-mergers-and-acquisitions-factors-determining-success-and-failure.html>

<http://www.hrpro.gr/default.asp?pid=9&clD=4&arID=4433>

<https://www.ukessays.com/essays/economics/advantages-and-disadvantages-of-mergers-and-acquisition-economics-essay.php>

<https://www.investopedia.com/terms/p/poisonpill.asp>

[https://en.wikipedia.org/wiki/White\\_knight\\_\(business\)](https://en.wikipedia.org/wiki/White_knight_(business))

<https://www.investopedia.com/terms/w/whitesquire.asp>

<https://www.investopedia.com/terms/r/redherring.asp>

[https://en.wikipedia.org/wiki/Golden\\_parachute](https://en.wikipedia.org/wiki/Golden_parachute)

<https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%91%CF%81%CE%B9%CE%B8%CE%BC%CE%BF%CE%B4%CE%B5%CE%AF%CE%BA%CF%84%CE%B7%CF%82>

[https://repository.kallipos.gr/bitstream/11419/3748/1/02\\_chapter\\_6.pdf](https://repository.kallipos.gr/bitstream/11419/3748/1/02_chapter_6.pdf)

<http://www.helex.gr/el/>

[http://www.bitros.gr/index.php?option=com\\_content&task=view&id=39&Itemid=227](http://www.bitros.gr/index.php?option=com_content&task=view&id=39&Itemid=227)

<http://www.halcor.com/103/el/Etisi-i-apologismoi/>

<https://www.mytilineos.gr/el-gr/financial-results/download-files?year=2015>

<https://www.tovima.gr/2008/11/24/archive/oi-10-simantikoteri-xrimatooikonomikoi-arithmodeiktis/>