



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

## **Διπλωματική Εργασία**

**ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ  
ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α. ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**

**ΑΜΑΛΙΑ ΚΟΜΗΝΕΑ**

**Πειραιάς, Οκτώβριος 2019**

## Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

### ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη : Ε-MBA» με τίτλο «ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α. ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ»

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό 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 σύνολό 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 Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας.....

Όνοματεπώνυμο.....Αμαλία Κομηνέα.....

Ημερομηνία.....14/10/2019.....

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο αριθμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει αυξηθεί σημαντικά τις τελευταίες δύο δεκαετίες, όμως με την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης μετά το 2008 μειώθηκαν. Η ανακοίνωση της πρόθεσης εξαγοράς ή συγχώνευσης εισηγμένων εταιριών έχει επιπτώσεις στις τιμές των μετοχών και στις αποδόσεις τους. Οι πληροφορίες με τις εξαγορές ή συγχωνεύσεις ενδιαφέρουν το επενδυτικό κοινό και διοχετεύονται είτε μέσω του καθημερινού οικονομικού τύπου είτε από την επιχείρηση.

Η βιβλιογραφία είναι εκτεταμένη, αναφορικά με τις επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις επιχειρήσεις και τις αποδόσεις των μετοχών τους. Γενικά, σε μακροπρόθεσμο επίπεδο, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις έχουν θετική επίδραση στις επιχειρήσεις. Στη παρούσα μελέτη μέσα από την εμπειρική ανάλυση συγκεκριμένων περιπτώσεων εξαγορών και συγχωνεύσεων εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, γίνεται προσπάθεια ανάλυσης των επιπτώσεων των εξαγορών και συγχωνεύσεων στις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις.

### **Λέξεις κλειδιά**

Συγχωνεύσεις, εξαγορές, εισηγμένες επιχειρήσεις, απόδοση μετοχών, ανακοίνωση συγχώνευσης και εξαγοράς.

## **ABSTRACT**

Mergers and acquisitions have expanded the past two decades, while they declined with the emergence of the financial crisis since 2008. The announcement of a takeover or merger has an impact on the price of the shares of listed companies and their yields. Information on takeover or merger affect the investing public and can be supplied either by the daily economic type either from the internal environment of the company.

The literature review is fairly comprehensive about the impact of mergers and acquisitions among companies and their yields. More generally, in the long-term, the takeovers and mergers are good for businesses. Through empirical analysis of specific cases of takeovers and mergers of listed companies in the Athens Stock Exchange, there is a try to analyze the effects of takeovers and mergers on businesses.

### **Keywords**

Mergers, acquisitions, operations, performance shares listed, mergers and acquisition announcement.

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Στο σημείο αυτό, θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερα θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Τσαγκαράκη Νικόλαο, για την πολύτιμη βοήθεια που μου παρείχε με την άμεση υποστήριξη, συμπαράσταση και την αποτελεσματική καθοδήγηση καθ' όλη την διάρκεια της πτυχιακής μου εργασίας .

## ΛΙΣΤΑ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

Σχήμα 1 Παράγοντες που επηρεάζουν την επιτυχία συγχωνεύσεων & εξαγορών	23
Σχήμα 2 Δραστηριότητα Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	72

## ΛΙΣΤΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1 – Χρηματιστηριακές επιπτώσεις συγχωνεύσεων & εξαγορών	35
Πίνακας 2 – Αποτελέσματα σε εταιρικό επίπεδο από μια συγχώνευση & εξαγορά	36
Πίνακας 3 – Αποτελέσματα που θα επέλθουν στην ΚΠΑ της εταιρίας	37
Πίνακας 4 – Σημαντικότερες Εξαγορές & Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα	73
Πίνακας 5 – Σημαντικότερες Εξαγορές & Συγχωνεύσεις Διεθνώς	74

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ .....	3
ABSTRACT .....	4
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ .....	5
ΛΙΣΤΑ ΣΧΗΜΑΤΩΝ .....	6
ΛΙΣΤΑ ΠΙΝΑΚΩΝ .....	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 .....	10
Εισαγωγή .....	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 .....	12
ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ .....	12
<b>2.1. Ορισμός εξαγοράς και συγχώνευσης</b> .....	13
<b>2.2. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα συγχωνεύσεων</b> .....	14
<b>2.3. Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων</b> .....	17
<b>2.4. Κίνητρα - Προσδοκίες από τις συγχωνεύσεις</b> .....	18
<b>2.5. Εναλλακτικές μορφές επέκτασης επιχειρήσεων</b> .....	20
<b>2.6. Πολιτική εξαγορών και συγχωνεύσεων</b> .....	20
<b>2.7. Προσδιοριστικοί παράγοντες επιτυχίας μιας εξαγοράς ή Συγχώνευσης</b> .....	22
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 .....	24
ΑΙΤΙΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ .....	24
<b>3.1. Αιτίες εξαγορών και συγχωνεύσεων</b> .....	24
<b>3.1.1. Γενικές τάσεις</b> .....	24
<b>3.1.2. Εσωτερικοί παράγοντες</b> .....	25
<b>3.1.3. Παράγοντες του άμεσου εξωτερικού περιβάλλοντος προς την         επιχείρηση</b> .....	29
<b>3.1.4. Γενικότεροι μακροοικονομικοί παράγοντες</b> .....	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 .....	31
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΟΜΟΙΟΓΕΝΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΜΟΙΟΓΕΝΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	31
<b>4.1. Ωφέλειες από ανομοιογενείς εξαγορές</b> .....	31



4.2. Ωφέλειες από ομοιογενείς εξαγορές .....	32
4.3. Μακροχρόνιες επιπτώσεις συγχωνεύσεων στις αποδόσεις των μετοχών .....	34
4.4. Επιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών στους μετοχούς .....	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 .....	40
ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ.....	40
5.1. Η μέθοδος των μη κανονικών αποδόσεων.....	41
5.2. Μέθοδος Αξιολόγησης Λειτουργικής Απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων .....	49
5.3. Μέθοδος μελλοντικών αποδόσεων των ιδίων κεφαλαίων (Future ROEs) .....	51
5.4. Μέθοδος προεξόφλησης μέσω ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow Model).....	55
5.5. Υποδειγμα P/E .....	64
5.5.1. Καθοριστικοί παράγοντες του δείκτη P/E.....	66
5.6. Αναδιαμόρφωση χρηματοοικονομικών καταστάσεων .....	67
5.7. Παράγοντες που επιδρούν στην επενδυτική πολιτική της καθαρής θέσης (equity investment).....	70
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 .....	72
ΣΥΜΑΝΤΙΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΩΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΣ .....	72
6.1. Ελλάδα.....	72
6.2. Διεθνώς .....	74
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 .....	75
ΣΥΝΟΨΗ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ.....	75
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	77

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα τελευταία χρόνια και κυρίως την τελευταία δεκαετία έχουν πραγματοποιηθεί χιλιάδες συγχωνεύσεις και εξαγορές παγκοσμίως και αρκετές σημαντικές και στην Ελλάδα. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιούνται δεν είναι ίδιες, αλλά διαφέρουν ανάλογα με τη φάση του κύκλου ζωής στον οποίο ανήκουν οι εταιρίες που συγχωνεύονται ή εξαγοράζονται, τον κλάδο στον οποίο ανήκουν και την οικονομία στην οποία δραστηριοποιούνται.

Αρκετές μελέτες έχουν πραγματοποιηθεί αναφορικά με τα κίνητρα που οδηγούν στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές και κατά πόσο αυτή η διαδικασία επηρεάζει τις αποδόσεις των επιχειρήσεων.

Η εργασία αυτή σκοπό έχει να περιγράψει την έννοια των εξαγορών και συγχωνεύσεων, τους λόγους που ωθούν τις επιχειρήσεις στο να επιλέξουν να προβούν σε μια τέτοια ενέργεια, τους τύπους, τις μεθόδους, τα μειονεκτήματα και τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν, καθώς και τις επιπτώσεις που αυτές έχουν, τόσο στην ίδια την επιχείρηση όσο και στην οικονομία γενικότερα.

Η παρούσα εργασία έχει την ακόλουθη δομή: Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύεται η έννοια των εξαγορών και συγχωνεύσεων, οι τύποι τους, τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματά τους, η πολιτική και η διαδικασία που ακολουθείται κατά την εξαγορά ή συγχώνευση. Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύονται οι αιτίες των εξαγορών και συγχωνεύσεων, οι γενικές τάσεις, οι παράγοντες του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης, που επιβάλλουν την εξαγορά ή τη συγχώνευση. Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύονται οι οικονομικές επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις επιχειρήσεις και στην οικονομία. Στο πέμπτο κεφάλαιο αναλύονται οι τρόποι συγχωνεύσεων και εξαγορών των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών επιχειρήσεων. Στο έκτο κεφάλαιο παρατίθενται οι σημαντικότερες

εξαγορές και συγχωνεύσεις επιχειρήσεων στην Ελλάδα και το εξωτερικό τα τελευταία χρόνια. Στο έβδομο κεφάλαιο παρατίθενται τα τελικά συμπεράσματα της μελέτης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Στον 21<sup>ο</sup> αιώνα έχουν αναπτυχθεί νέες μέθοδοι ανάπτυξης για τις εταιρείες. Παρουσιάζουν μια εταιρεία με ένα ενδεχομένως μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς και ανοικτή σε διαφοροποιημένες αγορές. Μια συγχώνευση θεωρείται επιτυχής, εάν αυξάνει την αποκτημένη αξία της επιχείρησης. Οι περισσότερες συγχωνεύσεις στην πραγματικότητα είναι γνωστό ότι λειτουργούν προς όφελος τόσο του ανταγωνισμού όσο και των καταναλωτών, επιτρέποντας στις επιχειρήσεις να λειτουργούν πιο αποτελεσματικά. Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί ότι ορισμένες συγχωνεύσεις και εξαγορές ενδέχεται να μειώσουν τον ανταγωνισμό με διάφορους τρόπους. Στον τραπεζικό τομέα, έρευνες έχουν δείξει (Buch and DeLong (2004), Carletti, Hartmann and Spagnolo (2003)) ότι λόγω της υψηλότερης τεχνολογίας και των νέων τραπεζικών διαδικασιών που ακολουθούνται στις τραπεζικές συναλλαγές, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές έχουν γίνει αναγκαίες όσο ποτέ στον κλάδο.

Τα τελευταία 25 χρόνια έχουν εμφανιστεί δύο κύματα συγχωνεύσεων εντός των ΗΠΑ – 1983-1989 και 1993-2000 –, ενώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση εμφανίστηκε ένα μικρό και ένα μεγάλο κύμα συγχωνεύσεων το 1987-1992 και το 1995-2001, αντίστοιχα (Sudarsanam (2003)). Εντούτοις, ενώ υπάρχει μια πληθώρα ερευνών για συγχωνεύσεις εταιριών που έχουν γίνει στις ΗΠΑ, με αρχική αυτή του Nelson (1959), οι έρευνες για τις ευρωπαϊκές συγχωνεύσεις σε μεγάλο βαθμό είναι εθνικές (Sudarsanam (2003)). Οι εξαιρέσεις είναι οι έρευνες των Schoenberg and Reeves (1999) και Powell and Yawson (2005), που εστιάζουν σε επιμέρους οικονομικούς παράγοντες, οι οποίοι καθόρισαν τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων σε επιχειρήσεις της βιομηχανίας στη Μεγάλη Βρετανία το 1991-1995 και 1986-2000, αντιστοίχως. Όσον αφορά τις έρευνες που έγιναν για τις συγχωνεύσεις στις ΗΠΑ διαπιστώθηκε ότι ποικίλλουν ανάλογα με την επιχείρηση (βλ. Gort (1969), Mitchell and Mulherin (1996)).

Στο παρόν κεφάλαιο ορίζεται η έννοια της εξαγοράς και της συγχώνευσης, αναλύονται οι βασικότεροι τύπου επιχειρηματικών συμπράξεων και παρουσιάζονται τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Περαιτέρω αναλύονται τα κίνητρα για τις συγχωνεύσεις, οι πολιτικές, οι μορφές και οι διαδικασίες εξαγορών και συγχωνεύσεων.

## **2.1. ΟΡΙΣΜΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ**

Ο όρος «συγχώνευση» υποδηλώνει το συνδυασμό δύο αντικειμένων, ενώ ο όρος «εξαγορά» προέρχεται από το ρήμα «εξαγοράζω» και έχει την έννοια της απόκτησης. Οι έννοιες της «συγχώνευσης» και «εξαγοράς» μαζί με το συνδυασμένο όρο «συγχώνευση και απόκτηση» χρησιμοποιούνται συχνά από τη βιβλιογραφία του μάνατζμεντ (Amy (1981), Καραγιάννης κ.ά. (2010)). Αν και συχνά χρησιμοποιούνται εναλλακτικά, υπάρχουν κάποιες διαφορές σχετικά με τις επιπτώσεις των δύο όρων.

Οι συγχωνεύσεις συνήθως αφορούν εταιρείες ίσου μεγέθους, ενώ στις εξαγορές η εταιρία που εξαγοράζεται τείνει να είναι μεγαλύτερου μεγέθους από εκείνη που την αποκτά (Krekel et.al., (1969)). Μια συνηθισμένη διάκριση που χρησιμοποιείται ανάμεσα στις δύο έννοιες έχει να κάνει με τις αλλαγές στην ιδιοκτησία και τα δικαιώματα που αποκτώνται. Ο βασικός παράγοντας είναι ο βαθμός ανεξαρτησίας που αναμένεται να δώσει μια επιχείρηση σε άλλους (Krekel et.al., (1969)).

Ο συνδυασμένος όρος Συγχωνεύσεις & Εξαγορές (Σ&Ε) αποτέλεσε το βασικό σημείο συγκεκριμένων ερευνών (Lausberg and Stahl (2007), Schoenberg and Reeves (1999), Chatterjee (1991)). Εκτός από την αναφορά στην απόκτηση μιας άλλης εταιρείας, η απόκτηση μπορεί επίσης να αναφέρεται στην απόκτηση των μικρότερων περιουσιακών στοιχείων. Στην παρούσα μελέτη οι όροι «συγχώνευση» και «εξαγορά» αναφέρονται σε δύο ιδεατά μέλη, το συνδυασμό μεταξύ ίσων και την εξαγορά της μιας λιγότερο ισχυρής επιχείρησης από μια άλλη με μεγαλύτερη δύναμη. Στην

πραγματικότητα, ο συνδυασμός φαίνεται να εμπίπτει κάπου μεταξύ των δύο άκρων.

## **2.2. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ**

Τα βασικότερα πλεονεκτήματα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών αφορούν κυρίως την αύξηση της αξίας της επιχείρησης, την αύξηση της αποδοτικότητας του κόστους και ην αύξηση του μεριδίου αγοράς. Τα πλεονεκτήματα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών είναι οι κύριες αιτίες για τις οποίες οι εταιρίες εισέρχονται σε τέτοιου είδους συμφωνίες. Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές ενδέχεται να δημιουργήσουν φορολογικά κέρδη, αυξάνουν τα έσοδα και μειώνουν το κόστος κεφαλαίου. Τα κυριότερα οφέλη των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών είναι τα εξής (Bethel and Liebeskind (1993)):

- Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές οδηγούν συχνά σε μια αυξημένη αξία για την εταιρεία. Αναμένεται ότι η τιμή των μετοχών της επιχείρησης μετά από συγχωνεύσεις ή εξαγορές θα είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα των τιμών των μετοχών μητρικών εταιρειών εταιριών που συμμετέχουν σε αυτές. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές γενικά βοηθούν στη δημιουργία αποτελεσματικότητας κόστους μέσω της εφαρμογής οικονομιών κλίμακας (Black et. al., (2001)).
- Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές οδηγούν σε φορολογικά κέρδη και μπορούν να οδηγήσουν σε βελτίωση των εσόδων μέσω του κέρδους που έχουν από το μερίδιο αγοράς. Οι εταιρείες προχωρούν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές καθώς η κοινή επιχείρηση θα είναι σε θέση να δημιουργήσει μεγαλύτερη αξία από ότι οι δύο επιχειρήσεις ξεχωριστά (Bethel and Liebeskind (1993)). Όταν μια επιχείρηση αγοράζει μια άλλη, αναμένει ότι η αξία των μετοχών για την εταιρία που δημιουργείται θα είναι υψηλότερη από την αξία του συνόλου των μετοχών των δύο εταιρειών ξεχωριστά (Black et. al., (2001)).
- Οι Συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορεί να είναι πραγματικά επωφελείς για τις εταιρείες, όταν αντιμετωπίζουν διάφορα προβλήματα. Εάν μια

εταιρεία αντιμετωπίζει προβλήματα (χαμηλές πωλήσεις, μικρό μερίδιο αγοράς, έλλειψη τεχνογνωσίας και κεφαλαίων κλπ.) στην αγορά και δεν είναι σε θέση να ξεπεράσει τις δυσκολίες, μπορεί προχωρήσει σε μια συμφωνία εξαγοράς (Bethel and Liebeskind (1993)). Εάν μια εταιρεία, η οποία έχει ισχυρή παρουσία στην αγορά αγοράζει μια πιο αδύναμη επιχείρηση, τότε δημιουργείται μια πιο ανταγωνιστική και πιο αποτελεσματική από θέμα κόστους, επιχείρηση. Η επιχείρηση που εξαγοράζεται επωφελείται από το ότι εξέρχεται της δύσκολης κατάστασης και εφόσον εξαγοράζεται από μια μεγάλη επιχείρηση, η νέα επιχείρηση θα αποκτήσει μερίδιο αγοράς (Chatterjee (1991)).

- Όταν δύο επιχειρήσεις συγκεντρώνονται κάτω από μια συγχώνευση ή εξαγορά, η κοινή επιχείρηση επωφελείται του κόστους αποτελεσματικότητας. Μια Συγχώνευση και εξαγορά είναι σε θέση να δημιουργήσει οικονομίες κλίμακας, που με τη σειρά τους δημιουργούν κόστος αποτελεσματικότητας (Chatterjee (1991)). Όταν οι δύο επιχειρήσεις αποτελούν μια νέα μεγαλύτερη εταιρεία, η παραγωγή πραγματοποιείται σε πολύ μεγαλύτερη κλίμακα. Ως αποτέλεσμα της αυξανόμενης παραγωγής το κόστος ανά μονάδα παραγωγής μειώνεται (Black et. al., (2001)).

Οι Συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι επίσης επωφελής:

- όταν μια επιχείρηση επιθυμεί να εισέλθει σε μια νέα αγορά.
- όταν μια επιχείρηση θέλει να εισαγάγει νέα προϊόντα μέσω της έρευνας και ανάπτυξης.
- όταν μια επιχείρηση θέλει να αυξήσει το μερίδιο αγοράς της.
- όταν μια επιχείρηση θέλει να μειώσει το κόστος λειτουργίας και/ή της παραγωγής.
- όταν μια επιχείρηση θέλει να αποκτήσει μεγαλύτερη ανταγωνιστικότητα.

- για τη βελτίωση της αποδοτικότητας και των κερδών της (Chatterjee (1991)).

Η αύξηση του μεριδίου αγοράς αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα οφέλη των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών. Σε περίπτωση που μια οικονομικά ισχυρή εταιρεία αποκτά μια πιο ανίσχυρη, τότε το μερίδιο αγοράς είναι μεγαλύτερο και η νέα επιχείρηση είναι πιο αποδοτική και ανταγωνιστική.

Αναφορικά με τα μειονεκτήματα, συνοπτικά αναφέρονται τα ακόλουθα:

- Η συναλλαγή της συγχώνευσης και εξαγοράς μπορεί να είναι περίπλοκη, χρονοβόρα, δαπανηρή και πολύπλοκη, ιδιαίτερα για τις μικρές επιχειρήσεις. Το διαχειριστικό και το διοικητικό κόστος των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι υψηλό. Επίσης, το κοινωνικό κόστος είναι υψηλό, καθώς στις περισσότερες περιπτώσεις υπάρχουν περικοπές προσωπικού. Η εταιρία που εξαγοράζει την άλλη πληρώνει συνήθως τους φόρους για την εξαγορά. Οι μέτοχοι της εταιρίας που εξαγοράζεται συνήθως χάνουν, ενώ κερδίζουν οι μέτοχοι της εταιρίας που πραγματοποιεί τη συγχώνευση ή την εξαγορά (Pablo (1994)).
- Παρουσιάζονται δυσκολίες στην προσαρμογή των στελεχών και των υπαλλήλων στη νέα επιχείρηση, λόγω της διαφορετικής κουλτούρας, της διαφοράς στη μισθοδοσία, το διαφορετικό τρόπο εξέλιξης του προσωπικού κλπ (Hadlock et. al., (1999)).
- Σε περίπτωση που η αγορά είναι απόλυτα ολοκληρωμένη και ανταγωνιστική, δεν υπάρχουν και πολλά περιθώρια για υψηλότερα μερίδια αγοράς.
- Υπάρχει διοικητικό κόστος αρκετά υψηλό μετά από μια συγχώνευση.



### 2.3. ΕΙΔΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Οι Συγχωνεύσεις και εξαγορές χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις για τη διεύρυνση των προϊόντων και των υπηρεσιών που προσφέρουν, των πωλήσεων, των κερδών τους και των μεριδίων αγοράς που κατέχουν. Αναφορικά με «συνενώσεις» των επιχειρήσεων υπάρχουν οι ακόλουθες κατηγορίες (Καραγιάννης κ.ά., (2010)):

- Οριζόντια ενοποίηση (Horizontal integration) η οποία αποτελεί συνένωση δύο ή περισσότερων εταιριών που παράγουν το ίδιο προϊόν ή παρόμοιο. Επίσης, οι εταιρίες που ενοποιούνται βρίσκονται στο ίδιο στάδιο παραγωγής. Όσον αφορά τις αιτίες των οριζόντιων ενοποιήσεων, δεν υπάρχουν συγκεκριμένες αλλά ως κύριες θα μπορούσαν να αναφερθούν οι οικονομίες κλίμακας, η επέκταση και διεξόδυση σε νέες αγορές και η αύξηση του μεριδίου αγοράς.
- Κάθετη ενοποίηση (vertical integration) η οποία αποτελεί τη συνένωση δύο ή περισσότερων εταιριών προκειμένου να παράγουν το ίδιο προϊόν αλλά ανήκουν σε διαφορετικά επίπεδα παραγωγής. Για παράδειγμα συνενώνεται μια εταιρία που παράγει τις πρώτες ύλες με μια εταιρία που παράγει το προϊόν. Το συγκεκριμένο είδος ενοποίησης ακολουθείται όταν υπάρχουν σημαντικές αλληλεξαρτήσεις ανάμεσα στους προμηθευτές της εταιρίας και την ίδια και προκειμένου να μειωθεί ο κίνδυνος (DePamphilis (2011)).
- Συγκεντρωτική ενοποίηση (concentric integration) στην οποία συνενώνονται δύο ή περισσότερες εταιρίες με την ίδια τεχνολογία και τεχνικές μάρκετινγκ που παράγουν παρόμοια προϊόντα συνενώνονται.
- Ομόκεντρη συγχώνευση όταν γίνεται συγχώνευση ομοειδών επιχειρήσεων του κλάδου που παράγουν διαφορετικά προϊόντα με αποτέλεσμα να παράγονται διαφοροποιημένα προϊόντα.
- Δραστική συγχώνευση που γίνεται όταν μια επιχείρηση εισέρχεται σε ένα νέο κλάδο με μια συγχώνευση και απευθύνεται σε μια νέα αγορά

υπηρεσιών και αγαθών, ενώ έχει και υψηλότερο κίνδυνο αβεβαιότητας, λόγω εισαγωγής σε ένα νέο κλάδο.

- Συσπειρωμένη ενοποίηση (conglomerate) στην οποία εταιρίες που παράγουν διαφορετικά προϊόντα συνενώνονται και οι οποίες έχουν διαφορετικό καταναλωτικό κοινό, τεχνολογία παραγωγής και μάρκετινγκ. Το συγκεκριμένο είδος προτιμάται κυρίως σε περιπτώσεις διεξόδου σε νέες αγορές και αξιοποίησης των δυνατοτήτων μιας επιχείρησης (DePamphilis (2011)).

## **2.4. ΚΙΝΗΤΡΑ - ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ**

Τα κίνητρα πίσω από τις αποφάσεις των διοικητικών στελεχών να προχωρήσουν σε μια συγχώνευση ή εξαγορά είναι πολλές φορές προφανή. Μελετητές έχουν αναπτύξει συγκεκριμένα κίνητρα που μπορεί να οδηγήσουν σε μια συγχώνευση ή εξαγορά, τα οποία είναι τα εξής:

- για τη δημιουργία ενός αριθμού νέων επιχειρηματικών δυνατοτήτων (Healy et. al., (1990), 23) και την είσοδο σε νέες αγορές (Black, Carnes and Jandik (2001), 5). Οι ιδιοκτήτες των οργανισμών υποστηρίζουν ιδιαίτερα το στόχο της ανάπτυξης και η εξαγορά υγιών εταιριών προτιμάται από την εξαγορά μη υγιών εταιριών.
- για τη μείωση της αστάθειας των κερδών αστάθειας (Healy et al. (1990), 23; Black, Carnes and Jandik (2001), 5).
- για την τεχνική αποτελεσματικότητα (Chatterjee (1991)) και την επίτευξη οικονομιών κλίμακας.
- παράλληλα υπάρχει ένα οικονομικό κίνητρο να παραμείνει η επιχείρηση ανταγωνιστική στους πελάτες της ενώ συγχωνεύεται (Öberg and Holtsröm (2006)).
- ο μειωμένος μη διαφοροποιημένος «κίνδυνος απασχόλησης», δηλαδή ο κίνδυνος να χαθεί η θέση εργασίας, η επαγγελματική φήμη κλπ. Ο

προσωπικός πλούτος των διοικητικών στελεχών συνδέεται άμεσα με το μέγεθος της εταιρίας και το ρίσκο της πτώχευσης παρά με την απόδοση της εταιρίας (Amihud and Lev (1981)). Οι προσφορές για μια συγχώνευση αποτελούν ευκαιρία για τη βελτίωση της κοινωνικής ταυτότητας ενός διοικητικού στελέχους (Terry, Callan and Sartori (1996)).

- η μεγιστοποίηση της αξίας (Halpern (1983), 314) αποτελεί ειδικά ένα στόχο των μετόχων (Bethel and Liebeskind (1993), 29).
- η χρήση της θέσης ελέγχου (Halpern (1983), 314).
- η συνέργεια (Halpern (1983), 314- Chatterjee (1992)).
- το μονοπώλιο (Halpern (1983), 314).
- η αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων είναι απαραίτητη στον ευρύτερο επιχειρηματικό κόσμο (Chatterjee (1992)).
- η μείωση του κόστους (Dranove and Shanley (1994)).
- τα διοικητικά ενδιαφέροντα ενάντια των ενδιαφερόντων των μετόχων (Taffler and Holl (1991)). Τα κίνητρα για εξαγορές τείνουν να αντικατοπτρίζουν τα συμφέροντα των διευθυντικών στελεχών παρά των μετόχων (Taffler and Holl (1991)).
- η ενίσχυση της φήμης (Dranove and Shanley (1994)): τα τοπικά συστήματα δεν φαίνεται να έχουν χαμηλότερο κόστος, αλλά φαίνεται να απολαμβάνουν τα οφέλη της φήμης.
- οι καινοτόμες επιδόσεις.
- η ανακατανομή των πόρων.
- η εξουσία, το επίτευγμα, η αίσθηση της επιδίωξης και το prestige (Lausberg and Stahl (2007)).

- η κάθετη, οριζόντια, επέκταση των προϊόντων της εταιρίας και επέκταση της αγοράς.

## **2.5. ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΕΚΤΑΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Πέρα των ανωτέρω ειδών συνένωσης ή επέκτασης των επιχειρήσεων, υπάρχουν και τα παρακάτω είδη (Black et. al., (2001)):

- **Συνιδιοκτησία** (joint venture), η οποία πραγματοποιείται από μικρότερες επιχειρήσεις με την προσφορά κεφαλαίων τους, προσωπικού, τεχνογνωσίας κλπ, ενώ η εταιρία που δημιουργείται από τη συνιδιοκτησία μπορεί να παράγει τα ίδια ή παρόμοια προϊόντα. Θα πρέπει η επιλογή της εταιρίας με την οποία θα γίνει συνιδιοκτησία να μελετηθεί πρώτα και να επιλεγθεί σωστά, αναφορικά με τη μορφή της διοίκησης που ασκείται, την αποτελεσματικότητά της, το ποσοστό συμμετοχής των εταίρων κλπ.
- Ανάπτυξη με άδεια εκμετάλλευσης (licensing), η οποία αφορά συμφωνία για τη μεταβίβαση του δικαιώματος για την ανάπτυξη και την εκμετάλλευση, σε τομείς της τεχνολογίας, της ανάπτυξης καινοτομιών, της παραγωγής, των καναλιών διανομής κλπ.
- **Στρατηγικές συμμαχίες** (strategic alliances) οι οποίες αφορούν συνιδιοκτησία δυο επιχειρήσεων αλλά χρονικά για μικρότερο διάστημα, ενώ δεν υπάρχει δέσμευση στη συμφωνία, οπότε δεν υπάρχει και συνεισφορά από περιουσιακά στοιχεία των δύο εταιριών.

## **2.6. ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ**

Η πολιτική εξαγορών και συγχωνεύσεων, που ακολουθείται από μια επιχείρηση, αποσκοπεί κυρίως στην αύξηση του μεριδίου αγοράς, στη διεύρυνση σε νέες αγορές, στη μείωση του λειτουργικού κόστους, στην αντιμετώπιση του ανταγωνισμού, στην αύξηση της αποτελεσματικότητάς τους. Η συγχώνευση θα πρέπει να έχει ένα μακροπρόθεσμο στόχο και όχι να

αποσκοπεί στη βραχυχρόνια λειτουργική αποδοτικότητα, αλλά ούτε και να επικεντρώνεται μόνο στον περιορισμό των δαπανών (DePamphilis (2011)). Οι συμμετέχουσες, σε μια συγχώνευση ή εξαγορά, επιχειρήσεις θα πρέπει να συμφωνήσουν εκ των προτέρων για τον τύπο της χρηματοδότησης και για το ύψος της τιμής της εξαγοράς. Η ορθή επιθεώρηση από τους ειδικούς των οικονομικών καταστάσεων των εταιριών είναι εξίσου σημαντική (Healey et. al. (1990)).

Κατά το σχεδιασμό μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης θα πρέπει να ορίζονται σαφώς οι ρόλοι των ατόμων που θα είναι υπεύθυνα γι' αυτή καθώς και οι συγκεκριμένες διαδικασίες που θα ακολουθηθούν και η δομή της νέας επιχείρησης. Όλα τα ανωτέρω πρέπει να γίνουν εντός συγκεκριμένου χρονοδιαγράμματος, που θα έχει συμφωνηθεί εκ των προτέρων. Από τη στιγμή που θα ολοκληρωθεί η συγχώνευση ή η εξαγορά θα πρέπει να καθοριστούν, μέσω του προγραμματισμού, οι νέοι στόχοι της νέας επιχείρησης, η δομή της, να γίνει καταμερισμός των εργασιών, ώστε να είναι αποτελεσματικότερη η διαχείριση των πελατών και η παραγωγή των προϊόντων της επιχείρησης (DePamphilis (2011)). Τέλος, δε θα πρέπει να αγνοούνται οι εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν την επιτυχία ή όχι μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, όπως είναι οι οικονομικές συνθήκες που επικρατούν, το επίπεδο της τεχνολογίας, ο ανταγωνισμός, η επάρκεια ικανών διοικητικών στελεχών στην αγορά κλπ. (Healey et. al. (1990)).

Μια συγχώνευση μπορεί αν είναι ολική, μερική, επιλεκτική, σταδιακή ή άμεση. Μπορεί να συνδυαστεί η εξαγορά με μια συγχώνευση, κάτι που εξαρτάται από τη στρατηγική και τους στόχους της επιχείρησης που εξαγοράζεται, από το αντικείμενο δραστηριότητάς και την επιχειρησιακή της κουλτούρα, καθώς και από τη γενικότερη κοινωνική και οικονομική κατάσταση παγκοσμίως και σε εθνικό επίπεδο.

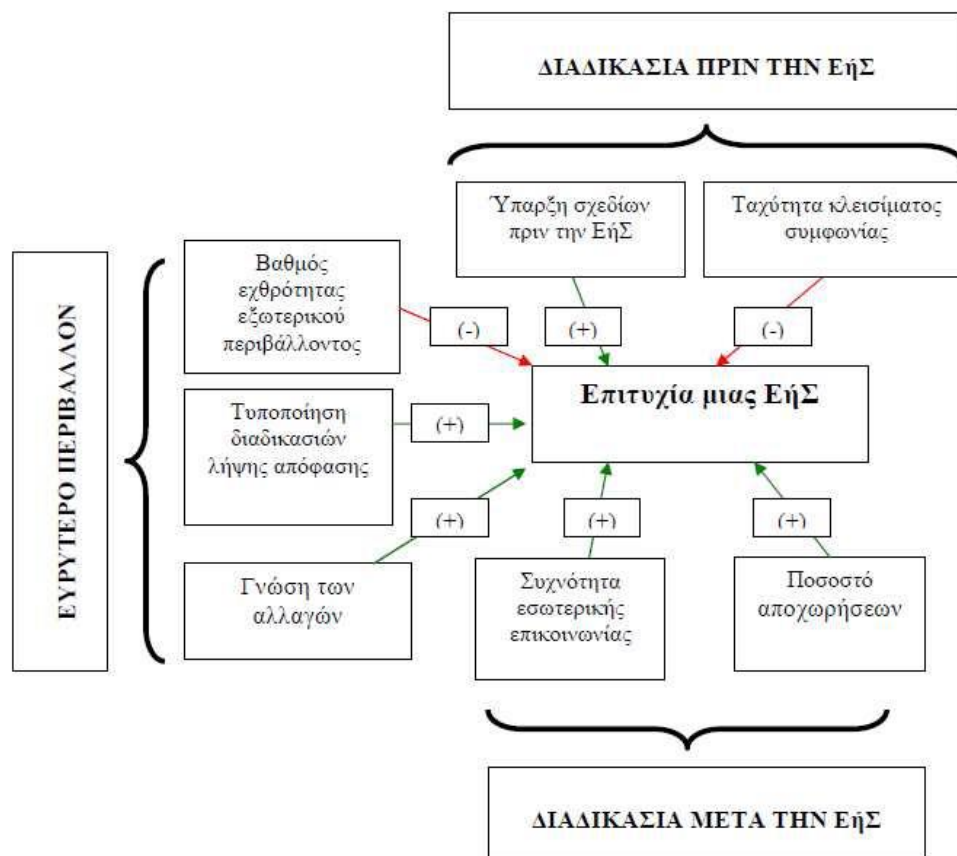
## **2.7. ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ ΜΙΑΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ Η ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ**

Η επιτυχία μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης εξαρτάται από το ευρύτερο περιβάλλον της επιχείρησης, που έχει να κάνει με το κατά πόσο ακολουθούνται κάποιες τυποποιημένες διαδικασίες ή όχι, κατά πόσο το εξωτερικό περιβάλλον είναι «φιλικό» για μια συγχώνευση ή εξαγορά, κατά πόσο η επιχείρηση γνωρίζει τις αλλαγές ή όχι που θα επιφέρει μια συγχώνευση ή εξαγορά κλπ (DePamphilis (2011)).

Επίσης, η διαδικασία που ακολουθείται από τις επιχειρήσεις έως ότου υπογραφεί η συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης, όπως είναι το χρονοδιάγραμμα (πόσο σύντομα γίνεται η συγχώνευση ή εξαγορά), η τιμή της εξαγοράς, αν υπάρχουν σχέδια ή όχι πριν γίνει η εξαγορά ή η συγχώνευση κλπ., παίζουν σημαντικό ρόλο στην επιτυχία της (DePamphilis (2011)).

Τέλος, η πολιτική που ακολουθείται από την επιχείρηση, παίζει σημαντικό ρόλο στην επιτυχία της. Αν οι αλλαγές πραγματοποιηθούν γρήγορα στη νέα επιχείρηση, το προσωπικό προσαρμοστεί εύκολα, αν έχει εφαρμοστεί ένα επικοινωνιακό πρόγραμμα, πόσες οικειοθελείς αποχωρήσεις θα υπάρξουν κλπ. είναι, επίσης, παράγοντες που συμβάλλουν σημαντικά στην επιτυχία ή μη μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς.

**Σχήμα 1 - Παράγοντες που επηρεάζουν την επιτυχία των συγχωνεύσεων και εξαγορών**



Πηγή: Τραυλός, Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων (1993).

Στο παρόν κεφάλαιο έγινε διαχωρισμός των όρων εξαγορά και συγχώνευση και αναλύθηκαν τα κίνητρα που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, τα είδη των εξαγορών και συγχωνεύσεων και οι παράγοντες που καθορίζουν την επιτυχία των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Κάθε εταιρία που αποφασίζει να προβεί σε μια τέτοια ενέργεια, θα πρέπει να έχει σαφείς στόχους και συγκεκριμένη στρατηγική, αν αποτιμά ορθά την αξία των υπό συγχώνευση εταιριών και να διαθέτει αποτελεσματική διοίκηση, που θα μελετήσει όλους τους παράγοντες, που επηρεάζουν τη συγχώνευση.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΑΙΤΙΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις χαρακτηρίζονται από διάφορους παράγοντες και κάθε ερευνητής που έχει ασχοληθεί με αυτές, μελετά και διαφορετική πλευρά τους. Αλλαγές στο περιβάλλον μιας επιχείρησης μπορεί να οδηγήσουν στη διαδικασία μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Ο ισομορφισμός (isomorphism), σύμφωνα με τον Hawley (1968), αποτελεί μια διαδικασία βάσει της οποίας οι οργανισμοί τείνουν να είναι ομογενοποιημένοι και αυτό συντείνει στο να εξαγοράσουν άλλους ή να συγχωνευθούν με άλλους οργανισμούς.

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται οι κυριότεροι λόγοι που ωθούν τις επιχειρήσεις να προβούν σε εξαγορές και/ή συγχωνεύσεις. Οι λόγοι αυτοί μπορεί να οφείλονται είτε σε γενικότερες τάσεις που επικρατούν στην αγορά σε μια δεδομένη στιγμή, σε εσωτερικούς ή εξωτερικούς παράγοντες.

#### 3.1. ΑΙΤΙΕΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Βάσει της διεθνούς βιβλιογραφίας, υπάρχει συγκεκριμένη ομαδοποίηση των αιτιών που οδηγούν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι κύριοι παράγοντες που οδηγούν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις αφορούν τις τάσεις που υπάρχουν στην αγορά τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή, τους παράγοντες εντός της επιχείρησης που επιβάλλουν την εξαγορά ή τη συγχώνευση, τους παράγοντες εκτός της επιχείρησης και το γενικότερο μακροοικονομικό περιβάλλον.

##### 3.1.1. ΓΕΝΙΚΕΣ ΤΑΣΕΙΣ

Συνήθως οι πιο μικρές εταιρίες πολλές φορές επειδή δεν μπορούν να ανταγωνιστούν τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις τίθενται εκτός λειτουργίας. Οι Deans, Kroeger και Ziegler (2002) αναγνωρίζουν τέσσερα διαφορετικά στάδια



μέσα σε έναν κλάδο: α) κλιμάκωση, β) επικέντρωση, γ) ισορροπία και δ) συμμαχίες. Η διαδικασία της ενοποίησης των επιχειρήσεων αποτελεί μια αυτοτροφοδοτούμενη διαδικασία.

### **3.1.2. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ**

Μια επιχείρηση μπορεί να ωθείται από διαφορετικούς εσωτερικούς παράγοντες, ώστε να προχωρήσει σε εξαγορές και συγχωνεύσεις. Ένας βασικός εσωτερικός παράγοντας είναι η επιδίωξη της ανάπτυξης και μέσω αυτής η αύξηση των εσόδων, των κερδών και των πωλήσεων της επιχείρησης (DePamphilis, 2010). Πέρα από τη δημιουργία νέων εσόδων, η ανάπτυξη μπορεί να αποσκοπεί στην επίτευξη οικονομιών κλίμακας και στην αύξηση της παραγωγικότητας.

Ένας άλλος εσωτερικός παράγοντας θεωρείται η διαφοροποίηση σε επίπεδο προϊόντων ή υπηρεσιών. Οι Ross et. al. (2009) αναφέρουν ότι η συγχώνευση μπορεί να αποτελεί μια προσπάθεια μείωσης του κινδύνου μιας μετοχής ακόμη και όταν τα επίπεδα κινδύνου των δύο συγχωνευμένων εταιριών είναι τα ίδια.

Μια άλλη αιτία των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η προσπάθεια για την αύξηση του μεριδίου αγοράς και του αυξημένου κύκλου εργασιών. Μια εταιρία μπορεί να προχωρήσει σε συγχώνευση ή εξαγορά προκειμένου να αυξήσει την πελατειακή της βάση και να δημιουργήσει κάποιο ολιγοπώλιο. Μια επιχείρηση μπορεί να προχωρήσει σε συγχώνευση για να αυξήσει τις πωλήσεις της σε μια αγορά που συνεχώς συρρικνώνεται (Zuckerman (2009)).

Μια επιχείρηση που έχει κάποιο χρηματοοικονομικό πρόβλημα ή βρίσκεται σε πολύ δύσκολη κατάσταση αναφορικά με τη βιωσιμότητά της μπορεί να αποτελεί ευκαιρία για κάποια συγχώνευση ή εξαγορά (Sharma (2010)). Μάλιστα, μετά την οικονομική κρίση, η συγκεκριμένη αιτία εμφανίζεται ακόμη περισσότερο. Η μελέτη των Fraser & Zhang (2009) δείχνει ότι για την τριετία 2006-2009, στις συγχωνεύσεις που έγιναν στον τραπεζικό κλάδο στις ΗΠΑ, οι τράπεζες που εξαγοράστηκαν παρουσίαζαν πιο χαμηλή λειτουργική

απόδοση σε σχέση με αυτή του κλάδου. Ο δείκτης χρέος / αξία, λόγω της ενοποίησης των εταιριών και ο δείκτης Καθαρών λειτουργικών ζημιών, θα λειτουργήσουν καλύτερα, για φορολογικούς λόγους σε περίπτωση ενοποίησης των εταιριών.

Η κακή διοίκηση στο εσωτερικό μιας επιχείρησης και η συγχώνευση με μια εταιρία που διοικείται καλά οδηγεί στη μεταφορά ενεργητικών στοιχείων από την επιχείρηση στην συγχωνευμένη νέα επιχείρηση. Επίσης, μια εταιρία που διοικείται καλά αποτελεί στόχο για εξαγορά ή συγχώνευση.

Η τάση για κερδοφορία αποτελεί άλλον έναν παράγοντα συγχώνευσης ή εξαγοράς, μιας και επιχειρήσεις που κατέχουν μεγαλύτερα μερίδια αγοράς και καλύτερη κερδοφορία μπορούν να εξαγοραστούν ή να συγχωνευθούν πιο εύκολα. Μάλιστα, η πολιτική διανομής του μερίσματος της επιχείρησης μπορεί να επηρεάσει την εξαγορά ή τη συγχώνευση.

Σύμφωνα με τον Block (2009), το σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου που εμπεριέχει μια οποιαδήποτε συγχώνευση επιβαρύνεται με ένα premium, το οποίο αποτελεί το discount rate, που ονομάζεται επιτόκιο προεξόφλησης προσαρμοσμένου ρίσκου. Προκειμένου να προχωρήσει μια συμφωνία συγχώνευσης ή εξαγοράς θα πρέπει να υπάρχουν συγκεκριμένοι παράγοντες που επηρεάζουν το premium και οι οποίοι είναι η κυκλικότητα της επιχείρησης, η συμβατότητα των λειτουργιών του στόχου, το γεγονός ότι η εταιρία εξαρτάται από έναν περιορισμένο αριθμό πελατών που αν τους χάσει μπορεί να ανατραπεί η πορεία της και η διεθνής παρουσία της επιχείρησης.

Στην περίπτωση που μια εταιρία αποτελεί το στόχο για τη συγχώνευση, οι ευκαιρίες ανάπτυξης της και οι προβλέψεις για την εταιρία συμβάλλουν θετικά στην απόφαση για την εξαγορά ή συγχώνευση της εταιρίας. Ο Kester (1984) αναφέρει ότι η διαφορά μεταξύ μετοχικής βάσης και κεφαλαιοποιημένων κερδών αποτελεί μια σαφή ένδειξη για την προοπτική ανάπτυξης που εμφανίζει μια επιχείρηση.

Για να είναι επιτυχής μια εξαγορά θα πρέπει οι δύο εταιρίες που γίνονται μία να πείσουν την αγορά ότι προσφέρουν κάτι μοναδικό στην αγορά.

Επομένως, η αντίληψη του κοινού για την εταιρία είναι σημαντική για την εξέλιξη της εξαγοράς ή της συγχώνευσης.

Επίσης, το αν η εταιρία είναι εισηγμένη ή όχι παίζει σημαντικό ρόλο, σύμφωνα με τους Collan και Kinnunen (2009), οι οποίοι υποστήριξαν ότι αν αναβληθεί μια συμφωνία εξαγορά ή συγχώνευσης, επηρεάζεται από το εάν η επιχείρηση είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο ή όχι, μιας και αν δεν είναι εισηγμένη το κόστος εξαγοράς διατηρείται στα ίδια επίπεδα. Στην περίπτωση που η εξαγορά ή συγχώνευση γίνει με ανταλλαγή μετοχών και η τιμή της μετοχής της εταιρίας που αναλαμβάνει να κάνει την εξαγορά ή τη συγχώνευση είναι υπερτιμημένη, τότε το τίμημα που θα δοθεί θα είναι μικρότερο από την ονομαστική αξία της μετοχής. Τα στελέχη της εταιρίας που έχει υπερτιμημένη μετοχή έχουν καλύτερη εσωτερική πληροφόρηση και γνωρίζουν την πραγματική αξία της μετοχής της εταιρίας, οπότε μπορούν να εκμεταλλευθούν αυτό το γεγονός.

Μια επιχείρηση που έχει την πρωτοβουλία για την εξαγορά μπορεί να έχει υπερτιμημένη μετοχή, οπότε αυτό αποτελεί κίνητρο στην περίπτωση που η εξαγορά γίνει με ανταλλαγή μετοχών, αφού η εταιρία που θα την εξαγοράσει θα καταβάλλει μικρότερη αξία τελικά από ότι αξίζουν οι μετοχές. Η ελπίδα για αύξηση της τιμής της μετοχής, μέσω της αύξησης των πωλήσεων αποτελεί ένα κίνητρο για εξαγορά ή συγχώνευση (Ross et.al. (2009)). Οι Ross et. al. (2009) αναφέρουν, ότι η επιτυχία μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης εξαρτάται και από την προσπάθεια της εξαγοράζουσας επιχείρησης να δημιουργήσει ευνοϊκές φορολογικές συνθήκες. Επίσης, αναφέρουν ότι η προσδοκία της αύξησης της τιμής της μετοχής μέσα της εξαγοράς μπορεί να αποτελέσει ένα βασικό κίνητρο για εξαγορά ή συγχώνευση. Μια άλλη αιτία είναι η τεχνογνωσία που κατέχει η αγορά στόχος, η φήμη της επιχείρησης, τα δικαιώματα ευρεσιτεχνίας ή άλλα στοιχεία του ενεργητικού. Η αναζήτηση στρατηγικών συμμαχιών μπορεί να οφείλεται σε διάφορους παράγοντες με κύριο αυτό της έντασης το ανταγωνισμού που επικρατεί στον κλάδο.

Πολλές φορές η εταιρία - στόχος έχει συγκεκριμένα ενεργειακά στοιχεία, όπως η φήμη της επιχείρησης, τα δικαιώματα ευρεσιτεχνίας,

συγκεκριμένες γραμμές παραγωγής ή άλλα ενεργητικά στοιχεία, οπότε και η εξαγοράστρια επιχείρηση στοχεύει σε αυτό. Μάλιστα, πολλές φορές μια επιχείρηση μπορεί να εξαγοραστεί φθηνά και να αποφέρει υψηλότερα κέρδη με της διάλυσή της και την πώλησή της σε κομμάτια, μια διαδικασία, την οποία ο DePamphilis (2010), ονομάζει ρευστοποίηση. Αν μια επιχείρηση εξαγοράζει μια άλλη προς τα πίσω (κάθετη εξαγορά), τότε αυτό δείχνει την ανάγκη για εξασφάλιση μεγαλύτερης ροής στα αποθέματά τους και στο κόστος. Μάλιστα όταν σπανίζει το απόθεμα μιας επιχείρησης, αυτό διασφαλίζει και τη συνέχιση της ύπαρξής της. Μια επιχείρηση μπορεί να έχει υπό-εκμεταλλεούμενους πόρους, οπότε όταν εξαγοραστεί ή συγχωνευθεί, οι πόροι αυτοί να αποδώσουν περισσότερο.

Η χρονική στιγμή της εξαγοράς ή της συγχώνευσης, είναι σημαντική για την έκβασή της, σύμφωνα με τους McDonald and Siegel (1986). Επίσης, οι Kummer and Steger (2008) αναφέρουν ότι για να βελτιωθεί η εικόνα μιας επιχείρησης μπορεί να προχωρήσει σε συγχώνευση ή εξαγορά, οπότε η όλη διαδικασία γίνεται για λόγους marketing.

Συνήθως, η επιχείρηση- στόχος έχει μικρότερη αξία οπότε θα αγοραστεί φθηνά και θα αποφέρει κέρδη εάν διαλυθεί και πωληθεί σε επιμέρους τμήματα. Οι Ross et.al. (2009) αναφέρουν ότι αν μια επιχείρηση έχει «λιμνάζοντα» κεφάλαια θα οδηγηθεί σε εξαγορά κάποια άλλης. Το μάρκετινγκ και η εικόνα της επιχείρησης θα βελτιωθούν, κυρίως αν δημιουργηθεί ένα νέο εταιρικό όνομα (Kummer and Steger (2008)). Οι ιδιοκτήτες των εταιριών μπορεί να αποσκοπούν στην επίτευξη προσωπικού κέρδους, ενώ μπορεί να υπάρξει και έντονος ο φόβος για τις επιχειρήσεις που είναι μικρές και συγχωνεύονται ή εξαγοράζονται αναφορικά με τη μακροχρόνια παρουσία τους. Οι μέτοχοι μέσω της συγχώνευσης, επιδιώκουν να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης. Πολλές φορές, τα στελέχη των επιχειρήσεων αποτελούν εμπόδιο σε μια συγχώνευση ή εξαγορά.

### **3.1.3. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΟΥ ΑΜΕΣΟΥ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ**

Οι αναλυτές πολλές φορές πιέζουν για την επίτευξη στόχων από επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες, μάλιστα όταν δεν υφίσταται υψηλή ανάπτυξη για την επιχείρηση (Slywotzky and Wise (2002)). Οι επενδυτικές τράπεζες, οι σύμβουλοι επιχειρήσεων και άλλοι φορείς μπορεί να πιέζουν τα στελέχη να προχωρήσουν σε μια εξαγορά ή συγχώνευση, αλλά οι Kummer & Steger (2008) αναφέρουν ότι τέτοιου είδους συμφωνίες συχνά αποτυγχάνουν.

Ένας άλλος εξωτερικός παράγοντας είναι οι τεχνολογικές αλλαγές επηρεάζουν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, καθώς μπορούν να δημιουργηθούν οικονομίες κλίμακας προκειμένου να είναι βιώσιμες χρηματοοικονομικά οι επιχειρήσεις (Lopez and Kaushik (2005)).

### **3.1.4. ΓΕΝΙΚΟΤΕΡΟΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ**

Μπορεί να υπάρχουν συγκεκριμένοι ρυθμιστικοί παράγοντες σε μια οικονομία, όπως η παρέμβαση της κυβέρνησης, η άρση ρυθμιστικών παρεμβάσεων και οι νέες ευκαιρίες ανταγωνισμού που μπορεί να επηρεάσουν μια συγχώνευση ή εξαγορά. Πολλές φορές υπάρχει έντονη κρατική παρέμβαση μέσω των αντιμονοπωλιακών νόμων αλλά και την παρέμβαση των επιτροπών ανταγωνισμού (και στα πλαίσια της Ε.Ε.) απέναντι σε μια συγχώνευση ή εξαγορά. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι στην Ε.Ε., βάσει της ευρωπαϊκής νομοθεσίας, η Επιτροπή ανταγωνισμού για την περίοδο 1989-2007 είχε μπλοκάρει μόλις 20 από τις εξαγορές που επιχειρήθηκαν στην επικράτειά της, ποσοστό που αντιπροσωπεύει το 0,5%<sup>1</sup>. Ωστόσο, οι αρμόδιες αρχές μπορούν να προβάλουν βέτο σε διάφορες πτυχές μια εξαγοράς ή συγχώνευσης. Ο Moore (1997) αναγνωρίζει ότι είναι πιθανότερο να συμβούν διασυνοριακές συγχωνεύσεις από ότι σε εθνικό επίπεδο, λόγω της ύπαρξης αντιμονοπωλιακών νόμων σε εθνικό επίπεδο.

Σε εθνικό επίπεδο, μπορεί μια κυβέρνηση να πουλά περιουσιακά της στοιχεία για να αποκτήσει επιπρόσθετα διαθέσιμα ρευστά, όπως συμβαίνει

---

<sup>1</sup>[http://www.globalcompetitionreview.com/\\_files/\\_handbooks/\\_24/gcr\\_hcea10\\_qa\\_european\\_unio.pdf](http://www.globalcompetitionreview.com/_files/_handbooks/_24/gcr_hcea10_qa_european_unio.pdf)

στην περίπτωση της Ελλάδας πρόσφατα. Μπορεί μάλιστα να υπάρχουν συγκεκριμένες διατάξεις σε εθνικό επίπεδο, που ευνοούν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές με επιχειρήσεις συγκεκριμένων χωρών (όπως για παράδειγμα υπάρχουν συγκεκριμένες δασμολογικές συμφωνίες ανάμεσα στη Σερβία και τη Ρωσία).

Η παγκοσμιοποίηση βοηθά σε άνοιγμα των αγορών και οι χρηματοοικονομικές αγορές έχουν γίνει πλέον προσβάσιμες, οπότε είναι πλέον πιο εύκολος ο βραχυπρόθεσμος και μακροπρόθεσμος δανεισμός από τις επιχειρήσεις, προκειμένου να καταφύγουν σε μια εξαγορά ή συγχώνευση. Λόγω της παγκοσμιοποίησης οι πληροφορίες διακινούνται πιο εύκολα και γρήγορα, όπως και η τεχνολογία, ενώ η εύρεση ανθρώπινου δυναμικού και μάλιστα εξειδικευμένου, είναι πιο εύκολη.

Η καλή οικονομική κατάσταση σε μια χώρα ευνοεί και τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Έτσι, όπως και σήμερα, σε περιόδους κρίσης, παρατηρείται κατακόρυφη μείωσή τους, λόγω αύξησης των επιτοκίων, πτώσης της αγοράς κλπ.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΟΜΟΙΟΓΕΝΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΜΟΙΟΓΕΝΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Όταν μια επιχείρηση εξετάζει το ενδεχόμενο εξαγοράς ή συγχώνευσης με μια άλλη που ανήκει σε διαφορετικό κλάδο, οφείλει να είναι πολύ προσεκτική, λόγω του υψηλού κόστους επέκτασης σε ανομοιογενείς κλάδους. Υπάρχουν συγκεκριμένες έρευνες (βλ. ενδεικτικά Healy, Palepu and Rubak (1990)) που ερευνούν κατά πόσο προκύπτουν ωφέλειες από ανομοιογενείς εξαγορές και συγχωνεύσεις. Οι επιχειρήσεις, μέσω αυτών, επιδιώκουν να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους σε άλλους κλάδους, ενώ στις ομοιογενείς εξαγορές και συγχωνεύσεις επιδιώκουν να επεκταθούν και να αποκτήσουν μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς στον κλάδο τους.

Στο παρόν κεφάλαιο εξετάζονται οι οικονομικές επιπτώσεις και οι ωφέλειες που προκύπτουν μέσω εξαγορών και/ή συγχωνεύσεων τόσο σε ομοιογενή, όσο και σε ανομοιογενή σχήματα.

#### 4.1. ΩΦΕΛΕΙΕΣ ΑΠΟ ΑΝΟΜΟΙΟΓΕΝΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Λόγω της διαφοροποίησης υπάρχει και μείωση του κινδύνου. Η διαφοροποίηση του κινδύνου ενδιαφέρει ιδιαίτερα τα διοικητικά στελέχη και τους εργαζόμενους μιας επιχείρησης, καθώς το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου τους δεν επιδέχεται διαφοροποίηση και αυτό τους δίνει μεγαλύτερη σιγουριά επαγγελματικά. Ωστόσο, οι μέτοχοι δεν έχουν άμεσες συνέπειες από αυτή τη διαφοροποίηση.

Οι έμμεσες συνέπειες από τη διαφοροποίηση του κινδύνου είναι καταρχάς, η μείωση των μισθών και των αμοιβών. Οι επιχειρήσεις που έχουν πολλαπλές οικονομικές δραστηριότητες αμείβουν λιγότερο τα διευθυντικά τους στελέχη και τους εργαζόμενους, ώστε να αυξήσουν περισσότερο την κερδοφορία τους. Όταν μια επιχείρηση γίνεται πλέον όμιλος, με την εξαγορά

ανομοιογενών επιχειρήσεων, τότε μπορεί να καλύψει τις ζημιές από μια της δραστηριότητα από τα κέρδη της από μια άλλη δραστηριότητα, δηλαδή κατά κάποιο τρόπο αυτοχρηματοδοτείται «εσωτερικά».

Επίσης, μπορεί να μεταφερθεί εξειδικευμένο ανθρώπινο δυναμικό από μια επιχείρηση του ομίλου σε κάποια άλλη με ασφάλεια, λόγω της διαφοροποίησης του κινδύνου. Οι μέτοχοι των περισσότερων επιχειρήσεων, κυρίως στην Ελλάδα, αποτελούν μέλη μιας οικογένειας, οπότε δεν πωλούν μετοχές από φόβο μήπως χάσουν τον έλεγχο της επιχείρησής τους και έτσι επιτυγχάνουν έμμεσα διαφοροποίηση του συνολικού τους κινδύνου.

Από τα παραπάνω συνάγεται ότι οι ανομοιογενείς εξαγορές ωφελούν τις επιχειρήσεις που τις αναλαμβάνουν.

#### **4.2. ΩΦΕΛΕΙΕΣ ΑΠΟ ΟΜΟΙΟΓΕΝΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ**

Οι ωφέλειες από ομοιογενείς εξαγορές αφορούν κυρίως τη μείωση του κόστους παραγωγής ως αποτέλεσμα των οικονομιών κλίμακας και των οικονομιών φασμάτων, τη μείωση των συνολικών δαπανών και την αύξηση των συνολικών πωλήσεων. Με τις οικονομίες κλίμακας η νέα επιχείρηση που προκύπτει από την εξαγορά ή τη συγχώνευση, επιμερίζει το σταθερό της κόστος σε μεγαλύτερο αριθμό μονάδων παραγωγής. Οι ωφέλειες υπάρχουν στη μακροχρόνια καμπύλη κόστους καθώς παρουσιάζονται αύξουσες, σταθερές ή φθίνουσες αποδόσεις κλίμακας. Οι αποδόσεις κλίμακας αφορούν την αύξηση της παραγωγής σε σχέση με την αύξηση των παραγωγικών συντελεστών. Οι Fields et.al. (2007) βρήκαν ότι υπήρξαν σημαντικές βελτιώσεις στις οικονομίες κλίμακας σε συγχωνεύσεις και εξαγορές που έγιναν στις ΗΠΑ σε τράπεζες και ασφαλιστικά ιδρύματα. Οι οικονομίες φάσματος αφορούν τη μείωση του κόστους παραγωγής, λόγω χρησιμοποίησης της ίδιας τεχνολογίας και του δικτύου διανομής στις δύο επιχειρήσεις.

Αυξάνονται, επίσης, οι οικονομίες σκοπού, οι οποίες παρουσιάζονται όταν αυξάνονται τα διαφορετικά προϊόντα που πουλάει η επιχείρηση,



μειώνοντας το συνολικό μέσο κόστος. Μέσω της κοινής επωνυμίας, του μειωμένου κόστους, των συνδυασμένων πωλήσεων, του κοινού μάρκετινγκ κλπ. επιτυγχάνονται αυξημένα έσοδα και αυξημένες πωλήσεις (Kotler and Keller (2009)).

Οι συνολικές δαπάνες μειώνονται λόγω της μείωσης των θέσεων εργασίας, των λιγότερων εγκαταστάσεων που απαιτούνται και του χαμηλότερου κόστους παραγωγής. Επίσης, οι πωλήσεις αυξάνονται μιας και πλέον αποτελούν το άθροισμα των πωλήσεων των δύο συγχωνευμένων εταιριών. Δημιουργούνται λειτουργικές συνέργιες με αποτέλεσμα τη μείωση των λειτουργικών εξόδων.

Το αν μια εξαγορά ή συγχώνευση είναι επιτυχημένη ή αποτυχημένη μπορεί να οφείλεται σε διάφορους παράγοντες και το τίμημα της πράξης αυτής μπορεί να επηρεαστεί από τη στρατηγική που ακολουθεί η κάθε μία επιχείρηση, από τον τύπο (αν θα υπάρξει εξαγορά, τι είδους, ή συγχώνευση), τον τρόπο με τον οποίο θα γίνει (δηλαδή αν θα γίνει ανταλλαγή μετοχών ή θα υπάρξει εξαγορά σε χρέος), τι είδους λογιστικά πρότυπα θα χρησιμοποιηθούν και άλλοι πολλοί παράγοντες.

Είναι γεγονός ότι οι μέτοχοι της εταιρίας στόχου ωφελούνται περισσότερο από τους μετόχους της εταιρίας που εξαγοράζει την άλλη. Το εισόδημα της εταιρίας αυξάνεται από την εξαγορά ή συγχώνευση λόγω αύξησης της μονοπωλιακής της δύναμης, ενώ θα υπάρξει μείωση του κόστους, λόγω οικονομιών κάθετης ολοκλήρωσης, της τεχνολογικής μεταφοράς, την εξάλειψη της αναποτελεσματικής διοίκησης και τους συμπληρωματικούς πόρους που θα χρησιμοποιούν οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις.

Σε περίπτωση που και οι δύο επιχειρήσεις που συγχωνεύονται ή εξαγοράζονται έχουν αυξημένο χρέος, τότε με τη συγχώνευσή τους αυτό θα λειτουργήσει θετικά και θα μειωθεί ο κίνδυνος λόγω της διαφοροποίησης.

### **4.3. ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**

Η ανακοίνωση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης έχει ως αποτέλεσμα θετικές αποδόσεις στις εταιρίες που απορροφώνται και μικρότερο θετικές ή και αρνητικές στις απορροφώσες εταιρίες. Εμπειρικά αποτελέσματα ερευνών έχουν δείξει ότι μακροχρόνια άλλοτε οι συνέργειες αυξάνουν τον πλούτο της εταιρίας και των μετόχων και άλλοτε επιβεβαιώνεται η θεωρία των διοικητικών κινήτρων που οδηγούν στην εξαγορά (Lougham and Anand (1997)).

Οι Ross et. al. (2009) υποστήριξαν ότι το τελικό συνολικό αποτέλεσμα μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης εξαρτάται από το τίμημα που δόθηκε και από τις ωφέλειες της. Σύμφωνα με αυτούς το κέρδος ή η ζημιά της εξαγοράζουσας επιχείρησης είναι:

Κέρδη από τις συνέργειες (synergy gain) – το τίμημα που δόθηκε τη στιγμή της εξαγοράς, της διαφοράς υπέρ το άρτιο της μετοχής.

Ανάλογα με το τίμημα αντιδρά και η χρηματιστηριακή αγορά και προκύπτουν οι διακυμάνσεις σε αυτή, όπως για παράδειγμα merger arbitrage κ.ο.κ. Το τίμημα που δίνεται σε μια συγχώνευση ή εξαγορά εξαρτάται από τους εξής παράγοντες:

- Από τη στρατηγική της εταιρίας.
- Από το αν η εξαγορά είναι επιθετική ή αμυντική ή άλλου είδους.
- Πώς θα γίνει ο τρόπος πληρωμής, με μετρητά, με χρηματικά ανταλλάγματα ή με άλλους τρόπους.
- Από τη μέθοδο αποτίμησης που θα χρησιμοποιηθεί.
- Από τα υφιστάμενα λογιστικά πρότυπα που υπάρχουν και τα οποία μπορούν να οδηγήσουν σε κέρδη ή ζημιές τη μητρική εταιρία.

Γενικότερα, η επιτυχία ή αποτυχία μιας εξαγοράς αποτελεί ένα πολυσύνθετο πρόβλημα και οι παράγοντες που το προσδιορίζουν πρέπει να εξετάζονται εκτενώς. Σύμφωνα με τους Ross et al. (2009), υπάρχουν συγκεκριμένες κατηγορίες σε σχέση με τις χρηματιστηριακές επιπτώσεις.

**Πίνακας 1 – Χρηματιστηριακές επιπτώσεις Συγχωνεύσεων και εξαγορών**

		Πρόσθεση ή απώλεια αξίας	Σε επίπεδο	Αποτελέσματα
<b>Μέσος όρος αποτελεσμάτων επί της αξίας σε επίπεδο μετοχών και μετοχών με βάση αποτελέσματα από event analysis</b>	Σε αξίες μετοχών	Νέας συνδυασμένης εταιρίας		Αντιφατικά αποτελέσματα
	Σε αξίες μετοχών	Μετοχών εξαγοράζουσας εταιρίας		Αντιφατικά αποτελέσματα
	Σε αξίες	Μετόχων εταιρίας στόχου		Ξεκάθαρα κέρδη
	Σε οφέλη προσόδους, δύναμη κλπ.	Στελεχών της εξαγοραζόμενης εταιρίας		Αύξηση και μπορεί μάλιστα εις βάρος των μετόχων
	Σε οφέλη προσόδους, δύναμη κλπ.			Μείωση με προσπάθεια να υπάρξει αντιστάθμιση ακόμη εις βάρος των μετοχών

Πηγή: Ross et al. (2009)

Οι ίδιοι ερευνητές έχουν κατατάξει σε κατηγορίες το ενδοεταιρικό επίπεδο ή τις επιδράσεις από το εξωτερικό περιβάλλον, που θα προκύψουν μετά από τη συγχώνευση ή την εξαγορά. Τα αποτελέσματα που θα επέλθουν σε εταιρικό επίπεδο φαίνονται στον ακόλουθο πίνακα

**Πίνακας 2 – Αποτελέσματα σε εταιρικό επίπεδο από μια συγχώνευση και εξαγορά**

	Αποτελέσματα	Λόγω	Που οφείλονται	Διαμέσω
Σε εταιρικό επίπεδο	Συνέργειες	Αύξηση εισοδήματος	Κέρδη στο μάρκετινγκ	Βελτίωσης σε προγενέστερο μέσο
			Στρατηγικές ωφέλειες	Βελτίωση ασθενούς δικτύου πωλήσεων
			Αύξηση μεριδίου αγοράς	Βελτίωση προϊόντικού μίγματος
		Μείωση κόστους	Οικονομίες κλίμακας	
			Οικονομίες κάθετης ολοκλήρωσης	
			Μεταφορά τεχνολογίας	
			Εξάλειψη αναποτελεσματικής διοίκησης	
		Φορολογικά κέρδη	Καθαρές λειτουργικές ζημιές στόχου	
			Δυναμικότητα χρέους	
			Πλεονάζοντα και λιμνάζοντα κεφάλαια	
	Χειραγώγηση της χρηματιστηριακής αγοράς	Βελτίωση του δείκτη τιμή/ κέρδη (P/E ratio)	Αύξηση εσόδων	
	Διαφοροποίηση	Μείωση κόστους μη συστηματικής μεταβλητότητας της συνδυασμένης μετοχής		
Μείωση του κινδύνου της μετοχής				

Πηγή: Ross et. al. (2009)

Τέλος, οι Ross et. al. (2009) διαχωρίζουν το αποτέλεσμα που θα υπάρξει σε σχέση με την Καθαρά Παρούσα Αξία (ΚΠΑ) της συγκεκριμένης συμφωνίας ανάλογα με το εάν η εξαγορά είναι επιθετική ή αμυντική, αν γίνει με μετρητά ή με ανταλλαγή μετοχών, κτλ.

Η ΚΠΑ της εξαγοράς επηρεάζεται από το τίμημα που θα πάρουν οι μέτοχοι της εταιρίας στόχου.

**Πίνακας 3 – Αποτελέσματα που θα επέλθουν στην ΚΠΑ της εταιρίας**

	Τύπος	Αποτέλεσμα στο τίμημα	Αποτέλεσμα στην ΚΠΑ της συμφωνίας	Τρόπος	Αποτέλεσμα στο τίμημα	Αποτέλεσμα στην ΚΠΑ της συμφωνίας
Αποτέλεσμα στις ΚΠΑ της συμφωνίας	Φιλική εξαγορά	Φτηνότερο το τίμημα σε σχέση με την επιθετική εξαγορά	Θα είναι υψηλότερη σε σχέση με την επιθετική εξαγορά	Με μετρητά	Θα μείνει ανεπηρέαστο	Θα είναι πιο υψηλή σε σύγκριση με την ανταλλαγή μετοχών
				Με ανταλλαγή μετοχών	Θα είναι αυξημένο αν εφαρμοστεί τιμολόγηση χωρίς προηγούμενες αναπροσαρμογές	Θα είναι πιο χαμηλή σε σύγκριση με τα μετρητά
	Επιθετική εξαγορά	Ακριβότερο το τίμημα σε σχέση με την αμυντική εξαγορά	Θα είναι χαμηλότερη σε σχέση με την αμυντική εξαγορά			

Πηγή: Ross et. al. (2009)

#### 4.4. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ

Οι μέτοχοι είναι οι ομάδες ή τα άτομα «που μπορούν να επηρεάσουν ή επηρεάζονται από την επίτευξη των στόχων της επιχείρησης». Σε γενικές γραμμές, ως κύρια ενδιαφερόμενα μέρη της επιχείρησης θεωρούνται οι επενδυτές, οι πελάτες, οι εργαζόμενοι και οι προμηθευτές, ενώ η κυβέρνηση και άλλοι φορείς θεωρούνται συνήθως ως δευτερεύοντα ενδιαφερόμενα μέρη. Οι σχέσεις μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών είναι σημαντικές λόγω του ότι μπορεί να διεκδικήσουν συγκεκριμένα πράγματα από τις επιχειρήσεις, γιατί τα ίδια δεν μπορούν να αναλάβουν κινδύνους σε σχέση με τις εταιρείες ή γιατί μπορούν να επηρεάσουν με διαφορετικούς τρόπους τις εταιρείες. Επιπλέον, οι πολιτικές της εταιρείας, οι μέθοδοι και οι διαδικασίες σε σχέση με τα ενδιαφερόμενα μέρη έχουν σαφώς επιπτώσεις στα ενδιαφερόμενα μέρη και στο φυσικό περιβάλλον. Οπότε τα ενδιαφερόμενα μέρη μπορούν να θεωρηθούν ότι αποτελούν έναν επιπρόσθετο πόρο της εταιρίας. Οι εταιρείες που αναγνωρίζονται ως καλές για τους πολίτες είναι συνήθως εκείνες που θεωρούνται ως προοδευτικές ή καινοτόμες και ασχολούνται με την ικανοποίηση των ενδιαφερομένων μερών.

Επειδή τα ενδιαφερόμενα μέρη επηρεάζονται από και μπορούν να επηρεάσουν τις πρακτικές της εταιρείας, οι υποστηρικτές της θεωρίας των ενδιαφερόμενων μερών θεωρούν ότι οι εταιρείες αναπτύσσουν τέτοιες πρακτικές, ώστε να ικανοποιήσουν τα ενδιαφερόμενα μέρη (π.χ. Chatterjee (1992)). Οι καλές σχέσεις είναι δύσκολο να αναπτυχθούν, ωστόσο, αν η επιχείρηση μπορέσει να ικανοποιήσει τα ενδιαφερόμενα μέρη, τότε μπορούν να χρησιμεύσουν ως πηγή ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος της επιχείρησης.

Η εκτεταμένη βιβλιογραφία για τις επιπτώσεις μιας συγχώνευσης και εξαγοράς παρέχει διαφορετικά αποτελέσματα, όσον αφορά τις επιπτώσεις της συγχώνευσης και εξαγοράς για ειδικές ομάδες συμφερόντων, με το μεγαλύτερο μέρος της προσοχής να στρέφεται στους μετόχους (Jensen and Ruback (1983)). Οι μέτοχοι που έχουν μετοχές της επιχείρησης μπορεί να επιβαρυνθούν με ένα επιπρόσθετο ποσό, ενώ οι μέτοχοι στους οποίους στοχεύει η επιχείρηση (target shareholders) μπορούν να επωφεληθούν σε

σύντομο χρονικό διάστημα, μολονότι υπάρχουν ερευνητές που θεωρούν ότι το θέμα δεν μπορεί ακόμη να προσδιορισθεί με σαφήνεια (Jensen and Ruback (1983)). Σε μια μελέτη, οι Agrawal et. al., (1992), κάνοντας εμπειρικές έρευνες στα αποτελέσματα της έρευνας των Jensen και Ruback (1983), υποστήριξαν ότι αντί μια συγχώνευση και εξαγορά να είναι επικερδής για τους μετόχους της επιχείρησης, οι μέτοχοι – ιδιοκτήτες της επιχείρησης χάνουν περίπου το 10% της αξίας αγοράς στα επόμενα 5 έτη μετά την εξαγορά, αντί να κερδίζουν.

Οι εχθρικές εξαγορές, μπορεί να μην ωφελήσουν τους επενδυτές που ενδιαφέρονται να επενδύσουν στην επιχείρηση, επειδή η εξαγορά και συγχώνευση εξωτερικεύει ορισμένα έξοδα για κάποια ενδιαφερόμενα μέρη, μειώνοντας το επίπεδο των καινοτόμων πρακτικών της ίδιας της επιχείρησης προς αυτά (π.χ. υπάλληλοι που έχουν απολυθεί, μειωμένες δωρεές με τοπικές κοινότητες (π.χ. Halpern (1983))). Αντίθετα, υποστηρικτές των συγχωνεύσεων και εξαγορών ισχυρίζονται ότι οι συγχωνεύσεις ωφελούν την κοινωνία γενικότερα, επειδή δημιουργούν αποτελεσματικότερες αγορές και βελτιώνουν τις επιδόσεις των διευθυντικών στελεχών (Halpern (1983)).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Στη διεθνή βιβλιογραφία έχουν αναπτυχθεί διαφορετικές μέθοδοι αξιολόγησης της επιτυχίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Υπάρχει η χρηματοοικονομική προσέγγιση που μελετά πώς αντιδρά η χρηματιστηριακή αγορά όταν ανακοινώνεται η εξαγορά ή η συγχώνευση και πώς επηρεάζεται η αξία των μετοχών. Μετά την ανάπτυξη της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών από τον Fama (1970), η μέθοδος αυτή έγινε ιδιαίτερα γνωστή και εκτιμά την επίπτωση του γεγονότος της εξαγοράς ή της συγχώνευσης πάνω στον πλούτο των μετόχων του υποψήφιου αγοραστή και της εταιρίας στόχου της εξαγοράς. Η θεωρητική προσέγγιση προσπαθεί να μελετήσει τις επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και των εξαγορών σε διάφορους δείκτες των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, όπως είναι η αποδοτικότητα, τα μερίδια αγοράς και άλλα λογιστικά μεγέθη. Τα κέρδη, οι ταμειακές ροές, κάποιοι βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες κλπ. μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την εξέταση των επιπτώσεων της εξαγοράς ή της συγχώνευσης πάνω στην ενιαία εταιρία, συγκρίνοντας τα παραπάνω πριν και μετά τη συγχώνευση ή την εξαγορά.

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται οι κυριότερες μέθοδοι αποτίμησης επιχειρήσεων και προσδιορισμού της αξίας αυτών, καθώς και τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της κάθε μεθόδου.



## 5.1. Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Αυτή η μέθοδος συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις των μετοχών των αγοραστριών επιχειρήσεων και των επιχειρήσεων στόχων κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης της εξαγοράς ή της συγχώνευσης έως την ημερομηνία ολοκλήρωσης της με τις αντίστοιχες αναμενόμενες αποδόσεις στη διάρκεια της ίδιας περιόδου. Οι διαφορές μεταξύ των αποδόσεων αποτελούν τις μη κανονικές ή έκτακτες αποδόσεις (abnormal returns) και οφείλονται στο συγκεκριμένο γεγονός.

Σε περίπτωση που η παραπάνω διαφορά είναι θετική, τότε η εξαγορά ή η συγχώνευση δημιουργεί επιπρόσθετη αξία, ενώ αν είναι αρνητική τότε δεν έχει δημιουργήσει επιπρόσθετη αξία και αν είναι μηδενική έχει ουδέτερη επίπτωση.

Η μέθοδος αυτή διαχωρίζει τη λογιστική αξία της επιχείρησης από την αξία των μελλοντικών εσόδων. Η λογιστική αξία της επιχείρησης αντιπροσωπεύει την αξία των μετοχών της επιχείρησης, με την προϋπόθεση ότι η επιχείρηση κερδίζει μόνο την απαιτούμενη από τους επενδυτές απόδοση στη λογιστική αξία σε όλες τις μελλοντικές περιόδους. Οι αποτιμήσεις πέραν της λογιστικής αξίας είναι ως εκ τούτου, το αποτέλεσμα των κερδών πέραν των απαιτούμενων εσόδων που απαιτούν οι επενδυτές. Αυτά τα κέρδη αποκαλούνται μη κανονικά κέρδη (abnormal earnings). Τα μη κανονικά κέρδη σε όλες τις μελλοντικές περιόδους μπορούν να εκπέσουν και να προστίθενται στη συνέχεια στην τρέχουσα λογιστική αξία στην αξία των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Μια σημαντική διάκριση μεταξύ αυτής της μεθόδου και με τις άλλες μεθόδους, που θα αναλυθούν παρακάτω, είναι ότι ιδίως οι μέθοδοι DDM και DFC προσαρμόζουν το καθαρό εισόδημα που βασίζεται σε λογιστικά μέτρα σε μετρητά, όπως τα μερίσματα που καταβάλλονται ή οι δωρεάν ταμειακές ροές. Αυτή η μετάφραση πραγματοποιείται για να καταργηθούν κάθε πιθανές δυσλειτουργίες που εισάγονται από τους λογιστικούς κανόνες που έχουν σχεδιαστεί για την αναγνώριση των εσόδων και εξόδων.

Μια άλλη σημαντική διάκριση μεταξύ της μεθόδου των μη κανονικών κερδών και της μεθοδολογίας DCF ή DDM είναι ότι η μέθοδος αυτή επικεντρώνεται στην πηγή προέλευσης της δημιουργίας αξίας – την ικανότητα της επιχείρησης να κερδίζει μια απόδοση επί των ιδίων κεφαλαίων πέραν από αυτή που απαιτούν οι επενδυτές. Οι μεθοδολογίες DCF και DDM επικεντρώνονται μόνο στην επίδραση αυτής της δημιουργίας αξίας – της ικανότητα της επιχείρησης να καταβάλει ταμειακές ροές στους ιδιοκτήτες της.

Η μη κανονική απόδοση δίνεται από τον τύπο:

$$AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt})$$

(σχέση 4.1)

όπου,

$j = 1, 2, 3, \dots, N$  μετοχές του δείγματος

$t = 1, 2, 3, \dots, T$  (μέρες ή μήνες)

$R_{jt}$  = αποδόσεις μετοχών  $j$  σε  $t$  χρονικά διαστήματα

$E(R_{jt})$  = προβλεπόμενες αποδόσεις μετοχών  $j$  σε  $t$  χρονικά διαστήματα

Ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων γίνεται βάσει των τιμών των μετοχών και των μερισμάτων και υπολογίζονται οι προβλεπόμενες αποδόσεις μέσω της ανάλυσης παλινδρομήσεων με τη βοήθεια διαφόρων υποδειγμάτων, όπως είναι το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM).

Τα υπερκέρδη (abnormal earnings ή residual income) που δημιουργεί μία εταιρεία μοντελοποιούνται στην παρακάτω σχέση :

$$RE_t = (ROE_t - \text{Cost of equity capital}) * BV_{E,t-1}$$

(σχέση 4.2)

Σύμφωνα με την παραπάνω σχέση, οι αλλαγές που παρατηρούνται στα υπερκέρδη (RE) οφείλονται στις αλλαγές του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, στις μεταβολές τις απαιτούμενης απόδοσης καθώς και στις επενδύσεις.

Οι Ohlson (1995) και Feltham και Ohlson (1995) υποστήριξαν ότι η τιμή της μετοχής προσδιορίζεται από τη λογιστική αξία (book value) και την προεξόφληση των μελλοντικών υπερκερδών (abnormal earnings). Τα υπερκέρδη είναι τα καθαρά κέρδη προσαρμοσμένα για κεφαλαιακή χρήση υπολογιζόμενα ως το προεξοφλητικό επιτόκιο πολλαπλασιαζόμενο με την αρχική λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Με τον τρόπο αυτό τα υπερκέρδη προεξοφλούν - ήτοι αφαιρούν - το κόστος ευκαιρίας που προέρχεται από την χρησιμοποίηση των ιδίων κεφαλαίων.

Ο ρυθμός ανάπτυξης των υπερκερδών αποτελεί σημείο αναφοράς μεταξύ των κερδών της προηγούμενης περιόδου και του μέσου ποσοστού απόδοσης της αγοράς. Ως εκ τούτου εφόσον ο ρυθμός αύξησης των κερδών είναι μηδενικός η εταιρεία λειτουργεί ως ένας αποταμιευτικός λογαριασμός. Στην περίπτωση αυτή ο επενδυτής είναι αδιάφορος ανάμεσα στην επιλογή του να επανεπενδύσει τα κέρδη στην εταιρεία ή να τα λάβει με την μορφή μερισμάτων.

Εφόσον οι παράγοντες οι οποίοι επιδρούν στην διαμόρφωση των καθαρής θέσης προέρχονται σε μεγαλύτερο βαθμό από τα αποτελέσματα χρήσης, πλην των κεφαλαιουχικών μεταβιβάσεων, η λογιστική αξία της καθαρής θέσης (Book Value of equity) στο τέλος του πρώτου χρόνου ( $BVE_1$ ) είναι η λογιστική αξία της καθαρής θέσης στις αρχές του χρόνου ( $BVE_0$ ) πλέον των καθαρών κερδών ( $NP_1$ ) μείον των αναμενομένων μερισμάτων ( $DIV_1$ ). Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, η αξία των μερισμάτων της επόμενης περιόδου ( $DIV_1$ ) καταγράφεται ως εξής:

$$DIV_1 = NP_1 + BVE_0 - BVE_1$$

(σχέση 4.3)

Αντικαθιστώντας την παραπάνω εξίσωση στην εξίσωση της μεθόδου προεξόφλησης των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων, προκύπτει η παρακάτω εξίσωση υπολογισμού της καθαρής θέσης μίας εταιρείας:

Καθαρή θέση = Λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων + Παρούσα αξία των μελλοντικών υπερκερδών (Equity Value = Book Value of equity + PV of expected future abnormal earnings)

(σχέση 4.4)

Η μέθοδος αποτίμησης μέσω προεξόφλησης των υπερκερδών (Discounted Abnormal earnings Valuation model) διαμορφώνεται ως εξής (Ohlson (1995)):

Καθαρή θέση

$$= BVE_0 + \frac{(NP_1 - r_e) * BVE_0}{1 + r_e} + \frac{(NP_2 - r_e) * BVE_1}{(1 + r_e)^2} + \dots + \frac{(NP_v - r_e) * BVE_{v-1}}{(1 + r_e)^v}$$

(σχέση 4.5)

Το συγκεκριμένο μοντέλο αποτίμησης στηρίζεται στην δυνατότητα της εταιρείας τα καθαρά της κέρδη να καλύπτουν το κόστος κεφαλαίου των ιδίων κεφαλαίων της. Προκειμένου να υπολογιστούν τα υπερκέρδη αφαιρείται από τα καθαρά κέρδη το κόστος κεφαλαίου των ιδίων κεφαλαίων της προηγούμενης χρήσης. Αφού προεξοφληθούν το σύνολο των υπερκερδών κατά την διάρκεια της προβλεπόμενης περιόδου που γίνεται η αποτίμηση της εταιρείας προσθέτονται τα ίδια κεφάλαια του πρώτου έτους αποτίμησης. Ο τύπος των προεξοφλημένων υπερκερδών παρουσιάζεται παρακάτω:

$$EV = BVE_t + \sum_{t=1}^n \frac{AE_t}{(1 + Ce)^t} + \frac{TV(AE)}{(1 + Ce)^n}$$

(σχέση 4.6)

Όπου :

$BVE_t$  = Αξία ιδίων κεφαλαίων στο τέλος του χρόνου  $t$  (πρώτου χρόνου αποτίμησης)

$$BVE_t = BVE_{t-1} + (X_t - DIV_t)$$

(σχέση 4.7)

$BVE_{t-1}$  = Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων στην αρχή του πρώτου χρόνου αποτίμησης

$X_t$  = Τα καθαρά κέρδη χρήσεων (Net Income) στο τέλος του πρώτου χρόνου της αποτίμησης

$DIV_t$  = το μέρισμα στο τέλος του πρώτου χρόνου της αποτίμησης

$AE_t$  = Μη κανονικά κέρδη στο χρόνο  $t$  τα οποία προκύπτουν από τον τύπο:

$$AE_t = X_t - (BVE_{t-1} * Ce)$$

(σχέση 4.8)

Ce = Κόστος Κεφαλαίου προερχόμενο από τη εξίσωση του CAPM

Το γεγονός ότι η μέθοδος χρησιμοποιεί ως αρχή της για την αποτίμηση της αξίας της εταιρείας τα κεφαλαιοποιημένα κέρδη της επόμενης περιόδου είναι πολύ σημαντικό, καθώς οι περισσότεροι αναλυτές ξοδεύουν πολύ χρόνο και προσπάθεια στην εκτίμηση των βραχυχρόνιων κερδών ως αρχικό σημείο για την ανάλυσή τους. Η μέθοδος αυτή δείχνει τη διαφορά μεταξύ της αξίας της καθαρής θέσης της εταιρείας (Equity Value) και των κεφαλαιοποιημένων κερδών της επόμενης περιόδου ( $NP_t/r_e$ ) (Vardavaki and Mylonakis (2007))

Το παραπάνω μοντέλο προεξόφλησης των υπερκερδών οδηγεί στα ακόλουθα συμπεράσματα:

**A)** Εάν η εταιρεία αποδίδει το μέσο επιτόκιο απόδοσης της αγοράς, τότε οι επενδυτές δε θα θελήσουν να πληρώσουν περισσότερο από την λογιστική αξία των μετοχών της εταιρείας. Προκειμένου, λοιπόν, να καταβάλουν παραπάνω ή παρακάτω από τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων, η εταιρεία πρέπει να αποδίδει περισσότερο ή λιγότερο από το παραπάνω μέσο επίπεδο απόδοσης, το οποίο εξαρτάται από την ικανότητα της εταιρείας να δημιουργεί υπερκέρδη.

**B)** Η καθαρή θέση της εταιρείας αντανακλά το κόστος των καθαρών στοιχείων του ενεργητικού της (Book Value of Net assets) πλέον της παρούσας αξίας των μελλοντικών προοπτικών ανάπτυξης, όπως αυτά αντικατοπτρίζονται από τα σωρευτικά υπερκέρδη.

Έρευνες (Fama (1998); Fitch (1980)) έχουν αποδείξει ότι η μέθοδος προεξόφλησης των υπερκερδών υπερέχει των παραδοσιακών αριθμοδεικτών Τιμής προς Κέρδη (P/E) καθώς και Τιμής προς λογιστική αξία (P/BV) καθώς και μεθόδου μερισματικής απόδοσης (Dividend yield), όσον αφορά την προβλεπτική ικανότητα των μελλοντικών κίνησης της τιμής της μετοχής.

Οι μεταβλητές που επηρεάζουν το παραπάνω μοντέλο προεξόφλησης υπερκερδών είναι:

A) Ο βαθμός που η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων υπερβαίνει το κόστος κεφαλαίου.

B) Ο ρυθμός αύξησης της λογιστικής αξίας της καθαρής θέσης.

Επίσης η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής θα υπερβαίνει την λογιστική της αξία (P/B) εάν είναι θετική η παρούσα αξία των μελλοντικών υπερκερδών. Εάν μία αγορά είναι αποτελεσματική τότε το μοντέλο αποτίμησης υπερκερδών μας οδηγεί στην παρακάτω σχέση:

$$P_t / B_t = 1 + \text{Παρούσα αξία των υπερκερδών} / B_t$$

(σχέση 4.9)

Υπάρχουν δύο λόγοι για την ανωτερότητα του μοντέλου υπερκερδών σε σχέση με τα υπόλοιπα δύο μοντέλα DIV και FCF. Καταρχήν, στην περίπτωση που οι στρεβλώσεις που δημιουργούνται στην λογιστική αξία της εταιρείας εξαιτίας λογιστικών επιλογών και διαδικασιών είναι λιγότερο σοβαρές από αυτές που δημιουργούνται κατά την διαδικασία πρόβλεψης των μελλοντικών μερισμάτων και χρηματοροών, καθώς και των προβλημάτων στα προεξοφλητικά επιτόκια και στον ρυθμό ανάπτυξης, τότε το μοντέλο αποτίμησης βασιζόμενο στην μελλοντικά υπερκέρδη υπερτερεί των δύο παραπάνω μοντέλων. Το παραπάνω γεγονός πιστοποιείται από το γεγονός ότι στην περίπτωση του μοντέλου αποτίμησης AE, το ποσοστό σημαντικότητας της αξία της καθαρής θέσης της εταιρείας (book Value) ανήλθε σε 72%, ενώ στα μοντέλα αποτίμησης FCF και DIV το ποσοστό σημαντικότητας της προεξοφλημένης αξίας (μερίσματα και χρηματοροές) ανήλθε σε 82% και 65% αντίστοιχα. Γενικότερα η μεγαλύτερη αξιοπιστία του μοντέλου αποτίμησης υπερκερδών εξηγείται από την ικανότητα της λογιστικής αξίας να ερμηνεύει το μεγαλύτερο ποσοστό της εσωτερικής αξίας. Επίσης, η έρευνα που διενήργησαν οι Francis, Olsson και Oswald (2000) οδήγησε στο συμπέρασμα ότι η ανωτερότητα του μοντέλου αποτίμησης AE είναι

ισχυρότερο από τις αλλαγές στην λογιστική που εφαρμόζεται από την εταιρεία που αποτιμάται.

Η αποτίμηση που πραγματοποιείται με το μοντέλο αποτίμησης υπερκερδών (Abnormal earnings) οδηγεί σε λιγότερες διαφοροποιήσεις εν σχέση με τα υπόλοιπα δύο μοντέλα (DVI και FCF). Αντιθέτως όταν η αποτίμηση πραγματοποιείται με προβλέψεις, αντί της χρησιμοποίησης πραγματικών στοιχείων, τότε παρατηρούνται διαφοροποιήσεις στην αποτίμηση των μοντέλων, το οποίο οφείλεται στο ποσοστό ανάπτυξης κερδών. Στην περίπτωση που ο ρυθμός ανάπτυξης είναι 0% βρίσκουμε το ίδιο αποτέλεσμα μεταξύ των υποδειγμάτων αποτίμησης. Όταν το ποσοστό αυξάνεται σε 4%, τότε το μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών έχει την μικρότερη διαφοροποίηση και ακολουθεί το υπόδειγμα ΑΕ και εν συνεχεία το DIV. Αναφορικά με την ακρίβεια των μοντέλων αποτίμησης παρατηρείται ότι το μοντέλο αποτίμησης υπερκερδών υπερέχει έναντι των άλλων δύο μοντέλων αποτίμησης (Francis, Olsson and Oswald (2000)) .

Όσον αφορά το μοντέλο του δείκτη P/E έχει ευρεία απήχηση διεθνώς από το επενδυτικό κοινό. Τα κέρδη αποτελούν τη σημαντικότερη μεταβλητή που συντελεί στη δημιουργία αξίας και γι' αυτό πολλοί επενδυτές ενδιαφέρονται για το συγκεκριμένο μοντέλο. Λόγω της ύπαρξης των κερδών ως παρονομαστή στο δείκτη P/E προσδίδεται σημαντικότητα στο δείκτη. Ωστόσο, βασικό του μειονέκτημα είναι ότι τα κέρδη ανά μετοχή μπορεί να προκύψουν αρνητικά για μια υπό ανάλυση μετοχή οπότε ο δείκτης δεν έχει καμία οικονομική σημασία. Οι παράγοντες που διαμορφώνουν την εξέλιξη της πορείας των μελλοντικών κερδών είναι ασταθείς και ευμετάβλητοι και αποτελεί μια επίπονη διαδικασία για τους επενδυτές. Κάποιοι μάνατζερ που επιτρέπουν λογιστικές πρακτικές μπορεί να παραποιήσουν τα κέρδη ανά μετοχή ώστε να παρουσιάσουν στους υποψήφιους επενδυτές μια ελκυστική επίδοση και εικόνα της εταιρίας με αποτέλεσμα να μη μπορεί να γίνει σύγκριση των δεικτών P/E μεταξύ διαφορετικών εταιριών. (Imam, Barker and Clubb (2008))



Πλεονεκτήματα της συγκεκριμένης μεθόδου είναι ότι οι μέτοχοι της εταιρίας στόχου κερδίζουν από την πρόταση εξαγοράς. Επίσης, είναι μια μέθοδος που μπορεί εύκολα να κατανοηθεί, καθώς οι επενδυτές σκέπτονται σε όρους μελλοντικών κερδών και στηρίζονται στο δείκτη P/E. Επίσης, τα έσοδα συγκρίνονται με τα έξοδα για να μετρηθεί η αξία που προστίθεται από την πώληση των προϊόντων. Άλλο πλεονέκτημα είναι ότι μπορεί να χρησιμοποιηθεί βάσει μιας πληθώρας βασικών αρχών λογιστικής και μπορεί να συμβαδίσει με ό,τι προβλέπεται από τα άτομα, καθώς οι αναλυτές εκτιμούν τα κέρδη και την αύξηση των κερδών.

Τα μειονεκτήματα της μεθόδου είναι ότι απαιτεί να γνωρίζει κανείς το πώς λειτουργεί η λογιστική, η αξία στηρίζεται στα κέρδη που θα κερδηθούν και αυτά που θα επανεπενδυθούν από τα μερίσματα. Δεν οδηγεί σε ακριβή προσδιορισμό των παραγόντων που οδηγούν στην αύξηση των κερδών, κυρίως σε στοιχεία του ισολογισμού και μπορεί να μη συμβαδίζει με τη στρατηγική ανάλυση. Στηρίζεται στα νούμερα των κερδών, που μπορεί να μην είναι αξιόπιστα. Τέλος, ο χρονικός ορίζοντας πρόβλεψης μπορεί να είναι μικρότερος από αυτόν της ανάλυσης DFC.

## **5.2. ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ**

Σε αυτή τη μέθοδο χρησιμοποιούνται διάφορα μέτρα σύγκρισης που στηρίζονται σε λογιστικά στοιχεία, όπως είναι τα λειτουργικά κέρδη – EBIT, οι πωλήσεις, οι ταμειακές ροές, οι δείκτες ROE και ROA κ.ά. Έτσι, χρησιμοποιώντας στοιχεία από τις λογιστικές καταστάσεις, αποφεύγονται προβλήματα τυχόν έλλειψης στοιχείων για τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις και προβλήματα των στοιχείων της μεθόδου των έκτακτων μετοχικών αποδόσεων.

Ο αριθμοδείκτης της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων δίνεται από τον τύπο:

$$\text{ROE} = \text{NI} / \text{BE}$$

(σχέση 4.10)

όπου

NI είναι το καθαρό εισόδημα ή κέρδος και

BE είναι η καθαρή λογιστική αξία των μετοχών ή το κοινό μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας

και ο αριθμοδείκτης απόδοσης των καθαρών λειτουργικών στοιχείων από τον τύπο :

$$\text{RNOA} = \text{NOPAT} / \text{NOA}$$

(σχέση 4.11)

όπου

NOPAT είναι τα καθαρά λειτουργικά στοιχεία μετά φόρων και

NOA είναι τα καθαρά λειτουργικά στοιχεία ενεργητικού (NOA = OA – OL).

Ένα πλεονέκτημα της μεθόδου είναι ότι βάσει έρευνας των Haleru, Paleru and Ruback (1992) είναι ότι σημειώνεται βελτίωση της τάξης του 3% περίπου στις λειτουργικές ταμειακές ροές για την περίοδο των 3-5 ετών μετά την εξαγορά ή τη συγχώνευση. Αν η τιμή εξαγοράς βρίσκεται κάτω από το επίπεδο αξιολόγησης του στόχου, τότε δημιουργείται αξία. Επίσης, υπάρχει σημαντική επίδραση του τρόπου με τον οποίο χειρίζονται λογιστικά οι εξαγορές στην κερδοφορία που θα έχει ο αγοραστής μιας και η εφαρμογή της λογιστικής της εξαγοράς αφορά την υπεραξία της εξαγοράς και οδηγεί σε μικρότερα κέρδη εξαιτίας των σχετικών αποσβέσεων. Για το λόγο αυτό, παράλληλα με τα μέτρα σύγκρισης θα προσαρμόζονται και οι συνθήκες του κλάδου και του ανταγωνισμού. Επίσης, λαμβάνεται υπόψη η επίπτωση των μη λειτουργικών ταμειακών ροών και αποτελεσμάτων, όπως είναι τα έσοδα

από ρευστοποιήσεις των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας που εξαγοράζεται κλπ. (Fama (1998)).

Αναφορικά με τα μειονεκτήματα της συγκεκριμένης μεθόδου πρέπει να διευκρινιστεί ότι τα μέτρα της λειτουργικής επηρεάζονται ιδιαίτερα από προβλήματα μέτρησης, όπως από το γεγονός ότι διασυννοριακά μπορεί να χρησιμοποιούνται διαφορετικοί λογιστικοί κανόνες. Επίσης, τα μέτρα αυτά επηρεάζονται από τη λογιστική αρχή των δεδουλευμένων τόκων (accrual accounting) αλλά και από το πώς γίνεται η κατανομή των εσόδων και των εξόδων στις διαφορετικές χρονικές περιόδους από τότε που θα πραγματοποιηθούν οι ταμιακές ροές. Ένα άλλο μειονέκτημα είναι ότι δεν μπορούν να διαχωριστούν οι επιπτώσεις της εξαγοράς από άλλα γεγονότα ή αποφάσεις που λαμβάνει η επιχείρηση. Η θετική σχέση ανάμεσα στη βελτίωση στη λειτουργική απόδοση και τις μετοχικές αποδόσεις δεν μπορεί να επεξηγήσει πολλά. Τέλος, μπορεί να απαιτηθούν πολλά χρόνια προκειμένου να εμφανιστούν στις λογιστικές καταστάσεις μιας επιχείρησης οι επιπτώσεις μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς (Firth (1980)).

### **5.3. ΜΕΘΟΔΟΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (FUTURE ROEs)**

Οι μελλοντικές αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων προσδιορίζονται ως οι αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων μετά την αφαίρεση του κόστους κεφαλαίου ( $ROE - r_e$ ). Επιχειρήσεις με θετικές υπεραποδόσεις είναι ικανές να επενδύσουν τα καθαρά στοιχεία του ενεργητικού τους (Net assets) προς όφελος των μετόχων και κατά συνέπεια να έχουν δείκτη Τιμής προς λογιστική αξία (P/B) μεγαλύτερο της μονάδας. Ως εκ τούτου, επιχειρήσεις που δεν μπορούν να έχουν αποδόσεις μεγαλύτερες από το κόστος κεφαλαίου έχουν δείκτη Τιμής προς λογιστική αξία μικρότερο της μονάδας.

Το μέγεθος του παραπάνω μοντέλου αποτίμησης της αξίας της εταιρείας προς της λογιστική (firms value to book multiple) εξαρτάται από τον ρυθμό ανάπτυξης της λογιστικής αξίας της εταιρείας. Οι εταιρείες μπορούν να

αυξήσουν την καθαρή τους θέση μέσω της έκδοσης μετοχών ή επανεπενδύοντας τα κέρδη τους. Εφόσον το εν λόγω ποσό της καθαρής θέσης επενδυθεί σε στοιχεία του ενεργητικού που προσφέρουν απόδοση μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου, τότε το αποτέλεσμα του παραπάνω μοντέλου αποτίμησης θα είναι μεγαλύτερο από το μέσο ύψος της αγοράς.

Η παραπάνω σχέση αποτίμησης μπορεί να αναδιαμορφωθεί, έτσι ώστε οι μελλοντικές αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων να εκφράζονται ως αποτέλεσμα τριών παραγόντων, ήτοι: του περιθωρίου κέρδους (περιθώριο κέρδους), απόδοση πωλήσεων (sales turnover) και μόχλευσης (leverage). Με τον τρόπο αυτό έχουμε τα ίδια αποτελέσματα αποτίμησης, όπως με το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων (Dividend discount model).

Παρατηρούμε ότι οι παράγοντες που ερμηνεύουν τον αριθμοδείκτη της αξίας της καθαρής θέσης προς την λογιστική της αξία είναι οι ίδιοι που ερμηνεύουν και τον λόγο της καθαρής θέσης προς τα κέρδη. Η κύρια διαφορά εντοπίζεται στο γεγονός ότι ο λόγος της καθαρής θέσης προς τα κέρδη επηρεάζεται από την τιμή της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων, ενώ δεν συμβαίνει το ίδιο και με τον λόγο της αξίας των ιδίων κεφαλαίων προς την λογιστική τους αξία. Εταιρείες με χαμηλό ποσοστό απόδοσης ιδίων κεφαλαίων έχουν υψηλό αριθμοδείκτη αξίας / κέρδη και το αντίστροφο. Ευνόητο ότι εφόσον η εταιρεία έχει αρνητικό ή μηδενικό ποσοστό απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, ο λόγος τιμής προς κέρδη δεν μπορεί να προσδιοριστεί. Επίσης ο λόγος της αξίας προς τα κέρδη (value earnings) είναι πιο ευμετάβλητος σε σχέση με τον λόγο αγοραίας αξίας προς λογιστική (value to book multiple) (Ohlson (1995)).

Επιχειρήσεις που δημιουργούν υπερκέρδη είναι πιθανότερο να προσελκύουν επενδυτές, ενώ εταιρείες με αρνητικές αποδόσεις είναι πιθανότερο να αποτύχουν ή να εξαγοραστούν από άλλες κερδοφόρες επιχειρήσεις.

Οι μεταβολές των υπερκερδών μειώνονται σε ένταση με την πάροδο του χρόνου. Σύμφωνα με αυτήν την υπόθεση, η τιμή των υπερκερδών ακολουθεί

ένα αυτοπαλίνδρομο μοντέλο, οπότε τα μελλοντικά υπερκέρδη δίνονται από την παρακάτω εξίσωση:

$$\text{Μελλοντικά κέρδη (AE}_1) = b \cdot \text{AE}_0$$

(σχέση 4.12)

όπου ο όρος  $b$  δηλώνει την ταχύτητα με την οποία μειώνονται τα υπερκέρδη με την πάροδο του χρόνου. Εάν δεν υπάρχει μείωση, η τιμή του  $b$  είναι ίση με την μονάδα και τα υπερκέρδη ακολουθούν τυχαία πορεία. Εάν η τιμή του  $b$  είναι μηδενική τα υπερκέρδη μειώνονται δραστικά έως ότου λάβουν μηδενική τιμή μέσα σε ένα έτος. Λαμβάνοντας υπόψη την επίδραση της τιμής του  $b$ , το μοντέλο αποτίμησης της καθαρής θέσης της εταιρείας (Equity Value) δίνεται με τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Αποτίμηση καθαρής θέσης} = \text{BVE}_0 + b \cdot \text{AE}_0 / (1 + r_e - b)$$

(σχέση 4.13)

Το παραπάνω μοντέλο αποτίμησης θεωρεί ότι η αξία της καθαρής θέσης είναι το άθροισμα της παρούσας λογιστικής αξίας πλέον των παρουσών υπερκερδών σταθμισμένα από το κόστος κεφαλαίου.

Σύμφωνα με την παραπάνω υπόθεση ότι τα μελλοντικά υπερκέρδη ακολουθούν ένα αυτοπαλίνδρομο μοντέλο, συνεπάγεται ότι και ο ρυθμός αύξησης των υπερκερδών μπορεί να δοθεί από τον τύπο  $(b-1)AE_0$  και ως εκ τούτου το μοντέλο αποτίμησης της αξίας της εταιρείας αναδιατυπώνεται ως εξής:

$$\text{Equity value} = NP_1 / r_e + ((1+r) / r_e) \cdot ((b-1)AE_1 / (1+r_e-b))$$

(σχέση 4.14)

Η παραπάνω σχέση διατυπώνει ότι η αξία της εταιρείας μπορεί να εκφραστεί ως το άθροισμα των κεφαλαιοποιημένων κερδών της επόμενης περιόδου πλέον των υπερκερδών της επόμενης περιόδου σταθμισμένων με το κόστος κεφαλαίου.

Το πλεονέκτημα του παραπάνω μοντέλου αποτίμησης μέσω προεξόφλησης του ρυθμού αύξησης των υπερκερδών σε σχέση με το προηγούμενο μοντέλο της προεξόφλησης των υπερκερδών είναι ότι μπορεί να απλοποιηθεί κάνοντας υποθέσεις για τις μελλοντικές μεταβολές των υπερκερδών. Επίσης είναι ιδιαίτερα χρήσιμο στις περιπτώσεις, όπου μία εταιρεία έχει ένα συγκριτικό πλεονέκτημα σε σχέση με τις υπόλοιπες αλλά ότι ο ρυθμός αύξησης των υπερκερδών θα μειώνεται με την πάροδο του χρόνου (Ohlson (1995)).

Όσον αφορά τη συγκεκριμένη μέθοδο οδηγεί τους επενδυτές να επικεντρωθούν σε δύο αξίες της επιχείρησης: την κερδοφορία των επενδύσεων και την ανάπτυξη με επενδύσεις. Λειτουργεί ως ένα στρατηγικό εργαλείο και συνδέει την αποτίμηση της καθαρής αξίας με τη στρατηγική τακτική των επιχειρήσεων (Vardavaki and Mylonakis, 2007). Πλεονέκτημα είναι ο προσανατολισμός του στα λογιστικά κέρδη που συμπεριλαμβάνουν μέρος της αξίας που δημιουργείται και δεν έχει ακόμα εισπραχθεί. Η χρήση του μοντέλου ενδείκνυται για επιχειρήσεις που έχουν χαμηλές ταμειακές ροές και υψηλά κέρδη. Ένα δεύτερο πλεονέκτημα είναι η χρήση της λογιστικής αξίας της καθαρής θέσης που υπάρχει στις οικονομικές καταστάσεις. Έτσι, μειώνεται η αβεβαιότητα σχετικά με την αξιοπιστία της αποτίμησης αφού μόνο ένα μέρος του μοντέλου στηρίζεται σε προβλέψεις που ενδέχεται να μην είναι σωστές. Μπορεί να απλοποιηθεί κάνοντας υποθέσεις για τις μελλοντικές μεταβολές των υπερκερδών. Η επένδυση θεωρείται ως στοιχείο του ενεργητικού και όχι ως μείωση της αξίας. Επίσης, είναι ιδιαίτερα χρήσιμο στις περιπτώσεις όπου ένας αναλυτής θεωρεί ότι μία εταιρεία έχει ένα συγκριτικό πλεονέκτημα σε σχέση με τις υπόλοιπες, αλλά πιστεύει ότι ο ρυθμός αύξησης των υπερκερδών θα μειώνεται με την πάροδο του χρόνου (Vardavaki and Mylonakis (2007)).

Το συγκεκριμένο μοντέλο αποτίμησης θεωρεί ότι η αξία της καθαρής θέσης είναι το άθροισμα της παρούσας λογιστικής αξίας πλέον των παρουσών υπερκερδών σταθμισμένα από το κόστος κεφαλαίου και ως εκ τούτου η αξία της εταιρείας μπορεί να εκφραστεί ως το άθροισμα των κεφαλοποιημένων κερδών της επόμενης περιόδου πλέον των υπερκερδών

της επόμενης περιόδου σταθμισμένων με το κόστος κεφαλαίου. Επιχειρήσεις που δημιουργούν υπερκέρδη είναι πιθανότερο να προσελκύουν επενδυτές ενώ εταιρείες με αρνητικές αποδόσεις είναι πιθανότερο να αποτύχουν ή να εξαγοραστούν από άλλες κερδοφόρες επιχειρήσεις. Οι μεταβολές των υπερκερδών μειώνονται σε ένταση με την πάροδο του χρόνου. Το κύριο μειονέκτημα είναι ότι στηρίζεται βασικά σε λογιστικούς αριθμούς, οπότε η ποιότητά τους δεν μπορεί να αγνοηθεί. Το μοντέλο είναι ιδιαίτερα δημοφιλές στην αποτίμηση των επιχειρήσεων του τραπεζικού κλάδου αφού το μεγαλύτερο μέρος των περιουσιακών στοιχείων αυτών των εταιριών απεικονίζεται στον ισολογισμό, οπότε και η καθαρή θέση δείχνει ένα μεγάλο μέρος της παραγόμενης αξίας. (Imam, Barker and Clubb (2008))

#### **5.4. ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΣΩ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (DISCOUNTED CASH FLOW MODEL)**

Το μοντέλο αποτίμησης μέσω προεξόφλησης ταμειακών ροών προέρχεται από το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων (dividend discount model). Βασίζεται στην ιδέα ότι τα μερίσματα μπορεί να θεωρηθούν ως ταμειακές ροές (free cash flow) ήτοι:

$$\text{Dividends} = \text{Operating cash flow} - \text{capital outlays} + \text{Net cash flows from debt owners}$$

(σχέση 4.15)

Η ερμηνεία των παραπάνω στοιχείων είναι:

α) Dividends: μερίσματα.

β) Operating cash flow: Τα καθαρά κέρδη (Net profit) πλέον αποσβέσεις (depreciation) αφαιρουμένων των μεταβολών στα κεφάλαιο κίνησης (working capital accruals).

γ) Capital outlays: Επενδύσεις Κεφαλαίου (capital expenditure) όπου εννοείται η διάθεση πόρων για την απόκτηση και αναβάθμιση στοιχείων του ενεργητικού μείον πωλήσεις στοιχείων ενεργητικού.

δ) Net cash flows: Αφορά την έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου (new debt) αφαιρουμένων παρακρατούμενων κερδών (retirements) καθώς και κόστος επιτοκίου μετά φόρων (after tax cost of interest).

Με την χρησιμοποίηση των παραπάνω όρων, η εξίσωση των ταμειακών ροών μπορεί να γραφτεί ως εξής:

$$\text{Dividends} = \text{NP} - \Delta\text{BVA} + \Delta\text{BVND}$$

(σχέση 4.16)

όπου

NP= Καθαρά κέρδη

$\Delta\text{BVA}$  = Η μεταβολή στην λογιστική αξία των καθαρών λειτουργικών στοιχείων του ενεργητικού.

$\Delta\text{BVND}$ = Η μεταβολή στην λογιστική αξία των καθαρών χρεών ( Net Debt).

Η αποτίμηση σύμφωνα με το μοντέλο αποτίμησης ταμειακών ροών περιλαμβάνει τα παρακάτω βήματα (Ohlson, 1995):

α) Πρόβλεψη των διαθεσίμων ταμειακών ροών, τα οποία είναι διαθέσιμα στους μετόχους για έναν συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα.

β) Προβλέψεις των διαθεσίμων ταμειακών ροών ( free cash flow) πέραν του χρονικού ορίζοντα.



γ) Προεξόφληση των διαθέσιμων ταμειακών ροών στο κόστος κεφαλαίου. Το προεξοφλημένο ποσό αντιπροσωπεύει την εκτιμώμενη αξία των διαθέσιμων ταμειακών ροών τα οποία διατίθενται στους μετόχους.

Μοντέλο αποτίμησης μέσω προεξόφλησης ταμειακών ροών

$$A_t = (C_{t+1} - I_{t+1})/(1+WACC) + (C_{t+2} - I_{t+2})/(1+WACC)^2 + \dots = \sum (C_{t+1} - I_{t+1})/(1+WACC)^i$$

(σχέση 4.17)

Όπου

A: είναι η εσωτερική αξία των καθαρών λειτουργικών στοιχείων της εταιρείας.

C: η ταμειακή ροή προερχόμενη από την λειτουργική δραστηριότητα της εταιρείας μετά φόρων και I η επένδυση κεφαλαίου δηλαδή η διάθεση πόρων για την απόκτηση και αναβάθμιση των στοιχείων του παγίου ενεργητικού.

Η αγοραία ή εσωτερική αξία της καθαρής θέσης της εταιρείας (P<sub>t</sub>) είναι η διαφορά μεταξύ της εσωτερικής αξίας των καθαρών λειτουργικών στοιχείων της (A<sub>t</sub>) και του δανεισμού της (L<sub>t</sub>) σύμφωνα με την σχέση:

$$P_t = A_t - L_t$$

(σχέση 4.18)

Να σημειωθεί ότι το επιτόκιο με το οποίο προεξοφλούνται οι καθαρές ταμειακές ροές λέγεται σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) και δίνεται από τον τύπο:

$$WACC = p^*(1-L) + Li^*(1-T)$$

(σχέση 4.19)

όπου:

i: κόστος δανεισμού,

p: κόστος κεφαλαίου,

L: δείκτης δανειακής επιβάρυνσης και

T: ο φορολογικός συντελεστής

Το μοντέλο αποτίμησης που βασίζεται στην προεξόφληση μελλοντικών ταμειακών ροών αντικαθιστά τα μερίσματα με τις ελεύθερες χρηματικές ροές βασιζόμενο στην υπόθεση ότι οι χρηματικές ροές αντιπροσωπεύουν καλύτερα την αξία για μία σύντομη χρονική περίοδο. Με τον όρο ελεύθερες χρηματικές ροές εννοούνται οι χρηματικές ροές μετά την αφαίρεση των αναγκαίων πόρων για επενδύσεις. Σύμφωνα με το υπόδειγμα των Copeland, Koller and Murrin (1995).

$$VFCF = \frac{\sum FCF}{(1 + RWACC)^t} + ECMS_f - D_f - PS_f$$

(σχέση 4.20)

όπου

$$FCF_t = (SALES_t - OPEXP_t - DEPEXP_t) * (1 - \tau) + DEPEXP_t - \Delta WC_t - CAPEXP_t$$

$$Rwacc = WD(1 - \tau)rd + Wpsrps + We$$

Όπου

VFCF = είναι η αγοραία αξία της μετοχής την χρονική στιγμή F

SALES<sub>t</sub> = Οι πωλήσεις την χρονική στιγμή t

OPEXP<sub>t</sub> = Λειτουργικά έξοδα στον χρόνο t

DEPEXP<sub>t</sub> = Αποσβέσεις στον χρόνο t

ΔWC = Η μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης στον χρόνο t

CAPEX<sub>t</sub> = Επενδύσεις κεφαλαίου στον χρόνο t

$ECMS_t$  = Το υπερβάλλον ποσό και τα στοιχεία ενεργητικού με μεγάλη εμπορευσιμότητα στον χρόνο  $t$

$D_t$  = Η αγοραία αξία του χρέους της εταιρείας

$PS_t$  = Η αγοραία αξία των προνομιούχων μετοχών την χρονική στιγμή  $t$

$R_{wacc}$  = μέσο σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου

$R_d$  = κόστος χρέους

$W_d$  = ποσοστό του δανεισμού στη συνολική διάρθρωση κεφαλαίου

$W_{ps}$  = ποσοστό των προνομιούχων μετοχών στη συνολική διάρθρωση κεφαλαίου

$W_e$  = ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων στην συνολική κεφαλαιακή διάρθρωση

$\tau$  = εταιρικό φορολογικό ποσοστό

Υπάρχουν δυο γενικοί τύποι αποτίμησης οι οποίοι χρησιμοποιούν την ελεύθερη ταμειακή ροή. Ο ένας στηρίζεται στην ελεύθερη ταμειακή ροή για την εταιρία ως σύνολο (FCFF) και ο άλλος στην ελεύθερη ταμειακή ροή για τους κατόχους κοινών μετοχών (FCFE). Η γενική μαθηματική έκφραση αυτών των μοντέλων είναι παρόμοια με αυτή των μοντέλων που στηρίζονται στην προεξόφληση μερισμάτων με τη μόνη διαφορά ότι τώρα προεξοφλούνται οι μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές αντί των μελλοντικών μερισμάτων.

Η γενική μαθηματική εξίσωση του μοντέλου που στηρίζεται στην ελεύθερη ταμειακή ροή ως σύνολο (FCFF) υπολογίζει την συνολική αξία της επιχείρησης ως την παρούσα αξία των μελλοντικών FCFF οι οποίες προεξοφλούνται με το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC).

$$\text{Συνολική Αξία εταιρίας} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF}{(1+WACC)^t}$$

Το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου χρησιμοποιείται ως ποσοστό προεξόφλησης, γιατί τα  $FCFF_t$  είναι η μετά φόρων ταμειακή ροή που πηγαίνει προς όλους τους επενδυτές της συγκεκριμένης κάθε φορά επιχείρησης. Η

αξία των μετοχών βρίσκεται πλέον εύκολα εάν από τη συνολική αξία της επιχείρησης που βρήκαμε αφαιρέσουμε την αγοραία αξία του χρέους (debt) της επιχείρησης. Η αξία ανά μετοχή προκύπτει αν διαιρεθεί η συνολική αξία των μετοχών με το πλήθος των μετοχών της συγκεκριμένης επιχείρησης που βρίσκονται υπό κυκλοφορία (Vardavaki and Mylonakis (2007)).

Το κόστος κεφαλαίου ( $C_e$ ) είναι το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης το οποίο επιθυμούν οι επενδυτές μιας επιχείρησης. Επίσης θεωρείται ως το κόστος ευκαιρίας των επενδυτών από την άποψη ότι αυτοί είναι διατεθειμένοι να επενδύσουν σε συγκεκριμένη κάθε φορά επιχείρηση εφόσον η αναμενόμενη απόδοση αυτής της επένδυσης καλύπτει το κόστος κεφαλαίου γιατί είναι δυνατόν να υπάρχουν και άλλες επενδυτικές επιλογές ίδιου βαθμού κινδύνου που είναι δυνατόν να εξασφαλίζουν την παραπάνω προϋπόθεση (Vardavaki and Mylonakis (2007)).

Ο υπολογισμός της αξίας της μετοχής μπορεί να γίνει και απευθείας μέσω της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών για τους κατόχους κοινών μετοχών (FCFE). Η μαθηματική διατύπωση αυτού του μοντέλου έχει ως εξής :

$$\text{Συνολική Αξία μετοχών} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE}{(1 + C_e)^t}$$

(σχέση 4.21)

όπου  
 $C_e$ : απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης της μετοχής ή το κόστος κεφαλαίου

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, οι ελεύθερες ταμειακές ροές χρησιμοποιούνται για την χρηματοδότηση των μερισμάτων, που αποδίδονται στους μετόχους, στο καθαρό κόστος επιτοκίου, στην αναχρηματοδότηση και έκδοση δανείων και στην αύξηση ή μείωση των διαθέσιμων μετρητών και λοιπών ρευστών στοιχείων του ενεργητικού. Ο τύπος με τον οποίο εξάγονται οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι ο παρακάτω:

Καθαρά μερίσματα = FCF –επιτόκιο μετά από φόρους+ Μεταβολή στο χρέος

(σχέση 4.22)

Επειδή η ελεύθερη ταμειακή ροή για την εταιρία ως σύνολο (free cash flow to the firm) ονομάζεται η ταμειακή ροή που είναι διαθέσιμη προς όλους όσους παρέχουν κεφάλαια στην επιχείρηση εφόσον έχουν ήδη πληρωθεί όλα τα λειτουργικά έξοδα (συμπεριλαμβανομένων και των φόρων) και έχουν γίνει οι απαραίτητες επενδύσεις σε απαιτούμενο κεφάλαιο κίνησης και σε επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου και επειδή τα μη ταμειακά έξοδα δεν εμπεριέχουν εκροή χρημάτων από την εταιρία ο τύπος που δίνει την τιμή της είναι ο εξής:

$FCFF = \text{Καθαρό Κέρδος} + \text{Καθαρές Μη Ταμειακές Χρεώσεις} + \text{Τόκοι} \times (1 - \varphi) - \text{Επενδύσεις Σε Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία} - \text{Επενδύσεις Σε Κεφάλαιο Κίνησης}$

όπου

**Καθαρό κέρδος:** το εισόδημα της επιχείρησης αφού έχουν ήδη αφαιρεθεί οι αποσβέσεις, οι χρεωστικοί τόκοι, οι εταιρικοί φόροι και τα μερίσματα στους κατόχους μόνο των προνομιούχων μετοχών.

**Καθαρές μη ταμειακές χρεώσεις:** μη ταμειακές αυξήσεις είτε μη ταμειακές μειώσεις στο διαθέσιμο εισόδημα, όπως οι αποσβέσεις.

**Επενδύσεις σε πάγιο κεφαλαιουχικό εξοπλισμό:** είναι ταμειακή εκροή για την κάθε επιχείρηση η οποία είναι απαραίτητη για την περαιτέρω ανάπτυξη και βιωσιμότητα της επιχείρησης αυτής, όπως η αγορά ενός οικοπέδου, κτιρίου, εργοστασίου, εξοπλισμού ή ακόμη και η εξαγορά άλλης επιχείρησης.

**Κεφάλαιο κίνησης:** αν από το κυκλοφορούν ενεργητικό αφαιρεθούν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και αυτό μπορεί εύκολα να γίνει μέσω των στοιχείων των ισολογισμών.

Οι ταμειακές ροές μιας επιχείρησης ταξινομούνται σε τρεις διαφορετικές κατηγορίες στα πλαίσια της κατάστασης ταμειακών ροών. Αυτές είναι οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες (operating activities) της επιχείρησης, οι ταμειακές ροές από τις επενδυτικές δραστηριότητες (investing activities) και οι ταμειακές ροές από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες της επιχειρηματικής οντότητας (financing activities) (Vardavaki and Mylonakis (2007)).

Η μαθηματική έκφραση του τύπου που μας δίνει την ελεύθερη ταμειακή ροή για την εταιρία ως σύνολο (free cash flow to the firm) είναι η εξής :

FCFF = Ταμειακές Ροές από τις Λειτουργικές Δραστηριότητες της Επιχείρησης + Τόκοι × ( 1-φ) – Επενδύσεις σε Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία

όπου οι μετά τους φόρους τόκοι προσθέτονται γιατί είχαν αφαιρεθεί ώστε να φθάσουμε στο καθαρό αποτέλεσμα. Τέλος, σε αυτόν τον τρόπο υπολογισμού του FCFF δεν αφαιρούνται οι επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης γιατί πλέον εδώ οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες (operating activities) της επιχείρησης περιλαμβάνουν ήδη επένδυση σε κεφάλαιο κίνησης.

Το μοντέλο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών αποτελεί έμμεση αποτίμηση αφού εκφράζει την αξία των συμμετοχικών τίτλων ως τη διαφορά ανάμεσα στην αξία της επιχείρησης και την αξία του καθαρού κέρδους. Η εφαρμογή του μοντέλου απαιτεί την κατάρτιση (ισολογισμός, κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, κατάσταση ταμειακών ροών) εντός του χρονικού ορίζοντα που γίνεται η πρόβλεψη και έτσι η εφαρμογή του γίνεται πιο πολύπλοκη. Πλεονέκτημα αποτελεί ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές δεν επηρεάζονται από τους λογιστικούς κανόνες και οι επενδυτές μπορούν να είναι ασφαλείς να χρησιμοποιήσουν το μοντέλο, καθώς αποκλείονται ψευδή στοιχεία που μπορεί να προέρχονται από τη Διοίκηση. Επίσης, μια μετοχή αποτελεί ένα τμήμα της επιχείρησης που σημαίνει ότι η αξία της επιχείρησης είναι η παρούσα αξία των ταμειακών ροών, προεξοφλημένες με ένα ποσοστό

που αποτελεί το κόστος ευκαιρίας της επιχείρησης. (Vardavaki and Mylonakis (2007)).

Μπορεί μια επιχείρηση που βρίσκεται στο στάδιο της ανάπτυξης να κάνει σημαντικές επενδύσεις που θα της προσθέσουν αξία μακροπρόθεσμα, οπότε στις χρήσεις που γίνονται οι εκροές για επενδύσεις μπορεί να υπερβαίνουν κατά πολύ τις εισροές από τις επενδύσεις. Οι προβλέψεις για τις ελεύθερες ταμειακές ροές είναι για μικρό χρονικό διάστημα, οπότε μπορεί οι ταμειακές ροές να μην αναστραφούν εντός του συγκεκριμένου χρονικού ορίζοντα προκειμένου να απεικονιστεί η αξία που δημιουργείται. Οπότε πρέπει να αποφευχθεί, γιατί το μοντέλο θα οδηγήσει σε συντηρητικές εκτιμήσεις και πρέπει να αποφεύγεται. (Demirakos, Strong and Walker (2004)).

Το κύριο πρόβλημα του μοντέλου είναι ότι οι ταμειακές ροές δεν αποτελούν την καλύτερη ένδειξη δημιουργίας αξίας βραχυπρόθεσμα. (Imam, Barker and Clubb (2008)). Για το συγχρονισμό της αξίας που προστίθεται και της αξίας που χάνεται υπάρχει η λογιστική του δεδουλευμένου (accrual accounting) μέσω της αρχής της αυτοτέλειας των χρήσεων, η οποία στηριζόμενη στις λογιστικές αρχές επιτυγχάνει να αλλάξει τη χρονική στιγμή αναγνώρισης της αξίας προκειμένου τα λογιστικά κέρδη να αποτελούν μια αντικειμενική ένδειξη της αποδοτικότητας της επιχείρησης. (Demirakos, Strong and Walker (2004)). Ένα άλλο μειονέκτημα είναι ότι η ελεύθερη ταμειακή ροή είναι εν μέρει «ρευστή» και δεν προσθέτει αξία στην επιχείρηση καθώς οι επιχειρήσεις μπορούν να αυξήσουν τις ελεύθερες ταμειακές ροές μειώνοντας τις επενδύσεις με αποτέλεσμα να δημιουργείται σύγχυση στις επενδύσεις και την αξία που δημιουργείται από τις εισπράξεις από τις επενδύσεις. (Vardavaki and Mylonakis, 2007). Άλλο μειονέκτημα αποτελεί ότι ο ορίζοντας που απαιτείται για την εκτίμηση της αξίας είναι μακροχρόνιος, κυρίως όταν οι επενδύσεις βρίσκονται στην ανάπτυξη. (Demirakos, Strong and Walker (2004)). Τέλος, είναι δύσκολο να μετρηθεί η αξία των προβλεπόμενων ελεύθερων ταμειακών ροών καθώς και σύμφωνα με ακαδημαϊκούς ερευνητές η πραγματοποίηση των κερδών είναι σημαντικότερη για τους επενδυτές από τις ελεύθερες ταμειακές ροές.

## 5.5. ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ P/E

Η μέθοδος προκύπτει αν διαιρεθεί η τιμή της μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή, δηλαδή:

Τιμή μετοχής/Κέρδη ανά μετοχή

(σχέση 4.23)

Ο παραπάνω λόγος δείχνει το ποσό των χρηματικών μονάδων που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι επενδυτές, προκειμένου να αποκτήσουν τη μετοχή για κάθε επιπλέον χρηματική μονάδα κερδών ανά μετοχή που πραγματοποιεί η επιχείρηση. Ενώ ο προσδιορισμός της τιμής ανά μετοχή είναι εύκολος, ο υπολογισμός των κερδών ανά μετοχή είναι δύσκολος λόγω της διαφοράς αναγνώρισης των εσόδων σε εθνικό επίπεδο. Για το λόγο αυτό πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ο χρονικός ορίζοντας υπολογισμού των κερδών αλλά και οι απαιτούμενες προσαρμογές στα εταιρικά λογιστικά κέρδη, προκειμένου να είναι δυνατή η σύγκριση του δείκτη με τους αντίστοιχους άλλων εταιριών (Ross et. al. (2009)).

Η μέθοδος χρησιμοποιείται περισσότερο από κάθε άλλη μέθοδο που παρουσιάστηκε, καθώς δεν απαιτείται από τον αναλυτή η πραγματοποίηση προβλέψεων αναφορικά με διάφορες χρησιμοποιούμενες παραμέτρους, όπως πχ. ρυθμός ανάπτυξης, κερδοφορία και κόστος κεφαλαίου (Sharma (2010)).

Η αποτίμηση χρησιμοποιώντας την μέθοδο P/E πραγματοποιείται χρησιμοποιώντας τα παρακάτω βήματα (Ross et. al. (2009)):

- 1) Επιλέγεται το κατάλληλο χρημ/κο μέτρο που προσδιορίζει την αξία της εταιρείας όπως πχ κέρδη, πωλήσεις, ταμειακές ροές, καθαρή λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων, η καθαρή λογιστική αξία των στοιχείων του ενεργητικού και χρησιμοποιείται στον παραπάνω τύπο.
- 2) Υπολογίζεται η τιμή του δείκτη για το σύνολο των εταιριών του κλάδου που ανήκει η εταιρία που εκτιμάται.
- 3) Γίνεται αποδεκτή η μέση τιμή ως τιμή αναφοράς.



Το υπόδειγμα της τιμής προς τα κέρδη ανά μετοχή (P/EPS) στηρίζεται στο υπόδειγμα του ρυθμού ανάπτυξης των μερισμάτων του Gordon, σύμφωνα με το οποίο η αξία της εταιρείας είναι ίση με τα μερίσματα που μοιράζει στους μετόχους της, τα οποία αυξάνονται με σταθερό ρυθμό στο διηνεκές και προεξοφλούνται με το κόστος κεφαλαίου  $C_e$ . Ως εκ τούτου, ο τύπος που δίνει την τιμή της μετοχής είναι ο παρακάτω: (Imam, Barker and Clubb (2008)).

$$P_0 = \frac{DIV_1}{(C_e - g)}$$

(σχέση 4.24)

όπου

$P_0$ =η τιμή της μετοχής στον χρόνο 0

$C_e$ = το κόστος κεφαλαίου

$DIV_1$ = τα μερίσματα του επόμενου έτους

Τα μερίσματα προκύπτουν από το ποσό που παρακρατείται από τα κέρδη της εταιρείας (EPS), επομένως τα μερίσματα του επόμενου έτους, εφόσον η εταιρεία διατηρεί σταθερό τον δείκτη διανομή μερίσματος (Dividend Payout Ratio), δίνονται με τον παρακάτω τύπο:

$$DIV_1 = DPR * EPS_1$$

(σχέση 4.25)

Τέλος, τα κέρδη ανά μετοχή του επόμενου έτους προσδιορίζονται από τα τρέχοντα κέρδη ανά μετοχή πολλαπλασιαζόμενα με το ρυθμό αύξησής τους:

$$EPS_1 = EPS_0 * (1 + g)$$

(σχέση 4.26)

Αντικαθιστώντας στο παραπάνω τύπο προσδιορισμού της μετοχής προκύπτει το υπόδειγμα της Τιμής προς τα κέρδη ανά μετοχή.

### 5.5.1. Καθοριστικοί παράγοντες του δείκτη P/E

Η δυσκολία έγκειται στην εύρεση των κατάλληλων εταιρειών, των οποίων θα δεχτούμε ως μέσο αναφοράς τις τιμές των αριθμοδεικτών που μας ενδιαφέρουν. Η ομάδα των εταιρειών θα αποτελείται από εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον ίδιο χώρο με παρόμοια χρηματοοικονομικά μεγέθη. Οι δυσκολίες που εμφανίζονται στην εύρεση των κατάλληλων εταιρειών έχουν κυρίως να κάνουν με το γεγονός ότι παρότι δραστηριοποιούνται στον ίδιο χώρο, πολλές φορές ακολουθούν διαφορετική στρατηγική ανάπτυξης, έχουν διαφορετική κερδοφορία και ευκαιρίες ανάπτυξης. Προκειμένου να ξεπεραστούν τα παραπάνω προβλήματα, λαμβάνεται ως σημείο αναφοράς η μέση τιμή του αριθμοδείκτη που μας ενδιαφέρει, προκειμένου να συγκριθεί με το δείκτη της εταιρείας που εξετάζεται. (Imam, Barker and Clubb (2008)).

Επιπλέον, πολλά προβλήματα παρουσιάζονται στην επιλογή εταιρειών από διαφορετικές χώρες. Πολλοί και διαφορετικοί παράγοντες επηρεάζουν τις εταιρείες όπως π.χ. είναι το κόστος κεφαλαίου, το οποίο διαφοροποιείται ανά χώρα και οδηγεί σε διαφορετικές τιμή στον δείκτη τιμής προς κέρδη (P/E). Ένας άλλος παράγοντας που επηρεάζει τον παραπάνω δείκτη είναι οι διαφορετικές διεθνώς ακολουθούμενες λογιστικές καταστάσεις, οι οποίες επηρεάζουν τον υπολογισμό των κερδών. Επομένως για να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα επιλέχθηκαν στο ερευνητικό μέρος μόνο ελληνικές εταιρίες.

Τέλος πολλά προβλήματα παρουσιάζονται στην εύρεση του δείκτη P/E όταν η κερδοφορία της εταιρείας είναι πολύ μικρή ή όταν εμφανίζει ζημιές. Προκειμένου να ξεπεραστεί το συγκεκριμένο πρόβλημα μία λύση είναι να αποκλειστούν οι εταιρείες που έχουν χαμηλή κερδοφορία ή παρουσιάζουν ζημιές. Στην περίπτωση αυτή βέβαια μειώνεται σημαντικά το δείγμα των εταιρειών που δίνουν τον μέσο δείκτη τιμής προς κέρδη (P/E), οπότε για να ξεπεραστεί το πρόβλημα μπορούν να χρησιμοποιηθούν τα προσδοκώμενα μελλοντικά κέρδη.

## 5.6. ΑΝΑΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Η αναδιαμόρφωση χρηματοοικονομικών καταστάσεων απαιτείται προκειμένου να γίνει αποτίμηση των εταιρειών, καθότι διευκολύνει την εφαρμογή των μοντέλων αποτίμησης. Συγκεκριμένα, η αναδιαμόρφωση του ισολογισμού και του λογαριασμού εσόδων εξόδων παρέχει πληροφορίες για τα μοντέλα αποτίμησης AEVM (Abnormal earnings Valuation Mode) και AOPVM (Abnormal Operation). Η αναδιαμόρφωση της κατάστασης ταμειακής ρευστότητας διευκολύνει την εφαρμογή των μοντέλων αποτίμησης DVM (Dividend valuation Model) και FCFM (Free cash flow Model).

Ο τρόπος με τον οποίο αναδιαμορφώνεται ο ισολογισμός παρουσιάζεται στη συνέχεια. Είναι γνωστό ότι στον ισολογισμό ισχύει η σχέση  $E = K\Theta + Y$ , όπου  $E$  είναι το ενεργητικό,  $K\Theta$  η καθαρή θέση της εταιρείας και  $Y$  οι υποχρεώσεις της εταιρείας. Τα στοιχεία του ενεργητικού διαχωρίζονται στα λειτουργικά στοιχεία Ενεργητικού (OA) και στα χρηματοοικονομικά στοιχεία (FA). Αντίστοιχα, οι υποχρεώσεις διαχωρίζονται σε λειτουργικές υποχρεώσεις (OL) και Χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις (FO), οι οποίες μαζί με το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας δίνουν το Παθητικό. Εν συνεχεία, αφαιρώντας τα λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού από τις λειτουργικές υποχρεώσεις λαμβάνονται τα καθαρά λειτουργικά στοιχεία ενεργητικά, εφόσον τα λειτουργικά στοιχεία υπερτερούν των αντίστοιχων υποχρεώσεων ( $NOA = OA - OL$ ), ενώ στην περίπτωση που οι λειτουργικές υποχρεώσεις υπερτερούν των αντίστοιχων στοιχείων ενεργητικού λαμβάνονται οι καθαρές λειτουργικές υποχρεώσεις ( $NOL = OL - OA$ ).

Ο όρος λειτουργικά στοιχεία ενεργητικού (OA) περιλαμβάνει τις απαιτήσεις από πελάτες και λειτουργικά στοιχεία παθητικού τις υποχρεώσεις προς τους προμηθευτές (OL).

Ο όρος χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού (FA) περιλαμβάνει τις επενδύσεις σε μετοχές ομόλογα και ομολογίες με μεγάλη εμπορευσιμότητα, ώστε να μπορούν εύκολα και γρήγορα να μετατραπούν σε ρευστό κεφάλαιο.

Με τον όρο χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις (FO) εννοούνται οι υποχρεώσεις που απορρέουν από την έκδοση ιδίων μετοχών, ομολόγων κλπ.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, με τον όρο Καθαρά λειτουργικά στοιχεία ενεργητικού (NOA) εννοείται η καθαρή λογιστική αξία των λειτουργικών στοιχείων, αφού αφαιρεθούν οι λειτουργικές υποχρεώσεις, ενώ με τον όρο καθαρές χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις (NFO) εννοείται ο καθαρός δανεισμός της εταιρείας (net borrowing), προκειμένου να χρηματοδοτήσει τα καθαρά λειτουργικά στοιχεία ενεργητικού. Αντί του όρου (NFO) χρησιμοποιείται συχνά και ο όρος Net Debt (Καθαρός δανεισμός) (Penman and Sougiannis (1998)).

Ο νέος ισολογισμός που διαμορφώνεται μετά τις παραπάνω διαφοροποιήσεις στα στοιχεία του ενεργητικού και παθητικού, αποτελείται από τα καθαρά λειτουργικά στοιχεία (NOA), τις καθαρές χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις (NFO) και το κοινό μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας (CSE). Συνεπώς η νέα σχέση που ερμηνεύει τον ισολογισμό είναι η παρακάτω:

$$\text{NOA} = \text{NFO} + \text{CSE}$$

(σχέση 4.27)

Η δεύτερη αναδιαμόρφωση χρηματοοικονομικών καταστάσεων αφορά την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως (Profit and loss account). Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως προσδιορίζει τα κέρδη ή τις ζημιές που προέκυψαν για την εταιρεία κατά την διάρκεια της λογιστικής χρήσης.

Η διαφοροποίηση έγκειται στον Λογαριασμό των Καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων (NOPAT), ο οποίος προκύπτει εάν από τα Μερικά Αποτελέσματα εκμετάλλευσης αφαιρεθούν τα έκτακτα λειτουργικά έσοδα και έξοδα (Exceptional operating charges or income) καθώς και τα λοιπά έσοδα και έξοδα, και προστεθεί ο λειτουργικός φόρος (tax on operations). Με τον όρο λειτουργικό φόρο εννοείται η φορολογική χρέωση πλέον του φόρου επί των καθαρών εξόδων επιτοκίου μεταξύ του κόστους δανεισμού και κατάθεσης. Τέλος από το λογαριασμό των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων (NOPAT) αφαιρείται το καθαρό κόστος δανεισμού (Net Interest

expense) καθώς και τη φορολογική απαλλαγή (tax relief) και προκύπτει το καθαρό κέρδος μετά φόρων από το οποίο αφαιρούνται τα δικαιώματα μειοψηφίας και προκύπτει το καθαρό κέρδος.

Επίσης υπάρχουν ορισμένοι λογαριασμοί εσόδων και εξόδων (dirty surplus items), οι οποίοι δεν εμφανίζονται στον λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως. Τέτοιοι λογαριασμοί είναι α) Η αναπροσαρμογή της αξίας των παγίων, β) Έσοδα και έξοδα από συναλλαγματικές διαφορές, γ) Μεταβολή της αξίας των επενδυτικών στοιχείων του ενεργητικού τα οποία προορίζονται προς πώληση καθώς και το κέρδος ή ζημιά προερχόμενη από συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις. Οι παραπάνω λογαριασμοί λαμβάνονται υπόψη στον προσδιορισμό της αξίας της καθαρής θέσης (BVE) της εταιρείας, η οποία χρησιμοποιείται στα μοντέλα αποτίμησης (Pennan (2001)).

Η τρίτη αναδιαμόρφωση αφορά την κατάσταση ταμειακής ρευστότητας (cash flow statement). Έτσι ονομάζεται η λογιστική κατάσταση όλων των μεταβολών που επηρεάζουν την ταμειακή ρευστότητα μιας επιχειρήσεως ή την ύπαρξη ρευστών πόρων σε επενδυτικό πρόγραμμα. Η αναδιαμόρφωση της κατάστασης ταμειακής ρευστότητας οδηγεί στην δημιουργία της ελεύθερης ταμειακής ρευστότητας (free cash flow), η οποία προκύπτει εάν από την λειτουργική ταμειακή ρευστότητα (C) αφαιρεθεί η επενδυτική ταμειακή ρευστότητα (I) και ως εκ τούτου  $FCF = C - I$ .

Να σημειωθεί ότι α) η λειτουργική ταμειακή ρευστότητα υπολογίζεται μετά την αφαίρεση του φορολογικού συντελεστή της εταιρείας και β) Η επενδυτική ταμειακή ρευστότητα αποκλείει την επένδυση σε χρηματοοικονομικά αγαθά.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, η σχέση που παρέχει τις ελεύθερες ταμειακές ροές (FCF) είναι η ακόλουθη:

$$FCF = \text{Net Dividends} + \text{Net Debt Financing flow}$$

(σχέση 4.28)

όπου

Net dividends to shareholders (ή FCF to equity): το ποσό που λαμβάνουν οι μέτοχοι της εταιρείας αφαιρουμένων των χρημάτων που συνεισέφεραν στην εταιρεία και

Net debt Financing Flow: το ποσό που λαμβάνουν οι πιστωτές της εταιρείας (debt holders) αφαιρουμένων των επιπρόσθετων δανειοδοτήσεων.

## **5.7. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΙΔΡΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ (EQUITY INVESTMENT)**

$$\Delta CSE = \Delta NOA - \Delta NFO$$

(σχέση 4.29)

Είναι γνωστό ότι  $ATO = Sales/NOA$ , οπότε αντικαθιστώντας στην παραπάνω σχέση προκύπτει ότι:

$$NOA = Sales / ATO$$

(σχέση 4.30)

οπότε η παραπάνω σχέση μεταβολής του κοινού μετοχικού κεφαλαίου γίνεται:

$$\Delta CSE = \Delta * (Sales * / ATO) - \Delta NFO$$

(σχέση 4.31)

Σύμφωνα με την παραπάνω σχέση υπάρχουν τρεις παράγοντες που επηρεάζουν την μεταβολή που συντελείται στο κοινό μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας και αυτοί είναι οι παρακάτω: α) Η ανάπτυξη των πωλήσεων ( $\Delta Sales$ ), β) Η μεταβολή στα καθαρά λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού που υποστηρίζουν τις πωλήσεις ( $\Delta ATO$ ) και γ) η μεταβολή στην ποσό της χρηματοδότησης που χρησιμοποιείται στα καθαρά λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού ( $\Delta NFO$ ) (Penman (2001)).

Με δεδομένο το επίπεδο της κερδοφορίας και της μερισματικής πολιτικής, ο βιώσιμος ρυθμός ανάπτυξης που επιτυγχάνει η εταιρεία είναι και ο μέγιστος που μπορεί να πραγματοποιηθεί χωρίς πρόσθετη εξωτερική χρηματοδότηση.

Ο τύπος που παρέχει τον βιώσιμο ρυθμό ανάπτυξης ( $g$ ) είναι ο παρακάτω:

$$g = \text{ROE} * (1 - \text{Dividend payout ratio}) = \text{ROE} * b$$

(σχέση 4.32)

Με τον όρο βιώσιμος ρυθμός ανάπτυξης εννοείται ο ρυθμός ανάπτυξης, τον οποίον μπορεί να επιτύχει μία εταιρεία χωρίς να μεταβάλει το επίπεδο κερδοφορίας της ή την πιστωτική της πολιτική. Εάν μία εταιρεία επιθυμεί να αυξήσει περαιτέρω την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, μπορεί να το επιτύχει είτε βελτιώνοντας την κερδοφορία της μέσω του RNOA είτε αυξάνοντας το περιθώριο κέρδους της (  $\text{spread}$ ) είτε τέλος αυξάνοντας την χρηματοοικονομική της μόχλευση. Επίσης, μπορεί να περιορίσει τη μερισματική της πολιτική παρακρατώντας τα κέρδη της προς επανεπένδυση.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### ΣΥΜΑΝΤΙΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΩΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΣ

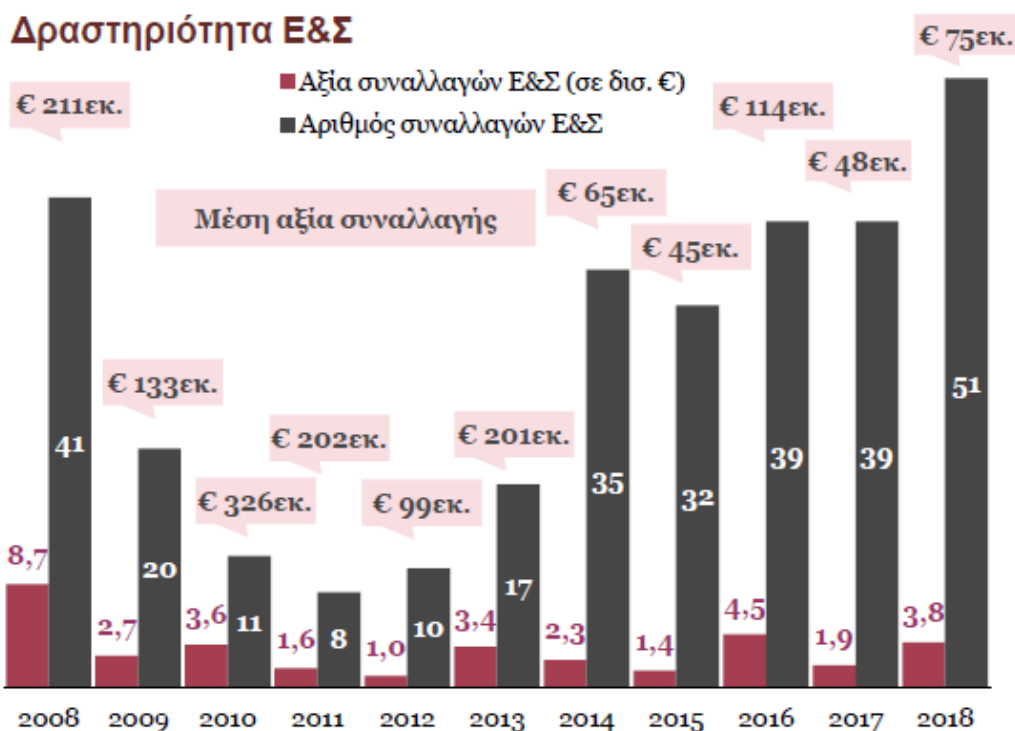
Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται οι κυριότερες εξαγορές και συγχωνεύσεις, τόσο στην Ελλάδα, όσο και στο εξωτερικό τα τελευταία χρόνια.

#### 6.1. ΕΛΛΑΔΑ

Όπως παρατηρούμε και στο παρακάτω Διάγραμμα 2, ο αριθμός των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων το 2018 αυξήθηκε σημαντικά συγκρινόμενος με τα προηγούμενα χρόνια και η συνολική αξία των συναλλαγών σχεδόν διπλασιάστηκε σε σχέση με το 2017 (PWC Greece (2019)).

#### Σχήμα 2 Αξία Σ&Ε ανά έτος

Περίοδος 2008-2018



Πηγή: PWC Greece (2019)



Στον παρακάτω πίνακα παρατίθενται οι σημαντικότερες Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια:

#### Πίνακας 4

#### Σημαντικότερες Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα (ως προς την αξία)

Έτος	Αγοραστής	Στόχος	Αξία Συναλλαγής (€ εκ.)
2016	Qatar National Bank (QNB Group)	Finasbank A.S. (99,8%)	2.750,0
2018	Global Ship Lease Inc.	Poseidon Containers Holdings LLC	689,5
2017	KBC Group NV	United Bulgarian Bank (99,91%)	610,0
2015	BC Partners	Φαρματεν	470,0
2016	Apollo Investments	Astir Palace Hotel SA (90,2%)	393,2
2017	State Grid International Development Limited	ΑΔΜΗΕ Α.Ε. (24%)	320,0
2015	Fairfax Financial Holdings	Eurolife ERB Insurance	316,0
2018	Otokoc ABC Holland BV	Olympic Εμπορικές-Τουριστικές Επιχειρήσεις Α.Ε. (Avis Hellas) (80%)	310,6
2018	Banca Transilvania	Bancpost SA, ERB Retail Services IFN SA και ERB Leasing IFN SA (99,15%)	301,0
2016	Goldman Sachs Asset Management & Deutsche Alternative Asset Management Ltd	NBGI (11 Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών)	288,0
2018	SENFLUGA Energy Infrastructure Holdings SA	ΔΕΣΦΑ Α.Ε. (35%)	283,7
2016	Cosco Shipping Lines CO	Οργανισμός Λιμένος Πειραιώς (51%)	280,5
2018	Hellenic Healthcare Sarl	Υγεία Α.Ε. (70,38%)	204,4
2015	Al Ahli Bank of Kuwait	Piraeus Bank Egypt	139,8
2017	OTP Banka Serbia	Vojvodjanska Banka (VOBAN) & NBG leasing doo	125,0
2015	Occean Rig UDW	Nautilus offshore Services	105,7
2016	ERGO International A.G.	ΑΤΕ Ασφαίστική Α.Ε. (Τραπεζα Πειραιώς) 100%	90,1
2017	Hellenic Healthcare Sarl	Metropolitan Hospital Group (70%)	80,0
2017	Παυλίδης Α.Ε. Μάρμαρα - Γρανίτες	Mermeren KombinatAD, Prilep (88,4%)	73,1

Πηγή: PWC Greece (2019, 2018, 2017, 2016) & <https://www.fortunegreece.com/photo-gallery/i-spoudeotes-ellinikes-exagores-ke-sigchonefsis-tou-2018/#13>

## 6.2. ΔΙΕΘΝΩΣ

Στον παρακάτω πίνακα παρατίθενται μερικές από τις σημαντικότερες Εξαγορές και Συγχωνεύσεις σε παγκόσμιο επίπεδο τα τελευταία χρόνια:

Πίνακας 5

Σημαντικότερες Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Διεθνώς (ως προς την αξία)

Έτος	Αγοραστής	Πωλήτρια Εταιρεία	Αξία Συναλλαγής (€ δισ.)
2015	Dow Chemicals (USA)	DuPont (USA)	130,0
2018	AT&T (USA)	Time Warner (USA)	108,7
2015	Heinz (USA)	Kraft (USA)	100,0
2016	Praxair (USA)	Linde AG (Germany)	85,0
2015	Royal Dutch Shell (UK, Netherlands)	BG Group (UK)	81,9
2017	CVS Health (USA)	Aetna (USA)	70,0
2019	Saudi ARAMCO (Saudi Arabia)	SABIC (Saudi Arabia)	69,1
2015	Dell (USA)	EMC Corporation (USA)	67,0
2016	Bayer (Germany)	Monsanto (USA)	63,5
2018	Abbvie (USA)	Allergan plc	63,0
2018	Takeda Pharmaceutical (Japan)	Shire plc (Ireland)	62,0
2017	Essilor (France)	Luxottica (Italy)	58,5

Πηγή: <https://eu.usatoday.com/story/money/business/2015/12/11/duPont-dow-chemical-merger/77137888/>, [http://about.att.com/story/att\\_to\\_acquire\\_time\\_warner.html](http://about.att.com/story/att_to_acquire_time_warner.html), <https://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/retailandconsumer/11493874/Heinz-owners-acquire-Kraft-to-create-US-food-giant.html>, <https://uk.reuters.com/article/uk-linde-m-a-praxair/linde-passes-important-50-percent-threshold-in-praxair-tender-idUKKBN1CP212>, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-08/shell-will-buy-bg-group-for-70-billion-in-cash-and-shares>, <https://www.ft.com/content/140c4f2e-ddb7-11e4-8d14-00144feab7de>, <https://uk.reuters.com/article/us-aetna-m-a-cvs-health/cvs-aetna-aim-to-finalize-deal-as-early-as-december-sources-idUKKBN1D32A6>, <https://uk.reuters.com/article/us-aetna-m-a-cvs-health-research/cvs-deal-for-aetna-could-help-retailer-face-amazon-entry-analysts-idUKKBN1CW1YC>, <https://uk.reuters.com/article/us-aramco-sabic-m-a/saudi-aramco-to-buy-sabic-in-69-billion-chemicals-megadeal-idUKKCN1R81QU>, <https://uk.reuters.com/article/uk-allergan-m-a-abbvie/abbvie-looks-beyond-humira-with-63-billion-deal-for-botox-maker-allergan-idUKKCN1TQ15J>, <https://uk.reuters.com/article/uk-shire-m-a-takeda/japans-takeda-clinches-45-3-billion-shire-deal-as-pharma-ma-rolls-on-idUKKBN1I90IA>, <https://uk.reuters.com/article/uk-shire-m-a-takeda/japans-takeda-clinches-45-3-billion-shire-deal-as-pharma-ma-rolls-on-idUKKBN1I90IA>, <https://uk.reuters.com/article/uk-bayer-results/bayer-cuts-monsanto-deal-value-to-63-5-billion-on-revised-debt-idUKKBN1CV004>,

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### ΣΥΝΟΨΗ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στην Ελλάδα φαίνεται ότι επηρεάστηκαν αρνητικά από την οικονομική κρίση με πολύ μικρό αριθμό εξαγορών και συγχωνεύσεων ειδικά την περίοδο 2009 – 2013 και αυτές κυρίως στον τραπεζικό κλάδο, εφόσον οι επιχειρηματίες δεν επιθυμούσαν να πάρουν ρίσκο σε ένα τόσο αβέβαιο περιβάλλον. Τα τελευταία χρόνια διαφαίνεται μια αύξηση στον αριθμό τους με αποκορύφωμα το 2018 που σχεδόν διπλασιάστηκαν και η αξία των συναλλαγών προσέγγισε τα 3,8 δισ. €.

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

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

Παρόλο το ότι κάθε Συγχώνευση και Εξαγορά (μετά τις σχετικές λογιστικές και χρηματοοικονομικές εκτιμήσεις της αξίας της επιχείρησης) προσφέρει πολλαπλά πλεονεκτήματα για τα εμπλεκόμενα μέρη όπως είσοδο σε νέες αγορές, ενίσχυση της δυναμικής της και κατ' επέκταση αύξηση της τιμής μετοχής, μεγέθυνση του μεριδίου αγοράς (pricing power), χρηματοοικονομική σταθερότητα, φορολογικές ελαφρύνσεις και απαλλαγές, εντούτοις συχνά παρουσιάζουν αδυναμίες είτε λόγω λανθασμένης πληροφόρησης, υπεραισιόδοξες προβλέψεις, υπερεκτίμηση των ενδεχόμενων συνεργιών, είτε που συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με τη διαχείριση του ανθρώπινου δυναμικού τους. Μια από τις πιο σημαντικές παραμέτρους που πρέπει να εξετασθεί είναι το ανθρώπινο δυναμικό των επιχειρήσεων και συγκεκριμένα η διαχείριση αλλαγής, επειδή η κουλτούρα και η νοοτροπία των εργαζομένων επιδρά σε μεγάλο βαθμό κατά την ενοποίηση δυο οργανισμών.

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

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

1. Amihud, Y., Lev, B., (1981). "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers". *The Bell Journal of Economics* Vol. 12, No. 2, 605–617.
2. Amy P.L.,(1994), "Determinants of acquisition integration level: a decision-making, *The Academy of Management Journal*, Vol. 37, No. 4, pp. 803-836, [www.jstor.org](http://www.jstor.org).
3. Bethel, J.E., Liebeskind, J.P., (1993). "The effects of ownership structure on corporate restructuring". *Strategic Management Journal* Vol. 14, Issue S1, 15–31.
4. Black, E.L., Carnes, T.A., Jandik, T., (2001). "The long-term success of cross-boarder mergers and acquisitions". Social Science Research Network Electronic Paper Collection.
5. Buch, C. and G. DeLong (2004), "Cross-border bank mergers: What lures the rare animal?" , *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28, No. 9, pp. 2077-2102.
6. Carletti El., Hartmann Ph. & Spagnolo G.(2003), "Implications of the Bank Merger Wave for Competition and Stability", *Bank for International Settlements*, [www.bis.org](http://www.bis.org).
7. Chatterjee, S., (1991). "Gains in vertical acquisitions and market power: theory and evidence". *Academy of Management Journal* Vol. 34, No. 2, 436–448.

8. Chatterjee, S., (1992). "Sources of value in takeovers: Synergy or restructuring implications for target and bidder firms". *Strategic Management Journal* Vol. 13, Issue 4, 267–286.
9. Collan M. and Kinnunen J. (2009), «*Acquisition Strategy and Real Options*», IUP Journal of Business Strategy, Vol. VI, Nos. 3 & 4
10. Deans, G. K., Kroeger, F. & Zeisel, S. (2002). «*The Consolidation Curve*». Harvard Business Review, December, p. 20-21.
11. Demirakos, E., Strong N. and Walker M. (2004), 'What valuation models do analysts use?', Accounting Horizons, pp.221-240
12. DePamphilis D. (2010), "Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities". *Academic Press Advanced Finance Series, imprint of Elsevier, Fifth Edition, ch.3 p. 143*
13. DePamphilis D. (2011), "Mergers and acquisitions Basics. All You Need To Know.". *Academic Press Publications, imprint of Elsevier.*
14. Dranove, D., Shanley, M., (1994). "Cost reductions or reputation enhancement as motives for mergers: The logic of multihospital systems". *Strategic Management Journal* Vol. 16, Issue 1, 55–74.
15. Fama, E.F., "Market efficiency, long-term returns, and behavioural Finance", *Journal of Financial Economics*, (1998), Vol. 49, pp.283-306
16. Feltham, G., and Ohlson, J. (1995), 'Valuation and Clean Surplus Accounting For Operating And Financial Activities', *Contemporary Accounting Research*, pp.-689-731
17. Fields, L.P.; D.R. Fraser; and J.W. Kolari. (2007). "Bidder Returns in Bancassurance Mergers: Is There Evidence of Synergy?" *Journal of Banking and Finance* 31, no. 12: 3646–3662.
18. Firth M., Takeovers, "Shareholder returns and the theory of the firm", *Quarterly Journal of Economics*, (1980), 94, pp.235-260

19. Francis, J., Olsen, P. and Oswald, D. (2000), '*Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Valuation Estimates*', *Journal of Accounting Research*, Spring, pp-45-7.
20. Fraser D., Zhang H., (October 2009). «*Mergers and Long-Term Corporate Performance Evidence from Cross-Border Bank Acquisitions*», *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 41, No. 7, p.1503-1513.
21. Gort, M., (1969). An economic disturbance theory of mergers. *Quarterly Journal of Economics* 83, 623–642
22. Hadlock, Ch., Houston, J., Ryngaert, M. (1999), "The role of managerial incentives in bank acquisitions", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 23 pp.221-49.
23. Halpern, P., (1983). "Mergers and acquisitions". *The Journal of Finance* Vol. XXXVIII, No. 2, 297–316.
24. Healy, P.M., Palepu, K.C., Rubak, R.S., (1990). "Does corporate performance improve after mergers?" National Bureau of economic research, Working Paper series; NBER research program in Financial Markets and monetary economics and taxation. Working Paper No. 3348.
25. Imam S., Barker R. and Clubb C. (2008), '*The use of valuation models by UK investment analysis*', *European Accounting Review*, pp.503-535
26. Kester W C (1984), "Today's Options for Tomorrow's Growth", *Harvard Business Review*, Vol. 62, No. 2, pp. 153-160.
27. Krekel, N., Van Der Woerd, T. and Wouterse, J. (1969) *Mergers: An European approach to technique*. Business Books, London
28. Kotler P., Keller K., (2009). "Marketing management". *Pearson Education Inc. 13<sup>th</sup> International edition Ch 12, p. 369*

29. Kummer A.& U. Steger, “*Why merger and acquisition (m&a) waves reoccur: the vicious circle from pressure to failure*”, *Strategic Management Review*, 2(1), (2008). P. 44 – 63.
30. Lausberg, C., Stahl, T., (2007). “Motives and non-economic reasons for bank M&As”. 7th Maryland Finance Symposium on Behavioral Finance, (March 29–31, 2007), 1–22.
31. Loughran, Tim, and Anand M. Vijh. (1997) “Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?” *Journal of Finance*, 52, 1765–90.
32. Lopez, R. H. & Kaushik, S.K. (2005). “Consolidation in the Commercial Banking Industry.” *Lubin School of Business Working Papers*. No.216.Ανακτημένο από:  
[http://digitalcommons.pace.edu/lubinfaculty\\_working\\_papers/47](http://digitalcommons.pace.edu/lubinfaculty_working_papers/47).
33. McDonald R and Siegel D (1986), “The Value of Waiting to Invest”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 101, No. 4, pp. 707-727.
34. Mitchell, M., Mulherin, J. H., (1996). The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of Financial Economics* 41, 193–229
35. Nelson, R. L., (1959). *Merger movements in American industry, 1895-1956*. Princeton University Press, NBER, Princeton, NJ
36. Öberg, C., Holtström, J., (2006). “Are mergers and acquisitions contagious?” *Journal of business research* Vol. 59, Issue 12, 1267–1275.
37. Ohlson, J (1995), ‘*Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation*’, *Contemporary Accounting Research*, pp. 661-687
38. Park K., R. Vambery, “Value Creation through International Acquisitions In A World Of One-Way Globalization Toward A New Paradigm”, *International Business & economics Research Journal* , (April 2010), Vol. 9, No 4.



39. Penman, S. and Sougiannis, T. (1998), '*A Comparison of Dividend, Cash Flow and Earnings Approaches to Equity Valuation*', Contemporary Accounting Research, pp.343-383
40. Penman S. (2001), '*On Comparing Cash Flow and Accrual Accounting Models for Use in Equity Valuation: A Response to Lundholm and O'Keefe*', Contemporary Accounting Research, pp.681-92
41. Powell, R. G., Yawson, A., (2005). Industry aspects of takeovers and divestitures: Evidence from the UK. *Journal of Banking & Finance* 29, 3015–3040
42. Ross S., R. Westerfield, J. F. Jaffe, B.D. Jordan (2009). "Modern Financial Management". *McGraw-Hill Higher Education, International 8th edition, Ch.29, p.829*
43. Schoenberg, R., Reeves, R., (1999). What determines acquisition activity within an industry? *European Management Journal* 17, 93–98.
44. Sharma, M. (2010). "*Determining Value Creation through Mergers and Acquisitions in the Banking Industry using accounting Study and Event Study Methodology*", *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* ISSN 1450-2887 Issue 19
45. Sudarsanam, S. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions*. Malaysia: Prentice Hall.
46. Taffler, R.J., Holl, P., (1991). "Abandoned mergers and the market for corporate control". *Managerial and Decision Economics* Vol. 12, Issue 4, 271–280.
47. Vardavaki, A. and J. Mylonakis (2007), '*Empirical Evidence on Retail Firm's Equity Valuation Models*', *International Research Journal of Finance and Economics*, pp. 104-119

## ΕΛΛΗΝΙΚΗ

48. Καραγιάννης Δημήτριος, Καραγιάννης Ιωάννης , Καραγιάννη Αικατερίνη (2010), «Συστάσεις, Μετατάξεις –Μετατροπές, Συγχωνεύσεις – Απορροφήσεις, Λύσεις & Εκκαθαρίσεις, στην Πράξη». *ΑΡΙΩΝ*, 5η έκδοση.
49. Τραυλός Ν., (1993), "Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων", Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, [www.hba.gr](http://www.hba.gr).

## ΔΙΑΔΥΚΤΙΟ

[www.fortunegreece.com](http://www.fortunegreece.com)

[www.pwc.com/gr/en/publications](http://www.pwc.com/gr/en/publications)

[www.telegraph.co.uk](http://www.telegraph.co.uk)

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

[www.reuters.com](http://www.reuters.com)