

# **ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ - ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ**

Ανάλυση μεθόδων αποτίμησης εταιρειών κατά την πραγματοποίηση Εξαγορών  
και Συγχωνεύσεων τόσο σε συνθήκες βεβαιότητας, όσο και σε συνθήκες  
αβεβαιότητας και μελέτη περιπτώσεων στον ελλαδικό χώρο.

**Νεκτάριος Π. Αγγελίδης**

Πτυχίο Γεωπονικής Βιοτεχνολογίας  
Γεωπονικού Πανεπιστημίου Αθηνών

**Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα  
στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη (E-MBA)**

**Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων**

**Πανεπιστήμιο Πειραιώς**

**2008**

## ΑΦΙΕΡΩΣΗ

Αφιερώνεται στην οικογένεια μου

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

# ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ - ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Νεκτάριος Π. Αγγελίδης

Σημαντικοί όροι: Συγχωνεύσεις, εξαγορές, Στρατηγικές ανάπτυξης, Οριζόντια – Κάθετη Ολοκλήρωση, Συνέργιες, Διαποίκιληση, Οικονομίες κλίμακας, Ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, Ολοκλήρωση, Εταιρική κουλτούρα, Εταιρική ταυτότητα, Ταμειακές ροές, Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου, Μέθοδοι αποτίμησης, Μετοχικό κεφάλαιο, Καθαρή παρούσα αξία, Εσωτερική απόδοση, Προεξοφλημένες ταμειακές ροές, Αβεβαιότητα, Κίνδυνος, Προσομοίωση.

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Αντικειμενικός σκοπός της συγκεκριμένης εργασίας είναι η προσέγγιση των μεθόδων αποτίμησης κατά την πραγματοποίηση Εξαγορών και Συγχωνεύσεων με έμφαση αυτές που πραγματοποιούνται στον ελλαδικό χώρο. Αρχικά μελετήθηκαν τα κίνητρα που ωθούν τις εταιρείες στην εμπλοκή τους σε διαδικασίες εξαγορών και συγχωνεύσεων τόσο σε συνθήκες βεβαιότητας όσο και σε συνθήκες αβεβαιότητας.

Παράλληλα έγινε μελέτη κάποιων περιπτώσεων εξαγορών και συγχωνεύσεων στον ελλαδικό χώρο προκειμένου να δούμε τις μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν κατά την πραγματοποίηση έτσι ώστε να εξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα για περαιτέρω μελέτη.

Η εργασία χωρίζεται σε τρία μέρη. Στο πρώτο μέρος γίνεται μια διερεύνηση των κινήτρων και των λόγων που οδηγούν τις εταιρείες σε εξαγορές και συγχωνεύσεις. Συνήθως ο κύριος λόγος είναι η ανάπτυξη που προσπαθούν να πετύχουν μέσω αυτών, η διεύρυνση των δραστηριοτήτων τους, η βελτίωση των αποτελεσμάτων τους μέσω οικονομίες κλίμακας από πιθανές συνέργιες που προκύπτουν, ενώ δεν αποκλείονται και μια πληθώρα άλλων κινήτρων όπως τα φορολογικά ή ακόμη και λόγοι επιβίωσης.

Στο δεύτερο μέρος γίνεται παρουσίαση των μεθόδων αποτίμησης εταιρειών που εφαρμόζονται κατά την πραγματοποίηση αυτών των εξαγορών. Αρχικά έγινε παρουσίαση των μεθόδων σε συνθήκες βεβαιότητας χωρισμένες σε τρεις κατηγορίες: α) αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, β) πρόβλεψης της μελλοντικής κατάστασης της εταιρείας και γ) άλλων χρηματοοικονομικών μεθόδων που χρησιμοποιούνται. Έπειτα έγινε παρουσίαση των μεθόδων σε συνθήκες αβεβαιότητας χωρισμένες στις κατηγορίες ανάλογα με τον κίνδυνο που αντιμετωπίζουμε: α) με την εμπλοκή μας σε μια επένδυση μόνο, β) με τον κίνδυνο που αντιμετωπίζουμε εντός της επιχείρησης και γ) με τον κίνδυνο που προέρχεται από την αγορά που δραστηριοποιούμαστε.

Τέλος στο τρίτο μέρος μελετήσαμε συνοπτικά κάποιες περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν στον ελλαδικό χώρο προκειμένου να δούμε στην πραγματικότητα ποιοι μέθοδοι χρησιμοποιήθηκαν από αυτές που είχαμε προαναφέρει προκειμένου να εξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα για περαιτέρω μελέτη.

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Σελίδα

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....	I
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ .....	III
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ .....	IV

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

1.1 Αντικειμενικός σκοπός της εργασίας.....	1
1.2 Μεθοδολογία.....	2
1.3 Διάρθρωση εργασίας.....	3

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 Ο ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΣ ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ**

2.1 Εισαγωγή.....	5
2.2 Ανάπτυξη.....	5
2.3 Συνέργιες.....	8
2.3.1 Λειτουργικές συνέργιες.....	9
2.3.1.1 Λειτουργικές συνέργιες ενίσχυσης των εσόδων.....	9
2.3.1.2 Λειτουργικές συνέργιες μείωσης κόστους.....	10
2.3.1.3 Οικονομικές συνέργιες.....	12
2.4 Διαποίκιληση.....	14
2.5 Φορολογικά Κίνητρα.....	17
2.6 Άλλα κίνητρα.....	19

2.6.1 Βελτίωση της Διοίκησης ή Αντικατάσταση μη αποτελεσματικής Διοίκησης.....	19
2.6.2 Βελτίωση του τμήματος Έρευνας και Ανάπτυξης....	20
2.6.3 Η διοικητική αλαζονεία (Θεωρία “Hubris”). .....	20
2.6.4 Υπερβάλλουσα ρευστότητα των εταιρειών.....	21
2.6.5 Προβλήματα αντιπροσώπευσης.....	21
2.6.6 Ευνοϊκή νομοθεσία.....	22
2.7 Νομικό πλαίσιο Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στην ελληνική αγορά.....	23
2.8 Περίληψη Κεφαλαίου.....	26
Βιβλιογραφία.....	28

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ

### 3 ΠΙΘΑΝΑ ΚΕΡΔΗ ΠΟΥ ΠΡΟΚΥΠΤΟΥΝ ΑΠΟ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

3.1 Εισαγωγή.....	29
3.2 Το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που βασίζεται στους πόρους.....	30
3.3 Το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που προσδίδουν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις.....	33
3.4 Λοιπά πλεονεκτήματα που προκύπτουν για τις εταιρείες που συμμετέχουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις.....	36
3.5 Αποτελέσματα εξαγορών και συγχωνεύσεων.....	39
3.6 Η επιτυχία και η απόδοση μετά τη συγχώνευση σε σχέση με τα χαρακτηριστικά της διαπραγμάτευσης.....	42

3.7 Περίληψη κεφαλαίου.....	45
Βιβλιογραφία.....	47

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ**

### **4 ΚΙΝΔΥΝΟΙ – ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΠΟΥ ΠΡΟΚΥΠΤΟΥΝ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ**

4.1 Εισαγωγή.....	49
4.2 Το μεταβατικό στάδιο.....	50
4.3 Προβλήματα που σχετίζονται με τις διαφορετικές εταιρικές κουλτούρες και νοοτροπίες.....	51
4.4 Προβλήματα που σχετίζονται με το εργατικό δυναμικό.....	54
4.5 Προβλήματα που σχετίζονται με εγκαταστάσεις.....	56
4.6 Προβλήματα που σχετίζονται με πελάτες και προμηθευτές.....	57
4.7 Προβλήματα που σχετίζονται με τους επενδυτές.....	59
4.8 Επιπτώσεις των παραπάνω προβλημάτων στην απόδοση και την παραγωγικότητα των επιχειρήσεων μετά τη συγχώνευση.....	61
4.9 Περίληψη κεφαλαίου.....	62
Βιβλιογραφία.....	63

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ**

### **5 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΣΤΟΧΩΝ ΕΞΑΓΟΡΑΣ**

5.1 Εισαγωγή.....	64
5.2 Ο ρόλος των ταμειακών ροών.....	65
5.3 Υπολογισμός του κόστους της επένδυσης.....	67

5.3.1 Κριτική διερεύνηση δεικτών-Σύγκριση αριθμοδεικτών κλάδου.....	70
5.3.2 Κεφαλαιακή διάρθρωση εταιρειών και κόστος κεφαλαίων.....	73
5.3.3 Κόστος μετοχικού κεφαλαίου.....	73
5.4 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (ΜΣΚΚ).....	75
5.6 Περίληψη κεφαλαίου.....	78
Βιβλιογραφία.....	80

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ

### 6 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΣΕ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

6.1 Εισαγωγή.....	81
6.2 Μέθοδοι αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων.....	82
6.2.1 Αποτίμηση Μετοχικού κεφαλαίου.....	82
6.2.1.1 Μέθοδος αποτίμησης αναμενόμενων μερισμάτων σύμφωνα με το μοντέλο Gordon.....	83
6.2.1.2 Η εμπορευσιμότητα των μετοχών μιας εταιρείας.....	85
6.2.1.3 Προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο εταιρείας.....	88
6.2.2 Μέθοδοι αποτίμησης βασισμένες στα πάγια στοιχεία της εταιρείας.....	89
6.2.3 Μέθοδοι βασισμένοι στο κόστος αντικατάστασης.....	90
6.2.4 Μέθοδος της Προσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης της επιχείρησης.....	92
6.3 Μέθοδοι αποτίμησης που βασίζονται στις προβλέψεις.....	93
6.3.1 Απεικόνιση ιστορικών ρυθμών ανάπτυξης στο μέλλον.....	94



6.3.2 Μέση Σταθμισμένη Μέθοδος.....	95
6.3.3 Γραμμική ανάλυση τάσης.....	97
6.3.4 Γραμμική παλινδρόμηση.....	98
6.4 Χρηματοοικονομικές μέθοδοι αποτίμησης.....	100
6.4.1 Μέθοδος καθαρής παρούσας αξίας.....	100
6.4.1.1 Παρούσα αξία.....	100
6.4.1.2 Καθαρή παρούσα αξία.....	101
6.4.2 Μέθοδος εσωτερικής απόδοσης.....	103
6.4.3 Μέθοδος επανείσπραξης κόστους επένδυσης.....	104
6.4.4 Μέθοδος Λογιστικής απόδοσης.....	105
6.4.5 Αποτίμηση βάσει του Υποδείγματος Προεξοφλημένων Ταμειακών ροών.....	107
6.5 Περίληψη κεφαλαίου.....	109
Βιβλιογραφία.....	111

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ

## 7 ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΣΕ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

7.1 Εισαγωγή.....	112
7.2 Είδη αβεβαιότητας.....	113
7.3 Κίνδυνος και αβεβαιότητα.....	115
7.4 Πηγές αβεβαιότητας.....	116
7.5 Συμπεριφορά διοικήσεων και εταιρειών σε δυνητικές εξαγορές και συγχωνεύσεις σε συνθήκες αβεβαιότητας...	118
7.6 Αναγνώριση και ποσοτικοποίηση του κινδύνου.....	121
7.7 Υπολογίζοντας τον αντίκτυπο της αβεβαιότητας.....	122

7.8 Ολοκληρώνοντας το μοντέλο ανάλυσης κινδύνου.....	122
7.9 Περίληψη κεφαλαίου.....	123
Βιβλιογραφία.....	124

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ

### **8 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΕ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ**

8.1 Εισαγωγή.....	125
8.2 Κίνδυνος συγκεκριμένης εξαγοράς.....	126
8.2.1 Ανάλυση εναλλακτικών περιπτώσεων.....	126
8.2.2 Προσαρμογή συντελεστή προεξόφλησης σε σχέση με τον κίνδυνο.....	128
8.2.2.1 Αξιολόγηση κινδύνου.....	132
8.2.3 Συντελεστής Συσχέτισης και Μεταβλητότητας.....	133
8.2.4 Ισοδύναμες Καθαρές Ταμιακές Ροές.....	136
8.2.5 Μέθοδοι Προσομοίωσης.....	137
8.2.5.1 Μοντέλο Monte Carlo.....	139
8.3 Κίνδυνος εντός της επιχείρησης.....	141
8.4 Κίνδυνος της αγοράς.....	144
8.5 Περίληψη κεφαλαίου.....	146
Βιβλιογραφία.....	147

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ

### **9 ΜΕΛΕΤΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΟΝ ΕΛΛΑΔΙΚΟ ΧΩΡΟ**

9.1 Εισαγωγή.....	148
-------------------	-----

9.2 Εξαγορά της “Ράδιο Κορασίδης” από τη “Marfin Investment Group (MIG)”	148
9.2.1 Στοιχεία Marfin Investment Group (MIG)	149
9.2.2 Στοιχεία Ράδιο Κορασίδης	150
9.2.3 Αποτίμηση εξαγοράς της Ράδιο Κορασίδης από τη MIG	152
9.3 Εξαγορά της “Γερολυμάτος ΑΕ” από την “Alaris ΑΕΒΕ”	154
9.3.1 Στοιχεία Alaris ΑΕΒΕ	155
9.3.2 Στοιχεία Γερολυμάτος ΑΕ	156
9.3.3 Αποτίμηση της εξαγοράς της Γερολυμάτος ΑΕ από την Alaris ΑΕΒΕ	158
9.4 Περίληψη κεφαλαίου	159
Βιβλιογραφία	162

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ**

10.1 Συμπεράσματα μελέτης	163
10.2 Θέματα για περαιτέρω μελέτη και έρευνα	164

<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b>	166
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b>	172

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η συγκεκριμένη εργασία προήλθε από την ανάγκη του γράφοντος για συγκέντρωση των μεθόδων αποτίμησης εταιρειών ύστερα από την εμπλοκή του, με μια ομάδα στελεχών, σε μια περίπτωση εξαγοράς εταιρείας του εξωτερικού. Επομένως η συγκεκριμένη προσπάθεια είναι το αποτέλεσμα επίπονης και συστηματικής προσπάθειας, αλλά και προσωπικής ικανοποίησης αφού συνδυάστηκε με την απόκτηση επιπλέον γνώσης γύρω από τη Χρηματοοικονομική επιστήμη και ειδικότερα γύρω από τον τομέα των Εξαγορών και των Συγχωνεύσεων. Η συγκεκριμένη εργασία δε θα είχε πραγματοποιηθεί χωρίς την έμπρακτη συμπαράσταση κάποιων ατόμων που θα ήθελα να ευχαριστήσω.

Αρχικά, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. Αρτίκη Γεώργιο, που ήταν και ο επιβλέπων καθηγητής της συγκεκριμένης εργασίας, για την ουσιαστική του συμβολή και τις σημαντικές παραινέσεις του κατά την πραγματοποίηση της συγκεκριμένης εργασίας.

Στη συνέχεια θα ήθελα να ευχαριστήσω τη σύζυγο μου για την ηθική της συμπαράσταση αλλά και την κατανόηση της σε όλη τη διάρκεια του μεταπτυχιακού προγράμματος όπως επίσης και τη μητέρα μου χάρη στην οποία μου δόθηκαν τα εφόδια να φτάσω μέχρι αυτό το σημείο.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κ. Παναγόπουλο Θεόδωρο για την οικονομική βοήθεια που μου παρέιχε μέσω της Veterin ABEE στην παρακολούθηση αυτού του μεταπτυχιακού προγράμματος αλλά και για τις πολύτιμες συμβουλές του. Δε θα ήθελα να παραλείψω και μια μεγάλη ομάδα πρώην συμφοιτητών και συνοδοιπόρων μου στο Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη για τις στιγμές και τις αγωνίες που μοιράστηκαν μαζί μου κατά την πραγματοποίηση αυτού του προγράμματος.

Πειραιάς, Νοέμβριος 2008

Αγγελίδης Π. Νεκτάριος

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

		Σελίδα
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1	ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΟΙ ΠΟΡΟΙ ΜΙΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ.....	31
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2	ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΩΣΙΑΚΩΝ ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΩΝ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	32
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.1	ΣΤΑΘΜΙΣΗ ΕΣΟΔΩΝ ΠΑΡΕΛΘΟΝΤΩΝ ΕΤΩΝ.....	96
ΠΙΝΑΚΑΣ 7.1	ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ.....	120
ΠΙΝΑΚΑΣ 8.1	ΒΑΣΙΚΟΙ ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΤΥΧΙΑ Η΄ ΤΗΝ ΑΠΟΤΥΧΙΑ ΜΙΑΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ.....	142
ΠΙΝΑΚΑΣ 9.1	ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ ΤΗ ΔΙΕΤΙΑ 2006-2007.	151
ΠΙΝΑΚΑΣ 9.2	ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΓΕΡΟΛΥΜΑΤΟΣ Α.Ε.Β.Ε ΤΗ ΔΙΕΤΙΑ 2006-2007.....	156
ΠΙΝΑΚΑΣ 9.3	ΠΡΟΒΟΛΗ ΔΕΙΚΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΕΞΑΓΟΡΑΣΤΕΙ ΑΠΟ ΤΗΝ ALAPIS Α.Ε.Β.Ε.....	158
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.1	ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΙΣ ΤΟΥ ΟΙΚΟΥ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ MOODY'S.....	175

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

	Σελίδα
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1 ΑΛΥΣΙΔΑ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ 1.....	34
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2 ΑΛΥΣΙΔΑ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ 2.....	35
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.3 ΠΟΡΕΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΗΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ (ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2004 – ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2008).....	44
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1 ΚΥΡΙΕΣ ΠΗΓΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΣΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ.....	108
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.1 ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΡΙΘΜΟ ΚΑΙ ΟΓΚΟ, ΠΟΥ ΑΝΑΚΟΙΝΩΘΗΚΑΝ ΣΕ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΕΠΙΠΕΔΟ ΤΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ ΙΟΥΛΙΟΣ 2005 – ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2007.....	118
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.2 ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ ΣΤΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΤΟΥΣ ΕΠΟΜΕΝΟΥΣ 18 ΜΗΝΕΣ....	119
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.3 ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΩΝ ΑΡΧΩΝ ΣΤΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΤΟΥΣ ΕΠΟΜΕΝΟΥΣ 18 ΜΗΝΕΣ.....	120

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

### 1.1 Αντικειμενικός σκοπός εργασίας

Ο αντικειμενικός σκοπός της εργασίας προήλθε από την ανάγκη για τη συγκέντρωση των μεθόδων αποτίμησης κατά τη διαδικασία προσέγγισης και προσδιορισμού, ενός εύλογου και δίκαιου τιμήματος και για τις δύο πλευρές, σε μια προσπάθεια εξαγοράς και μελλοντικής συγχώνευσης μιας εταιρείας από μία άλλη. Η ανάγκη αυτή προήλθε από την εμπλοκή του γράφοντος σε μια τέτοια διαδικασία όπου η ανταλλαγή των τιμημάτων προσαρμοζόταν στις επιθυμίες και τις ανάγκες κάθε πλευράς χωρίς να βασίζονται σε μια συγκεκριμένη μέθοδο αποτίμησης.

Επομένως έγινε προσπάθεια μέσω μελέτης αντίστοιχων συγγραμμάτων να γίνει συγκέντρωση και κατηγοριοποίηση αυτών των μεθόδων. Στη σύγχρονη βιβλιογραφία θα δούμε πληθώρα καταγραφών των αντίστοιχων μεθόδων με διαφορετική κάθε φορά κατηγοριοποίηση, ανάλογα το συγγραφέα. Επίσης σε ελάχιστες περιπτώσεις γίνεται αναφορά στις συνθήκες αβεβαιότητας που επικρατούν στην πραγματική οικονομία και που τελικά επηρεάζουν τις αποφάσεις μας και τελικά τα αποτελέσματα και τα μεγέθη των εταιρειών μας ενώ πολλές φορές καθορίζουν την επιτυχία ή όχι μιας εξαγοράς.



## 1.2 Μεθοδολογία

Αρχικά έγινε προσέγγιση των αιτιών και των κινήτρων που ωθούν μια εταιρεία να εμπλακεί σε μια εξαγορά ή συγχώνευση είτε από την πλευρά του αγοραστή είτε από την πλευρά του εξαγοραζόμενου. Αν η εξαγορά αποδειχθεί επιτυχής προκύπτουν οφέλη και για τις δύο εταιρείες συνήθως ενώ στην αντίθετη περίπτωση ενδεχομένως να υπάρξουν κίνδυνοι για το νέο σχήμα πιθανές προκλήσεις που θα πρέπει να αντιμετωπιστούν. Πολύ μεγάλο ρόλο στην επιτυχία παίζει η γρήγορη ολοκλήρωση μιας εξαγοράς και η αφομοίωση τους και από τα δύο μέρη.

Στη συνέχεια έγινε συγκέντρωση των μεθόδων αποτίμησης τόσο σε συνθήκες βεβαιότητας όσο και σε συνθήκες αβεβαιότητας και ένταξη αυτών σε κατηγορίες σύμφωνα με την προσωπική κρίση και εμπειρία του γράφοντα. Στην πρώτη περίπτωση ο διαχωρισμός έγινε με βάση: α) την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, β) την ενδεχόμενη μελλοντική της κατάσταση και γ) με τη χρήση άλλων χρηματοοικονομικών μεθόδων. Στη δεύτερη περίπτωση έγινε προσπάθεια αναγνώρισης της πηγής αβεβαιότητας και ποσοτικοποίηση αυτής με αποτέλεσμα ο διαχωρισμός να γίνει με βάση: α) τον κίνδυνο που προκύπτει από μια εξαγορά, β) τον κίνδυνο που δημιουργείται ή προέρχεται από το εσωτερικό της επιχείρησης και γ) από τον κίνδυνο που προκύπτει από την αγορά που δραστηριοποιούνται οι εταιρείες.

Στο σύνολο της εργασίας γίνεται προσπάθεια να γίνεται αναφορά σε συγκεκριμένα παραδείγματα ειδικά από τον ελλαδικό χώρο προκειμένου να γίνουν πιο κατανοητά τα όσα γράφονται. Ειδικά στο τελευταίο μέρος της εργασίας, μέσω της παρουσίασης και μελέτης δύο παραδειγμάτων εξαγορών στον ελλαδικό χώρο, των εταιρειών Ράδιο Κορασίδης από την εταιρεία Marfin Investment Group και της Γερολυμάτος από την Alaris, προσπαθήσαμε να αξιολογήσουμε αν εφαρμόζονται όσα αναφέραμε στο θεωρητικό κομμάτι της εργασίας. Θεωρούμε ότι το συγκεκριμένο θέμα χρήζει περαιτέρω μελέτης προκειμένου να βγουν χρήσιμα συμπεράσματα.

### **1.3 Διάρθρωση εργασίας**

Σύμφωνα με τη μεθοδολογία που χρησιμοποιήσαμε η εργασία μπορούμε να πούμε ότι χωρίζεται σε τρία κυρίως μέρη. Τα τέσσερα πρώτα κεφάλαια αναφέρονται στην εισαγωγή του θέματος, στην προσέγγιση των εξαγορών και συγχωνεύσεων, στα κίνητρα, τα πιθανά οφέλη και τους κινδύνους που προκύπτουν από αυτές.

Στα επόμενα τέσσερα κεφάλαια γίνεται επεξήγηση και ανάλυση βασικών όρων και τύπων που απαιτούνται στις μεθόδους αποτίμησης. Στη συνέχεια γίνεται αναφορά στις μεθόδους αποτίμησης σε κατηγορίες τόσο σε συνθήκες βεβαιότητας όσο και σε συνθήκες αβεβαιότητας.

Τέλος γίνεται παρουσίαση κάποιων παραδειγμάτων εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα. Έγινε συνοπτική ανάλυση αυτών και θεωρούμε ότι αποτελούν αντικείμενο μελέτης, ενδεχομένως σε κάποια επόμενη εργασία.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### Ο ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΣ ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

#### 2.1 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο γίνεται διερεύνηση των κινήτρων και των καθοριστικών παραγόντων που ωθούν τις εταιρίες να προβούν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις. Θα μελετηθούν οι διάφοροι τύποι συνεργιών, λειτουργικών και οικονομικών που μπορούν να προκύψουν από μια ενδεχόμενη εξαγορά ή συγχώνευση.

Οι εταιρίες μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων επιδιώκουν την ανάπτυξη τους, την επίτευξη κάποιων συνεργιών, τη διαποίκιση ή για μια σειρά άλλων αιτιών όπως είναι για παράδειγμα τα φορολογικά κίνητρα.

#### 2.2 Ανάπτυξη

Από τις βασικότερες επιδιώξεις των εταιριών όταν προβαίνουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι η ανάπτυξη. Οι εταιρίες αντιμετωπίζουν το δίλημμα της εσωτερικής ανάπτυξης ή της μεγέθυνσης μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων. Η εσωτερική ανάπτυξη είναι μια χρονοβόρα διαδικασία με αβέβαια αποτελέσματα σε αντίθεση με τη διαδικασία των εξαγορών και συγχωνεύσεων

η οποία αν και είναι πολύ ταχύτερη ελλοχεύει και αυτή κινδύνους και αβεβαιότητα ως προς την επιτυχία του εγχειρήματος.

Η ανάπτυξη μπορεί να επιτευχθεί είτε εντός του κλάδου είτε εκτός του κλάδου οπότε έχουμε τη διαποίκιση η οποία θα μελετηθεί παρακάτω. Αν η εταιρία επιλέξει την ανάπτυξη εντός του κλάδου έχει τη δυνατότητα της εσωτερικής και της εξωτερικής ανάπτυξης όπως προαναφέραμε. Μέσω όμως της χρονοβόρου διαδικασίας της εσωτερικής ανάπτυξης μπορεί να χαθούν κάποιες ευκαιρίες οι οποίες απαιτούν άμεση λήψη αποφάσεων ή ενδεχομένως η απόκριση των ανταγωνιστών να είναι πιο άμεση με αποτέλεσμα να κερδίσουν μερίδια αγοράς ή κάποιο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.

Η εξωτερική ανάπτυξη επιλέγεται συνήθως όταν θέλουμε να αποκτήσουμε κάποιους πόρους από κάποιο ανταγωνιστή κυρίως, είτε αφορά κτιριακές εγκαταστάσεις, τεχνογνωσία, ανθρώπινο δυναμικό ή κάποια πηγή πρώτων υλών. Επίσης μπορούμε να την επιλέξουμε στην περίπτωση που θέλουμε να επεκταθούμε σε κάποιο άλλο γεωγραφικό διαμέρισμα και ακόμη περισσότερο όταν θέλουμε να επεκταθούμε σε άλλη χώρα ή άλλη ήπειρο. Με μια εξαγορά τοπικής επιχείρησης παρακάμπτουμε γρήγορα και εύκολα εμπόδια εισόδου στη συγκεκριμένη αγορά όπως η εύρεση εξειδικευμένου προσωπικού, η διαφορετική κουλτούρα και νοοτροπία, η ύπαρξη δασμών ή το νομικό πλαίσιο της συγκεκριμένης χώρας.

Στα πλαίσια της ανάπτυξης έχουμε τις περιπτώσεις της Οριζόντιας και της Κάθετης Ολοκλήρωσης. Η Οριζόντια ολοκλήρωση (horizontal integration)

αναφέρεται στην περίπτωση της αύξησης του μεριδίου αγοράς ή της επιρροής μας σε αυτήν μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων με ανταγωνιστικές επιχειρήσεις. Κάθετη ολοκλήρωση (vertical integration) έχουμε όταν μια επιχείρηση αναπτύσσεται μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων επιχειρήσεων με τις οποίες διατηρεί σχέσεις προμηθευτή-πωλητή ή πελάτη-αγοραστή (Wheelen, 2006).

Στην Οριζόντια ολοκλήρωση η επιχείρηση προσπαθεί να αναπτυχθεί μέσω εξαγοράς ή να συγχωνευθεί με ομοειδείς επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο ίδιο στάδιο της αλυσίδας αξίας. Αυτές οι επιχειρήσεις μπορεί να είναι άμεσα ανταγωνιστικές ή να εστιάζονται σε διαφορετικά τμήματα της αγοράς. Στόχος αυτής της στρατηγικής είναι η επίτευξη συνεργιών από τις οικονομίες κλίμακας, η γρήγορη αύξηση του μεριδίου αγοράς και η αύξηση του περιθωρίου κέρδους και τελικά των κερδών. Βέβαια σε αυτή την περίπτωση οδηγούμαστε από το άκρο της πλήρους ανταγωνιστικής αγοράς προς την κατεύθυνση του ολιγοπωλίου και πολλές φορές του μονοπωλίου αφού οι ανταγωνιστές μειώνονται μέσω των εξαγορών και των συγχωνεύσεων.

Κάθετη ολοκλήρωση ή καθετοποίηση έχουμε όταν μια επιχείρηση εισέρχεται σε διαφορετικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας ή της αλυσίδας αξίας εξαγοράζοντας είτε κάποιον προμηθευτή της είτε κάποιον διανομέα ή κάποιο σημαντικό πελάτη της. Αν η επιχείρηση προσθέτει ένα παραγωγικό στάδιο πριν από το στάδιο που δραστηριοποιείται με την εξαγορά για παράδειγμα ενός προμηθευτή της, "καθετοποιείται" προς τα πίσω ή λέμε ότι έχουμε προς τα πίσω ολοκλήρωση ενώ αν το παραγωγικό στάδιο προστίθεται μετά από το

στάδιο που η επιχείρηση δραστηριοποιείται για παράδειγμα με την εξαγορά κάποιου διανομέα της, τότε "καθετοποιείται" προς τα εμπρός ή λέμε ότι έχουμε προς τα εμπρός ολοκλήρωση.

### 2.3 Συνέργιες

Συνέργιες έχουμε όταν δύο ή περισσότερες εταιρίες συνεργάζονται προκειμένου να επιτύχουν αποτέλεσμα μεγαλύτερο από ότι αν δρούσαν ανεξάρτητα. Με απλά λόγια είναι το φαινόμενο όπου  $2+2=5$  το οποίο στις συγχωνεύσεις μεταφράζεται στην ικανότητα του σχήματος που προκύπτει να παράγει περισσότερα κέρδη από ότι τα δύο ή περισσότερα μέρη θα παρήγαγαν αν λειτουργούσαν ανεξάρτητα. Τα προσδοκώμενα οφέλη που ενδεχομένως θα προκύψουν από μια συγχώνευση επιτρέπουν στην εξαγοράζουσα εταιρεία να πληρώσει επιπλέον τίμημα από το πραγματικό στους μετόχους της εταιρίας που εξαγοράζει.

Η συνέργια επιτρέπει στο σχήμα που προκύπτει να έχει θετική καθαρή αξία εξαγοράς (ΚΑΕ) όπως μπορούμε να δούμε και από τον παρακάτω τύπο (Gaughan 2002):

$$ΚΑΕ = A_{AB} - [ A_A + A_B ] - P - E \quad (2.1)$$

Όπου:

$A_{AB}$  = η συνδυασμένη αξία των δύο εταιριών

$A_A$  = η αγοραία αξία των μετοχών της Α εταιρίας

$A_B$  = αποτίμηση της αξίας της Α εταιρίας από τους ίδιους

$P$  = το επιπλέον τίμημα που δόθηκε στους μετόχους της Β εταιρίας

$E$  = τα έξοδα της εξαγοράς

### 2.3.1 Λειτουργικές συνέργιες

#### 2.3.1.1 Λειτουργικές συνέργιες ενίσχυσης των εσόδων

Οι Clemente και Greenspan την ορίζουν ως εξής: " σαν ένα νέο ενισχυμένο προϊόν ή υπηρεσία, που δημιουργείται από την τήξη δύο ευδιάκριτων ιδιοτήτων των συγχωνευμένων συνεργατών, που παράγει άμεση ή/και μακροπρόθεσμη αύξηση των εσόδων".

Υπάρχουν πολλοί λόγοι που ενδεχομένως θα οδηγήσουν σε αυτή την αύξηση των εσόδων όπως είναι : οι σταυροειδείς πωλήσεις προϊόντων, η συνδιανομή προϊόντων, προσφέροντας ευρύτερη γκάμα προϊόντων στο πελατολόγιο τους.

Οι λόγοι ποικίλουν και διαφέρουν ανά περίπτωση. Για παράδειγμα η μια εταιρεία μπορεί να έχει ισχυρότερο brand names και η άλλη ευρύτερη γκάμα προϊόντων ή πελατολογίου. Επίσης μπορούν τα ισχυρά δίκτυα διανομής της μιας εταιρείας να συνδυαστούν με τα δυναμικά προϊόντα μιας νεοεισερχόμενης



στην αγορά εταιρείας. Για παράδειγμα η ΕΛΓΕΚΑ μία από τις ισχυρότερες εταιρείες στο χώρο των διανομών εξαγόρασε την εταιρεία ΔΙΑΚΙΝΗΣΙΣ Α.Ε τον Ιούνιο του 2007 προκρίμενου να εισέλθει στον τομέα του 3PL (Third Party Logistics) όπου είχε μικρή παρουσία. Πολλές φορές όμως παρόλο που οι δυνατότητες είναι μεγάλες είναι δύσκολο να επιτευχθεί αυτή η αύξηση των εξόδων και σίγουρα είναι πολύ πιο δύσκολο από όταν συμβαίνει στις περιπτώσεις περικοπής κόστους.

#### 2.3.1.2 Λειτουργικές συνέργιες μείωσης κόστους

Η μείωση του κόστους λειτουργίας είναι ένας από τους κυριότερους λόγους που ωθεί τις εταιρίες στη δημιουργία συμπράξεων. Αυτή η μείωση κόστους μπορεί να έρθει από τις ενδεχόμενες οικονομίες κλίμακας (η μείωση της ανά μονάδας κόστους που προκύπτει από την αύξηση του μεγέθους ή της κλίμακας λειτουργιών της εταιρίας) που μπορεί να προκύψουν από τη δημιουργία της συνέργιας. Επίσης οικονομίες κλίμακας από την αξιοποίηση κοινών πόρων όπως κτιριακών εγκαταστάσεων, διοικητικών δομών ή λειτουργικών δομών όπως λογιστήρια, τμήματα πωλήσεων εισπράξεων κτλ. Τέλος λόγω αύξησης μεγέθους το νέο σχήμα που προκύπτει έχει μεγαλύτερη διαπραγματευτική ισχύ απέναντι σε προμηθευτές, πελάτες, πιστωτές και γενικότερα στο άμεσο και έμμεσο περιβάλλον της επιχείρησης. Χαρακτηριστικό παράδειγμα ήταν το σχήμα που προέκυψε από την εξαγορά της ναυτιλιακής εταιρίας Γραμμές Στρίντζη από τις Επιχειρήσεις Αττικής όπου είχαμε καλύτερη αξιοποίηση του

στόλου με τη δραστηριοποίηση των Επιχειρήσεων Αττικής στις γραμμές της Αδριατικής και των γραμμών Στρίντζη (μετέπειτα Blue Star Ferries) στις εσωτερικές γραμμές και με την εξάλειψη του μεταξύ τους ανταγωνισμού. Επίσης είχαμε την από κοινού εκμετάλλευση των κτιριακών εγκαταστάσεων, λογιστηρίων, συστήματος πωλήσεων και εν μέρει της διοίκησης όπως επίσης και τους βελτιωμένους όρους χρηματοδότησης από τους πιστωτές τους όπως θα δούμε και παρακάτω αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την αύξηση των οικονομικών τους μεγεθών όπως θα δούμε ανατρέχοντας στα οικονομικά τους στοιχεία.

Άλλη μια περίπτωση που προσεγγίζει αυτή της οικονομίας κλίμακας είναι αυτή της οικονομίας πεδίου όπου το νέο σχήμα εκμεταλλεύόμενο τις από κοινού εισροές μπορεί να προσφέρει ευρύτερο πεδίο προϊόντων ή υπηρεσιών. Για παράδειγμα μια τράπεζα εξειδικευμένη στη λιανική τραπεζική μπορεί να εξαγοράσει μια πολύ μικρότερη τράπεζα η οποία εξειδικεύεται για παράδειγμα στην παροχή χρηματοπιστηριακών ή επενδυτικών υπηρεσιών όπως ήταν η εξαγορά της Π και Κ χρηματοπιστηριακής από την Εθνική τράπεζα προκειμένου η δεύτερη να παρέχει εξειδικευμένες υπηρεσίες και προϊόντα στο ευρύ της δίκτυο μέσω της γνώσης και τεχνογνωσίας της πρώτης. Επίσης στόχος ήταν η κατάκτηση της πρώτης θέσης στην πραγματοποίηση χρηματοπιστηριακών συναλλαγών. Στην προκειμένη περίπτωση έχουμε καλύτερη αξιοποίηση των πόρων και αύξηση της αποδοτικότητας (η καλύτερα της ανά μονάδα απόδοσης) που είναι αντίστοιχη με αυτή που παρατηρείται στις οικονομίες κλίμακας.

### 2.3.1.3 Οικονομικές συνέργιες

Οικονομική συνέργια έχουμε όταν έχουμε μείωση στο κόστος κεφαλαίου του νέου σχήματος που προκύπτει από την εξαγορά ή τη συγχώνευση από ότι είχαν σαν μεμονωμένες εταιρίες. Επίσης οι πιστωτές θεωρούν το νέο σχήμα πιο σταθερό απέναντι στις διακυμάνσεις των ταμειακών ροών και προφανώς ο κίνδυνος από μια πιθανή χρεοκοπία για αυτό το λόγο απομακρύνεται. Βέβαια αυτό συμβαίνει όταν οι ταμειακές ροές στις προϋπάρχουσες εταιρίες είναι όσο το δυνατόν ασυσχέτιστες μεταξύ τους, έτσι ώστε οι διακυμάνσεις τους στο νέο σχήμα να περιορίζεται στο ελάχιστο. Τα παραπάνω μεταφράζονται από τους πιστωτές ότι πολύ δύσκολα το νέο σχήμα δε θα μπορέσει να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του λόγω αδυναμίας ταμειακών εισροών, με λίγα λόγια να καταστεί αφερέγγυα ως προς τους πιστωτές της για τους λόγους που προαναφέραμε (Higgins, 1975).

Αφερεγγυότητα και συνεπώς αύξηση του κόστους κεφαλαίου ή ακόμη και αδυναμία δανεισμού ή πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου μπορεί να έλθει σε μια εταιρία όταν οι συνολικές της υποχρεώσεις υπερβούν τα συνολικά της κεφάλαια και η συνολική καθαρή της θέση καταστεί αρνητική. Σε τέτοιες περιπτώσεις και οι πιστωτές συναινούν ή βοηθούν την περάτωση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης προκειμένου να μειώσουν τις επισφάλειες τους αν το νέο σχήμα που προκύπτει είναι υγιέστερο και σίγουρα βιώσιμο. Βέβαια τα οφέλη δεν είναι μόνο για τους πιστωτές αλλά για ολόκληρο το άμεσο και

έμμεσο περιβάλλον της επιχείρησης, από τους προμηθευτές μέχρι τους μετόχους (Lewellen, 1971). Φαινομενικά οι παλαιοί μέτοχοι μπορεί να χάνουν από μια ενδεχόμενη συγχώνευση ή εξαγορά επειδή ενδεχομένως να μειώνεται το ποσοστό τους από την άλλη όμως αποκτούν συμμετοχή σε ένα πιο εύρωστο και ικανότερο σχήμα παραγωγής κερδών και προφανώς μερισμάτων και υπεραξιών προς όφελος των μετόχων. Πληθώρα τέτοιου είδους εξαγορές και συγχωνεύσεις έχουν πραγματοποιηθεί κατά τους τελευταίους μήνες ανά τον κόσμο. Διαμέσου της οικονομικής κρίσης που βιώνουμε ύστερα από παραινήσεις κυβερνήσεων και κεντρικών τραπεζών υλοποιούνται οι συμφωνίες στον τραπεζικό τομέα κυρίως, αλλά και στο βιομηχανικό προκειμένου να διασωθούν ιστορικές αλλά και σημαντικού μεγέθους εταιρείες, με σημαίνοντα ρόλο στις εγχώριες αλλά και στην παγκόσμια οικονομία όπως ήταν για παράδειγμα η εξαγορά της Merrill Lynch από τη Bank of America ύστερα από πιέσεις και της Federal Reserve Bank της Νέας Υόρκης σύμφωνα με το σχετικό άρθρο στο Παράρτημα.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα στον ελλαδικό χώρο αποτελεί η περίπτωση της επιχείρησης Αριστόβουλος Πετζετάκης, εισηγμένης στο ΧΑΑ, της πρώτης ελληνικής πολυεθνικής. Λόγω των υπερβολικών της υποχρεώσεων και των διαδοχικών συνάψεων δανεισμού, σε συνδυασμό με τα αποτυχημένα προγράμματα εξυγίανσης η εταιρεία αδυνατούσε να αναχρηματοδοτήσει τις υποχρεώσεις της και να βρει το απαραίτητο κεφάλαιο κίνησης με αποτέλεσμα να διακυβεύεται και η παραγωγική της δραστηριότητα και φυσικά η βιωσιμότητα της. Επίσης η καθαρή της θέση έγινε αρνητική που είχε σαν αποτέλεσμα και την αναστολή διαπραγμάτευσης της από το ΧΑΑ. Ο κίνδυνος απώλειας των

κεφαλαίων που είχαν δανείσει (άνω των 100 εκ, ευρώ) οι πιστώτριες τράπεζες (ο αρχικός αριθμός τους υπερέβαινε τις 14) τις υποχρέωσε να συναινέσουν στη διάσωση της εταιρίας με την είσοδο στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας τεσσάρων distress funds μέσω μετατροπής ομολογιακών δανείων που θα χορηγούσαν στην εταιρεία. Το αποτέλεσμα ήταν τα distress funds να αποκτήσουν τον έλεγχο της εταιρείας και η εταιρεία να συνεχίσει τη λειτουργία της ενώ ακολούθησε και βελτίωση των οργανικών της αποτελεσμάτων, (Η σχετική είδηση υπάρχει στο παράρτημα όπως είχε μεταδοθεί από ειδησεογραφικό site capital.gr).

## **2.4 Διαποίκιση**

Διαποίκιση έχουμε όταν επιχειρείται ανάπτυξη μέσω της διεύρυνσης των δραστηριοτήτων της επιχείρησης σε τομείς διαφορετικούς από τους τρέχοντες ή από τους κύριους τομείς δραστηριοποίησης της. Αυτό μπορεί να γίνει είτε με την είσοδο της σε νέες αγορές, ξένες ως προς το αντικείμενο της ή με την παραγωγή νέων προϊόντων ξένα ως προς την κύρια δραστηριότητα της. Για παράδειγμα η κατασκευή και λειτουργία ξενοδοχειακής μονάδος στη Θεσσαλονίκη από την εταιρία Δάϊος Πλαστικά που όπως καταλαβαίνουμε δραστηριοποιείται στην παραγωγή και εμπορία πλαστικών προϊόντων.

Η επιχείρηση επιλέγει αυτή τη στρατηγική προκειμένου να αξιοποιήσει κάποια ευκαιρία που της παρουσιάζεται ή προκειμένου να αξιοποιήσει κάποιους

ανεκμετάλλευτους πόρους, όπως στην περίπτωση που προαναφέραμε με τη Δαΐός Πλαστικά που αξιοποίησε κάποιο ακίνητο της. Επίσης με αυτή τη στρατηγική οι εταιρίες προσπαθούν να κάνουν διασπορά του κινδύνου ή να εισέλθουν σε τομείς με υψηλότερα περιθώρια κέρδους και ανάπτυξης, ειδικά όταν ο κλάδος που δραστηριοποιούνται θεωρείται υψηλού κινδύνου ή αντιμετωπίζει κρίση. Χαρακτηριστική είναι η απόφαση της κλωστούφαντουργίας Επίλεκτος για δραστηριοποίηση της στον τομέα παραγωγής ενέργειας όπως δημοσιεύθηκε στον τύπο:

" Αίτηση για έκδοση άδειας παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας υπέβαλε η Επίλεκτος Κλωστούφαντουργία στη ΡΑΕ. Ειδικότερα, σε σχετική ανακοίνωση αναφέρεται ότι η αίτηση (με αριθμ. πρωτ. Ι-48067/30.3.2007) αφορά φωτοβολταϊκό σταθμό ισχύος 9,99 MWp στο νομό Λάρισας. "

Υπάρχουν δύο κυρίως τύποι διαποίκισης: η συσχετισμένη και η ασυσχέτιστη. Συσχετισμένη διαποίκιση έχουμε όταν η επιχείρηση αποφασίζει να δραστηριοποιηθεί σε συναφείς κλάδους με αυτούς που ήδη δραστηριοποιείται ή να προσθέσει νέα προϊόντα ή υπηρεσίες στη γκάμα της σχετικά με αυτά που ήδη εμπορεύεται ή παρέχει. Σχετικό παράδειγμα είναι η απόφαση της Νεοχημικής να δραστηριοποιηθεί στην εμπορία λιπασμάτων ενώ δραστηριοποιούνταν στον τομέα των χημικών αφού πολλοί προμηθευτές αλλά και πελάτες ήταν κοινοί για τις δύο δραστηριότητες. Απέκτησε έτσι διαπραγματευτική ισχύ έναντι των προμηθευτών της ενώ ταυτόχρονα παρείχε πληρέστερη γκάμα προϊόντων στους πελάτες της.

Ασυσχέτιστη διαποίκιση έχουμε όταν η επιχείρηση αποφασίζει να δραστηριοποιηθεί σε τομείς ή κλάδους άσχετους ως προς την κύρια

δραστηριότητα της. Συνήθως συμβαίνει όταν η ελκυστικότητα του κλάδου που δραστηριοποιείται είναι χαμηλή και τα περιθώρια ανάπτυξης μηδενικά ή περιορισμένα. Επίσης πολλές φορές αποφασίζεται αυτή η στρατηγική προκειμένου η επιχείρηση να εκμεταλλευτεί κάποιο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που έχει ή κάποιο ανεκμετάλλευτο πόρο όπως προαναφέραμε. Για παράδειγμα λόγω της καλής πιστοληπτικής της ικανότητας ή της πρόσβασης της σε αγορές κεφαλαίου μπορεί να δραστηριοποιηθεί σε τομείς εντάσεως κεφαλαίου εκτοπίζοντας παραδοσιακούς παίκτες του συγκεκριμένου κλάδου, αποκομίζοντας σημαντικά μερίδια αγοράς.

Από τους πιο σύντομους τρόπους για την επίτευξη των παραπάνω στρατηγικών είναι μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων επιχειρήσεων του κλάδου που μας ενδιαφέρει να δραστηριοποιηθούμε, όπου αυτές ήδη δραστηριοποιούνται. Επίσης μπορεί να πραγματοποιηθεί εξαγοράζοντας το αντίστοιχο τμήμα μιας επιχείρησης, που θέλει να αποεπενδυθεί από το συγκεκριμένο κλάδο ενώ αντίστοιχα η επιχείρηση μας ενδιαφέρεται να επενδύσει στο συγκεκριμένο κλάδο. Αυτή τη μέθοδο χρησιμοποίησε η εταιρεία Νεοχημική για να δραστηριοποιηθεί στον κλάδο των λιπασμάτων εξαγοράζοντας την εταιρεία Βελεστίνο ABEE, που δραστηριοποιείται στη συσκευασία και εμπορία λιπασμάτων από την εταιρεία Veterin ABEE .

Η είσοδος σε συγκεκριμένους κλάδους μπορεί να πραγματοποιηθεί και με άλλους τρόπους όπως με την ίδρυση θυγατρικών και την εξ αρχής δραστηριοποίηση μας στον συγκεκριμένο κλάδο που μας ενδιαφέρει. Είναι όμως διαδικασίες χρονοβόρες, που μέχρι να πραγματοποιηθούν ενδεχομένως

να έχουμε απωλέσει το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που μας ώθησε να εισέλθουμε σε αυτές τις αγορές.

Εν κατακλείδι οι Morck, Shleifer, και Vishny ύστερα από ανάλυση πλήθους εξαγορών κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι συσχετισμένες εξαγορές ήταν πολύ πιο επιτυχημένες από ότι οι ασυσχέτιστες ενώ υπήρχε και αντίστοιχος αντίκτυπός στα αποτελέσματα τους και στην πορεία των μετοχών τους. Βέβαια μεγάλο ρόλο στο παραπάνω συμπέρασμα παίζει ο βαθμός συσχέτισης των εταιρειών που εξαγοράζονται γιατί η έρευνα των Agrawal, Jaffe, και Mendelker έδειξε τα αντίθετα συμπεράσματα (Agrawal, 1992)

## **2.5 Φορολογικά Κίνητρα**

Συγκεκριμένες μελέτες που έχουν γίνει καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι αρκετές εξαγορές έχουν γίνει προκειμένου να εξασφαλιστούν κάποιες φοροαπαλλαγές ή εξαιτίας κάποιων φορολογικών κινήτρων. Οι Gilson, Scholes και Wolfson έθεσαν το θεωρητικό υπόβαθρο που καθορίζει τη σχέση των φαινομενικών κερδών σε αυτές τις περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων. Επίσης μέτρησαν ότι για ένα συγκεκριμένο αριθμό συγχωνεύσεων τα φορολογικά κίνητρα έπαιξαν πρωταρχικό ρόλο.



Σύμφωνα με το ελληνικό φορολογικό σύστημα και αν η συγχώνευση γίνει με βάση τους αναπτυξιακούς νόμους 1297/72 και 2166/93, παρέχονται οι παρακάτω φοροαπαλλαγές για τις συγχωνεύσεις Α.Ε. και Ε.Π.Ε.:

- Απαλλαγή από κάθε φόρο ή τέλος υπέρ του δημοσίου ή τρίτων της σύμβασης μετατροπής ή συγχώνευσης, της εισφοράς και μεταβίβασης των περιουσιακών στοιχείων και κάθε άλλης σχετικής συμφωνίας και πράξης.

- Απαλλαγή των εισφερόμενων ακινήτων (από την απορροφημένη στην απορρόφηση) από το φόρο μεταβίβασης ακινήτων.

- Απαλλαγή (κατά το χρόνο μετασχηματισμού) από το φόρο εισοδήματος της Υπεραξίας (goodwill) που προέκυψε από τη συγχώνευση ή μετατροπή.

- Οι ζημίες τρεχούσης χρήσεως και παρελθόντων ετών που τυχόν υπάρχουν στον ισολογισμό μετασχηματιζόμενης επιχείρησης μεταφέρονται στη νέα εταιρία και δύναται να συμψηφιστούν με τα κέρδη που ενδεχομένως θα προκύψουν τη χρήση του μετασχηματισμού και των κερδών των δύο (2) επόμενων χρήσεων.

## 2.6 Άλλα κίνητρα

Εκτός από τις περιπτώσεις κινήτρων που προαναφέραμε υπάρχει και μια πληθώρα άλλων λόγων που μπορεί να οδηγήσουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις εταιρειών. Παραθέτουμε παρακάτω μερικούς από αυτούς:

### 2.6.1 Βελτίωση της Διοίκησης ή Αντικατάσταση μη αποτελεσματικής Διοίκησης (Replacement of inefficient managers).

Στην προκειμένη περίπτωση υπάρχει η πεποίθηση ότι η διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας μπορεί να επιτύχει πολύ καλύτερα αποτελέσματα από τη διοίκηση της εξαγορασθείσας εταιρείας. Αυτό συνήθως συμβαίνει σε περιπτώσεις όπου μια εταιρεία ηγέτης κάποιου κλάδου εξαγοράζει μια μικρότερη που βρίσκεται στο στάδιο της ανάπτυξης και αρχίζει να αντιμετωπίζει πρωτόγνωρα για αυτήν προβλήματα ή όταν η εξαγορασθείσα εταιρεία αντιμετωπίζει οικονομικά προβλήματα και ενδεχομένως βρίσκεται υπό την πίεση των πιστωτών της.

### 2.6.2 Βελτίωση του τμήματος Έρευνας και Ανάπτυξης

Σε πλήθος εταιρειών όπως είναι οι φαρμακευτικές ή οι τεχνολογικές τα τμήματα Έρευνας και Ανάπτυξης είναι ζωτικής σημασίας. Έτσι πλήθος εταιρειών προχωρούν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις ομοειδών κυρίως εταιρειών προκειμένου να επιτύχουν τη βελτίωση αυτών των τμημάτων ή προκειμένου να αποκτήσουν κάποια νέα πατέντα ή κάποιου είδους ευρεσιτεχνίας που η εξαγορασθείσα εταιρεία δε μπορεί να αναπτύξει σε αντίθεση με την εξαγοράζουσα.

### 2.6.3 Η διοικητική αλαζονεία (Θεωρία “Hubris”).

Το γεγονός ότι μεγαλύτεροι οργανισμοί προσφέρουν συνήθως μεγαλύτερες αμοιβές για τα ανώτατα στελέχη αποτελεί πρόσθετο κίνητρο πραγματοποίησης εξαγορών και συγχωνεύσεων. Τα ανώτατα στελέχη πολλές φορές παρακινούνται από προσωπικά συμφέροντα αδιαφορούν για τα συμφέροντα των μετόχων και υποκινούνται από προσωπικές φιλοδοξίες προχωρούν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις. Επίσης πολλές φορές η ύπαρξη κάποιου bonus ωθεί σε αυτή την κατεύθυνση αδιαφορώντας πολλές φορές για τα προβλήματα που έχουν να αντιμετωπίσουν ενώ αρκετές φορές επιδεικνύουν και αλαζονική συμπεριφορά ως προς τις δυνατότητες τους. (Roll, 1986).

#### 2.6.4 Υπερβάλλουσα ρευστότητα των εταιρειών

Σε αρκετές περιπτώσεις εταιρείες έχουν υπερβάλλουσα ρευστότητα χωρίς εναλλακτικές προτάσεις επένδυσης. Έτσι ωθούνται ύστερα από την προτροπή μεγαλομετόχων τους (συνήθως θεσμικών επενδυτών) στην πραγματοποίηση εξαγορών και συγχωνεύσεων προκειμένου να μεγαλώσουν το μέγεθος τους και επομένως τα κέρδη τους αφού συνήθως οι κλάδοι που δραστηριοποιούνται προσφέρουν υψηλό περιθώριο κέρδους και είναι μεγάλης ελκυστικότητας. Αρκετές τέτοιες περιπτώσεις είχαμε την περίοδο του 1999 όπου πολλές εταιρείες προκειμένου να δικαιολογήσουν τις αλόγιστες αυξήσεις κεφαλαίου που πραγματοποιούσαν προχωρούσαν σε εξαγορές εταιρειών χωρίς οικονομοτεχνικά κριτήρια ή με συγκεκριμένο επιχειρηματικό πλάνο με αποτέλεσμα πολλές από αυτές να βρίσκονται στα πρόθυρα της χρεοκοπίας. Από τα χαρακτηριστικότερα παραδείγματα είναι ο όμιλος Κλωνατέξ.

#### 2.6.5 Προβλήματα αντιπροσώπευσης (Agency problems).

Προβλήματα αντιπροσώπευσης υπάρχουν όταν υφίσταται απόκλιση ανάμεσα στα συμφέροντα της διοίκησης και των μετόχων. Οι διοικούντες την επιχείρηση ενδιαφέρονται περισσότερο για τη διατήρηση της θέσης τους και για προσωπικά οφέλη παρά για τη για την μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει συνήθως όταν υπάρχει μεγάλη διασπορά των

μετοχών, το κόστος από την «κακή» διοίκηση κατανέμεται σε ένα μεγάλο αριθμό μετόχων, με αποτέλεσμα ο καθένας να επιβαρύνεται με ένα μικρό μέρος του κόστους και η κατάσταση αυτή να διαιωνίζεται για μεγάλες χρονικές περιόδους. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις παρουσιάζονται ως λύση σε αυτό το πρόβλημα .

#### 2.6.6 Ευνοϊκή νομοθεσία.

Οι θεσμικές και φορολογικές διευκολύνσεις που έχουν προσφερθεί στους οργανισμούς τα τελευταία χρόνια λειτουργούν ενισχυτικά για την πραγματοποίηση εξαγορών και συγχωνεύσεων (Kitchen & Daly, 2002). Για παράδειγμα σε πολλές περιπτώσεις όπως για παράδειγμα η υπαγωγή στις ευεργετικές διατάξεις κάποιου αναπτυξιακού νόμου απαιτείται η επιχείρηση να έχει κάποιο κρίσιμο μέγεθος. Έτσι προκειμένου να υπαχθούν στο νόμο αυτό πολλές εταιρείες μπορεί να προβούν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση στην Ελλάδα που αρκετές εταιρείες συγχωνεύτηκαν με θυγατρικές τους (για παράδειγμα αρκετές ελληνικές τράπεζες συγχωνεύτηκαν με τις θυγατρικές επενδυτικές τους εταιρείες) προκειμένου να εκμεταλλευτούν τη μειωμένη φορολογία που θα είχε το νέο ενιαίο σχήμα.

Ωστόσο σε πολλές περιπτώσεις ενδέχεται να υπάρχουν και περιορισμοί από τη νομοθεσία όπως συμβαίνει στην ελληνική αγορά, να υπάρχει περιορισμός

στον αριθμό των απολύσεων που μπορεί να προβεί η διοίκηση μιας εταιρείας. Για το λόγο αυτό παρουσιάζεται το φαινόμενο οι νέες διοικήσεις να καταρτίζουν προγράμματα εθελουσίας εξόδου ύστερα από μια εξαγορά, όπως συνέβη για παράδειγμα στην περίπτωση της εξαγοράς της ελληνικής ασφαλιστικής εταιρείας Φοίνιξ-Metro life- Εμπορική από τον ξένο όμιλο Groupama.

## **2.7 Νομικό πλαίσιο Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στην ελληνική αγορά**

Σε αυτό το σημείο θεωρώ σημαντικό να παραθέσουμε το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει τις Εξαγορές και τις Συγχωνεύσεις στον ελληνικό χώρο. Βασικός παράγοντας για την επιτυχία των εξαγορών και των συγχωνεύσεων θεωρείται το νομικό πλαίσιο που υπάρχει στη χώρα που πραγματοποιείται η επιχειρηματική σύμπραξη. Οι νόμοι και οι κανονισμοί που εφαρμόζονται στις περιπτώσεις των εξαγορών και των συγχωνεύσεων είναι σημαντικοί για την ολοκλήρωση της διαδικασίας, καθώς είναι δυνατό να ανακύψουν πολλά και περίπλοκα νομικά ζητήματα, τα οποία πρέπει να επιλυθούν από νόμους και κανονισμούς ειδικούς για τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις.

Η προστασία του ελεύθερου ανταγωνισμού αποτελεί τον πυρήνα του σύγχρονου δικαίου της αγοράς και της οικονομικής δημόσιας τάξης. Στην Ελλάδα το δίκαιο του ελεύθερου ανταγωνισμού απέκτησε νομοθετικό πλαίσιο με τη θέσπιση του νόμου 703/1977. Ρυθμίσεις για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων δεν περιελήφθησαν αρχικά στο νόμο αυτό, εξαιτίας, αφενός,

του αντίστοιχου κενού την εποχή εκείνη στην κοινοτική νομοθεσία και, αφετέρου, της τάσης ενίσχυσης της χαμηλής ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων.

Το πρόβλημα των δυσμενών επιπτώσεων των συγκεντρώσεων στον ελεύθερο ανταγωνισμό αντιμετωπίστηκε νομοθετικά με την τροποποίηση που επέφεραν στον παραπάνω νόμο οι Ν.1934 και 2000/1991. Η τροποποίηση του Ν.703/1977 ήταν απόρροια της θέσπισης του κοινοτικού κανονισμού 4064/1989. Με το νόμο 2296/1995 άλλαξε ο ρόλος της Επιτροπής Ανταγωνισμού με την αναβάθμισή της σε Ανεξάρτητη Διοικητική Αρχή με δικές της υπηρεσίες και καθιερώθηκε ο προληπτικός έλεγχος των σημαντικών σε μέγεθος συγκεντρώσεων.

Στον εμπορικό νόμο υπάρχουν διατάξεις που ρυθμίζουν μόνο τη συγχώνευση των εταιριών περιορισμένης ευθύνης (Ε.Π.Ε.) που είναι τα άρθρα 54-55 του Ν.3190/55 και, επίσης, τη συγχώνευση των ανωνύμων εταιριών (Α.Ε.) που αναφέρεται στα άρθρα 68-80 του Ν.2190/20. Αυτές οι περιπτώσεις συγχωνεύσεων ρυθμίζονται ρητά από το νόμο και ονομάζονται γνήσιες συγχωνεύσεις. Όλες οι άλλες περιπτώσεις, των οποίων η διαδικασία δε ρυθμίζεται από το νόμο, είναι οι λεγόμενες μη-γνήσιες ή καταχρηστικές συγχωνεύσεις. Ειδικότερα, σύμφωνα με το ελληνικό νομικό πλαίσιο, υπάρχουν τρεις τρόποι ΕήΣ (Σακκέλης, 2001):

- α) με απορρόφηση εταιρίας (απορροφημένη) από την απορροφώσα,
- β) με λύση των συγχωνευμένων εταιριών και σύσταση νέας εταιρίας,
- γ) με εξαγορά μιας εταιρίας (ή περισσότερων) από άλλη ανώνυμη εταιρία .

Στις τρεις αυτές μορφές συγχωνεύσεως παρατηρείται το φαινόμενο της λήξεως της υπάρξεως του νομικού προσώπου μιας ή περισσότερων εταιριών, χωρίς να προηγηθεί η εκκαθάρισή τους, και η μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων των εξαφανιζόμενων εταιριών (ενεργητικό και παθητικό) στην ανώνυμη εταιρία που υπάρχει ή συνίσταται για πρώτη φορά. Επιπλέον, ανεξάρτητα από τον τρόπο συγχώνευσης, η διαδικασία που ακολουθείται για την πραγματοποίησή της είναι κοινή. Απαιτούνται αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων, σύναψη συμβολαιογραφικής σύμβασης, έγκριση της εποπτεύουσας αρχής, καταχώριση της έγκρισης, της σύμβασης και της απόφασης των γενικών συνελεύσεων στο μητρώο και δημοσίευση σχετικής ανακοίνωσης στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

Συνοπτικά, λοιπόν, οι διατάξεις που διέπουν τις συγχωνεύσεις επιχειρήσεων είναι:

1) Τα άρθρα 68-80 του Κ.Ν. 2190/20, όπως αυτά τροποποιήθηκαν και ισχύουν σύμφωνα με το Π.Δ. 498/87, τα οποία αφορούν μόνο συγχωνεύσεις ανωνύμων εταιριών με τους τρεις πιο πάνω τρόπους.

2) Το Ν.Δ. 1297/72 και τα άρθρα 1-5 του Ν. 2166/93, που αναφέρονται στις συγχωνεύσεις οποιωνδήποτε εταιρικών τύπων, αλλά και ατομικών επιχειρήσεων σε Α.Ε. ή Ε.Π.Ε.



3) Τα άρθρα 54-55 του Ν. 3190/55, για συγχώνευση εταιριών περιορισμένης ευθύνης, είτε με σύσταση νέας Ε.Π.Ε., είτε με απορρόφηση από μια Ε.Π.Ε. άλλης ή άλλων Ε.Π.Ε.

4) Το άρθρο 16 του Ν. 2515/97, που ρυθμίζει τις συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων.

5) Το άρθρο 9 του Ν. 2992/2002, για την παροχή φορολογικών κινήτρων στις συγχωνευμένες εταιρίες.

6) Το άρθρο 29 του Ν. 3091/2002, που ρυθμίζει την απόσβεση υπεραξίας (goodwill) της εξαγοράς, προκειμένου για επιχειρήσεις που προέβησαν σε απορρόφηση άλλων επιχειρήσεων σύμφωνα με τις διατάξεις των Ν.2166/93 και Ν. 2517/97.

Σύμφωνα με τις σημειώσεις του κ. Αληφαντή Συγχωνεύσεις επιχειρήσεων.

## **2.8 Περίληψη Κεφαλαίου**

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο εξεταστήκαν τα κίνητρα που οδηγούν τις εταιρίες στην πραγματοποίηση εξαγορών και συγχωνεύσεων. Τα σημαντικότερα κίνητρα εντάσσονται στην μακροπρόθεσμη επιχειρησιακής τους στρατηγικής και εντοπίζονται στα πλαίσια της ανάπτυξης τους, οι περιπτώσεις της

εσωτερικής ή εξωτερικής και στη δεύτερη περίπτωση την ανάπτυξη μέσω οριζόντιας ή κάθετης ολοκλήρωσης. Άλλοι λόγοι που μπορούν να οδηγήσουν σε εξαγορές ή συγχωνεύσεις είναι οι οικονομίες κλίμακας μέσω λειτουργικών συνεργιών αύξησης εσόδων, μείωσης κόστους. Επίσης κίνητρο μπορεί να είναι η προσπάθεια διαποίκισης της εταιρείας ή μια σειρά άλλων κινήτρων όπως η βελτίωση της διοικητικής δομής, του τμήματος έρευνας και ανάπτυξης, της ρευστότητας, των προβλημάτων αντιπροσωπείας ή οικονομικά οφέλη που παρέχονται από κάποιο αναπτυξιακό ή φορολογικό νόμο. Για αυτό στο τέλος του κεφαλαίου γίνεται και μια μικρή αναφορά στο νομοθετικό πλαίσιο των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα.

## Βιβλιογραφία

1. T. L. Wheelen and J. D. Hunger, Concepts in Strategic Management and Business Policy, Pearson Prentice Hall, 2006, σελ. 165-171.
2. P. A. Gaughan , “Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings”, Wiley M&A Library, 2002, σελ.42.
3. M. N. Clemente and D. S. Greenspan, Winning at Mergers and Acquisitions: The Guide to Market Focused Planning and Integration, John Wiley & sons, 1998, σελ. 46.
4. R. C. Higgins and L. C. Schall, “Corporate Bankruptcy and Conglomerate Mergers,” Journal of Finance, vol. 30, March 1975, σελ. 93-113.
5. W. G. Lewellen, “A Pure rationale for the Conglomerate Merger,” Journal of Finance , vol.26, no2, May 1971, σελ. 521-545.
6. [www.capital.gr](http://www.capital.gr).
7. R. Morck, A. Shleifer, and R. Vishny, “Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?” Journal of Finance, vol. 45, no. 1, March 1990, σελ. 31-48.
8. A.Agrawal, J. F. Jaffe, and G. N. Mendelker, “The post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Reexamination of an Anomaly, ” Journal of Finance, vol. 47, no. 4, September 1992, σελ 1605-1671.
9. R. Gilson, M. S. Scholes, and M. A. Wolfson, “Taxation and the Dynamics of Corporate Control: The Uncertain Case for Tax-Motivated Acquisitions,” in John Coffee, Louis Lowenstein, and Susan Rose Ackerman, eds. Knights, Raiders and Targets, Oxford University Press, 1988, σελ. 273-299.
10. R. Roll, “The hubris hypothesis of corporate takeovers”, Journal of Business, vol. 59 (2), σελ 197-216
11. Β. Παπαδάκης, Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνή εμπειρία, 3η έκδοση. Εκδόσεις Ευ. Μπένου, Αθήνα, 1999, σελ. 339-375.
12. P.F. KITCHEN and F. DALY “Internal communication during change Management”, Corporate communications: An International Journal, Vol.7, No.1, 2002, σελ.46-53.
13. Ε. Σακκέλης , Συγχωνεύσεις-Διασπάσεις-Εξαγορές-Μετατροπές Εταιριών & Εκτίμηση Αξίας Επιχείρησης από άποψη νομική, φορολογική, Λογιστική, Εκδόσεις ΒΡΥΚΟΥΣ, Αθήνα, 2001, σελ.190-226, 285-286..
14. Γ. Σ. Αληφαντής, Συγχωνεύσεις Επιχειρήσεων, (Σημειώσεις από τις παραδόσεις του μαθήματος του στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς), Αθήνα, 2001.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΠΙΘΑΝΑ ΚΕΡΔΗ ΠΟΥ ΠΡΟΚΥΠΤΟΥΝ ΑΠΟ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

#### 3.1 Εισαγωγή

Βιώνοντας το φαινόμενο της παγκοσμιοποίησης ευρύτερα αλλά και την ωρίμανση της κοινής ευρωπαϊκής αγοράς και ειδικά στην αναπτυσσόμενη βαλκανική αγορά οι ελληνικές επιχειρήσεις προβαίνουν στη διενέργεια εξαγορών και συγχωνεύσεων προκειμένου να παραμείνουν ανταγωνιστικές και βιώσιμες σε αυτές τις νέες, μεγάλες αγορές που διαμορφώνονται. Ποια είναι όμως τα πλεονεκτήματα που αποκομίζουν από αυτές τις διεργασίες; Αυτό θα είναι και το αντικείμενο μελέτης αυτού του κεφαλαίου.

Σε γενικές γραμμές οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έχουν ως κύριο στόχο τόσο να ενισχύσουν την τάξη των εταιρικών μεγεθών όσο και να βελτιώσουν την παραγωγικότητα των επιχειρήσεων, αξιοποιώντας με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τους πόρους και τις εισροές της επιχείρησης. Επομένως, μπορούμε να πούμε ότι μια εταιρεία μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο εξαγοράς ή συγχώνευσης για μια άλλη επιχείρηση όταν δύναται προσθέσει αξία στην αλυσίδα αξίας της συγκεκριμένης επιχείρησης, τέτοια ώστε να τη συμφέρει να πραγματοποιήσει μια τέτοιου είδους επένδυση.

### 3.2 Το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που βασίζεται στους πόρους.

Υπό αυτό το πρίσμα οι εταιρείες ανταγωνίζονται στη βάση των πόρων και των ικανοτήτων τους. Δεν είναι παθητικοί δέκτες των εξωτερικών δυνάμεων με περιορισμένους βαθμούς ελευθερίας αλλά είναι ικανές να διαμορφώσουν και να διαχειριστούν το περιβάλλον τους. Οι πόροι είναι τόσο τα υλικά όσο και τα άυλα προτερήματα που ανήκουν ή που διαχειρίζεται μια επιχείρηση. Οι ικανότητες είναι τα ουσιαστικά οργανωτικά πλεονεκτήματα που επιτρέπουν στην επιχείρηση να διαχειριστεί αποτελεσματικά τους πόρους της. Οι πόροι από μόνοι τους δε δίνουν στην επιχείρηση το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, αλλά η αποτελεσματική διαχείριση αυτών. Δύο επιχειρήσεις με τις ίδιες ή παρόμοιες εισροές μπορεί να διαφέρουν στον τρόπο που ανταγωνίζονται ή στο ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα.

Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε τους διαθέσιμους πόρους μιας εταιρείας. Μερικοί από αυτούς π.χ όπως τα πάγια ή τα υλικά μπορούν εύκολα να αντιγραφούν ή να γίνουν αντικείμενο αγοραπωλησίας ανάμεσα στις επιχειρήσεις. Άλλοι πόροι όπως οι άυλοι μπορεί να είναι αποκλειστικότητα της επιχείρησης αλλά παρόλα αυτά μπορεί να είναι διαπραγματεύσιμα όπως τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας ή να αντιγράφονται εύκολα όπως το τμήμα έρευνας και ανάπτυξης. Από την άλλη πλευρά οι ανθρώπινοι πόροι είναι κινητοί για παράδειγμα εξειδικευμένο προσωπικό μπορεί εύκολα να μετεγγραφεί σε άλλη εταιρεία. Σε γενικές γραμμές όμως το ανθρώπινο προσωπικό είναι ενσωματωμένο στην επιχείρηση και τις περισσότερες φορές τα αποτελέσματα

είναι απόρροια ομαδικής δουλειάς με συνέπεια να μην είναι τόσο πολύτιμες μεμονωμένα άτομα εκτός της επιχείρησης όπως για παράδειγμα η ευρηματικότητα μιας ομάδας marketing. Οι πόροι που είναι πρότυποι, είναι δύσκολο να αντιγραφούν ή να αντικατασταθούν αποτελούν το διατηρήσιμο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της επιχείρησης.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 1

### ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΟΙ ΠΟΡΟΙ ΜΙΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Κατηγορία πόρων	Παραδείγματα
Υλικά	Πάγια: Κτίρια, μηχανολογικός εξοπλισμός
	Χρηματοοικονομικοί πόροι: ελεύθερες ταμειακές ροές. Πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου.
Αύλα	Πνευματική ιδιοκτησία: διπλώματα ευρεσιτεχνίας, άδειες, λογισμικό
	Φήμη και πελατεία
	Τμήμα έρευνας και ανάπτυξης, δημιουργικός τομέας. Marketing κτλ
Ανθρώπινοι	Δεξιότητες, ηθική του προσωπικού, αφοσίωση στην επιχείρηση
	Ομαδικό πνεύμα, μεταδοτικότητα, τεχνογνωσία
	Δημιουργικότητα και ευελιξία του προσωπικού

Εκτός όμως από τους παραπάνω πόρους υπάρχουν και οι οργανωτικές ικανότητες που διαχωρίζονται από τους πόρους . Οι Prahalad και Hamel θεωρούν αυτές τις στρατηγικές ικανότητες ως το στρατηγικό πλεονέκτημα μιας επιχείρησης. Αντιπροσωπεύουν τη συσσωρευμένη γνώση σε μια επιχείρηση.

Μπορούμε να αναλύσουμε τις διάφορες οργανωτικές ικανότητες μιας επιχείρησης στις διάφορες λειτουργίες που επιτελούν σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα (Grant, 2002):

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2**

**ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΩΣΙΑΚΩΝ ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΩΝ**

<b>Λειτουργική περιοχή</b>	<b>Ικανότητα</b>
Εταιρικές λειτουργίες	Χρηματοδότηση, Σωστή οικονομική διαχείριση και διαχείριση κινδύνου
	Στρατηγικό management των διαφόρων επιχειρησιακών μονάδων
	Αποτελεσματική συνεργασία των διαφόρων τμημάτων
	Σωστή διαχείριση εξαγορών
	Στρατηγική ευελιξία και προσαρμοστικότητα
Διοικητική πληροφόρηση	Αποτελεσματική αξιοποίηση πληροφοριών
	Συλλογή και εκμετάλλευση πληροφοριών από την αγορά για τη χάραξη νέων στρατηγικών
Έρευνα και ανάπτυξη, Σχεδιασμός προϊόντων	Καινοτομία και δημιουργικότητα στο σχεδιασμό νέων προϊόντων.
	Μικρός χρόνος σχεδιασμού νέων προϊόντων
Παραγωγή	Συνεχής βελτίωση των σταδίων της παραγωγής
	Ευελιξία των γραμμών παραγωγής
Marketing, Πωλήσεις και κανάλια διανομής	Διαχείριση επώνυμων προϊόντων, δημιουργία φήμης και αξιοπιστίας
	Αναγνώριση νέων ευκαιριών στην αγορά
	Αποτελεσματική προώθηση πωλήσεων και αποδοτική εξυπηρέτηση πελατών μετά την πώληση

Οι εταιρείες μπορεί να έχουν αναπτύξει τους παραπάνω πόρους και τις ικανότητες μέσω εσωτερικής ανάπτυξης ή να τις απέκτησαν μέσω εξαγορών, συγχωνεύσεων ή στρατηγικών συμμαχιών. Κάθε χρονική στιγμή τα αποθέματα

των πόρων και ικανοτήτων καθορίζουν την ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης απέναντι στους ανταγωνιστές της. Στην έντονα ανταγωνιστική παγκοσμιοποιημένη αγορά που βιώνουμε οι επιχειρήσεις επιδιώκουν να διεισδύσουν στα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα των ανταγωνιστών τους μέσω κατασκοπίας, αντιγραφής, μιμητισμού ή αντικατάστασης. (Carey, 2000).

### **3.3 Το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που προσδίδουν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις.**

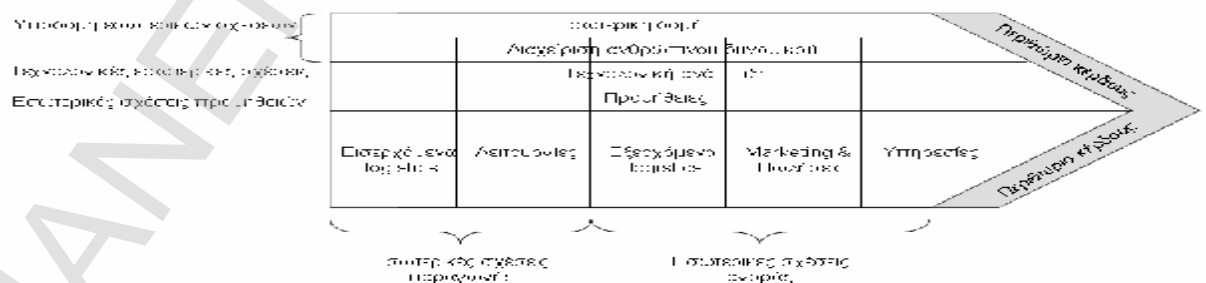
Το μονοπάτι εξέλιξης μιας εταιρείας καθορίζει και τα χαρακτηριστικά της. Όταν οι εταιρείες διαπιστώνουν ότι το επιθυμητό επίπεδο εισροών απέχει σημαντικά από το επιθυμητό προκειμένου να δημιουργήσουν και να διατηρήσουν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα ενδεχομένως να προβούν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις προκειμένου να μειώσουν αυτό το χάσμα. Αυτό βέβαια σημαίνει ότι οι συγχωνευμένες εταιρείες έχουν συμπληρωματικούς πόρους και ικανότητες. Ωστόσο όταν οι επιθυμητές ικανότητες είναι ενσωματωμένες στον οργανισμό όπως π.χ η κουλτούρα, το ομαδικό πνεύμα, τμηματικές εξαγορές των τμημάτων αυτών ενδεχομένως να μην αποδώσουν τα αναμενόμενα και ως εκ τούτου ολικές εξαγορές και συγχωνεύσεις να αποτελούν μονόδρομο.

Η απόκτηση των πόρων μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων μπορεί να αποδειχθεί ευκολότερη από την απόκτηση ικανοτήτων, γιατί οι δεύτερες είναι ενσωματωμένες στον οργανισμό. Για αυτό και η ενσωμάτωση των ικανοτήτων

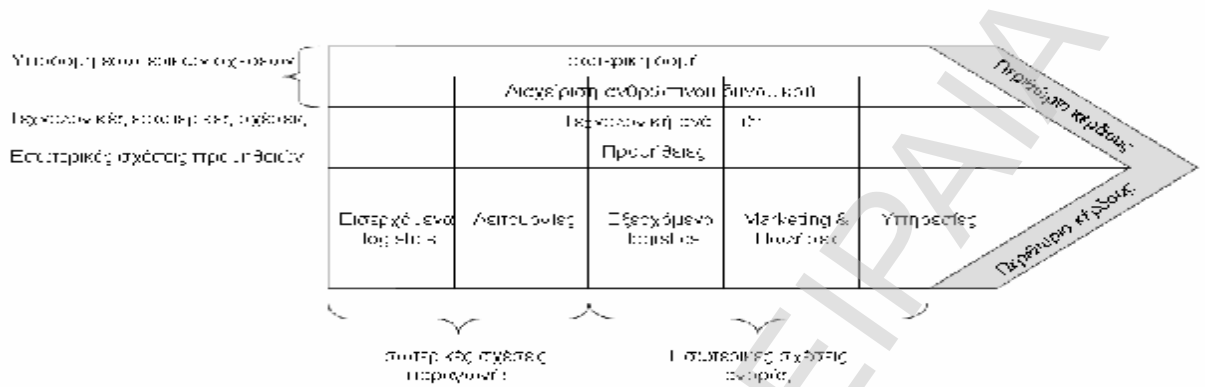


στη νέα εταιρεία που δημιουργείται ύστερα από μια συγχώνευση αποτελούσε πάντα μια πρόκληση ενώ η συνολική διαδικασία πρέπει να αντιμετωπισθεί σαν μια προσπάθεια προσαύξησης των πόρων και των ικανοτήτων της επιχείρησης που θα της επιτρέψουν να γίνει περισσότερο ανταγωνιστική τόσο στο παρόν όσο και στο μέλλον. Μπορεί να παίξουν σημαντικό ρόλο στο μετασχηματισμό μιας εταιρείας προσφέροντας νέες ευκαιρίες επεκτείνοντας τις ήδη υπάρχουσες δομές σε μια διαρκώς εξελισσόμενη διαδρομή (Karim, 1993).

Από την οπτική γωνιά της απόκτησης πόρων για τη δημιουργία ή την ενδυνάμωση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος οι συγχωνευμένες εταιρείες μοιράζονται τους πόρους και τις ικανότητες προκειμένου να δημιουργήσουν αξία. Ποιες από αυτές μπορούν να διαμοιραστούν και αν το μοίρασμα αυτό δημιουργεί αξία είναι ζητήματα που θα εξετάσουμε υπό το πλαίσιο της αλυσίδας αξίας που αναπτύχθηκε από τον Porter και θα δούμε στα παρακάτω διαγράμματα 3.1, 3.2. Σε μια συγχώνευση δύο διαφορετικές αλυσίδες αξίας θα πρέπει να συγχωνευθούν.



**Διάγραμμα 3.1 Αλυσίδα αξίας της εταιρείας 1**



### Διάγραμμα 3.2 Αλυσίδα αξίας της εταιρείας 2

Σε περίπτωση οριζόντιας ολοκλήρωσης, που συνοδεύεται από συγχώνευση θα υπάρχει πολύ μεγαλύτερος βαθμός επικάλυψης δραστηριοτήτων και πόρων από ότι σε περίπτωση κάθετης ολοκλήρωσης όπως για παράδειγμα στα διάφορα επίπεδα διοίκησης, στη χρηματοδότηση κτλ. Σε μια συγχώνευση που υποκινείται από οικονομίες κλίμακας τα επιμέρους στοιχεία της αλυσίδας που δε σχετίζονται με την παραγωγική διαδικασία θα κυριαρχήσουν για την πραγματοποίηση και την ολοκλήρωση της συγχώνευσης. Σε γενικές γραμμές όταν οι αλυσίδες αξίας δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων που συγχωνεύονται συνδυάζονται μεταξύ τους, κύριος σκοπός είναι το μικτό περιθώριο κέρδους πρέπει να αυξηθεί προκειμένου να αυξηθεί το κέρδος των μετόχων (Mathur, 1997). Ποια στοιχεία των αλυσίδων πρέπει να συγχωνευθούν εξαρτάται από τον τύπο της συγχώνευσης εξαρτάται από το λόγο που υποκινείται μια συγχώνευση. Αν έχουμε δηλαδή περίπτωση οριζόντιας ή κάθετης ολοκλήρωσης, διαποίκισης, οικονομίες κλίμακας κτλ. Στην περίπτωση της

αλυσίδας αξίας, οι διάφοροι τύποι συγχωνεύσεων διαφέρουν σύμφωνα με τους τρόπους που τα στοιχεία της αλυσίδας αξίας σχετίζονται μεταξύ τους. Συνοψίζοντας καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι το νέο σχήμα εκμεταλλεόμενο τα πλεονεκτήματα από τις αλυσίδες αξίας των εταιρειών που προϋπαρχαν μπορεί να αποκτήσει επιτυχή διοίκηση, έμπειρο και εξειδικευμένο προσωπικό, τακτικούς και πιστούς προμηθευτές, σύγχρονες εγκαταστάσεις παραγωγής και κανάλια διανομής των προϊόντων τους.

#### **3.4 Λοιπά πλεονεκτήματα που προκύπτουν για τις εταιρείες που συμμετέχουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις.**

Όπως έχουμε προαναφέρει οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις ενδεχομένως να προσδοκούν την επέκταση των δραστηριοτήτων τους με την είσοδο τους σε νέες εγχώριες ή διεθνείς αγορές, νέες πηγές εφοδιασμού πρώτων υλών και νέους τρόπους ή κανάλια διαθέσεως των προϊόντων τους. Η επέκταση αυτή μπορεί να γίνει χωρίς ιδιαίτερους κινδύνους, αφού η συγχώνευση δε δημιουργεί πρόσθετο ανταγωνισμό, όπως συμβαίνει με την κατασκευή νέων παραγωγικών εγκαταστάσεων ή γενικότερα δομών, οι οποίες να ανταγωνίζονται τη λειτουργία και την παραγωγή των παλαιότερων εγκαταστάσεων.

Εκτός από τους προφανείς λόγους που μπορεί να οδηγήσουν σε μια εξαγορά και μια συγχώνευση υπάρχουν και άλλοι λιγότερο εμφανείς που ενδεχομένως

να θωρακίσουν μια εταιρεία ιδιαίτερα σε περιόδους χρηματιστηριακής ανάπτυξης ή ύφεσης ανάλογα με το κίνητρο και να της προσδώσουν κάποια πλεονεκτήματα έναντι των άλλων επιχειρήσεων. Αυτά είναι:

Το αμυντικό κίνητρο: η εξαγοράζουσα επιχείρηση επιδιώκει να ισχυροποιήσει τη θέση της στην αγορά, έτσι ώστε να αποθαρρύνει μια πιθανή εξαγορά αυτής από κάποια άλλη ανταγωνίστρια της επιχείρησης. Χαρακτηριστική περίπτωση ήταν οι αντιδράσεις των τραπεζών Πειραιώς, Κύπρου κατά τη διάρκεια της προσπάθειας εξαγοράς τους από την τράπεζα Marfin Popular σύμφωνα με το ειδησεογραφικό site euro2day παραθέτω τα παρακάτω άρθρα:

1. Δημόσια προσφορά που χαρακτηρίζεται μεν "φιλική", αποτιμά όμως την Marfin Popular Bank, περίπου στο... ήμισυ της τρέχουσας χρηματιστηριακής της τιμής, ανακοίνωσε απόψε, η Τράπεζα Πειραιώς. Η κίνηση ερμηνεύεται από παράγοντες της αγοράς ως απόπειρα "πρόληψης" απέναντι σε μια εκδήλωση δημόσιας προσφοράς στην ίδια την Πειραιώς από πλευράς Marfin.

Ενδεχόμενο που σύμφωνα με τις φήμες και πληροφορίες στην αγορά θεωρείτο ως πιθανώς "επικείμενο". Το πλήρες κείμενο της ανακοίνωσης της Τράπεζας Πειραιώς, έχει ως εξής:

" Η Τράπεζα Πειραιώς ΑΕ ανακοινώνει ότι το Διοικητικό της Συμβούλιο, σε έκτακτη συνεδρίαση της 11ης Ιανουαρίου 2007, έλαβε απόφαση να προχωρήσει σε υποβολή φιλικής εκούσιας δημόσιας πρότασης προς τους μετόχους της "MARFIN POPULAR BANK PUBLIC CO LTD".

2. Την πρόταση της MPB προς την Πειραιώς με σχέση ανταλλαγής 2,84 μετοχές της MPB για μία μετοχή της Πειραιώς υπέβαλε εκπρόσωπος της Τράπεζας στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Νωρίτερα, η Marfin Popular Bank ανακοίνωσε την υποβολή προαιρετικής δημόσιας πρότασης προς τους μετόχους της Τράπεζας Κύπρου για την απόκτηση μέχρι και το 100% και κατ' ελάχιστο το 35% του εκδοθέντος μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας Κύπρου, επιβεβαιώνοντας τις πληροφορίες που μετέδωσε το euro2day.gr.

Το επιθετικό κίνητρο: Η επιχείρηση προβαίνει σε εξαγορά μιας άλλης επιχειρήσεως πριν αυτή καταστεί ανταγωνίστρια της και έτσι αποφεύγει την ισχυροποίηση της ανταγωνίστριας στην αγορά. Σύμφωνα πάλι με την ανακοίνωση της εταιρείας Sea star στις 11/12/07 στον τύπο προέβη στην εξαγορά ποσοστών των σημαντικότερων ανταγωνιστών της:

Η εταιρεία Sea Star Capital Plc ανακοινώνει ότι προχώρησε στην απόκτηση ποσοστών συμμετοχής 26,71% και 34,70% στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών Μινωικές Γραμμές ANE και Hellenic Seaways A.N.E. αντίστοιχα συνολικής αξίας €249,6 εκατ. Η Sea Star Capital είναι ο μεγαλύτερος μέτοχος της ANEK με ποσοστό 14,93%.

Το κερδοσκοπικό κίνητρο: μια επιχείρηση εξαγοράζει μια άλλη επιχείρηση με σκοπό να ανεβάσει την αξία της, προκειμένου, μετά την παρέλευση μιας χρονικής περιόδου, να την πουλήσει σε τρίτους. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της εταιρείας Elmec που εξαγοράστηκε στις 22/06/07 σύμφωνα με την παρακάτω είδηση από το euro2day:

“Πακέτο” ποσοστού 51,8% της Elmec, που αντιστοιχεί σε 28.713.620 μετοχές, πέρασε πριν από λίγο μέσω του Χ.Α. στη τιμή των 3 ευρώ ανά μετοχή. Πρόκειται για την ολοκλήρωση της από 8 Μαΐου συμφωνίας για την εξαγορά από την εταιρία Homeric Department Stores Ανώνυμη Εταιρεία Συμμετοχών, η οποία ελέγχεται από τον επιχειρηματικό όμιλο Λασκαρίδη,

του 51,82% της Elmec Sport. Στην τακτική γενική συνέλευση της Elmec, που θα πραγματοποιηθεί στις 29 Ιουνίου, αναμένεται να εγκριθεί η εκπροσώπηση της Homeric Department Stores στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας

Το παραπάνω ποσοστό πουλήθηκε στις 05/10/07 στη εταιρεία ΚΑΕ με μεγάλη υπεραξία αφού πουλήθηκε στην τιμή των 4€.

Το Δ.Σ. της ΚΑΕ ανακοινώνει ότι κατά τη σημερινή του συνεδρίαση αποφάσισε την απόκτηση 28.718.770 μετοχών της εταιρίας Elmec Sport, ήτοι ποσοστό 51,84% του μετοχικού κεφαλαίου της, από την εταιρία Homeric Department Stores, που ελέγχεται από τον όμιλο Λασκαρίδη, αντί τιμήματος 4 ευρώ ανά μετοχή, επιβεβαιώνοντας τις πληροφορίες του euro2day.gr.

### **3.5 Αποτελέσματα εξαγορών και συγχωνεύσεων.**

Παρά το γεγονός ότι τα ποσοστά επιτυχίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων διαφέρουν από οικονομία σε οικονομία, από κλάδο σε κλάδο ή από μελέτη σε μελέτη ακόμη και μεταξύ διαφορετικών επιχειρήσεων, όλες οι αναφορές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ένα μεγάλο ποσοστό των εξαγορών και συγχωνεύσεων, της τάξεως άνω του 50%, δεν επιτυγχάνει τους ουσιαστικούς στόχους (όπως οικονομίες κλίμακας, έλεγχος λειτουργικού κόστους, αντίστοιχης μεγέθυνσης κτλ.) που είχαν τεθεί εξαρχής. Με άλλα λόγια, πέρα από την επίτευξη του μεγάλου οικονομικού μεγέθους μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων, σε επίπεδο υλοποίησης λειτουργικών αποτελεσμάτων παρατηρείται μια υψηλού βαθμού δυσκολία, καθώς αναμφίβολα απαιτείται μεγάλο χρονικό διάστημα προκειμένου να συντονιστούν οι ως τότε χωριστές επιχειρήσεις σε μία ενιαία οντότητα.

Τα προβλήματα για την ομαλή ολοκλήρωση μιας εξαγοράς και συγχώνευσης δεν είναι μόνο θεσμικά, οικονομικά ή λειτουργικά. Ο ανθρώπινος παράγοντας, οι ομάδες διαχείρισης και διοίκησης των προς εξαγορά και συγχώνευση επιχειρήσεων, ο βαθμός συγγένειας στις κουλτούρες και στις φιλοσοφίες μεταξύ δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, οι συνθήκες που επικρατούν στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, αλλά και οι ενδεχόμενες εσωτερικές αδυναμίες που υφίστανται στο μικροοικονομικό περιβάλλον της εκάστοτε επιχείρησης, είναι ικανά να αποτελέσουν ζητήματα καθοριστικής σημασίας για την επιτυχία των εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Συνήθως για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα πριν από την επίσημη υλοποίηση μιας συμφωνίας οι μέτοχοι των εταιρειών που εξαγοράζονται υφίστανται αρνητικές αποδόσεις, καθώς οι εν λόγω εταιρείες δεν διακρίνονται από ευνοϊκές προοπτικές, με αποτέλεσμα να κινούνται στο περιθώριο της χρηματιστηριακής αγοράς. Για παράδειγμα, η απόδοση της τιμής της μετοχής της προς εξαγορά επιχείρησης κινείται κατά μέσο όρο κάτω από τη μέση απόδοση της αγοράς. Η μακροχρόνια απόδοση της τιμής της μετοχής της αγοράζουσας εταιρείας πριν από την εξαγορά είναι βασικά θετική. Για παράδειγμα, οι επιτυχημένες επιχειρήσεις πολλές φορές «αναζητούν» προοπτικές για εξαγορές και συγχωνεύσεις με σκοπό τη σταθερή μεγέθυνσή τους.

Οι περισσότερες μελέτες που εξετάζουν την επίδραση μιας συγχώνευσης στους μετόχους συμφωνούν στο ότι οι μέτοχοι της επιχείρησης-στόχου κερδίζουν όταν ανακοινώνεται η συγχώνευση. Το κέρδος αυτό είναι μεγαλύτερο

όταν έχουμε μη- φιλική ή εχθρική συγχώνευση αλλά είναι επίσης μεγάλο και στις φιλικές (Firth, 1981). Αυτό συμβαίνει λόγω του γεγονότος ότι οι εξαγορές πολλές φορές ξεκινούν με μια φιλική πρόταση συγχώνευσης από την επιχείρηση-αγοραστή στη διοίκηση της επιχείρησης στόχου. Αν η διοίκηση απορρίψει την προσφορά, τότε η επιχείρηση-αγοραστής θα απευθυνθεί απευθείας τους μετόχους της επιχείρησης-στόχου. Η διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης που αντιτίθενται στην πρόταση συγχώνευσης θα χρησιμοποιήσει μέτρα αντίθεσης στην εξαγορά (antitakeover measures), όπως συνέβη με την τράπεζα Κύπρου όταν προσπάθησε να την εξαγοράσει η Marfin Popular Bank. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα η εξαγοράζουσα επιχείρηση να βελτιώσει την προσφορά της ή να προχωρήσει σε άλλες τακτικές όπως για παράδειγμα η συνεργασία με τους πιστωτές της επιχείρησης που βρίσκεται σε δυσμενή οικονομική κατάσταση, όπως συνέβη στην περίπτωση της Πετζετάκις που προαναφέραμε. Τα παραπάνω έχουν συνήθως ως αποτέλεσμα κατά μέσο όρο οι φιλικές συγχωνεύσεις να πραγματοποιούνται με μικρότερο premium από ότι οι μη φιλικές (Ross, 2005).

Αντίθετα έρευνες έχουν δείξει ότι τα κέρδη των μετόχων της εξαγοράζουσας επιχείρησης δεν είναι τόσο μεγάλα όσο της εξαγοραζόμενης και ακόμη ότι είναι μηδενικά τη στιγμή της ανακοίνωσης της συγχώνευσης (Chambers, 1994). Τα οφέλη για την εξαγοράστρια εταιρεία είναι συνήθως μακροχρόνια και θα φανούν σε βάθος χρόνου όπως και η πιθανή απόδοση των μετοχών τους. Η μακροχρόνια απόδοση της τιμής των μετοχών των εταιρειών που προβαίνουν σε εξαγορές τείνει να εμφανίζεται μηδενική ως και αρνητική, καθώς το υψηλό τίμημα της εξαγοράς και ο μεγάλος χρόνος που απαιτείται για την προσαρμογή



και τον συντονισμό του νέου σχήματος δρουν ανασταλτικά στη συμπεριφορά της μετοχής της εξαγοράστριας εταιρείας (Franks, 1989).

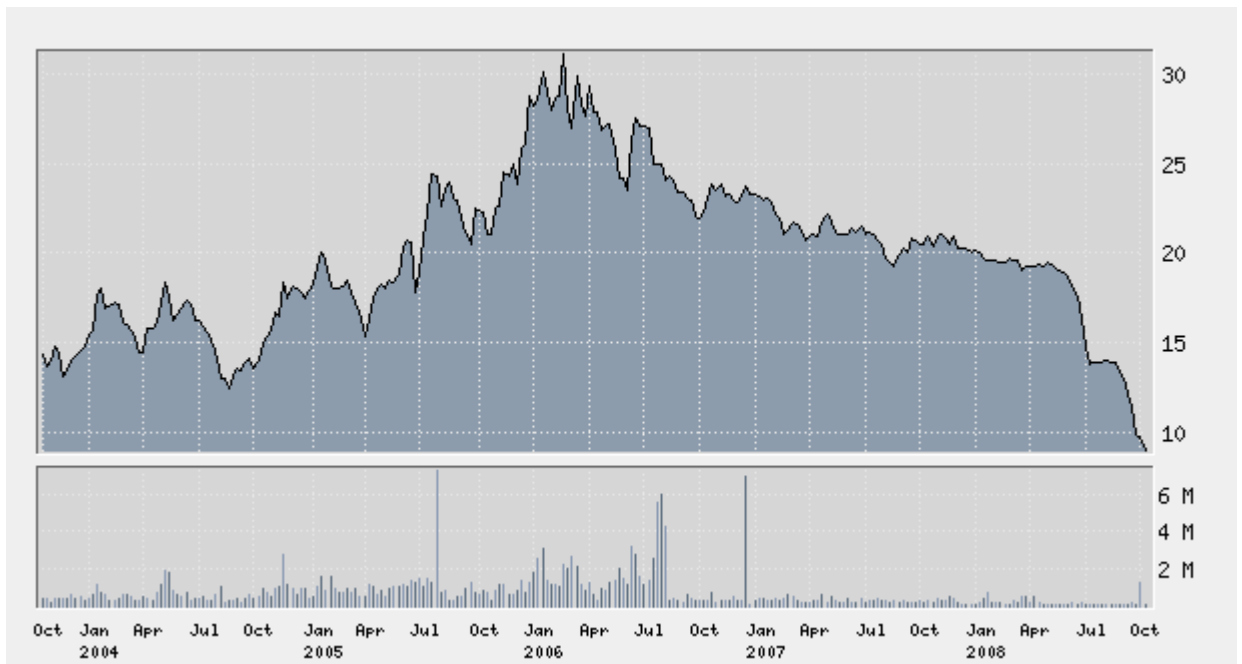
Συνοπτικά αναφέρεται ότι όλες οι εμπειρικές μελέτες για εξαγορές και συγχωνεύσεις στις διεθνείς αγορές καταλήγουν σε σημαντικά κεφαλαιακά κέρδη για τους μετόχους των εταιρειών που εξαγοράζονται και σε συγκρατημένα ή περιορισμένα κεφαλαιακά κέρδη για τους μετόχους των εταιρειών που προχωρούν σε εξαγορές. Βέβαια πολύ μεγάλο ρόλο παίζει και η επιτυχής ολοκλήρωση μιας συγχώνευσης.

### **3.6 Η επιτυχία και η απόδοση μετά τη συγχώνευση σε σχέση με τα χαρακτηριστικά της διαπραγμάτευσης.**

Εμπειρικές μελέτες μας έχουν δώσει σημαντικά στοιχεία όσον αφορά το ρόλο μιας σειράς χαρακτηριστικών κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων για την πραγματοποίηση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης. Αυτός ο ρόλος δίνει έμφαση στην ανάγκη να δούμε πέρα από τα καθαρώς οικονομικά ή στρατηγικά επιχειρήματα προκειμένου να κατανοήσουμε τι μας οδηγεί στην επίτευξη μιας συμφωνίας, στη δημιουργία αξίας μετά τη συμφωνία και στην αύξηση των αποδόσεων του νέου σχήματος. Μερικά από αυτά τα χαρακτηριστικά παρουσιάζονται παρακάτω:

- Το είδος της πρότασης. Αν πρόκειται δηλαδή για επιθετική ή φιλική εξαγορά.

- Το είδος της εξαγοράς. Αφορά ισότιμη συγχώνευση ή εξαγορά.
- Το μέγεθος του στόχου εξαγοράς είναι μικρό ή μεγάλο σε σχέση με το μέγεθος της εξαγοράζουσας εταιρείας.
- Η αποτίμηση των εταιρειών (ειδικά αν αφορά εισηγμένες εταιρείες). Είναι δίκαια η αποτίμηση τους ή υπάρχει στρέβλωση στην αποτίμηση τους λόγω της χρηματιστηριακής αξίας τους. Συχνά παρατηρείται το φαινόμενο να πραγματοποιείται κάποια κούρσα στις τιμές των μετοχών πριν την ανακοίνωση κάποιας συμφωνίας με αποτέλεσμα το τίμημα που ανακοινώνεται να φαντάζει χαμηλό. Στο παρακάτω ιστορικό διάγραμμα πορείας της μετοχής της Εμπορικής τράπεζας παρατηρούμε το διάστημα πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς η τιμή της να ξεπεράσει μέχρι και τα 30€ έχοντας πραγματοποιήσει μεγάλη άνοδο. Επομένως όταν ανακοινώθηκε η πρόταση εξαγοράς από την Credit Agricole στα 23,5 € ανά μετοχή αρχές Ιουνίου του 2006 το τίμημα φάνταζε χαμηλό με αποτέλεσμα να έχουμε διόρθωση της μετοχής προς αυτά τα επίπεδα. Αν δούμε όμως τις ιστορικές τιμές της μετοχής συγκριτικά ήταν ένα καλό τίμημα.



**Διάγραμμα 3.3 Πορεία μετοχής της Εμπορική τράπεζας (Οκτώβριος 2004-Οκτώβριος 2008)**

- Το είδος του προσφερόμενου τιμήματος. Η συμφωνία πραγματοποιείται με μετρητά, με ανταλλαγή μετοχών ή με συνδυασμό αυτών. Επίσης αν πραγματοποιείται με μετρητά απαιτείται δανεισμός ή επαρκεί η υπάρχουσα ρευστότητα της αγοράζουσας εταιρείας.

Έχει αποδειχθεί ότι εξαγορές που πραγματοποιούνται με μετρητά προτιμώνται από τους μετόχους και οι αποδόσεις των μετοχών τους υπεραποδίδουν αφού τα οφέλη είναι άμεσα μετρήσιμα σε ρευστό και δε σχετίζονται με την πορεία των αγορών ή συγκεκριμένων μετοχών αν πρόκειται το τίμημα να είναι με ανταλλαγή μετοχών (Sudarsanam , 2003) . Ο Ghosh αναφέρει αξιοσημείωτη βελτίωση λειτουργικών ταμειακών ροών στις περιπτώσεις εξαγορών με μετρητά σε αντίθεση με τις περιπτώσεις εξαγορών με μετοχές όπου έχουμε πτώση των ταμειακών ροών . Αντίστοιχα οι προσφορές εξαγοράς που γίνονται απευθείας

στους μετόχους είναι πιο αποτελεσματικές από το να συμφωνηθούν φιλικά με τη διοίκηση της εταιρείας που πρόκειται να εξαγοραστεί. Υπάρχουν περιπτώσεις όπου μειοψηφία μετόχων μπορεί να μπλοκάρει τη διαδικασία εξαγοράς μιας εταιρείας, ειδικά όταν σχετίζεται και με την περίπτωση απόσυρσης της από το ΧΑΑ (περίπτωση Mittica-Crown), όταν θεωρούν ότι το προσφερόμενο τίμημα δεν είναι ικανοποιητικό. Συνήθως οι μικρές σε μέγεθος εταιρείες που εξαγοράζονται συμβάλλουν πιο γρήγορα και άμεσα στη δημιουργία αξίας στη μετά εξαγορά εποχή. Οι πομπώδεις εξαγορές συνήθως αντιμετωπίζονται με φόβο και καχυποψία από τους μετόχους καθώς η επιτυχία τους έχει μεγαλύτερη αβεβαιότητα (Rau, 1998). Από την άλλη πλευρά όμως έχει παρατηρηθεί το φαινόμενο εταιρείες μικρού μεγέθους να γιγαντώνονται μέσω εξαγορών μεγαλύτερων εταιρειών και να αποδίδουν μεγάλες υπεραξίες στους μετόχους τους (πχ. Περίπτωση Μυτιληναίου με Αλουμίνιον της Ελλάδος, Νεοχημικής με διαδοχικές εξαγορές εταιρειών). Τέλος υπάρχουν στοιχεία που αποδεικνύουν ότι οι εχθρικές εξαγορές δεν αντιμετωπίζονται πάντα αμυντικά από τους μετόχους παρόλο που στην πλειοψηφία τους περιγράφονται σαν κερδοσκοπικές και εχθρικές (Sudarsanam, 2000).

### **3.7 Περίληψη κεφαλαίου**

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο προσπαθήσαμε να αναλύσουμε τα οφέλη και τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν για τις εταιρείες αφού πραγματοποιηθεί μια συγχώνευση ή μια εξαγορά με κάποια άλλη εταιρεία. Συνήθως μεγαλώνει το

ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα όσον αφορά τους πόρους, είτε υλικούς (πρώτες ύλες, εγκαταστάσεις κτλ) είτε άυλους (τεχνογνωσία, έρευνα και ανάπτυξη) και σίγουρα όσον αφορά τον τομέα του ανθρώπινου δυναμικού.

Επιπλέον έχουμε βελτίωση σε τομείς εταιρικής λειτουργίας όσον αφορά τους τομείς της διοίκησης, της έρευνας και ανάπτυξης, παραγωγής, πωλήσεων, marketing, διανομής και ενός πλήθους άλλων παραγόντων. Επίσης προσπαθήσαμε να κάνουμε και μια διερεύνηση για τα οφέλη που υπάρχουν για τους μετόχους των εταιρειών σε συνδυασμό και με το είδος της εξαγοράς, αν είναι δηλαδή αμυντική, επιθετική, κερδοσκοπική κτλ.

## Βιβλιογραφία

- 1 C. K. Prahalad and G. Hamel, "The core competence of the corporation", Harvard Business review May/June 1990, σελ.79-91.
2. R. Grant, Contemporary Strategy Analysis, Oxford: Blackwell, 2002, Chapter 5, σελ 222.
3. D. Carey , " Lessons from Master Acquirers: A CEO roundtable on making mergers succeed", Harvard Business review, May/June 2000, σελ.153.
4. S. Karim and W. Mitchell, "Path-dependent and path- breaking change: Reconfiguring business resources following acquisitions in the US medical sector, 1978-1995", Strategic Management Journal, 14, 1993, pp. 179-191.
5. M. Porter, "from competitive advantage to corporate strategy", Harvard Business Review, May/June 1987, σελ. 43-59.,
6. S. Mathur and A. Kenyon, Creating value, Shaping Tomorrow's Business Oxford, UK: Butterworth-Heinemann, 1997, σελ. 335-337.
- 7 M. Porter, ο.π .Chapter 2, p.37.
8. M. Firth, "Takeovers: Benefit or burden", Victoria University of Wellington, 1981 σελ 29 – 30
9. S.A. Ross , R.W. Westerfield , J.F. Jaffe, Corporate Finance, McGraw Hill, 7<sup>th</sup> Edition, 2005 σελ. 794 – 795.
- 10 D.R. Chambers, N. J. Lacey, Modern Corporate Finance Theory and Practice, Second edition, 1994,σελ. 565 – 566
- 11 J.R. Franks, R.S. Harris, " Shareholder wealth effects of corporate takeovers. The U.K. experience 1955 – 1985", Journal of Financial Economics, vol.23, 1989, σελ. 225 – 249.
12. S.Sudarsanam and A. Mahate, "Glamour acquires, method of payment and post-acquiring performance: The UK evidence", Journal of Business Finance and Accounting, vol. 30 (1&2), 2003, σελ. 299-341.
13. A. Ghosh, "Does operating performance really improve following corporate acquisitions" Journal of Corporate Finance, vol. 7, 2001, σελ. 151-178.
14. P.R. Rau and T. Veraelen, "Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms", Journal of Financial Economics, vol. 49, 1998, σελ. 223-253..

15. S. Sudarsanam "Corporate governance, corporate control and takeovers", in C. Cooper and A. Gregory (Eds), Advances in Mergers and Acquisitions, Elsevier science, New York ,2000.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΚΙΝΔΥΝΟΙ – ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΠΟΥ ΠΡΟΚΥΠΤΟΥΝ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

#### 4.1 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο θα προσπαθήσουμε να αναλύσουμε τις προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι εταιρείες μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά και από την πλευρά του αγοραστή αλλά και από την πλευρά του εξαγοραζόμενου. Ο πωλητής θα πρέπει να διευκολύνει μια ομαλή μετάβαση της ιδιοκτησίας και της διοίκησης στο νέο ιδιοκτησιακό καθεστώς χωρίς εγωισμούς, συναισθηματισμούς ή αθέμιτες πολιτικές. Από την άλλη πλευρά ο αγοραστής θα πρέπει να έχει διαδικασίες που θα του επιτρέψουν να ενσωματώσει και να αφομοιώσει όσο το δυνατόν πιο σύντομα το σύνολο της νέας επιχείρησης στη δική του οντότητα σε συνεργασία με το παλιό καθεστώς επίσης χωρίς εγωισμούς, συναισθηματισμούς ή άγονες πολιτικές. Οι προκλήσεις που μπορούν να προκύψουν ύστερα από μια συγχώνευση ή εξαγορά μπορεί να προέρχονται από διάφορους τομείς και η επιτυχής αντιμετώπιση αυτών θα δείξει αν το εγχείρημα θα στεφθεί με επιτυχία ή όχι. Οι τομείς αυτοί είναι για παράδειγμα οι λειτουργικές διαδικασίες, τα χρηματοοικονομικά, το προσωπικό, τα λειτουργικά συστήματα, η διαφορετική νοοτροπία και κουλτούρα κτλ. Επίσης



μια σειρά συναισθηματικών και ψυχολογικών παραγόντων πρέπει να ληφθούν υπόψη ενώ θα χρειαστεί υψηλός βαθμός ηγεσίας και συναισθηματικής νοημοσύνης προκειμένου οι επηρεασμένοι υπάλληλοι να ακολουθήσουν και να αποδεχθούν τις νέες διαδικασίες (McKee, 1992).

#### **4.2 Το μεταβατικό στάδιο**

Το στάδιο που μεσολαβεί από το κλείσιμο της συμφωνίας μέχρι την ολοκλήρωση και την αφομοίωση των δύο πλευρών σε ένα νέο ενιαίο οργανισμό χαρακτηρίζεται κυρίως από το φόβο και την αβεβαιότητα των εργαζομένων για τις μελλοντικές εξελίξεις. Συνήθως οι στόχοι για μείωση του κόστους ή των οικονομιών κλίμακας οδηγούν σε απολύσεις που εντείνουν τα φαινόμενα ανησυχίας. Το άγχος των εργαζομένων μεγαλώνει με αποτέλεσμα να αποσπάται η προσοχή τους από την εργασία και να μειώνεται η απόδοσή τους. Επίσης η ανάγκη ομογενοποίησης των δύο διαφορετικών νοοτροπιών σε σύντομο χρονικό διάστημα προκειμένου να είναι ικανή η συνεργασία των νέων συνεργατών επιτείνει τους παραπάνω αρνητικούς προσωπικούς και ψυχολογικούς παράγοντες. Η νέα διοίκηση καλείται να εμψυχήσει το νέο όραμα στο σύνολο των εργαζομένων, να τους αντιμετωπίσει σαν ενιαίο σύνολο που θα βοηθήσουν στην επιτυχή ολοκλήρωση του εγχειρήματος.

Πολλές φορές στην παραπάνω προσπάθεια συναντούν αντιδράσεις από το παλιό ιδιοκτησιακό καθεστώς που συνήθως διατηρεί κάποιο μειοψηφικό πακέτο

κι ενώ καρπώνεται τα οφέλη της πώλησης δυσκολεύεται να προσαρμοστεί στο νέο καθεστώς, αντιδρά στις αλλαγές συμπαρασύροντας και τους παλιούς εργαζομένους και γενικότερα δεν ανταποκρίνεται στις συμβατικές του υποχρεώσεις. Το φαινόμενο στην Ελλάδα είναι συχνό επειδή μεγάλο ποσοστό επιχειρήσεων είναι οικογενειακής μορφής και υπάρχει μεγάλο δέσιμο των οικογενειών με τις επιχειρήσεις τους. Για την αποφυγή τέτοιων περιστατικών θα πρέπει να έχουν καθοριστεί ξεκάθαρα οι αρμοδιότητες και οι υποχρεώσεις της νέας και της παλιάς διοίκησης πριν την πραγματοποίηση της συμφωνίας. Συνήθως μετά από κάποιο χρονικό διάστημα η παλιά διοίκηση οδηγείται σε απομάκρυνση από την εταιρεία.

Είναι αντιληπτό ότι όσο πιο γρήγορα γίνει η διαδικασία αφομοίωσης των νέων λειτουργιών και της ομογενοποίησης του νέου εργατικού δυναμικού τόσο πιο γρήγορα θα αποκατασταθεί και η εύρυθμη λειτουργία της εταιρείας. Για αυτό θα πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη προσπάθεια στην όσο το δυνατόν ομαλότερη, με τις λιγότερες αντιδράσεις, μετάβαση στη νέα πραγματικότητα.

#### **4.3 Προβλήματα που σχετίζονται με τις διαφορετικές εταιρικές κουλτούρες και νοοτροπίες.**

Μία από τις σημαντικότερες προκλήσεις που αντιμετωπίζει η εξαγοράστρια εταιρεία είναι η διαφορετική κουλτούρα που υπάρχει στη νέα εταιρεία αλλά και η διαφορετική νοοτροπία των εργαζομένων. Πολύ εύκολα μια επιτυχημένη

εξαγορά μπορεί να καταλήξει σε αποτυχία μόνο και μόνο από την αρνητικά στάση των υπαλλήλων. Πρέπει να δοθεί ιδιαίτερο βάρος και σεβασμός στη νοοτροπία και την εταιρική κουλτούρα των δύο εταιρειών.

Για αυτό κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων αλλά και μετά θα πρέπει να ληφθούν υπόψη οι διαφορετικές κουλτούρες και η αξία αυτών γιατί και για τις δύο εταιρείες είναι πολύ σημαντικές. Ικανότητα αλλαγής αυτών ή αφομοίωση τους και ανοχές οι αντιδράσεις σε ενδεχόμενες αλλαγές. Ενδεχόμενες αλλαγές θα πρέπει να έχουν συζητηθεί κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων και να πραγματοποιηθούν βάση κάποιου σχεδίου. Και οι δύο εταιρείες θα επιδιώξουν να διατηρήσουν την κουλτούρα τους. Βέβαια τα παραπάνω ενδεχομένως να μην ισχύουν στην περίπτωση που οι δύο εταιρείες παραμείνουν αυτόνομες αλλά και πάλι θα πρέπει να γίνουν κάποιες αλλαγές προκειμένου να υπάρξει κάποιο κλίμα συνεργασίας και συνεννόησης (Sherman, 2006) .

Ο βασικός λόγος που μπορεί να οδηγήσουν μια συμφωνία σε αποτυχία είναι ότι αυτές οι διαφορές κουλτούρας μπορεί να οδηγήσουν σε μειωμένη παραγωγικότητα, που σημαίνει μειωμένα έσοδα-κέρδη από ότι αναμενόταν για την εταιρεία. Πιο έντονο θα είναι το φαινόμενο το πρώτο ή τα πρώτα έτη. Πολύ σημαντικό ρόλο στην αντιμετώπιση του παίζει η προηγούμενη εμπειρία του αγοραστή σε ανάλογες περιπτώσεις. Επομένως αυτή η εμπειρία του θα πρέπει να συνεκτιμηθεί κατά τη φάση της κοστολόγησης και του προτεινόμενου τιμήματος.

Η ενοποίηση των νοοτροπιών δεν είναι μόνο φιλοσοφικό θέμα αλλά κατά κύριο λόγο λειτουργικό. Αν αφήσουμε τις εταιρείες όπως προϋπαρχαν τότε οποιαδήποτε λειτουργία εντός του νέου ενιαίου ομίλου θα πρέπει να εκτελείται με δύο διαφορετικούς τρόπους με συνέπεια να υπάρχει έλλειψη επικοινωνίας αλλά και δυσλειτουργία σε πολλά επίπεδα. Για παράδειγμα η επιχειρησιακή στρατηγική θα είναι δύσκολο να κοινωνηθεί προς τα κατώτερα επίπεδα ιεραρχίας και να διατυπωθεί σε λειτουργική μορφή αφού η κάθε οργάνωση θα έχει το δικό της κώδικα επικοινωνίας και το δικό της τρόπο αντιμετώπισης των προβλημάτων αλλά και της επίτευξης του στόχου. Αυτό θα είχε σαν συνέπεια να δημιουργηθεί ένα χάος στο εσωτερικό της επιχείρησης. Ένα καλό σημείο εκκίνησης για την αφομοίωση της διαφορετικής κουλτούρας και νοοτροπίας είναι να βρεθούν τα κοινά σημεία που υπάρχουν και να ενδυναμωθούν. Επίσης θα πρέπει να αναζητηθούν και οι ουσιαστικές διαφορές που υπάρχουν και αν δεν εξαλειφθούν τουλάχιστον να αποδυναμωθούν.

Εταιρική ταυτότητα. Συνήθως στη διαμόρφωση ενιαίας κουλτούρας παίζει σημαντικό ρόλο η διαμόρφωση μιας νέας εταιρικής ταυτότητας έτσι ώστε οι υπάλληλοι να θεωρούν ότι συμμετέχουν σε μια νέα εταιρεία ή σε μια εντελώς διαφορετική διαδικασία. Χαρακτηριστικά είναι τα παραδείγματα των ελληνικών τραπεζών που εξαγοράστηκαν από ξένες τράπεζες πχ. Γενική τράπεζα, Εμπορική τράπεζα οι οποίες άλλαξαν λογότυπο, χρώματα, δομή και εμφάνιση καταστημάτων. Αυτό δίνει την αίσθηση στο άμεσο και στο έμμεσο περιβάλλον της νέας εταιρείας που έχει δημιουργηθεί ότι πραγματικά έχει δημιουργηθεί κάτι πραγματικά νέο.

Βέβαια προτού δοθούν τα νέα χαρακτηριστικά θα πρέπει να έχουν καθοριστεί οι στρατηγικές του νέου σχήματος και να έχουν διαβιβαστεί σε λειτουργικό επίπεδο. Δηλαδή θα πρέπει να έχουν καθοριστεί οι στόχοι και οι σκοποί της επιχείρησης όσον αφορά μερίδια αγοράς, κερδοφορίες, πελατειακή βάση, εργατικό δυναμικό, να έχουν δοθεί οι ανάλογες κατευθύνσεις αλλά συνάμα να έχουν διευκρινιστεί και οι διαφορές από την πρότερη κατάσταση. Αφού καθοριστούν τα παραπάνω έχει νόημα να δώσουμε εικόνα και υφή στο νέο σχήμα με μια νέα εταιρική ταυτότητα.

#### **4.4 Προβλήματα που σχετίζονται με το εργατικό δυναμικό**

Βέβαια ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα της νέας διοίκησης είναι να εξετάσει το βαθμό στελέχωσης των συγχωνευμένων τμημάτων και να αποφασίσει το ποσοστό των υπαλλήλων που θα παραμείνουν και αυτών που θα απομακρυνθούν. Μια σύνηθες διαδικασία που βοηθά προς αυτή την κατεύθυνση είναι τα προγράμματα εθελουσίας εξόδου που απευθύνονται κυρίως στο μεγάλης ηλικίας εργατικό προσωπικό το οποίο είναι πιο δύσκολο να αποδεχθεί και τις όποιες αλλαγές. Σε προγράμματα εθελουσίας εξόδου έχει προχωρήσει το σύνολο σχεδόν των ελληνικών τραπεζών ύστερα από ένα μεγάλο κύκλο εξαγορών και συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν.

Η εργασία συνήθως προστατεύεται από τους νόμους της εργατικής νομοθεσίας και το ποσοστό των υπαλλήλων που μπορούν να απολυθούν καθορίζεται ρητά

από αυτήν. Η νομοθεσία πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπόψη ειδικά σε περιπτώσεις όπου προκύπτει υπεράριθμο προσωπικό. Πρέπει να έχει εκπονηθεί κατάλληλο πρόγραμμα αξιοποίησης των υπαλλήλων ή ακόμη και μια προηγούμενη αξιολόγηση αυτών έτσι ώστε να γνωρίζουμε τις πραγματικές μας ανάγκες αλλά και τις ικανότητες του εργατικού προσωπικού.

Ακόμη πιο ξεχωριστή πρέπει να είναι η αντιμετώπιση των στελεχών που απαρτίζουν τη διοίκηση της εταιρείας αν και συνήθως η αντιμετώπιση τους είναι πιο εύκολη αφού συνήθως υπάρχουν υπογεγραμμένες συμβάσεις εργασίας που καθορίζουν τέτοιες περιπτώσεις και συνήθως λύνονται με χρηματικές αποζημιώσεις. Για αυτό το συγκεκριμένο κόστος θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κατά τη διάρκεια της αποτίμησης. Βέβαια δεν είναι απαραίτητο να απομακρυνθεί το σύνολο των στελεχών που απαρτίζουν τη διοίκηση αφού οι ικανότητες τους να επιβάλλουν την παραμονή τους στη νέα εταιρεία. Άλλωστε όπως έχουμε προαναφέρει η ικανή διοίκηση μπορεί να αποτελεί και έναν από τους λόγους εξαγοράς μιας επιχείρησης.

Εν κατακλείδι η αντικειμενική αξιολόγηση εργατικού προσωπικού και διοίκησης οδηγεί στην εμπιστοσύνη του συνόλου του εργατικού δυναμικού στη νέα ιδιοκτησία, στην παραμονή των ικανών ατόμων που θα μας βοηθήσουν στην επίτευξη των στόχων μας, στην αποφυγή περιττών εξόδων από την απομάκρυνση εργατικού δυναμικού και το κόστος για την εκπαίδευση του νέου προσωπικού (Conyon, 2002).

#### 4.5 Προβλήματα που σχετίζονται με εγκαταστάσεις

Σε αρκετές περιπτώσεις ύστερα από μια συγχώνευση θα πρέπει να γίνουν επιλογές όσον αφορά πάγια και εγκαταστάσεις. Είναι αναπόφευκτο με τη συγχώνευση υπηρεσιών (π.χ λογιστηρίων) και τη μείωση προσωπικού που συνήθως ακολουθεί της συγχώνευσης, οι κτιριακές εγκαταστάσεις που χρησιμοποιούνταν πριν να πρέπει να αξιοποιηθούν διαφορετικά προκειμένου να βελτιωθεί η κερδοφορία. Αυτό σημαίνει ότι ενδεχομένως να πρέπει να πουληθούν, να νοικιαστούν ή να αλλάξουν τρόπο χρήσης. Αυτό συνεπάγεται ότι θα πρέπει να ληφθεί μέριμνα για το εργατικό προσωπικό που εργαζόταν σε αυτές, ειδικά αν πρόκειται και μετεγκατάσταση τους σε απομακρυσμένες περιοχές, προκειμένου να αποφευχθούν συγκρούσεις.

Κατά τη διάρκεια της επιλογής θα πρέπει να υπολογιστεί το ενδεχόμενο κόστος της μετεγκατάστασης, του εξοπλισμού των νέων εγκαταστάσεων και η επάρκεια αυτών έτσι ώστε να είναι λειτουργικοί και ικανοί να εξυπηρετήσουν τις νέες και ενδεχομένως τις μελλοντικές απαιτήσεις. Επίσης σημαντικοί παράγοντες που πρέπει να ληφθούν υπόψη είναι ο χρόνος μετεγκατάστασης, τι απώλειες θα έχουμε στην παραγωγική διαδικασία και γενικότερα στη λειτουργία της εταιρείας κατά το στάδιο αυτό, το δέσιμο των υπαλλήλων με συγκεκριμένους χώρους και πως θα τους μεταφερθούν οι λόγοι μετεγκατάστασης.

Σε αρκετές περιπτώσεις παρατηρείται το φαινόμενο να διατηρούνται οι εγκαταστάσεις της αγοράστριας εταιρείας πιο πολύ για θέμα κύρους παρά για

λειτουργικούς σκοπούς εις βάρος των νέων εγκαταστάσεων που εξαγοράζονται οι οποίοι μπορεί να είναι πιο εξυπηρετικοί. Αυτό συνεπάγεται αυξημένο κόστος και ίσως να παραμερίζονται κάποιο σκοποί που είχαν τεθεί για τη συγκεκριμένη εξαγορά. Επίσης θα πρέπει να έχουν επιλεγεί τα άτομα και να έχει έλθει συμφωνία μαζί τους ειδικά αν η εξαγορά αφορά τη λειτουργική εκμετάλλευση παραγωγικών μονάδων στο εξωτερικό έτσι ώστε να μειωθεί το μεταβατικό στάδιο που προαναφέραμε (Sherman,2006).

#### **4.6 Προβλήματα που σχετίζονται με πελάτες και προμηθευτές.**

Όταν γίνεται μια εξαγορά ένας από τους παράγοντες που λαμβάνονται σοβαρά υπόψη είναι η πελατειακή βάση μιας εταιρείας και τα δίκτυα διανομής της. Συνήθως μετά τη συμφωνία γίνεται μια διαδικασία επιλογής των πελατών. Αυτό γίνεται γιατί παρατηρείται το φαινόμενο να υπάρχουν πελάτες που είναι μεν πιστοί στην επιχείρηση αλλά συμβάλλουν ελάχιστα στην κερδοφορία της με αποτέλεσμα να σπαταλώνται πόροι που δυνητικά θα μπορούσαν να είναι περισσότερο αποδοτικοί εκτός αν προσδοκούμε σε μελλοντική του βελτίωση ή επενδύουμε σε αυτόν. Επίσης υπάρχουν πελάτες που βασίζονταν στις προσωπικές σχέσεις με το προσωπικό της επιχείρησης οι οποίοι θα πρέπει να προσεχθούν ιδιαίτερα αν απομακρυνθεί και το προσωπικό με το οποίο σχετίζονταν.



Πολλές φορές μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά αλλάζει και η στρατηγική της επιχείρησης επομένως αρκετοί από τους πελάτες του υπάρχοντος πελατολογίου να μη συμβαδίζουν με τη στρατηγική επέκτασης μας ή να επιβάλλεται η συνεργασία μας με κάποιους ανταγωνιστές τους. Ενδεχομένως θα πρέπει να γίνει επιλογή πελατών αν υπάρχει επικάλυψη των δικτύων των δύο εταιρειών. Η επιλογή που θα γίνει θα πρέπει να είναι προς όφελος του νέου σχήματος και να είναι όσο το δυνατόν πιο προσοδοφόρο. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα ύστερα από την εξαγορά των Γραμμών Στρίντζη από τις Επιχειρήσεις Αττικής. Ύστερα από την εξαγορά τους αποσύρθηκαν από τις γραμμές της Αδριατικής αφού υπήρχε επικάλυψη στα δρομολόγια τους και περιορίστηκαν στις γραμμές εσωτερικού.

Σε αρκετές περιπτώσεις το τίμημα προσαρμόζεται σύμφωνα με την ποιότητα του πελατολογίου της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Ενδέχεται το τίμημα να προσαρμοστεί παραπάνω αν υπάρχει ευρύ πελατολόγιο υψηλής κερδοφορίας ή παρακάτω αν είναι περιορισμένο και χαμηλής κερδοφορίας. Το ζητούμενο είναι η υπεραξία που προκύπτει από την ποιότητα του πελατολογίου να την καρπωθεί το νέο σχήμα και τα πλεονεκτήματα από τη σχέση με κάποιους πελάτες να γίνουν γνώση και να μεταφερθούν σε όλο το πελατολόγιο. Συμπερασματικά οι χειρισμοί που πρέπει να γίνουν όσον αφορά τους πελάτες θα πρέπει να είναι λεπτοί γιατί οι πελάτες είναι πολλοί σημαντικοί για μια επιχείρηση και συνήθως η αντιμετώπιση τους έχει αντίκτυπο σε όλη την αγορά.

Αντίστοιχες επιλογές πρέπει να γίνουν και για τους προμηθευτές. Θα πρέπει να επιλεγούν οι προμηθευτές που ανταποκρίνονται στις νέες απαιτήσεις. Να είναι

ικανοί δηλαδή να μας προμηθεύουν συνεχώς και αδιάλειπτα σύμφωνα με τις ανάγκες μας με τους καλύτερους όρους της αγοράς (τιμή, πίστωση κτλ). Αν προϋπαρχαν περισσότεροι προμηθευτές θα πρέπει να γίνουν διαπραγματεύσεις με όλους προκειμένου να επιτευχθούν οι πιο επωφελείς όροι για το νέο σχήμα (DePamphilis, 2007) .

Επίσης αν η εταιρεία έχει εισχωρήσει σε κάποιο νέο κλάδο μέσω της εξαγοράς θα πρέπει να βρει τους ειδικούς για το συγκεκριμένο κλάδο (π.χ νομικούς) ή να αναγκαστεί να επιλέξει κάποιους τοπικούς προμηθευτές που δεν έχουν σχέση με τους δικούς της. Σε ορισμένες περιπτώσεις θα πρέπει να διατηρήσουν και τους νέους και τους παλιούς προμηθευτές και ο χειρισμός τους θα πρέπει να είναι τέτοιος ώστε να διατηρούνται οι ισορροπίες με τους πιο συμφέροντες όρους για τη νέα επιχείρηση.

#### **4.7 Προβλήματα που σχετίζονται με τους επενδυτές**

Η νέα εταιρεία θα πρέπει να είναι σε θέση να προσφέρει ένα όραμα και ένα επιχειρηματικό πλάνο για το μέλλον προκειμένου να προσελκύσει νέους επενδυτές αλλά να διατηρήσει και τους προϋπάρχοντες και στις δύο εταιρείες. Για να γίνει αυτό θα πρέπει το όραμα να είναι κατανοητό και να διατεθούν οι σχετικές πληροφορίες γρήγορα και με συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα στο επενδυτικό κοινό.

Μέσω της εξαγοράς που θα γίνει είτε με μετρητά ή με ανταλλαγή μετοχών θα προκύψουν νέοι μέτοχοι και νέοι επενδυτές. Είναι πολύ σημαντικό να διατηρήσουμε τους παλιούς μας μετόχους και στο νέο σχήμα γιατί έχει αποδειχθεί ότι οι παλιοί μέτοχοι είναι ναι πιο πιστοί από τους νεοεισερχόμενους. Επίσης όπως έχει αποδειχθεί και με τους πελάτες κοστίζει σημαντικά λιγότερο να διατηρήσεις τους παλιούς επενδυτές και μετόχους από ότι να προσελκύσεις νέους που δεν γνωρίζουν ούτε τη διοίκηση, ούτε το εταιρικό προφίλ της εταιρείας μας και προκειμένου να γίνουν γνώστες αυτών θα έπρεπε να δαπανηθεί σημαντικός χρόνος σε παρουσιάσεις και εκδηλώσεις που θα απορροφούσε τη διοίκηση από πολύ πιο σημαντικές εργασίες.

Οι παλιοί και πιστοί μέτοχοι είναι πιο σταθεροί, πιο πρόθυμοι να συμμετάσχουν σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου (όπως συμβαίνει με τους μετόχους της MIG που συμμετέχουν σε διαδοχικές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, μεγάλου μεγέθους και σε δυσμενείς οικονομικές συγκυρίες.), ενώ μειώνουν τη μεταβλητότητα της μετοχής και γενικότερα συμβάλλουν στην αύξηση της αξίας της μετοχής μας. Εννοείται πως το αντίστροφο θα είχε δυσμενείς επιπτώσεις σε όσα προαναφέραμε (DePamphilis, 2007).

#### **4.8 Επιπτώσεις των παραπάνω προβλημάτων στην απόδοση και την παραγωγικότητα των επιχειρήσεων μετά τη συγχώνευση.**

Οι Lichtenberg και Siegel ύστερα από μια εκτενή μελέτη στο πως διαμορφώνεται η παραγωγικότητα εργοστασιακών μονάδων ύστερα από αλλαγή ιδιοκτησιακού καθεστώτος συγκριτικά με αντίστοιχες μονάδες που δεν άλλαξε το ιδιοκτησιακό καθεστώς κατέληξαν στα παρακάτω συμπεράσματα:

- Οι εξαγορασμένες μονάδες παρουσιάζουν αρχικά χαμηλότερα επίπεδα παραγωγής και επιδείνωση της αποδοτικότητας τους συγκριτικά με τα χρόνια που προηγούνται της εξαγοράς.
- Η παραγωγικότητα βελτιώνεται και φτάνει στα πρότερα επίπεδα παραγωγής ύστερα από διάστημα επτά χρόνων περίπου.
- Βέβαια η βελτίωση της παραγωγικότητας έρχεται σε αντίθεση με τη μείωση της παραγωγικότητας στην Αμερικάνικη οικονομία σε περιόδους ύφεσης κατά την περίοδο που εξετάζουμε. Αυτό σημαίνει ότι οι συγχωνευμένες μονάδες έχουν αποκτήσει αντιστάθμιση στον κίνδυνο και παρουσιάζουν μεγαλύτερες αντοχές σε περιόδους οικονομικής ύφεσης.

Αντίστοιχες μελέτες στο Ηνωμένο βασίλειο αλλά και στις υπόλοιπες χώρες της Ευρώπης μας αποδεικνύει αντίστοιχα συμπεράσματα. Τα σχήματα που προκύπτουν ύστερα από μια συγχώνευση υποαποδίδουν σε σχέση με αντίστοιχες εταιρείες δείκτες, ενώ απαιτείται ένα διάστημα τριών έως πέντε ετών προκειμένου να φτάσουν στα ίδια επίπεδα παραγωγής (Sudarsanam,2004).

#### 4.9 Περίληψη κεφαλαίου

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο προσπαθήσαμε να προσεγγίσουμε τις προκλήσεις και τους κινδύνους που αντιμετωπίζει το νέο σχήμα που προκύπτει ύστερα από μια συγχώνευση ή μια εξαγορά. Από τους πιο κρίσιμους παράγοντες είναι οι δύο εταιρείες να γίνουν μία μέσω μιας γοργής διαδικασίας ολοκλήρωσης με συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα, καθορισμό αρμοδιοτήτων και ευθυνών.

Στη διαδικασία της ολοκλήρωσης θα συναντήσουμε προβλήματα που προκύπτουν από τη διαφορετική κουλτούρα και νοοτροπία των εργαζομένων των δύο εταιρειών, από τους φόβους της μείωσης προσωπικού είτε στις χαμηλότερες είτε στις υψηλότερες βαθμίδες και από τη μετεγκατάσταση ενδεχομένως παραγωγικών μονάδων. Επίσης θα πρέπει να υιοθετηθεί ένας νέος, κοινός κώδικας επικοινωνίας προκειμένου να κοινωνηθούν οι κοινοί σκοποί και τα οράματα. Προβλήματα και προκλήσεις θα συναντήσουμε όμως και κατά την προσπάθεια διατήρησης πελατών, προμηθευτών αλλά και επενδυτών. Τέλος γίνεται μια μικρή αναφορά στις επιπτώσεις των παραπάνω.

## Βιβλιογραφία.

1. A. McKee and C. McMillen, "Discovering Social Issues: Organizational Development in a Multicultural Community", Journal of applied Behavioral Sciences, vol. 28, 2, 1992: σελ. 445-460.
2. A. J. Sherman and M. A. Hart, Mergers and Acquisitions from A to Z, American Management Association, New York, 2006, σελ 242-244.
3. M. J. Conyon, S. Girma, S. Thompson and P. W. Wright, "The impact of mergers and acquisitions on company employment in the United Kingdom", European Economic Review, vol. 46, 2002, σελ. 31-49.
4. A. J. Sherman and M. A. Hart ο.π. σελ. 241
5. D. DePamphilis, Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities, Elsevier Sciences, 2007, σελ 236-238.
6. F. R Lichtenberg and D. Siegel, "The concept of relative productivity and its measurement using Census LRD data" and " Takeovers and corporate overhead", in F.R Lichtenberg, Corporate Takeovers and Productivity, MIT Press, 1992
7. S. Sudarsanam, Creating Value from Mergers and Acquisitions The Challenges, Prentice Hall, 2004, σελ.80-82.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΣΤΟΧΩΝ ΕΞΑΓΟΡΑΣ

#### 5.1 Εισαγωγή

Κατά το στάδιο της αναζήτησης πιθανών στόχων εξαγοράς τίθενται ορισμένα βασικά κριτήρια αναζήτησης όπως ο κλάδος στον οποίο πρέπει να ανήκει η εταιρεία-στόχος και το μέγεθος της συναλλαγής. Δεν αρκούν όμως μόνο αυτά τα κριτήρια για την επιλογή της εταιρείας αλλά στην εξέλιξη της διαδικασίας προστίθενται και άλλα προκειμένου να εγκριθούν ή να απορριφθούν κάποιες εταιρείες έτσι ώστε να καταλήξουμε στην τελική λίστα των πιθανών στόχων. Σε αρκετές περιπτώσεις αυτά τα κριτήρια μπορεί να είναι ποσοτικοποιημένα όπως το μέγεθος της αγοράς που κατέχει μια εταιρεία, η παραγωγική της δυνατότητα, ο τζίρος, η κερδοφορία της, ο δείκτης δανεισμού της, τα περιθώρια κέρδους της και αρκετοί ακόμη αριθμοδείκτες. Σε άλλες περιπτώσεις πάλι είναι δύσκολο να ποσοτικοποιηθούν κάποια κριτήρια και αυτά μπορεί να είναι η γεωγραφική τοποθεσία που βρίσκεται μια εταιρεία, η εξειδίκευση της, το κύρος της, η ευρηματικότητα των προϊόντων της, το προσωπικό της και αρκετοί ακόμη.

Βέβαια σε κάθε περίπτωση ο εκάστοτε επενδυτής προσδοκάει όσο το δυνατόν μεγαλύτερη απόδοση της επένδυσής του και την επιστροφή του επενδυμένου κεφαλαίου όσο το δυνατόν συντομότερο με την ανάληψη ελάχιστου, αν είναι δυνατόν κινδύνου.

## 5.2 Ο ρόλος των ταμειακών ροών.

Αρκετοί μελετητές πιστεύουν ότι το ποσοστό των ελεύθερων ταμειακών ροών μιας επιχείρησης θα καθορίσει εάν θα πρέπει μια επιχείρηση να εμπλακεί σε εξαγορές και συγχωνεύσεις (Jensen,1986) Η θεωρία ορίζει ότι αν υπάρχει ικανότητα δανεισμού με ευνοϊκές συνθήκες και άφθονες ταμειακές ροές θα πρέπει μια επιχείρηση να προχωρήσει σε επέκταση πιθανώς μέσω εξαγορών προκειμένου να εκμεταλλευτεί τις δυνατότητες αυτές αυξάνοντας την κερδοφορία της. Οι διοικήσεις χρησιμοποιούν τα ανεκμετάλλευτα ταμειακά διαθέσιμα για να εξαγοράσουν άλλες εταιρείες προσδοκώντας στην ανάπτυξη της εταιρείας και πολλές σε προσωπικά οφέλη αντί να προχωρήσουν στην πληρωμή υψηλότερων μερισμάτων (Morck, 1990).

Βέβαια σε αρκετές περιπτώσεις καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι τα πραγματικά αποτελέσματα είναι χαμηλότερα από τις προσδοκίες μας ή μπορεί να έχουμε ακόμη και καταστροφή αξιών ή απώλεια κεφαλαίων. Αυτό συνήθως συμβαίνει στις περιπτώσεις που μια επιχείρηση αποφασίζει να επιλέξει το δρόμο της διαφοροποίησης με ξένες έως τώρα για αυτήν δραστηριότητες. Αυτό συμβαίνει γιατί συνήθως η διοίκηση και γενικότερα το προσωπικό δεν έχει προηγούμενη εμπειρία από τη νέα δραστηριότητα και το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί συνήθως μεταφράζεται με απώλειες κεφαλαίων. Από την άλλη πλευρά όμως έχουμε και τις περιπτώσεις όπου εταιρείες με υψηλά ταμειακά διαθέσιμα ή μεγάλες ταμειακές εισροές και περιορισμένες επενδυτικές επιλογές



ενδεχομένως να αποτελέσουν στόχο εξαγοράς από άλλες εταιρείες που έχουν επενδυτικές ευκαιρίες και μειωμένα ταμειακά διαθέσιμα (Lehn, 1989).

Συνήθως οι ροές των ταμειακών ροών που παρέρχονται από μια παραγωγική επένδυση κανονικά ακολουθούν καμπύλη τύπου **S** . Οι ροές είναι έντονα αρνητικές κατά τη διάρκεια του πρώτου ή των πρώτων ετών (ειδικά αν πρόκειται για προβληματική ή υπερχρεωμένες εταιρείες) λόγω του γεγονότος των αρχικών δαπανών της επένδυσης και του ότι η λειτουργία της μονάδος δεν είναι πλήρης και εναρμονισμένη με τα δικά μας πρότυπα λειτουργίας..

Βέβαια σε κάθε περίπτωση είναι να εκμεταλλευτούμε και να βελτιώσουμε τις ταμειακές ροές μιας επιχείρησης και όχι να τις σπαταλήσουμε άσκοπα. Η ποιότητα της τελικής αξιολόγησης μιας επένδυσης εξαρτάται άμεσα από την ακρίβεια υπολογισμού των ταμειακών ροών. Οι ταμειακές ροές (cash flows ) περιλαμβάνουν ταμιακές εισροές (cash inflows) και ταμιακές εκροές (cash outflows).

Η καθαρή ταμιακή ροή (net cash flow) μιας επένδυσης σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο ορίζεται :

Καθαρή ταμιακή ροή = Ταμιακές εισροές – Ταμιακές εκροές

ή

Καθαρή ταμιακή ροή = Καθαρά κέρδη + Αποσβέσεις.

Οι καθαρές ταμειακές εισροές περιλαμβάνουν τα διάφορα οφέλη που προσδοκούνται από την επένδυση (πωλήσεις, μείωση εργατικών, φοροαπαλλαγές κ.λ.π). Αντίστοιχα στις ταμειακές εκροές περιλαμβάνονται οι δαπάνες που θα γίνουν για τη νέα επένδυση (επισκευή εγκαταστάσεων, μετεγκατάσταση και εκπαίδευση προσωπικού, αποζημιώσεις κ.τ.λ). Οι καθαρές ταμειακές ροές πρέπει να αντιπροσωπεύουν τη διαφορά των καθαρών ταμειακών ροών της επιχείρησης με ή χωρίς την επένδυση, δηλαδή τις διαφορικές καθαρές ταμειακές ροές (Αρτίκης, 2002).

### 5.3 Υπολογισμός του κόστους της επένδυσης.

Σύμφωνα με τον κ. Αρτίκη Γ. η διαδικασία αξιολόγησης επενδύσεων αρχίζει με την εκτίμηση του κόστους της επένδυσης και των ταμειακών ροών που προσδοκούνται από την επένδυση σε ένα εύλογο χρονικό διάστημα. Το κόστος της επένδυσης αναφέρεται στα μετρητά που απαιτούνται για την πραγματοποίηση της επένδυσης.

$$ΚΕ = ΑΤΕ + ΚΚ + ΛΕ \quad (5.1)$$

Όπου:

ΚΕ = Κόστος Επένδυσης

ΑΤΕ = Αρχική Ταμειακή Εκροή για την πραγματοποίηση της επένδυσης

ΚΚ = Αύξηση (ή μείωση) κεφαλαίου κίνησης

ΛΕ = Αύξηση (ή μείωση) λοιπών εξόδων

Βέβαια το ποσό που είναι διατεθειμένος να πληρώσει κάθε επενδυτής ποικίλει ανάμεσα στους εν δυνάμει αγοραστές και συμβαδίζει συνήθως σύμφωνα με τις ανάγκες τους και όχι με κάποια, πολλές φορές αντικειμενικά κριτήρια. Για παράδειγμα αλλιώς αποτιμάται μια εταιρεία υψηλής τεχνολογίας με ισχυρό τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης στον ανεπτυγμένο κόσμο από ότι σε μια χώρα της Αφρικής όπου λείπουν οι στοιχειώδεις υποδομές. Για παράδειγμα στο σχέδιο διάσωσης της Πετρετάκης βασικό ρόλο έπαιξε η θυγατρική του στην Αφρική όπου τα δίκτυα υποδομής τώρα αναπτύσσονται και κατ' επέκταση η συγκεκριμένη θυγατρική παράγει κέρδη σε αντίθεση με τη μητρική που είναι εγκατεστημένη στην Ελλάδα, κατέχει υψηλότερη τεχνογνωσία και τεχνολογία, μεγαλύτερο αριθμό παγίων αλλά η αγορά της είναι αν όχι φθίνουσα στάσιμη και το εργατικό της κόστος υψηλό.

Πάντως μέσα από τη διαδικασία των εξαγορών και συγχωνεύσεων έχουν εξαχθεί τα κάτωθι συμπεράσματα:

- Κάθε δυνητικός αγοραστής αποτιμά μια εταιρεία διαφορετικά
- Γνωρίζοντας τις προθέσεις ή τις ανάγκες του αγοραστή μπορούμε να καθορίσουμε τι να του προσφέρουμε και σε ποια τιμή
- Το προσφερόμενο τίμημα πολλές φορές δε σχετίζεται με την αγοραία αξία (market value) μιας εταιρείας.

- Ένα καθορισμένο τίμημα μπορεί να αποτρέψει συγκεκριμένους αγοραστές από το να προβούν σε μια πρόταση εξαγοράς και από την άλλη να μην επιτευχθεί το μέγιστο δυνατό τίμημα.

Συνήθως τα βήματα καθορισμού του τιμήματος είναι συγκεκριμένα και προέρχονται από την ιστορική εξέλιξη των εξαγορών και συγχωνεύσεων χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δε μπορεί να υπάρχουν αποκλίσεις. Αρχικά μέσω των λειτουργικών αποτελεσμάτων προσπαθούμε να καθορίσουμε τις καθαρές ταμειακές ροές όπως είπαμε και παραπάνω,

Έπειτα είναι σημαντικό να εξετάσουμε τις δυνατότητες και να καθορίσουμε τις προσδοκίες μας από τη συγκεκριμένη επένδυση και κάτω από ποιες συνθήκες αυτές μπορούν να επιτευχθούν. Αυτές οι προσδοκίες είναι που προσδίδουν και τη στρατηγική σημασία σε κάθε εξαγορά μεγαλώνοντας αντίστοιχα και το τίμημα. Όσο μεγαλύτερες είναι οι συνέργιες ή τα οφέλη για την υπάρχουσα εταιρεία μας τόσο πιο σημαντική καθίσταται μια εξαγορά άρα και το τίμημα αυτής. Για να καθορίσουμε αυτή τη “στρατηγική αξία” θα πρέπει να έχουμε στη διάθεση μας πληθώρα αξιόπιστων οικονομικών στοιχείων και γενικών πληροφοριών για διάφορες πτυχές της εταιρείας που πρόκειται να εξαγοράσουμε. Μερικές από αυτές όπως έχουμε προαναφέρει είναι η ικανότητα της διοίκησης και οι δεξιότητες του εργατικού προσωπικού. Επίσης θα πρέπει να μελετήσουμε τις αλληλεπικαλυπτόμενες δραστηριότητες των δύο εταιρειών, πώς αυτές μπορούν να εξαλειφθούν και οι επίπτωση ενδεχόμενων αλλαγών στη λειτουργία του νέου σχήματος και επακόλουθα στα αποτελέσματα του νέου σχήματος.

Τέλος μια σειρά άυλων περιουσιακών στοιχείων ενδεχομένως να αναπροσαρμόσει το τίμημα για την εξαγορά μιας εταιρείας προς τα επάνω. Μερικά από αυτά μπορεί να είναι η φήμη και η πελατεία της, τα οποία θα αναλύσουμε παρακάτω κατά την αποτίμηση του goodwill, οι πατέντες που μπορεί να κατέχει, τα δίκτυα διανομής και μια πληθώρα άλλων στοιχείων που είναι δύσκολο να αποτιμηθούν αντικειμενικά.

Τέλος άλλη μια παράμετρος που δυσκολεύει την αντικειμενική αποτίμηση μιας εταιρείας είναι ότι πολλές φορές ακόμη και η αξιολόγηση οικονομικών στοιχείων μπορεί να γίνεται υποκειμενικά από τους αναλυτές ή κάθε φορά αντίστοιχα στοιχεία να έχουν διαφορετική βαρύτητα. Επίσης πολύ μεγάλο ρόλο παίζουν και οι προσδοκίες που έχουν καλλιεργηθεί οι οποίες όμως θα αξιολογηθούν σε βάθος χρόνου εκ του αποτελέσματος σε συνθήκες αβεβαιότητας πάντα, αφού για να επιτευχθούν θα πρέπει να ισχύουν ένα σύνολο ικανών και αναγκαίων συνθηκών. Υπάρχει μια πληθώρα μεθόδων αποτιμήσεως των επενδύσεων που θα αναλυθούν παρακάτω.

### 5.3.1 Κριτική διερεύνηση δεικτών-Σύγκριση αριθμοδεικτών κλάδου

Μέσω της κριτικής διερεύνησης δεικτών προσπαθήσουμε να προσεγγίσουμε την αξία μιας επιχείρησης συγκρίνοντας την με ομοειδείς εταιρείες τόσο προσωπικών όσο και ανωνύμων που ενδεχομένως διαπραγματεύονται σε

κάποιο χρηματιστήριο. Επίσης προσπαθούμε να προβλέψουμε τη μελλοντική της πορεία αλλά και τις επιδόσεις της παίρνοντας ως μέτρο σύγκρισης τους κλαδικούς δείκτες. Η βασική προϋπόθεση σε αυτή τη μέθοδο είναι να συγκρίνονται εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον ίδιο ή σε ομοειδείς κλάδους και να είναι όσο το δυνατόν συγκρίσιμες μεταξύ τους. Με τον όρο συγκρίσιμες εννοούμε να έχουν παρεμφερή μεγέθη. Δεν είναι δυνατόν για παράδειγμα να συγκρίνουμε εταιρείες όπου η μία έχει το δεκαπλάσιο τζίρο από την άλλη ή να συγκρίνουμε μια εταιρεία που είναι ηγέτης στην αγορά της με μια νεοεισερχόμενη στον κλάδο.

Επίσης ιδιαίτερη προσοχή θα πρέπει να δοθεί κατά την κριτική διερεύνηση δεικτών αν έχουν επηρεαστεί κάποιοι δείκτες από έκτακτα και μη επαναλαμβανόμενα μεγέθη όπως έκτακτες ζημιές ή κέρδη που ενδεχομένως οφείλονται σε κάποια συγκυρία. Για παράδειγμα τα μεγέθη των μεταλλευτικών εταιρειών επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τις διεθνείς τιμές των μετάλλων και από τα αντίστοιχα αποθέματα τους κατά τις διακυμάνσεις των τιμών. Για αυτό η μελέτη των δεικτών θα πρέπει να διαχρονική είναι (trend analysis), τουλάχιστον για μια πενταετία, και ταυτόχρονα θα πρέπει να προσπαθήσουμε να ανιχνεύσουμε την εξέλιξη των αριθμοδεικτών. Να δούμε δηλαδή αν βελτιώνονται ή χειροτερεύουν. Ακόμη θα πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη προσοχή σε γεγονότα που μπορεί να προκαλέσουν την αλλοίωση των μεγεθών και κατά επέκταση των δεικτών. Για παράδειγμα κάποια δικαστική διαμάχη, μια νομοθετική ρύθμιση ή η αύξηση του ανταγωνισμού.

Η διαμόρφωση των δεικτών εκτός από τις επιδόσεις της επιχείρησης με βάση τους αντικειμενικούς σκοπούς που έχει θέσει επηρεάζεται και από τις γενικές οικονομικές, συναλλακτικές και λοιπές συνθήκες που επικρατούν κατά τη διάρκεια της ανάλυσης. Επομένως θα πρέπει να μελετηθεί πρώτα το εξωτερικό περιβάλλον και η επίδραση του στα μεγέθη της επιχείρησης. Επίσης κατά τη σύγκριση των αριθμοδεικτών του κλάδου θα πρέπει να μελετηθεί το ποσοστό των εταιρειών του κλάδου που βρίσκονται πάνω ή κάτω από το μέσο όρο καθώς και τις τυπικές αποκλίσεις. Βέβαια το ότι η εταιρεία που εξετάζουμε μπορεί να βρίσκεται πάνω από το μέσο όρο του κλάδου ή οι δείκτες της βρίσκονται σε καλύτερα επίπεδα από ομοειδείς της δε σημαίνει ότι είναι υγιής ή ότι έχει υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης

Τέλος σε μερικές περιπτώσεις μπορεί να μην είναι δυνατή η διερεύνηση των αριθμοδεικτών ή να μην είναι δυνατόν να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα από τη για αρκετούς λόγους. Στις ιδιωτικές επιχειρήσεις πολλές φορές κάποια δεδομένα είναι εμπιστευτικά και δεν υπάρχει πρόσβαση σε αυτά ή μπορεί εσκεμμένα να έχουν τροποποιηθεί κάποια στοιχεία τα οποία χρήζουν βαθύτερης ανάλυσης. Για παράδειγμα μπορεί να παρουσιάζονται αυξημένα τα έξοδα προκειμένου να είναι μειωμένοι οι φόροι ή αντίστοιχα να εμφανίζεται τεχνητά μεγάλος όγκος πωλήσεων προκειμένου να επιτευχθεί κάποια χρηματοδότηση ή να προσελκύσουν πιθανούς επενδυτές. Αυτά τα φαινόμενα είναι λιγότερα στις εταιρείες που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο όπου θεωρητικά υπάρχουν εποπτεύουσες αρχές και οι εταιρείες είναι υποχρεωμένες να δημοσιοποιούν σε τακτά χρονικά διαστήματα κάποια μεγέθη και κάποιους δείκτες χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δε μπορούν να υπάρξουν αλλοιώσεις.

Καταλήγουμε λοιπόν στο συμπέρασμα ότι η κριτική διερεύνηση δεικτών μπορεί να μας δώσει μια εικόνα για την πορεία και τα μεγέθη μιας επιχείρησης συγκριτικά με άλλες εταιρείες του κλάδου της ή ομοειδείς εταιρείες, δε μπορεί όμως να μας καθορίσει το τίμημα αφού πρέπει να μελετηθούν μια πληθώρα άλλων συνιστωσών προκειμένου να αποκτήσουμε σαφέστερη εικόνα.

### 5.3.2 Κεφαλαιακή διάρθρωση εταιρειών και κόστος κεφαλαίων

Οι επενδυτές όπως είναι φυσικό απαιτούν ένα ελάχιστο ποσοστό απόδοσης της επένδυσης τους προκειμένου να είναι ικανοποιημένοι. Το επιθυμητό ποσοστό πρέπει να ισούται τουλάχιστον με το ποσοστό μιας εναλλακτικής επένδυσης αντίστοιχου κινδύνου. Τις επενδύσεις με διαφορετικά ποσοστά κινδύνου θα τα μελετήσουμε παρακάτω (Gitman, 1997).

### 5.3.3 Κόστος μετοχικού κεφαλαίου

Το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου είναι το ελάχιστο ποσοστό απόδοσης που απαιτείται προκειμένου να εισέλθουν οι επενδυτές στο μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας.



Από το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων μπορούμε να υπολογίσουμε την απαιτούμενη απόδοση του κοινού μετοχικού κεφαλαίου και κατά συνέπεια τον καθορισμό του προσαρμοσμένου συντελεστή προεξόφλησης. Ο προσαρμοσμένος συντελεστής προεξόφλησης συσχετίζει την αναμενόμενη απόδοση με το ρίσκο που αναλαμβάνουμε από τη συγκεκριμένη επένδυση. Είναι αυτονόητο ότι όσο μεγαλύτερο κίνδυνο αναλαμβάνουμε τόσο μεγαλώνει και το ύψος της απόδοσης που επιθυμούμε. Έχουμε:

$$K_{\alpha} = A_{\chi\kappa} + (A_{\chi\alpha} - A_{\chi\kappa}) \beta_{\varepsilon} \quad (5.2)$$

Όπου:

$K_{\alpha}$  = Κόστος αποθεματικών ή Καθορισμένος συντελεστής προεξόφλησης

$A_{\chi\kappa}$  = Απόδοση χωρίς κίνδυνο

$A_{\chi\alpha}$  = Απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς

$\beta_{\varepsilon}$  = Συντελεστής βήτα επένδυσης  $\varepsilon$

Για παράδειγμα η επιχείρηση A επιθυμεί να εξαγοράσει την επιχείρηση X. Η απόδοση χωρίς κίνδυνο είναι 5%, η απόδοση του χαρτοφυλακίου αγοράς είναι 8% και ο συντελεστής  $\beta$  (θα αναλυθεί σε παρακάτω κεφάλαιο) της επιχείρησης X 1,5. Με βάση τα δεδομένα αυτά ο προσαρμοσμένος συντελεστής προεξόφλησης είναι:

$$K_{\alpha} = 5\% + (8\% - 5\%) 1,5 = 9,5\%$$

#### 5.4 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (ΜΣΚΚ)

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (ΜΣΚΚ) είναι ένας ευρύτερος συντελεστής από το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου ή του προσαρμοσμένου συντελεστή προεξόφλησης και αντιπροσωπεύει την ελάχιστη απόδοση που πρέπει να προσφέρει μια εταιρεία προκειμένου να πείσει τους δυνητικούς επενδυτές να επενδύσουν στις μετοχές και τις ομολογίες της. Ο συγκεκριμένος συντελεστής είναι ο μέσος σταθμικός αριθμητικός του κόστους όλων των πηγών χρηματοδότησης, με συντελεστές στάθμισης την αναλογία κάθε πηγής χρηματοδότησης. Σύμφωνα με τον κ Αρτίκη είναι:

$$K = \Sigma_1 K_{\delta} + \Sigma_2 K_{\pi} + \Sigma_3 K_{\alpha} + \Sigma_4 K_{\kappa} \quad (5.3)$$

Όπου:

$K$  = Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

$\Sigma_1$  = Αναλογία μακροπρόθεσμων δανείων

$\Sigma_2$  = Αναλογία προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

$\Sigma_3$  = Αναλογία αποθεματικών

$\Sigma_4$  = Αναλογία κοινού μετοχικού κεφαλαίου

Οι συντελεστές στάθμισης βασίζονται σε τρέχουσες αξίες.

Σύμφωνα με ένα άλλο τύπο που αποτελείται από επιθυμητές αξίες είναι:

$$K = K_{\alpha} \frac{T_A}{(T_{\Delta} + T_A)} + e(1 - \Phi) \frac{T_{\Delta}}{(T_{\Delta} + T_A)} \quad (5.4)$$

Όπου :

$$K_{\alpha} = A_{\chi\kappa} + (A_{\chi\alpha} - A_{\chi\kappa}) \beta_{\varepsilon} \text{ (Όπως παραπάνω)}$$

TA = Τρέχουσα αξία της επιχείρησης

TΔ = Τρέχον δανεισμός της επιχείρησης

$\varepsilon$  = Επιτόκιο δανεισμού

$\Phi$  = Φορολογικός συντελεστής

Ένα μέρος των τόκων αφαιρείται λόγω της έκπτωσης από το φόρο, επομένως το πραγματικό κόστος δανεισμού επομένως το πραγματικό κόστος δανεισμού είναι:  $\varepsilon (1-\Phi)$ . Επιπλέον οι παράγοντες  $TA / (T\Delta + TA)$  και  $T\Delta / T\Delta + TA$  αντιπροσωπεύουν την επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας. Αυτοί είναι οι επιθυμητοί στόχοι και όχι οι τρέχουσες πραγματικές αξίες. Οι τρέχουσες αξίες της επιχείρησης και του δανεισμού σαν ποσοστό της συνολικής κεφαλαιοποίησης μπορεί να απέχει από το επιθυμητό.

Για να δούμε τελικά αν οι συντελεστές στάθμισης θα πρέπει να βασίζονται σε λογιστικές, τρέχουσες ή επιθυμητές αξίες θα κάνουμε μια μικρή αναφορά σε αυτές.

Λογιστική αξία Η λογιστική αξία (book value) αντιπροσωπεύει την αξία της επιχείρησης όπως αυτή προκύπτει από τον ισολογισμό της. Αναφέρεται στα πάγια περιουσιακά στοιχεία και όχι στα άυλα τα οποία μπορεί να είναι κάποια πατέντα, κάποια αποκλειστικότητα ή η φήμη και πελατεία (goodwill) της επιχείρησης.

Τρέχουσες αξίες Η τρέχουσα αξία (market value) αντιπροσωπεύει την κεφαλαιοποίηση της εταιρείας (αν διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο) ή το κόστος που πληρώνουμε για την απόκτηση μετοχών, ομολόγων τη δεδομένη χρονική στιγμή. Πολλές φορές είναι μεγαλύτερη από τη λογιστική επειδή οι επενδυτές προσβλέπουν σε γοργούς ρυθμούς ανάπτυξης ή λόγω ενός βελτιωμένου επενδυτικού κλίματος, χωρίς να αποκλείεται ότι μπορεί να συμβεί και το αντίθετο. Άλλωστε τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο μια πληθώρα μετοχών της μικρής κεφαλαιοποίησης κυρίως διαπραγματεύονται κάτω από τη λογιστική τους αξία.

Επιθυμητές αξίες Οι επιθυμητές αξίες (target values) όπως είδαμε και στον παραπάνω τύπο βασίζονται στην κεφαλαιακή διάρθρωση την οποία η επιχείρηση επιθυμεί να διατηρήσει όταν αντλεί νέα κεφάλαια. Οι λογιστικές και τρέχουσες αξίες αντανakλούν τη σύνθεση της υπάρχουσας κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Όπως γίνεται αντιληπτό από τα παραπάνω οι λογιστικές αξίες μπορούν να μας οδηγήσουν σε λανθασμένους υπολογισμούς αν οι πραγματικές αξίες έχουν μεταβληθεί από το διάστημα δημοσίευσης του ισολογισμού μέχρι τη χρονική στιγμή που εξετάζουμε τα στοιχεία. Από την άλλη λόγω συγκυριών οι τρέχουσες αξίες μπορεί να μην αντιπροσωπεύουν την πραγματική κατάσταση της εταιρείας και να μας οδηγήσουν σε εσφαλμένα συμπεράσματα αγνοώντας την πορεία της εταιρείας το προηγούμενο χρονικό διάστημα. Επίσης οι τρέχουσες αξίες ενδεχομένως να μην αντιπροσωπεύουν την επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας ή αυτή που θα μπορούσε να επιτύχει

όπως μας δείχνουν οι επιθυμητές αξίες. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι τα δεδομένα μεταβάλλονται ανάλογα με χρονική στιγμή και η εξέταση του πρέπει να γίνεται σύμφωνα με τα ζητούμενα ή το χρονικό διάστημα που θέλουμε να μελετήσουμε.

Αποτίμηση Goodwill Η υπεραξία που δημιουργείται κατά την αγορά ή συγχώνευση ολόκληρης οικονομικής μονάδας και η οποία είναι ίση με τη διαφορά μεταξύ του ολικού τιμήματος αγοράς και της πραγματικής αξίας της των επιμέρους περιουσιακών της στοιχείων, λογίζεται ως “υπεραξία επιχείρησης (goodwill) ” και αποσβένεται είτε εφάπαξ, είτε τμηματικά και ισόποσα σε περισσότερες από μια χρήσεις, οι οποίες δεν είναι δυνατόν να υπερβαίνουν τα πέντε έτη (Ε.Γ.Λ.Σ. παρ. 2.2.110), ενώ τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα απαιτούν η υπεραξία που αποκτάται σε συνένωση επιχειρήσεων να αποτιμάται κατά την αρχική αναγνώριση στο κόστος μείον οποιοσδήποτε σωρευμένες ζημιές απομείωσης (Αληφαντής, 1998).

## **5.6 Περίληψη κεφαλαίου**

Στην προσπάθεια μας να εντοπίσουμε πιθανούς στόχους εξαγοράς θέτουμε ορισμένα βασικά κριτήρια όπως είναι ο κλάδος, το μερίδιο της αγοράς που κατέχει η πιθανή εταιρεία στόχος, τα συγκριτικά της πλεονεκτήματα

παραγωγής, καινοτομιών, τεχνογνωσίας αλλά και χρηματοοικονομικά κριτήρια όπως κερδοφορία, περιθώρια κέρδους, δείκτες δανεισμού και ταμειακών ροών. Η επιλογή πιθανών στόχων εξαγοράς που πληρούν τα παραπάνω κριτήρια μπορεί να γίνει με σύγκριση δεικτών των εταιρειών του σχετικού κλάδου.

Βασική προϋπόθεση για την εμπλοκή μας σε διαδικασίες εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι η ύπαρξη πλεονάσματος ταμειακών ροών ή εταιρεία που πρόκειται να εξαγοράσουμε να μας δημιουργεί θετικό ισοζύγιο αυτών. Βέβαια βασικοί παράγοντες είναι το κόστος της επένδυσης αλλά και η απόδοση που αναμένουμε από τη συγκεκριμένη επένδυση. Για αυτό θα πρέπει να υπολογίσουμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης που πρόκειται να εξαγοράσουμε αφού η απόδοση σχετίζεται άμεσα με το κόστος κεφαλαίου.

## Βιβλιογραφία

1. M. Jensen, "The Takeover Controversy," Midland Corporate Finance Journal, Vol. 4, No. 2, summer 1986, σελ. 333-337.
2. R. Morck, A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Do Managerial Objectives Drive Acquisitions?" Journal of Finance , Vol. 45 , 3/1990, σελ. 31-48.
3. K. Lehn and A. Poulsen, "Free Cash Flow and Shareholder Gains in Going Private Transactions," Journal of Finance , Vol. 44. 7/ 1989, σελ. 771-787.
4. Γ. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση- Αποφάσεις Επενδύσεων, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2002, σελ. 99.
5. L. Gitman, Principles of Managerial Finance plus MyFinanceLab: International Edition 11th Edition, Prentice Hall, 2005, σελ 209.
6. Γ. Αρτίκης, ο.π, σελ 102.
7. Γ. Σ. Αληφαντής, Συγχωνεύσεις Επιχειρήσεων, (Σημειώσεις από τις παραδόσεις του μαθήματος του στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς), Αθήνα, 2001, σελ. 61.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΣΕ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

#### 6.1 Εισαγωγή

Υπάρχουν διάφοροι μέθοδοι αποτίμησης των εταιρειών στόχων. Η επιλογή μιας μεθόδου γίνεται συνήθως σύμφωνα με τις προτεραιότητες που έχουμε θέσει κατά την επιλογή του στόχου εξαγοράς. Για παράδειγμα στις μέρες μας τα επενδυτικά funds αναζητούν στόχους εξαγοράς με υψηλά ταμειακά διαθέσιμα, μηδενικό ή ελάχιστο δανεισμό και υψηλές ταμειακές ροές όπως ήταν για παράδειγμα η εξαγορά της Νεοχημικής από το fund της Carlyle.

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο έγινε μια προσπάθεια διαχωρισμού των διαφόρων μεθόδων στις κατηγορίες αποτίμησης μετοχών ή καθαρά περιουσιακών στοιχείων, στην κατηγορία πρόβλεψης της μελλοντικής κατάστασης της εταιρείας και σε μια τρίτη κατηγορία αξιολόγησης των καθαρά χρηματοοικονομικών στοιχείων. Όπως προαναφέραμε καμία από τις μεθόδους δε μπορεί να μας δώσει μια αντικειμενική αξία που να μη μπορεί να αμφισβητηθεί αλλά πρέπει να τις λαμβάνουμε απλά ως ένα σημείο εκκίνησης προκειμένου να μπορέσουμε να προσφέρουμε ένα τίμημα το μπορεί να αιτιολογηθεί και να βασίζεται όσο το δυνατόν σε πραγματικούς παράγοντες.



## 6.2 Μέθοδοι αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων

Στη συγκεκριμένη κατηγορία υπάρχουν διάφορα υποδείγματα και τεχνικές αποτιμήσεως επιχειρήσεων, η χρήση των οποίων εξαρτάται από πολλούς παράγοντες που διαφέρουν σε κάθε περίπτωση. Τέτοιοι παράγοντες μπορεί να είναι για παράδειγμα εάν η εταιρεία είναι εισηγμένη σε κάποιο χρηματιστήριο, αν χαρακτηρίζεται από μεγάλη αύξηση κερδών και μερισμάτων, εάν έχει υπεραξίες από ακίνητα και σίγουρα από τον κλάδο που ανήκει (Κυριαζής,2007).

### 6.2.1 Αποτίμηση Μετοχικού κεφαλαίου.

Σύμφωνα με το Fama και την ανάπτυξη της θεωρίας περί efficient-market hypothesis (EMH), οι χρηματαγορές είναι “informationally efficientt” δηλαδή εμπεριέχουν όλες τη γνωστή πληροφόρηση στις αποδόσεις τους. Δηλαδή οι μετοχές, τα ομόλογα και οποιοδήποτε επενδυτικό προϊόν που διαπραγματεύεται σε μια αγορά κεφαλαίου αντανακλά οποιαδήποτε γνωστή πληροφορία. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη υπόθεση είναι αδύνατο χρησιμοποιώντας τις ήδη υπάρχουσες πληροφορίες να υπεραποδώσουμε της συγκεκριμένης αγοράς αγοράζοντας για παράδειγμα κάποια μετοχή, εκτός αν γνωρίζουμε κάποια μελλοντικά γεγονότα που μπορούν να επηρεάσουν την τιμή της ή καθαρά και μόνο από τύχη. Εκτός όμως από τις πληροφορίες μια

πληθώρα παραγόντων μπορεί να επηρεάζουν την αποτίμηση της μετοχής μιας εταιρείας.

Η βασική διαφορά των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών από τις μη εισηγμένες είναι ότι οι μετοχές των πρώτων είναι άμεσα διαπραγματεύσιμες, υπάρχει εμπορευσιμότητα και μπορούμε να έχουμε κάθε χρονική στιγμή για το πώς αποτιμά η αγορά τη συγκεκριμένη εταιρεία χωρίς αυτό βέβαια να ανταποκρίνεται πάντα και στην πραγματική αξία μιας εταιρείας. Για παράδειγμα σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της χρηματιστηριακή τιμής, εκτός από τη χρονική στιγμή και ενδεχομένως κάποια συγκυρία που βιώνουμε όπως το τρίτο τρίμηνο του 2008 με συνεχή πτώση των τιμών, παίζουν η διασπορά της, η ύπαρξη και προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου, το χρηματιστήριο και ο δείκτης που συμμετέχει, το νομοθετικό πλαίσιο και μια πληθώρα άλλων παραγόντων που επηρεάζουν τη διαμόρφωση της τιμής μιας μετοχής. Για να προσεγγίσουμε όμως καλύτερα τη συγκεκριμένη μέθοδο θα προσπαθήσουμε να αναλύσουμε τις μεθόδους αποτίμησης του μετοχικού κεφαλαίου.

#### 6.2.1.1 Μέθοδος αποτίμησης αναμενόμενων μερισμάτων σύμφωνα με το μοντέλο Gordon.

Αυτή η μέθοδος καθορίζει την αξία του μετοχικού κεφαλαίου λαμβάνοντας υπόψη την παρούσα αξία των μερισμάτων που θα αποδοθούν στους μερισματούχους σε βάθος μιας χρονικής περιόδου. Με τη συγκεκριμένη μέθοδο

μπορεί να λάβουμε διαφορετικά αποτελέσματα σύμφωνα με το ρυθμό ανάπτυξης των μερισμάτων που αναμένουμε.

Η αξία της μετοχής μιας εταιρίας τη χρονική στιγμή μηδέν σύμφωνα με το μοντέλο Gordon μπορεί να προσδιοριστεί ως εξής:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K_s)^1} + \frac{D_2}{(1+K_s)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+K_s)^\infty} \quad (6.1)$$

Όπου

$P_0$  = η τιμή της μετοχής τη χρονική στιγμή μηδέν

$D_i$  = το μέρισμα τη χρονική στιγμή  $i$ .

$K_s$  = το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου όπως αναφέραμε στο προηγούμενο κεφάλαιο.

Τι γίνεται όμως στις περιπτώσεις όπου το μέρισμα που αποδίδεται δεν είναι σταθερό; Τότε αν έχουμε ένα συγκεκριμένο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων όπως μπορούμε να δούμε από ιστορικά στοιχεία (αυτό συνήθως συμβαίνει με εταιρείες blue chips ή εταιρείες που ακολουθούν τη συγκεκριμένη μερισματική πολιτική) ο τύπος 6.1 διαφοροποιείται ως εξής:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+K_s)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_s)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_s)^\infty} \quad (6.2)$$

Ή σε απλοποιημένη μορφή:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g} \quad (6.3)$$

με την προϋπόθεση ότι το κόστος κεφαλαίου  $k$  είναι μεγαλύτερο από το ρυθμό αύξησης των μερισμάτων  $g$ . Συνήθως μια χρονική περίοδος που εξετάζουμε για να μπορέσουμε να προσδιορίσουμε το ρυθμό αύξησης είναι το βάθος μιας δεκαετίας.

#### 6.2.1.2 Η εμπορευσιμότητα των μετοχών μιας εταιρείας.

Η συγκεκριμένη μέθοδος μπορεί να μην καθορίζει ακριβώς το τίμημα της εξαγοράς αλλά το διαμορφώνει είτε προς τα πάνω είτε προς τα κάτω το τίμημα και αναφέρεται κυρίως στη απόκτηση συμμετοχής σε κάποια εταιρεία η οποία όμως παίζει καθοριστικό ρόλο στην απόκτηση είτε ολόκληρης της εταιρείας είτε του καθοριστικού ποσοστού ελέγχου αυτής. Σύμφωνα με το νόμο 3461/2006 που ισχύει για εξαγορές εταιρειών που είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ όταν κάποιο φυσικό ή νομικό πρόσωπο αποκτήσει ποσοστό πάνω από το 1/3 σε μια εταιρεία τότε είναι υποχρεωμένο να υποβάλλει δημόσια πρόταση προς τους υπόλοιπους μετόχους για την εξαγορά του υπόλοιπου ποσοστού. Η προτεινόμενη πρέπει να είναι ίση ή υψηλότερη από την υψηλότερη τιμή στην οποία το υπόχρεο πρόσωπο ή κάποιο από τα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτό απέκτησε, κατά τους δώδεκα μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας κατά την οποία ο προτείνων κατέστη

υπόχρεος να υποβάλει δημόσια πρόταση, κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο της δημόσιας πρότασης.

Επομένως σημαντικό ρόλο παίζει το χρηματιστήριο στο οποίο είναι εισηγμένη μια μετοχή ή ακόμη ο δείκτης ή η κατηγορία στην οποία συμμετέχει. Όταν μια εταιρεία είναι εισηγμένη σε ένα περιφερειακό χρηματιστήριο με περιορισμένη εμπορευσιμότητα ή ακόμη και σε ένα δείκτη με μικρή εμπορευσιμότητα (για παράδειγμα ο FTSE 80 έχει πολύ μικρότερη εμπορευσιμότητα από ότι ο FTSE 20 στο ΧΑΑ ) είναι εύκολο να παρουσιαστούν φαινόμενα στρέβλωσης. Λέγοντας φαινόμενα στρέβλωσης εννοούμε ότι ενδεχομένως κάποιοι μέτοχοι που ενδεχομένως να γνωρίζουν μια επικείμενη συμφωνία εξαγοράς μιας εταιρείας με αγοραπωλησίες που πραγματοποιούν επηρεάζουν την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής με σκοπό να επηρεάσουν και το προσφερόμενο τίμημα. Επομένως όσο μεγαλύτερη είναι μια εταιρεία ή όσο πιο μεγάλη είναι η εμπορευσιμότητα της τόσο πιο δύσκολο είναι να παρουσιαστούν τέτοια φαινόμενα. Βέβαια αυτό δε σημαίνει ότι και σε μεγαλύτερες εταιρείες αποκλείεται να εμφανιστούν τέτοια φαινόμενα. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της εξαγοράς της εταιρείας “Γερμανός” από την Cosmote. Παραθέτουμε την απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς για τη συγκεκριμένη υπόθεση:

Στην επιβολή προστίμων προχώρησε το διοικητικό συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε έξι φυσικά πρόσωπα, αλλά και στην EFG Eurobank AXEΠEY, κατά τη σημερινή (7/3) συνεδρίασή του. Όπως αναφέρεται σε σχετική ανακοίνωση, η απόφαση ελήφθη κατά πλειοψηφία. Ειδικότερα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς:

\* Επέβαλλε πρόστιμα ύψους 200.000 ευρώ στον κ. Π. Γερμανό, 100.000 ευρώ στους κ.κ. Σ. Μάρρα και Σ. Κόπολα, 80.000 ευρώ στους κ.κ. Γ. Διαμαντή και Α. Παναγιώτου και 20.000 ευρώ στον κ. Ι. Κότσιρα, διότι με τη "συναλλακτική τους συμπεριφορά στο διάστημα 15.12.2005-23.3.2006 προέβησαν επανειλημμένα σε στήριξη της τιμής της μετοχής «Γερμανός ΑΒΕΕ» κατά τη διάρκεια της δημοπρασίας στην οποία υπολογίζεται η τιμή κλεισίματος, κατά παράβαση του Ν. 3340/2005 για κατάχρηση αγοράς".

\* Επέβαλλε πρόστιμο ύψους 80.000 ευρώ στην EFG Eurobank ΑΧΕΠΕΥ διότι "δεν έλαβε τα κατάλληλα προληπτικά μέτρα για την αποτροπή της ανωτέρω παραβατικής συμπεριφοράς".

Στην ίδια ανακοίνωση σημειώνεται διευκρινίζεται ότι από τις 24.3.2006 μέχρι την ημερομηνία σύναψης της συμφωνίας εξαγοράς της «Γερμανός ΑΒΕΕ» από την «Cosmote Α.Ε.» (9.5.2006) δεν διαπιστώθηκε από τον έλεγχο της Επιτροπής οποιαδήποτε άλλη παραβατική συμπεριφορά.

Τέλος, το Συμβούλιο σε συνέχεια της απόφασής του 466/7.3.2008 αποφάσισε να επιβάλει πρόστιμο 80.000 ευρώ και στον κ. Κωνσταντίνο Καραφωτάκη για τη συμμετοχή του στη στήριξη της τιμής της μετοχής «Γερμανός ΑΒΕΕ» κατά παράβαση του ν.3340/2005 για κατάχρηση αγοράς

Επιπλέον όταν οι μετοχές μιας εταιρεία είναι χαμηλής εμπορευσιμότητας αποτρέπουν κάποιο δυνητικό επενδυτή να επενδύσει σε αυτή αφού ο κίνδυνος ενδεχόμενου εγκλωβισμού σε μια αρνητική χρηματιστηριακή συγκυρία είναι μεγαλύτερος από ότι σε μια εταιρεία υψηλής εμπορευσιμότητας.

Σε συνδυασμό με τα παραπάνω είναι και το ποσοστό ελεύθερης διασποράς μιας μετοχής. Το ποσοστό δηλαδή των μετοχών που διαπραγματεύονται στην αγορά και δεν ελέγχεται άμεσα ή έμμεσα από κάποιο μεγαλομέτοχο ή ομάδα μεγαλομετόχων. Όταν έχουμε μικρή διασπορά είναι εύκολο να εμφανιστούν πάλι φαινόμενα στρέβλωσης ενώ η διαπραγματευτική μας ισχύς μειώνεται κατά τη λήψη αποφάσεων ενώ κατά τη διαδικασία της εξαγοράς εύκολα το τίμημα

μπορεί να επηρεαστεί προς τα πάνω και να επιβαρύνει την αρχική μας πρόβλεψη.

Όλα αυτά τα αναφέρουμε για να δείξουμε τον κίνδυνο που ενδεχομένως εμπεριέχεται στις μετοχές μιας κατά τα άλλα υγιούς εταιρείας. Το συγκεκριμένο κίνδυνο μπορούμε να τον ενσωματώσουμε με κάποιο ποσοστό έκπτωσης στη τιμή της μετοχής σύμφωνα με το μοντέλο Gordon σε σχέση με την παρούσα αξία των μερισμάτων που αναμένεται να λάβουμε σε βάθος χρόνου.

#### 6.2.1.3 Προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο εταιρείας

Συνήθως το μέρισμα των προνομιούχων μετοχών είναι σταθερό και συγκεκριμένο και δεν επηρεάζεται από συγκυρίες ή κακές σε απόδοση χρονιές. Για αυτό το λόγο σε αρκετές περιπτώσεις επειδή οι υποχρεώσεις προς τους μετόχους είναι συγκεκριμένες μπορεί να αντιμετωπιστεί σαν ένα είδος υποχρεώσεων και να αφαιρείται το προς διάθεση προνομιούχο μέρισμα πριν τη διάθεση του μερίσματος στις κοινές μετοχές. Αυτές οι σημαντικές υποχρεώσεις της εταιρείας ως προς το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο είναι και ο λόγος που οι ενισχύσεις των κεντρικών τραπεζών που δίνονται στα πιστωτικά ιδρύματα, για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, δίνονται με συμμετοχή στο προνομιούχο κεφάλαιο της εταιρείας με συγκεκριμένη και σταθερή ετήσια απόδοση. Για χάρη συντομίας και απλοποίησης των υπολογισμών αφού στην πλειοψηφία τους το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο είναι περιορισμένο και έχει

αρχίσει πλέον να αντικαθίσταται από κοινό το κόστος του υπολογίζεται μόνο σαν αυτό της περιορισμένης διασποράς όπως προαναφέραμε στην εμπορευσιμότητα της μετοχής (Henkel, 1990).

#### 6.2.2 Μέθοδοι αποτίμησης βασισμένες στα πάγια στοιχεία της εταιρείας.

Οι μέθοδοι που προσεγγίζουν την αποτίμηση μιας εταιρείας βάση των περιουσιακών της στοιχείων και μόνο είναι χρήσιμες σε συγκεκριμένες περιπτώσεις μόνο όπως για παράδειγμα της άμεσης ρευστοποίησης ή της εντελώς νέας εταιρείας όπως γίνεται για παράδειγμα στον τομέα των αερομεταφορών όπου ιδρύονται εντελώς νέες εταιρείες, απαλλαγμένες βαρών ύστερα από την υπαγωγή σε χρεοκοπία παλιότερων ζημιογόνων εταιρειών. Ο υπολογισμός της λογιστικής αξίας ανά μετοχή, των πάγιων στοιχείων εκτός της ενδεχόμενης υπεραξίας (goodwill) ή του κόστους ρευστοποίησης μιας εταιρείας είναι χρήσιμες όταν αξιολογούμε εταιρείες χρηματοοικονομικών υπηρεσιών ή σε εταιρείες μεταφορών και διανομών αφού το μεγαλύτερο ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων αυτών των εταιρειών είναι άμεσα ρευστοποιήσιμο σε τρέχουσες τιμές. Το ποσό που θεωρητικά αποκομίζουμε κατά τη ρευστοποίηση μιας εταιρείας είναι η τρέχουσα αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης αφαιρώντας τις υποχρεώσεις της και το κόστος ρευστοποίησης.

Στην περίπτωση που μια επιχείρηση απαρτίζεται από πολλές θυγατρικές ή διάφορες επιχειρησιακές μονάδες και γραμμές παραγωγής με μια πληθώρα



διαφορετικών δραστηριοτήτων η αξία ρευστοποίησης προκύπτει αν αθροίσουμε το κόστος ρευστοποίησης της κάθε μονάδος σαν να λειτουργούσε αυτόνομα.

Στη συγκεκριμένη μέθοδο θα πρέπει να υπολογίζονται οι φορολογικές υποχρεώσεις, ενδεχόμενα βάρη που υπάρχουν επί των παγίων, υποχρεώσεις έναντι της πολιτείας, των πιστωτών ή ακόμη και ενδεχόμενα ευνοϊκά καθεστάτα που μπορεί να υπήρχαν λόγω κάποιου αναπτυξιακού νόμου ή προγράμματος. Αντίθετα δεν υπολογίζονται ενδεχόμενες συνεργίες ή οφέλη που μπορεί να υπήρχαν από τη συνεργασία των διαφόρων επιχειρησιακών μονάδων.

### 6.2.3 Μέθοδοι βασισμένοι στο κόστος αντικατάστασης

Μέσω αυτής της μεθόδου υπολογίζουμε το κόστος αντικατάστασης των πάγιων περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας έχοντας αφαιρέσει την υπολειπόμενη αξία των παγίων που πρόκειται να αντικατασταθούν και την παρούσα αξία των εμπράγματων βαρών τους. Για τον προσδιορισμό του τιμήματος απαιτείται η συνεργασία με επαγγελματίες εκτιμητές διεθνούς ή αναγνωρισμένης και ευρέως αποδεκτούς φήμης. Αυτή μέθοδος δε λαμβάνει υπόψη την ενδεχόμενη υπεραξία που μπορεί να προέκυπτε από τη χρήση αυτών των περιουσιακών στοιχείων ούτε την προστιθέμενη αξία που μπορεί να προσέδιδαν στην επιχείρηση δημιουργώντας κέρδη, ταμειακές εισροές ή την πραγματοποίηση κάποιων συνεργιών. Αυτή η μέθοδος ενδεχομένως να μην είναι η κατάλληλη

όταν η εταιρεία διαθέτει ένα μεγάλο πλήθος περιουσιακών στοιχείων που είναι δύσκολο να εκτιμηθούν και ενδεχομένως να μας οδηγήσουν σε σφάλματα, όπως συνέβη για παράδειγμα κατά την πρώτη μετοχοποίηση του ΟΤΕ όπου υποεκτιμήθηκαν σημαντικά περιουσιακά του στοιχεία με αποτέλεσμα το τίμημα που δόθηκε από τους τότε επενδυτές να είναι σημαντικά χαμηλότερο από την πραγματική του αξία.

Για το συνδυασμό των παραπάνω χρησιμοποιείται το υπόδειγμα του Tobin, που είναι γνωστό και ως δείκτης του Tobin (Tobin's Q ratio) και έχουμε :

Tobin's Q = Αγοραία Αξία Επιχείρησης/ Τρέχον Κόστος Αντικατάστασης των Περιουσιακών στοιχείων της.

Όπου:

Αγοραία Αξία Επιχείρησης = Αξία ιδίων κεφαλαίων + Αξία ξένων κεφαλαίων

Τρέχον Κόστος Αντικατάστασης των Περιουσιακών στοιχείων της = Συνολική δαπάνη για την αντικατάσταση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης με άλλα παρόμοια.

Σκοπός του υποδείγματος είναι να διαπιστώσει κατά πόσον υπάρχει απόκλιση της αγοραίας από την πραγματική αξία της επιχείρησης. Αν  $Q > 1$  τότε σημαίνει εμπεριέχεται υπεραξία στο τίμημα της επιχείρησης που ενδεχομένως να οφείλονται στις αναπτυξιακές της προοπτικές.

#### 6.2.4 Μέθοδος της Προσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης της επιχείρησης.

Η συγκεκριμένη μέθοδος συνήθως χρησιμοποιείται για την αποτίμηση εταιρειών με μεγάλο χαρτοφυλάκιο ακινήτων ή χρεογράφων όπως για παράδειγμα είναι τα τραπεζικά ιδρύματα ή οι εταιρείες συμμετοχών όπου παρουσιάζονται συχνές αυξομειώσεις του χαρτοφυλακίου του και επομένως και της συνολικής τους αξία.

Η μέθοδος προσαρμοσμένης καθαρής θέσης υπολογίζει την καθαρή θέση της επιχείρησης αφαιρώντας από το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων (ή του ενεργητικού) το σύνολο των υποχρεώσεων αφού έχει γίνει η αποτίμηση τους σε τρέχουσες αξίες. Υπολογίζεται το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων υλικών ή άυλων σε τρέχουσες αξίες στη βάση της συνεχιζόμενης δραστηριότητας (on a going concern premise of value), ωστόσο μερικές φορές πρέπει να υπολογιστούν με την υπόθεση της ρευστοποίησης τους. Εκτός όμως από τον υπολογισμό των περιουσιακών στοιχείων πρέπει να υπολογιστούν και οι υποχρεώσεις της εταιρείας είτε αυτές εμφανίζονται στον ισολογισμό είτε όχι. Για παράδειγμα θα πρέπει να υπολογιστούν ενδεχόμενες αποζημιώσεις αποχώρησης για το σύνολο του προσωπικού (σύμφωνα με τα Δ.Λ.Π), ενδεχόμενες φορολογικές επιβαρύνσεις από μελλοντικούς ελέγχους (Lago, 2005)

Επίσης θα πρέπει να υπολογιστούν ενδεχόμενες αυξομειώσεις από συμμετοχές σε θυγατρικές, από τον υπολογισμό σε τρέχουσες αξίες ακινήτων, μετοχών και όλων των επενδυτικών προϊόντων του χαρτοφυλακίου μας που

συνήθως αποτιμώνται σε τιμές κτήσης, καθώς επίσης και συνταξιοδοτικά δικαιώματα εργαζομένων, νομικές υποχρεώσεις και διεκδικήσεις και οποιαδήποτε απαίτηση της εταιρείας μας προς άλλες αλλά και το αντίστροφο. Τέλος το μόνο που δεν υπολογίζεται είναι η αξία της υπεραξίας (goodwill).

### **6.3 Μέθοδοι αποτίμησης που βασίζονται στις προβλέψεις.**

Η βάση υπολογισμού της αξίας της επιχείρησης είναι τα προβλεπόμενα μελλοντικά κέρδη και μία από τις βάσεις εκτιμήσεως αυτών πρέπει να είναι αρχικά τα κέρδη που πραγματοποίησε η επιχείρηση στο παρελθόν. Υπάρχει μια πληθώρα μελετών που βασίζονται στην πρόβλεψη των μελλοντικών μεγεθών ή μεθόδων που αναλύοντας το παρελθόν των οικονομικών στοιχείων προσπαθούν να προβλέψουν τα μελλοντικά. Επιβάλλεται όμως να ερευνείται σε κάθε περίπτωση κατά πόσο τα πραγματοποιημένα λειτουργικά αποτελέσματα, που προκύπτουν από τα οικονομικά στοιχεία προηγούμενων ετών, μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την εκτίμηση μελλοντικών μεγεθών (Σακέλλης, 2001)..

Η ουσιαστική βάση για την αποτίμηση μιας επιχείρησης σε λειτουργία είναι τα εκτιμώμενα μελλοντικά κέρδη που υπολογίζονται με βάση τα αναδρομικά κέρδη και προβολή αυτών στο μέλλον. Κυρίως η Οικονομετρία χρησιμοποιώντας εργαλεία από τη στατιστική αναλύει οικονομικές και χρηματοοικονομικές μεταβλητές. Η βασική αρχή είναι χρησιμοποιώντας όσο το δυνατόν απλές και

οικονομικές μεθόδους να κάνουμε μια αρχική πρόβλεψη ή εκτίμηση κάποιων οικονομικών μεγεθών προκειμένου να προχωρήσουμε σε επόμενα στάδια των διαπραγματεύσεων. Παρακάτω θα αναλύσουμε μερικές από αυτές.

### 6.3.1 Απεικόνιση ιστορικών ρυθμών ανάπτυξης στο μέλλον.

Η συγκεκριμένη μέθοδος προσπαθεί λαμβάνοντας υπόψη της τους ιστορικούς ρυθμούς ανάπτυξης του παρελθόντος για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο να κάνει προβολή των αναμενόμενων ρυθμών ανάπτυξης στο μέλλον. Σαν ρυθμός ανάπτυξης λαμβάνεται ένας σταθμισμένος ρυθμός ανάπτυξης από τα επιλεγμένα έτη. Ο τύπος που απεικονίζει τη συγκεκριμένη μέθοδο είναι:

$$Y = (1+g)^n X \quad (6.4)$$

Όπου:

Y= τελευταία αξία ταμειακής ροής

X= αρχική αξία ταμειακής ροής

n= ο αριθμός των ιστορικών ετών που έχουν επιλεγθεί

g= ο σταθμισμένος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης

Αν επιλέξουμε να λύσουμε τον παραπάνω τύπο ως προς g έχουμε:

$$g = \sqrt[n]{Y/X} - 1 \quad (6.5)$$

Ο σταθμισμένος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης ταμειακών ροών, εσόδων, πωλήσεων αφού υπολογιστεί εφαρμόζεται στα τελευταία δημοσιευμένα στοιχεία ή στα επίσημα στοιχεία που υπάρχουν προκειμένου να προβλέψουμε τη μελλοντική εξέλιξη των μεγεθών. Βέβαια εδώ ενέχει ο κίνδυνος αν στα τελευταία στοιχεία υπάρχει κάποιο έκτακτο γεγονός που έχει επηρεάσει τα μεγέθη να μην έχουμε αξιόπιστα μελλοντικά αποτελέσματα ή οι προβλέψεις μας να είναι εντελώς λανθασμένες (Alessandri, 2008).

Σε αρκετές περιπτώσεις συνηθίζεται ως βάση υπολογισμού, προκειμένου να αποφευχθούν λάθη ή άστοχες προβλέψεις όπως προαναφέραμε, να λαμβάνεται ο μέσος όρος ρυθμών ανάπτυξης των τελευταίων ετών. Βέβαια και στη συγκεκριμένη περίπτωση πρέπει να λαμβάνονται υπόψη γεγονότα που ενδεχομένως έχουν επηρεάσει κάποια μεγέθη προς τα πάνω ή προς τα κάτω και αν πρόκειται αυτά τα γεγονότα να εμφανιστούν και στα μελλοντικά έτη που εξετάζουμε. Επίσης θα πρέπει να σταθμίζεται η βαρύτητα αυτών των παραγόντων έτσι ώστε να υπάρχει αντίστοιχη διόρθωση του τελικού αποτελέσματος είτε προς τα πάνω είτε προς τα κάτω.

### 6.3.2 Μέση Σταθμισμένη Μέθοδος.

Αν οι αλλαγές που έχουν σημειωθεί, όπως προαναφέραμε παραπάνω, είναι αξιοσημείωτες και επηρεάζουν πλέον μόνιμα την εξέλιξη των μεγεθών τότε τα μεγέθη των πρόσφατων ετών ανταποκρίνονται καλύτερα στα μελλοντικά από

ότι τα παλαιότερα έτη. Ωστόσο οι διαφορές να μην είναι τόσο μεγάλες που να μας οδηγήσουν στη διαγραφή από τον υπολογισμό μας των παλαιότερων ετών, μπορεί όμως να γίνει προσαρμογή της σημαντικότητας τους με ένα συντελεστή στάθμισης. Παραθέτω το παρακάτω παράδειγμα έτσι ώστε να γίνει πιο κατανοητό:

### ΠΙΝΑΚΑΣ 1

#### ΣΤΑΘΜΙΣΗ ΕΣΟΔΩΝ ΠΑΡΕΛΘΟΝΤΩΝ ΕΤΩΝ

Έτος	Έσοδα (σε εκ. €)	Συντελεστής στάθμισης	Σταθμισμένα έσοδα (σε εκ. €)
2003	1.000	1	1.000
2004	1.100	2	2.200
2005	1.200	3	3.600
2006	2.200	4	8.800
2007	3.000	5	15.000
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>8.500</b>	<b>15</b>	<b>30.600</b>

Η μέση σταθμισμένη μέθοδος δίνει μεγαλύτερη βαρύτητα στα πιο πρόσφατα έτη όπως βλέπουμε από τους συντελεστές στάθμισης. Έτσι έχουμε τα κάτωθι:

Απλός μέσος όρος:  $8.500/5=1600$

Σταθμισμένος μέσος όρος;  $30.600/15=2040$

Παρατηρούμε ότι με τη μέση σταθμισμένη μέθοδο τα δύο τελευταία χρόνια έπαιξαν μεγαλύτερο ρόλο στο αποτέλεσμα του 2040 από ότι στον απλό μέσο όρο.

Η συγκεκριμένη μέθοδος δεν ενδείκνυται για νέες εταιρείες ή για ταχέως αναπτυσσόμενες εταιρείες. Συνήθως οι εταιρείες που εξετάζουμε με αυτή τη μέθοδο βρίσκονται στη φάση της ωρίμανσης. Επίσης μεγάλη προσοχή θα πρέπει να δοθεί στο ρυθμό αύξησης των μεγεθών και στους λόγους που συντέλεσαν σε αυτό. Αν για παράδειγμα η βελτίωση των αποτελεσμάτων βασίζεται στη βελτίωση της παραγωγικότητας ή της αποδοτικότητας τότε μπορούμε να ευελπιστούμε στη συνέχιση τους. Αν όμως η αύξηση οφείλεται σε ενδεχομένως υψηλά επίπεδα πληθωρισμού τότε δε μιλάμε για βελτίωση του ρυθμού αύξησης και δε θα πρέπει να χρησιμοποιήσουμε τις συγκεκριμένες μεθόδους.

### 6.3.3 Γραμμική ανάλυση τάσης.

Άλλη μια μέθοδος μελλοντικής πρόβλεψης των μεγεθών είναι μέσω της μεθόδου διερεύνησης της τάσης με γραμμική ανάλυση (Bianchi, 1999). Στη συγκεκριμένη μέθοδο κάνουμε την παραδοχή ότι τα μεγέθη της εταιρείας που εξετάζουμε κινούνται γραφικά πάνω σε μια ευθεία γραμμή σύμφωνα με την εξίσωση

$$R = \alpha + \beta T \quad (6.6)$$

Όπου:

R= Τα προβλεπόμενα μεγέθη για τον επιλεγμένο χρόνο T

$\alpha$ = η αρχική τιμή ή τιμή βάσης



$\beta$ = η κλίση της γραφικής παράστασης. Η κλίση μας φανερώνει κατά πόσο αυξάνεται το μέγεθος που εξετάζουμε όταν ο χρόνος T αυξάνεται κατά μία μονάδα

T= ο χρόνος.

Από τα μεγέθη του προηγούμενου πίνακα έχουμε:

$$\beta = \frac{\Delta R}{\Delta T} = \frac{R_5 - R_1}{T_5 - T_1} = \frac{3000 - 1000}{5 - 1} = \frac{2000}{4} = 500$$

άρα έχουμε μια σχέση της μορφής  $R=600 + 500T$ .

#### 6.3.4 Γραμμική παλινδρόμηση

Η διαδικασία προσαρμογής των δεδομένων μας σε κάποια καμπύλη μπορεί να γίνει πιο ακριβής με τη χρήση των ελαχίστων τετραγώνων, αφού μας βοηθά να προσαρμόσουμε την καμπύλη μας στο μέσο των διαφορετικών σημείων που έχουμε. Επίσης όσο μεγαλύτερη είναι μια απόκλιση τόσο μεγαλύτερη σημασία αποκτάει αφού υψώνεται στο τετράγωνο βοηθώντας μας έτσι να δώσουμε μεγαλύτερη αξία στα πρόσφατα μεγέθη που όπως προείπαμε μπορεί να έχουν και μεγαλύτερες τιμές.

Όπως προηγουμένως θα έπρεπε να υπολογίσουμε τους συντελεστές  $\alpha$  και  $\beta$ . Ο υπολογισμός τους γίνεται με τη χρήση των ελαχίστων τετραγώνων. Έτσι έχουμε:

$$\beta = \frac{N(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{N(\sum X^2) - (\sum X)^2} \quad (6.7)$$

$$\alpha = \frac{\sum Y - b(\sum X)}{N} \quad (6.8)$$

Αν και η συγκεκριμένη μέθοδος μας παρέχει όσο το δυνατόν ακριβή προβολή των ιστορικών στοιχείων σε μελλοντικές προβλέψεις ωστόσο μειονεκτεί στο ότι δε λαμβάνει υπόψη της τους καθοριστικούς παράγοντες που ενδεχομένως επηρέασαν κάποια μεγέθη όπως το γενικότερο οικονομικό κλίμα. Αυτοί οι παράγοντες μπορούν να ενσωματωθούν στην ανάλυση με τη χρήση της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης. Η πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση επιτρέπει στους αναλυτές να ενσωματώσουν πληροφορίες που επηρεάζουν τα δεδομένα μας στην αρχική ανάλυση σύμφωνα με τον τύπο:

$$R = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \dots + \alpha_n X_n \quad (6.9)$$

Η εξίσωση μας δείχνει ότι πολλαπλοί παράγοντες λαμβάνονται υπόψη. Ωστόσο η συγκεκριμένη μέθοδος ξεφεύγει από τα όρια της απλής ανάλυσης όπως ήταν οι προηγούμενες μέθοδοι και είναι αρκετά χρονοβόρος. Ενδεχομένως να καταλήξουμε και σε λανθασμένα αποτελέσματα αν δεν έχει γίνει καλή συσχέτιση ανεξάρτητων με εξαρτημένων μεταβλητών και οι απαραίτητοι οικονομετρικού έλεγχοι (Berk, 2004).

## 6.4 Χρηματοοικονομικές μέθοδοι αποτίμησης

Οι επενδύσεις σε πάγια ενεργητικά στοιχεία δεσμεύουν μεγάλα χρηματικά ποσά και το ύψος τους κυμαίνεται από το είδος της επιχείρησης, το μέγεθος της και τη φάση που βρίσκεται στον κύκλο ζωής μιας επιχείρησης. Επίσης η επανάκτηση των ποσών που εκταμιεύονται για την εξαγορά μιας άλλης επιχείρησης απαιτεί μεγάλο χρονικό διάστημα ενώ δε θα πρέπει να εμποδίσουν την απρόσκοπτη λειτουργία της δικής μας επιχείρησης. Επομένως όπως έχουμε προαναφέρει κατά τη διαδικασία αξιολόγησης πιθανών στόχων εξαγοράς σημαντικό ρόλο στην επιλογή ενός στόχου και στην αποτίμηση του παίζουν οι ταμειακές ροές που προβλέπεται να προκύψουν από την επένδυση. Η εξαγορά μιας εταιρείας είναι αντίστοιχη με την ανάλυση μιας επένδυσης στην προσέγγιση των ταμιακών ροών που πρόκειται να προκύψουν (Αρτίκης, 2002).

### 6.4.1 Μέθοδος καθαρής παρούσας αξίας

#### 6.4.1.1 Παρούσα αξία

Η διαχρονική αξία του χρήματος διαφέρει από χρονιά σε χρονιά. Αυτό συμβαίνει επειδή ένα χρηματικό ποσό μπορεί να επενδυθεί και να υπάρξει μια απόδοση τα επόμενα έτη. Επομένως η αξία αυτού του ποσού είναι μεγαλύτερη

στο παρόν από ότι στο μέλλον. Βέβαια από την επένδυση απαιτείται μια ελάχιστη αποδεκτή απόδοση που δεν είναι άλλη από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου που έχουμε. Η παρακάτω εξίσωση μας δείχνει τη μελλοντική αξία του ποσού που θα επενδύσουμε λαμβάνοντας υπόψη την ελάχιστη αποδεκτή απόδοση και τον αριθμό των περιόδων:

$$MA = PA(1+K)^T \quad (6.10)$$

Όπου:

MA= Μελλοντική Αξία χρήματος

PA = Παρούσα Αξία χρήματος

K = Ελάχιστη αποδεκτή απόδοση (μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου)

T = Αριθμός περιόδων

η παραπάνω εξίσωση μπορεί να λυθεί ως προς την Παρούσα Αξία:

$$PA = \frac{MA}{(1+K)^t} \quad (6.11)$$

Η συγκεκριμένη μέθοδος μπορεί να εφαρμοστεί και για διαφορετικές χρονικές περιόδους και όχι μόνο για μια συγκεκριμένη σύμφωνα με τον ακόλουθο τύπο:

$$PA = \frac{MA_1}{(1+K)} + \frac{MA_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{MA_n}{(1+K)^n} \quad (6.12)$$

#### 6.4.1.2 Καθαρή παρούσα αξία

Αντίστοιχα με τη μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας (net present value method), αφαιρώντας το κόστος της επένδυσης, όλες οι καθαρές ταμιακές

ροές προεξοφλούνται στο παρόν (χρόνος 0) με συντελεστή προεξόφλησης την ελάχιστη αποδεκτή απόδοση (μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου) σύμφωνα με τον τύπο:

$$\text{ΚΠΑ} = \sum_{t=1}^n \left[ \frac{\text{ΚΤΡ}_t}{(1+K)^t} \right] - \text{ΚΕ} \quad (6.13)$$

Όπου:

ΚΠΑ = Καθαρή παρούσα αξία χρήματος

ΚΤΡ<sub>τ</sub> = Καθαρή ταμιακή ροή στην περίοδο τ

ΚΕ = Το κόστος της επένδυσης

Κ = Ελάχιστη αποδεκτή απόδοση (μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου)

n = Αριθμός περιόδων

Η συγκεκριμένη μέθοδος μπορεί να εφαρμοστεί και για διαφορετικές χρονικές περιόδους και όχι μόνο για μια συγκεκριμένη σύμφωνα με τον ακόλουθο τύπο:

$$\text{ΚΠΑ} = \frac{\text{ΚΤΡ}_1}{(1+K)} + \frac{\text{ΚΤΡ}_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{\text{ΚΤΡ}_n}{(1+K)^n} - \text{ΚΕ} \quad (6.14)$$

Ο γενικός κανόνας που ισχύει στη συγκεκριμένη μέθοδο είναι ότι αν η καθαρή παρούσα αξία της εξαγοράς που εξετάζουμε είναι μεγαλύτερη του μηδενός η πρόταση γίνεται αποδεκτή. Θεωρητικά ισχύουν και όλοι οι βασικοί παράγοντες που έχουμε προαναφέρει προκειμένου να προχωρήσουμε σε μία εξαγορά.

Στην περίπτωση που εξετάζουμε διάφορες περιπτώσεις εξαγορών θα επιλέξουμε αυτή που θα μας έχει τη μεγαλύτερη καθαρή παρούσα αξία. Ενεργώντας σύμφωνα με τον παραπάνω τρόπο η επιχείρηση εξαγοράζει εταιρείες που θα της προσδώσουν μεγαλύτερη αξία αφού η απόδοση των κεφαλαίων που θα επενδύσει είναι μεγαλύτερη από του δικού της μετοχικού κεφαλαίου. Είναι κατανοητό πως όσο μεγαλύτερο κίνδυνο αναλαμβάνουμε με μια εξαγορά τόσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση που προσδοκούμε το οποίο θα αναφέρουμε εκτενέστερα στο επόμενο κεφάλαιο.

#### 6.4.2 Μέθοδος εσωτερικής απόδοσης

Η μέθοδος της εσωτερικής απόδοσης (internal rate of return method) δίνει την εσωτερική απόδοση της επένδυσης, η οποία είναι ο συντελεστής προεξόφλησης που εξισώνει το κόστος της επένδυσης με την παρούσα αξία των μελλοντικών καθαρών ταμιακών ροών η οποία εκφράζεται με τον κάτωθι τύπο:

$$KE = \frac{KTP_1}{(1+r)} + \frac{KTP_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{KTP_n}{(1+r)^n} \quad (6.15)$$

Όπου:

KE = Το κόστος της επένδυσης

$KTP_t$  = Καθαρή ταμιακή ροή πρώτης, δεύτερης, ..., n, περιόδων αντίστοιχα

r = Συντελεστής εσωτερικής απόδοσης

$v$  = Αριθμός περιόδων

Στην προκαταρκτική μελέτη του εσωτερικού συντελεστή απόδοσης βάζουμε τις θεωρητικές τιμές που μπορεί να επιτύχει ένας δυνητικός στόχος εξαγοράς όσον αφορά τις ταμιακές ροές, την πιθανή τιμή μεταπώλησης αλλά και το ποσό εξαγοράς.

Αν ο συντελεστής εσωτερικής απόδοσης της εξαγοράς είναι μεγαλύτερος από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης τότε η πρόταση εξαγοράς γίνεται αποδεκτή. Βέβαια όπως προαναφέραμε θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και ο κίνδυνος που αναλαμβάνουμε έτσι ώστε να προσαρμόζεται και ο αντίστοιχος συντελεστής.

Συνήθως όταν εξετάζουμε επενδυτικές προτάσεις με διαφορετικούς συντελεστές εσωτερικής απόδοσης επιλέγουμε αυτή με το μεγαλύτερο συντελεστή. Θα πρέπει να συνυπολογίζουμε όμως το ποσό της επένδυσης και τον κίνδυνο που αναλαμβάνουμε γιατί ο συντελεστής μας δείχνει απλά ένα ποσοστό χωρίς να έχουμε την πλήρη εικόνα του κινδύνου που αναλαμβάνουμε με τη συγκεκριμένη εξαγορά.

#### 6.4.3 Μέθοδος επανείσπραξης κόστους επένδυσης

Με τη συγκεκριμένη μέθοδο προσπαθούμε να προσδιορίσουμε σε πόσο χρονικό διάστημα (συνήθως έτη) θα επανεισπράξουμε το κόστος της εξαγοράς

που κάναμε, αφού προηγουμένως έχουν υπολογιστεί και προεξοφλήσει οι μελλοντικές καθαρές ταμιακές ροές. Αυτή η μέθοδος λαμβάνει υπόψη την καθαρή παρούσα αξία των ταμιακών ροών και συνεπώς τη διαχρονική αξία του χρήματος.

Από παραδείγματα και υπολογισμούς που έχουν γίνει αποδεικνύεται ότι με τη συγκεκριμένη μέθοδο το χρονικό διάστημα επανείσπραξης είναι μεγαλύτερο από την απλή μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας. Αυτό έχει μεγάλη σημασία για επενδυτές όπου προχωρούν σε μια επένδυση ή εξαγορά με συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα, όπως είναι τα επενδυτικά Funds, προκειμένου να προχωρήσουν σε άλλα είδη επενδύσεων που μπορεί να είναι πιο αποδοτικές σύμφωνα με την κατάσταση ή τον κύκλο που μπορεί να βρίσκεται η παγκόσμια οικονομία.

#### 6.4.4 Μέθοδος Λογιστικής απόδοσης

Μια απλή και γρήγορη μέθοδος αξιολόγησης που εφαρμόζεται σε προκαταρκτικά στάδια κυρίως είναι η μέθοδος της λογιστικής απόδοσης. Η μέθοδος της λογιστικής απόδοσης (accounting rate of return method) υπολογίζει την απόδοση της επένδυσης με το δείκτη του μέσου ετήσιου κέρδους μετά από την αφαίρεση των φόρων, προς το μέσο κόστος της επένδυσης και εκφράζεται με την παρακάτω σχέση:



Λογιστική απόδοση = Μέσο ετήσιο κέρδος/ Μέσο ετήσιο κόστος επένδυσης.

Αποδεκτή γίνεται μια πρόταση εξαγοράς όταν η λογιστική απόδοση είναι μεγαλύτερη από την ελάχιστη αποδεκτή απόδοση της επιχειρήσεως ή από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου αυτής αν η εξαγορά της προσδίδει κάποια άλλα πλεονεκτήματα.

Στον υπολογισμό των κερδών πρέπει να λαμβάνονται υπόψη μόνο τα επιπλέον κέρδη που θα προκύψουν από τη συγκεκριμένη εξαγορά ύστερα από τις αποσβέσεις. Το μέσο ετήσιο κέρδος υπολογίζεται αν διαιρέσουμε τα συνολικά κέρδη που θα προκύψουν με τα έτη διάρκειας της επένδυσης. Επίσης θα πρέπει να υπολογιστεί και η τυχόν υπολειμματική αξία ή το ποσό μεταπώλησης της επιχείρησης. Συνήθως η διάρκεια ζωής μιας επιχείρησης είναι πολύ μεγαλύτερη και δε μπορούμε να ορίσουμε ένα συγκεκριμένο εύρος διάρκειας ζωής αλλά εξετάζουμε συνήθως το χρονικό διάστημα που μας ενδιαφέρει να μείνουμε ως επενδυτές ή μέτοχοι στη συγκεκριμένη εταιρεία. Για παράδειγμα τα επενδυτικά funds δεν μένουν πάνω από μια πενταετία επενδυμένα σε μια εταιρεία αφού προσπαθούν κάθε φορά να έχουν επενδύσει τα λεφτά του σε όσο το δυνατόν υψηλής απόδοσης επενδύσεις δρώντας βραχυ-μεσοπρόθεσμα και πολύ σπάνια μακροπρόθεσμα.

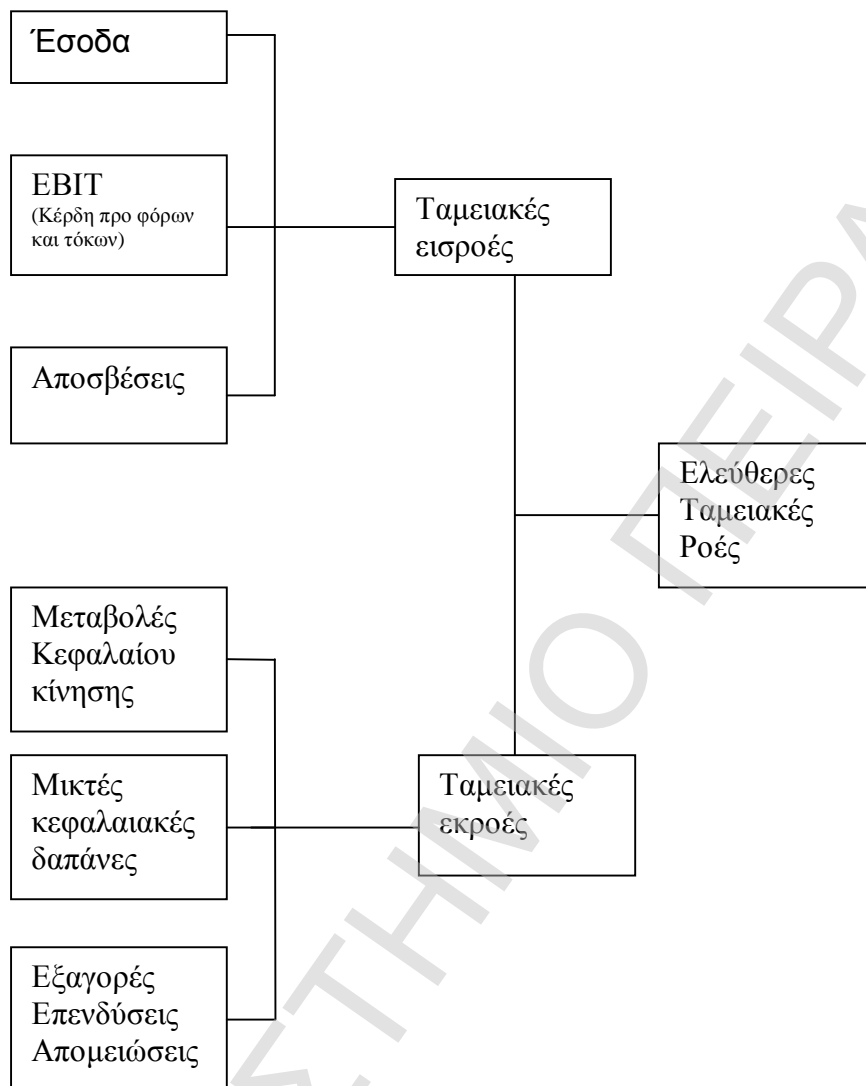
Όπως προαναφέραμε αυτή είναι μια εύκολη μέθοδος που χρησιμοποιεί έτοιμες λογιστικές πληροφορίες ή κατά προσέγγιση πληροφορίες (όπως είναι τα πιθανά μελλοντικά κέρδη) μειονεκτεί όμως στο ότι δε μας προσδιορίζει πότε θα επιτευχθούν ο κύριος όγκος των κερδών ή από ποια χρονική περίοδο και μετά

ούτε τις ταμιακές ροές που θα έχουμε σαν επιχείρηση. Για μια επιχείρηση είναι σημαντικό τότε θα πραγματοποιηθούν τα κέρδη και οι ταμιακές ροές γιατί ανάλογα με τη χρονική περίοδο διαφέρει και η αξία του χρήματος σύμφωνα με την αρχή της διαχρονικής αξίας του χρήματος.

Έτσι, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ο χρόνος κατά την ανάλυση ενός επενδυτικού σχεδίου και στην προκειμένη περίπτωση μιας εξαγοράς αφού μια εξαγορά συνεπάγεται τη δημιουργία κόστους σε αντιστάθμιση των ωφελειών που θα παραχθούν. Είναι επομένως σπουδαίο να συγκρίνεται το κόστος με τις ωφέλειες που δημιουργούνται σε διαφορετικούς χρόνους ακόμη και αν πρόκειται για μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα.

#### 6.4.5 Αποτίμηση βάσει του Υποδείγματος Προεξοφλημένων Ταμειακών ροών.

Από τα πιο δημοφιλή μοντέλα αποτίμησης είναι το υπόδειγμα των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, όπου οι αναμενόμενες μελλοντικές ελεύθερες ταμιακές ροές, προβάλλονται στο παρόν, αθροισμένες προκειμένου να καθοριστεί η παρούσα τους αξία (Taggart, 2002). Σύμφωνα με το παρακάτω διάγραμμα



**Διάγραμμα 6.1** Κύριες πηγές και χρήση των ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρείας. (DePamphilis, 2007) .

Το πρώτο βήμα της μεθόδου είναι να γίνει πρόβλεψη των προσδκώμενων οικονομικών μεγεθών της εταιρείας. Αυτό συνήθως γίνεται μέσω προβλέψεων και με τις μεθόδους που προαναφέραμε χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία για ένα λογικό βάθος χρόνου που εξαρτάται από τον κλάδο και την εταιρεία και κυμαίνεται από 5 έως 10 χρόνια.

Στο επόμενο βήμα καθορίζουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρείας οι οποίες είναι στην ουσία είναι τα μετρητά που απομένουν στο ταμείο μας αφού αφαιρεθούν όλα τα έξοδα όπως το κόστος πωληθέντων, λειτουργικό κόστος, κόστος αποθεμάτων, πληρωμές τόκων και φόρων και γενικότερα κόστος κεφαλαίων (για αυτό απαιτείται ο υπολογισμός του ΜΣΚΚ της εταιρείας-στόχου). Μπορούμε να πούμε ότι το ποσό που απομένει είναι το κεφάλαιο που δεν απαιτείται για την απρόσκοπτη λειτουργία της επιχείρησης ή το κεφάλαιο που μπορεί να αποδοθεί στους μετόχους της.

Ισχύουν όσα έχουμε προαναφέρει και στη μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας αφού και στη συγκεκριμένη μέθοδο πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η διαχρονική αξία του χρήματος και επομένως οι μελλοντικές ταμειακές ροές θα πρέπει να υπολογίζονται με έναν συντελεστή έκπτωσης στο παρόν.

## **6.5 Περίληψη κεφαλαίου**

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο προσεγγίσαμε μεθόδους αποτίμησης εταιρειών σε συνθήκες βεβαιότητας κατά τη διάρκεια εξαγορών και συγχωνεύσεων. Υπάρχει μια πληθώρα μεθόδων, η κατηγοριοποίηση τους έγινε με βάση την αποτίμηση των περιουσιακών τους στοιχείων, μέσω προβλέψεων της μελλοντικής τους κατάσταση και των μελλοντικών τους μεγεθών και μέσω χρηματοοικονομικών μεθόδων.

Στην πρώτη κατηγορία είδαμε τις μεθόδους μέσω της αποτίμησης του μετοχικού κεφαλαίου, της αποτίμησης των πάγιων περιουσιακών στοιχείων, του κόστους αντικατάστασης αυτών και της προσαρμοσμένης καθαρής θέσης. Στη δεύτερη κατηγορία είδαμε τις μεθόδους της απεικόνισης ιστορικών ρυθμών ανάπτυξης στο μέλλον, της μέσης σταθμισμένης μεθόδου, της γραμμικής ανάλυσης τάσης και της γραμμικής παλινδρόμησης. Τέλος, στην τρίτη κατηγορία είδαμε τις μεθόδους της καθαρής παρούσας αξίας, της μεθόδου της εσωτερικής απόδοσης, της επανείσπραξης του κόστους της επένδυσης και το υπόδειγμα των προεξοφλημένων ταμειακών ροών.

## Βιβλιογραφία

1. Δ. Κυριαζής, Συγχωνεύσεις & Εξαγορές, Εκδόσεις, Σμπίλια, Αθήνα, 2007, σελ. 87.
2. E. Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". Journal of Finance, vol. 25, 1970, σελ. 383–417.
3. [http://www.ase.gr/content/gr/announcements/Files/N3461\\_2006.pdf](http://www.ase.gr/content/gr/announcements/Files/N3461_2006.pdf)
4. M. Gordon, "The Investment, Financing and Valuation of the Modern Corporation", Richard D. Irwin, 1962, σελ. 88.
5. R. Heinkel, J. Zechner, "The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution to Adverse Investment", Journal of Financial and Quantitative Analysis; vol. 25, no1, Mar 1990, σελ. 1-24.
6. J. Tobin. "A general equilibrium approach to monetary theory", Journal of Money Credit and Banking, Vol 1No 1, 1969, σελ. 15-29
7. B. D. Laro, S. P. Pratt Business Valuation and Taxes: Procedure, Law, and Perspective, John Wiley and Sons, 2005, σελ. 260-261.
8. E. Σακέλλης, Συγχωνεύσεις-Διασπάσεις-Εξαγορές-Μετατροπές εταιρειών & Εκτίμηση αξίας επιχειρήσεως, Αθήνα, 2001, σελ. 120.
9. P. Alessandri, D. Robertson, S. Wright., Miller and Modigliani, Predictive Return Regressions and Cointegration, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 2008, σελ. 181-207.
10. M. Bianchi, M., Boyle , D. Hollingsworth,. "A comparison of methods for trend estimation", Applied Economics Letters, vol. 6 (2), 1999, σελ. 103-109.
11. R A. Berk, Regression Analysis: A Constructive Critique, Sage Publications, 2004, σελ 120-158.
12. Γ. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση- Αποφάσεις Επενδύσεων, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2002, σελ. 95-129.
13. R. A. Taggart, Quantitative Analysis for Investment Management, Prentice Hall, 2002, σελ. 59-83.
14. D. DePamphilis, Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities, Elsevier Sciences, 2007, σελ 277.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΣΕ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

#### 7.1 Εισαγωγή

Υπάρχουν διάφοροι μέθοδοι αποτίμησης σε συνθήκες βεβαιότητας όπως προαναφέραμε, το επιχειρηματικό περιβάλλον όμως που βιώνουμε καθορίζεται κυρίως από συνθήκες αβεβαιότητας. Η αβεβαιότητα είναι παρούσα στην καθημερινότητα και πολλές φορές είναι αυτή που καθορίζει τις αποφάσεις και τις ενέργειες μας τόσο σε επιθυμητά αλλά και ανεπιθύμητα πλαίσια.

Για παράδειγμα όταν κατέχουμε μετοχές υπάρχει η πιθανότητα να ανέβει η τιμή τους, τότε μιλάμε για πιθανότητα σε επιθυμητά πλαίσια ταυτόχρονα όμως υπάρχει και πιθανότητα να πέσει η τιμή τους οπότε μιλάμε για πιθανότητα σε ανεπιθύμητα πλαίσια. Επομένως όταν κάνουμε ανάλυση κινδύνου προσπαθούμε να προσδιορίσουμε τις πηγές της αβεβαιότητας και να τις ποσοτικοποιήσουμε προκειμένου να ελαχιστοποιήσουμε τον κίνδυνο της επένδυσής μας ή αντίστοιχα να αυξήσουμε τις πιθανότητες για μεγαλύτερη απόδοση της επένδυσής μας.

## 7.2 Είδη αβεβαιότητας.

Η αβεβαιότητα μπορεί να εμφανιστεί με διάφορες μορφές κατά τη διαδικασία μιας εξαγοράς ανάλογα με την ποιότητα και τον αριθμό των πληροφοριών που έχουμε ή τον παράγοντα που μετράμε . Μερικές από τα βασικότερες μορφές παρατίθενται παρακάτω:

i) Με τη μορφή άγνοιας όταν έχουμε παντελή έλλειψη πληροφοριών και δεν μπορούμε να προσδιορίσουμε ή να ποσοτικοποιήσουμε τον κίνδυνο, με αποτέλεσμα η λήψη των αποφάσεων να στηρίζεται στη διορατικότητα της διοίκησης ή στη λήψη εναλλακτικών αποφάσεων. Για παράδειγμα μπορεί να αλλάξει το πολιτικό ή νομοθετικό πλαίσιο χωρίς να το γνωρίζουμε ή να μπορούμε να το προκαθορίσουμε, όπως συνέβη με την κατάργηση πολλών φυτοφαρμάκων ύστερα από πιέσεις που ασκήθηκαν από οικολογικές οργανώσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Οι αποφάσεις ήταν ξαφνικές και με άμεση εφαρμογή παρά τις πιέσεις των πολυεθνικών εταιρειών με αποτέλεσμα να κινδυνεύει η βιωσιμότητα αρκετών μονάδων τους.

ii) Με τη μορφή δυσκολίας στην αντιμετώπιση και διαχείριση πολύπλοκων διαδικασιών αν ορίσουμε ότι ως παράμετρος ποσοτικοποίησης τίθεται η ζήτηση της αγοράς. Οι παράγοντες ζήτησης μεταβάλλονται από τις καταναλωτικές συνήθειες, το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον που επικρατεί και επακόλουθα της αγοραστικής δύναμης των καταναλωτών, αλλά ακόμη και από μία νέα μόδα ή μια νέα τάση, την αλλαγή της χρησιμοποιούμενης τεχνολογίας ή της



διαδικασίας και πολλών άλλων παραγόντων που καθορίζουν τη ζήτηση των προϊόντων μιας επιχείρησης. Για παράδειγμα η Polaroid βρέθηκε εκτός αγοράς όταν επικράτησε το φιλμ των 35mm και ακόμη περισσότερο με τη στροφή του καταναλωτικού κοινού στην ψηφιακή φωτογραφία. Αντίστοιχα όμως έχουμε και την αναβίωση της μάρκας Burberry που εξαγοράστηκε και ύστερα από την είσοδο νέων σχεδιαστών και κεφαλαίων μετατράπηκε από μια χρεοκοπημένη εταιρεία σε ένα νέο, ανανεωμένο και επιτυχημένο brand name με μεγάλα κέρδη για τους νέους ιδιοκτήτες.

iii) Με τη μορφή οικονομικών παραγόντων στο στενότερο αλλά και στο ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον που επηρεάζουν τις λειτουργίες και τα αποτελέσματα της επιχείρησης μας. Για παράδειγμα η υποτίμηση του τοπικού νομίσματος μπορεί να επηρεάσει τις ταμειακές μας ροές, η είσοδος ανταγωνιστών με χαμηλότερες τιμές ή παγκόσμια οικονομική ύφεση που πλήττει την παγκόσμια οικονομία και επακόλουθα και τις εταιρείες. Συνήθως για να αντιμετωπιστεί αυτό το είδος αβεβαιότητας αναπτύσσονται εναλλακτικά σενάρια από τις επιχειρήσεις ή γίνεται αντιστάθμιση του κινδύνου για παράδειγμα της υποτίμησης με επένδυση ή δανεισμό σε διαφορετικά νομίσματα όπως κάνουν συνήθως οι ναυτιλιακές εταιρείες.

iv) Σε σχέση με την Παραγωγή ή προμήθειας πρώτων υλών. Σε αρκετές περιπτώσεις είναι δύσκολος ο προσδιορισμός κάποιων αποθεμάτων που είναι απαραίτητα για την παραγωγή μας ή ο προσδιορισμός των τιμών τους. Για παράδειγμα τα κέρδη των μεταλλουργικών εταιρειών επηρεάζονται σε πολύ μεγάλο βαθμό από τις τιμές των μετάλλων και την αποτίμηση των αποθεμάτων

τους ή τις μελλοντικές αγορές τους σε πρώτες ύλες. Επίσης το φαινόμενο της λειψυδρίας επηρεάζει δυσμενώς την παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας από μια μονάδα υδροηλεκτρικής ενέργειας. Παράγοντας που δε μπορούσε να εκτιμηθεί ή να ποσοτικοποιηθεί κατά τη φάση της εγκατάστασης της. Ο ίδιος παράγοντας μπορεί να επηρεάσει αγροτικές μονάδες, κτηνοτροφικές κτλ.

### **7.3 Κίνδυνος και αβεβαιότητα**

Η διαφορά του κινδύνου και της αβεβαιότητας σχετίζεται με τη γνώση αυτών που λαμβάνουν τις αποφάσεις και της πιθανής ύπαρξης ορισμένων συμβάντων. Κίνδυνος παρουσιάζεται όταν οι πιθανότητες που συνδέονται με τις διάφορες εκροές μπορούν να εκτιμώνται με βάση ιστορικά στοιχεία. Αβεβαιότητα υπάρχει όταν οι πιθανότητες των συνεπειών πρέπει να προσδιοριστούν υποκειμενικά, αφού δεν υπάρχουν ιστορικά στοιχεία. (Καρβουνης,2007)

Η ομάδα που ασχολείται με το σχέδιο εξαγοράς ή συγχώνευσης θα πρέπει να εντοπίζει τις μεταβλητές που θα μπορούσαν να έχουν αποφασιστική επίδραση στην κερδοφορία του σχεδίου και που θα έπρεπε να υποστούν ανάλυση κινδύνου. Στο συγκεκριμένο σημείο θεωρώ σημαντικό να αναφερθούν τρεις βασικοί όροι που υπεισέρχονται σε αυτό το μέρος.

Καταστάσεις κινδύνου αναφέρονται όπου υπάρχει κάποια απόδειξη αναμενόμενων να πραγματοποιηθούν συμβάντων. Για παράδειγμα, οι ασφαλιστικές στατιστικές για αυτοκινητιστικά ατυχήματα, φωτιές και κλοπές είναι ποσοτικοποιημένες καταστάσεις, όπου τα στοιχεία μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να εκτιμηθεί ο κίνδυνος.

Καταστάσεις αβεβαιότητας υπάρχουν όπου δε δίδονται αξιόπιστα στοιχεία προκειμένου να βοηθήσουν στην πρόβλεψη μελλοντικών συμβάντων. Τα στοιχεία βασίζονται απλώς σε υποκειμενικές εκτιμήσεις. Για παράδειγμα κατά την είσοδο μας σε μια εντελώς άγνωστη αγορά θα περικλείει υψηλό βαθμό αβεβαιότητας.

Καταστάσεις ευαισθησίας σχετίζονται με κρίσιμες μεταβλητές σ' ένα επενδυτικό πρόγραμμα που μπορούν να επιδράσουν σημαντικά στην αποδοτικότητα, αν οι συνθήκες αλλάξουν ή και αν οι εκτιμήσεις είναι εσφαλμένες. Κατά επέκταση μη σωστός υπολογισμός αυτών των μεταβλητών μπορεί να μας οδηγήσει σε πιθανή αποτυχία ή στην αντιμετώπιση απρόσμενων και δύσκολα αντιμετωπίσιμων καταστάσεων.

#### **7.4 Πηγές αβεβαιότητας.**

Οι αλλαγές στο πολιτικό, κοινωνικό, εμπορικό και επιχειρησιακό περιβάλλον καθώς και οι αλλαγές στην τεχνολογία, στην παραγωγικότητα, στις κινήσεις των

ανταγωνιστών και στις τιμές μεγαλώνουν την αβεβαιότητα κατά την πρόοδο μιας συγχώνευσης. Μπορούμε να πούμε ότι οι πιο κοινοί λόγοι για την αβεβαιότητα είναι:

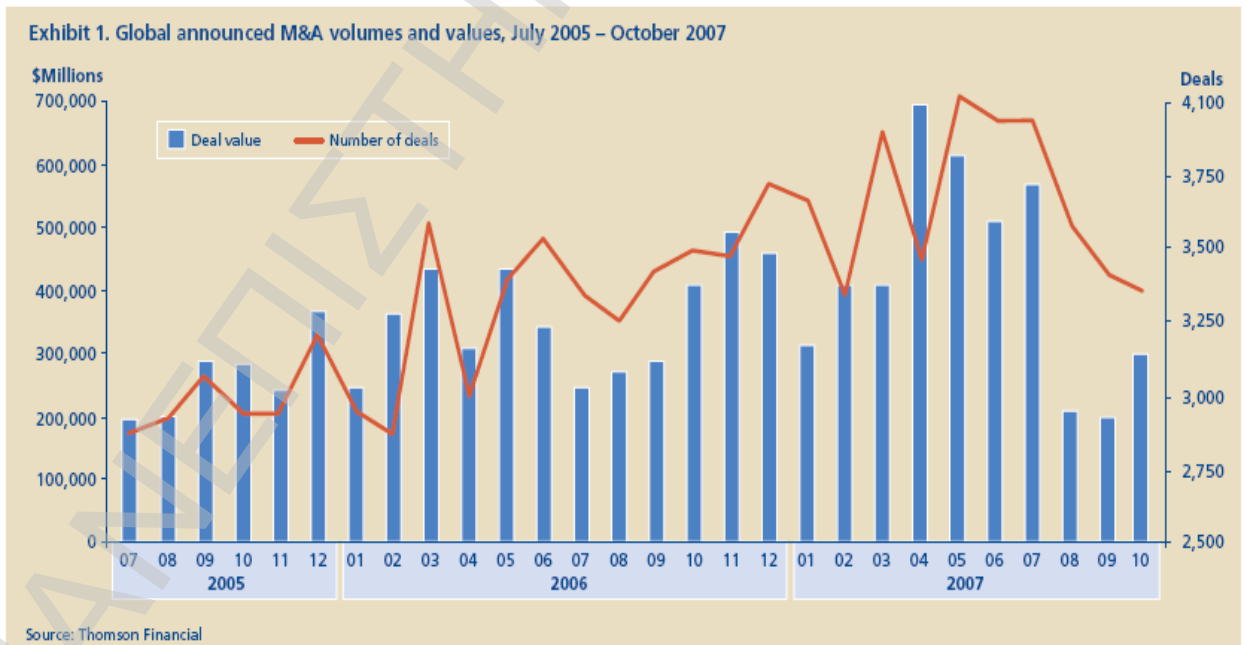
- Ο πληθωρισμός και η εξέλιξη των επιτοκίων δανεισμού.
- Οι αλλαγές στην τεχνολογία και στις καταναλωτικές συνήθειες του κοινού.
- Οι λανθασμένες εκτιμήσεις της δυναμικότητας και των ενδεχόμενων συνεργιών που μπορεί να προκύψουν.
- Το νομικό θεσμικό πλαίσιο και η πολιτική κατάσταση που περιβάλλουν μια συγχώνευση.
- Οι αντιδράσεις του εργατικού δυναμικού στις διαδικασίες συγχώνευσης, ομογενοποίησης και αποδοχής νέων στόχων και λειτουργιών.

Επομένως η διοίκηση μιας επιχείρησης θα πρέπει να προχωρά σε μια συγχώνευση ή εξαγορά μόνο όταν έχει εντοπίσει τις δυνατότητες για τη διαχείριση πιθανού κινδύνου και τα εναλλακτικά σχέδια άμυνας έναντι των διαφόρων κινδύνων. Εννοείται ότι όλες οι ενέργειες θα πρέπει να διέπονται από τη στρατηγική της εταιρείας όταν οι συνθήκες είναι ιδανικές και όχι από πιθανούς συναισθηματικούς παρορμητισμούς των διοικούντων.

## 7.5 Συμπεριφορά διοικήσεων και εταιρειών σε δυνητικές εξαγορές και συγχωνεύσεις σε συνθήκες αβεβαιότητας.

Στο συγκεκριμένο σημείο θεωρώ σημαντικό να κάνουμε μια αναφορά για το πώς επηρεάζονται οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις υπό το πρίσμα της οικονομικής κρίσης που έχει ξεσπάσει ύστερα από την κατάρρευση της αγοράς των ενυπόθηκων δανείων στις Η.Π.Α.

Βλέπουμε μια πτωτική πορεία του αριθμού των εξαγορών και συγχωνεύσεων παγκοσμίως ύστερα από την εμφάνιση των πρώτων προβλημάτων στις χρηματοοικονομικές εξαγορές που ξεκινά από τον Αύγουστο του 2008.

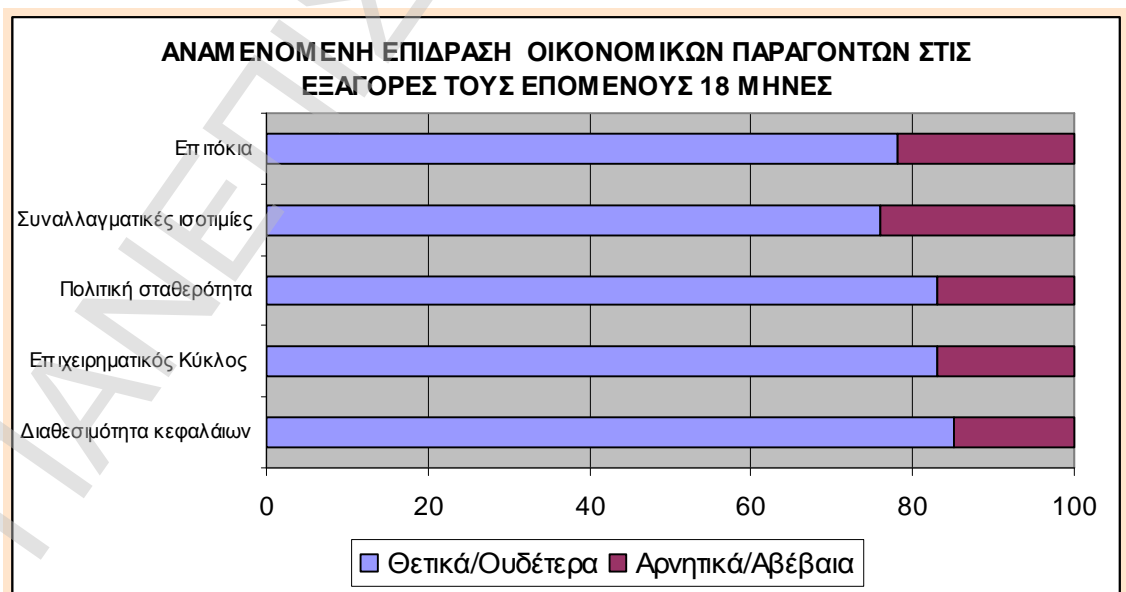


**Διάγραμμα 7.1** Εξαγορές και Συγχωνεύσεις σε αριθμό και όγκο, που ανακοινώθηκαν σε παγκόσμιο επίπεδο το διάστημα Ιούλιος 2005- Οκτώβριος 2007.

Θα πρέπει να αναφέρουμε χαρακτηριστικά τα συμπεράσματα της Fed κατά τη συνεδρίαση της το Σεπτέμβριο του 2007 όταν αναφερόταν στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον, ότι επικρατούσε μεγάλη αβεβαιότητα με απρόσμενες εξελίξεις.

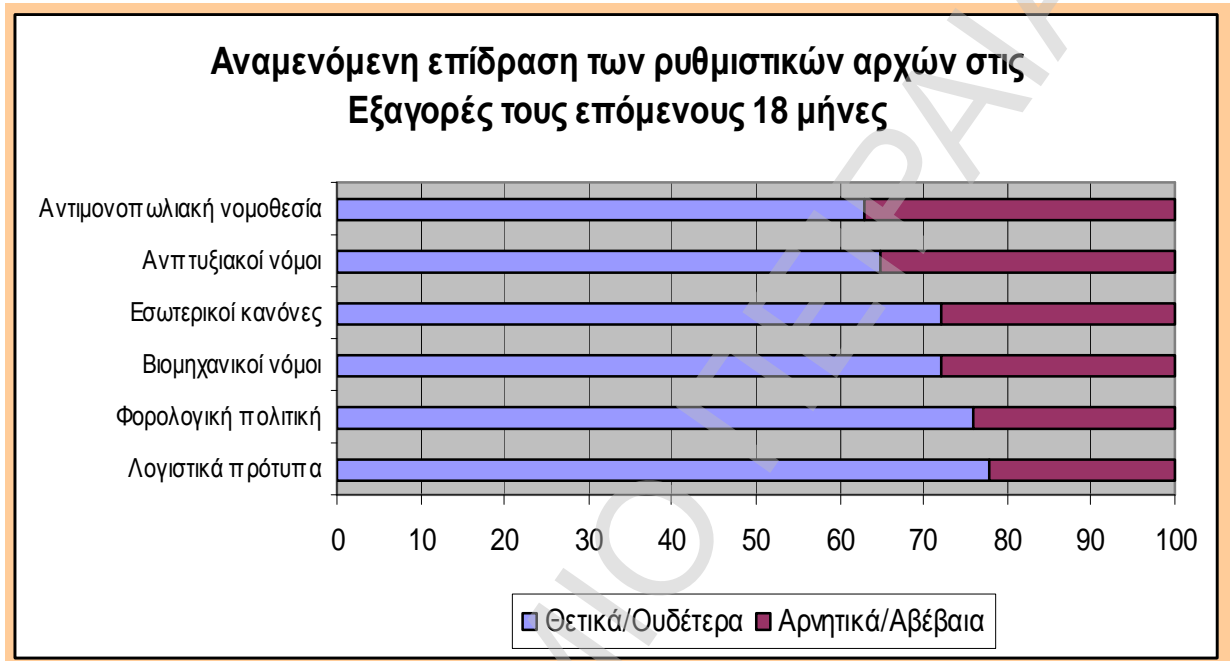
Αντίστοιχες ήταν και οι παρατηρήσεις του προέδρου της Κεντρικής Ευρωπαϊκής Τράπεζας κατά την ομιλία του στο Ευρωπαϊκό κοινοβούλιο την ίδια περίοδο “Ότι μας περιβάλλει μια διαρκώς αυξανόμενη αβεβαιότητα”

Παρακάτω παραθέτω τα αποτελέσματα μιας έρευνας που έγινε στα τέλη του 2007 από τη Deloitte Research σε συνεργασία με το European Intelligence Unit (EIU) λαμβάνοντας σαν ένα παγκόσμιο δείγμα από την άποψη 276 συμβούλων και διοικητικών υπευθύνων όσον αφορά τα θέματα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων για τις επιχειρήσεις τους. Τα αποτελέσματα αφορούν για μελλοντικό χρονικό ορίζοντα 18 μηνών και συνοψίζονται στα παρακάτω διαγράμματα:



**Διάγραμμα 7.2 Αναμενόμενη επίδραση οικονομικών παραγόντων στις**

## Εξαγορές και Συγχωνεύσεις τους επόμενους 18 μήνες



**Διάγραμμα 7.3 Αναμενόμενη επίδραση των ρυθμιστικών αρχών στις Εξαγορές και Συγχωνεύσεις τους επόμενους 18 μήνες**

Παρακάτω παραθέτω έναν πίνακα από την ίδια έρευνα όπου παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των παραγόντων στο εσωτερικό της επιχείρησης όσον αφορά τη λήψη αποφάσεων προκειμένου να πραγματοποιηθεί μια εξαγορά ή μια συγχώνευση.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 1

#### ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ	(ποσοστό %)
ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ	91

ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ	81
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	69
ΔΙΕΥΘΥΝΤΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ	69
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ	66
ΝΟΜΟΙ	66
ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ	66
ΕΡΕΥΝΑ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ	59

## 7.6 Αναγνώριση και ποσοτικοποίηση του κινδύνου.

Κατά την ανάλυση του κινδύνου είναι σημαντικό να προσδιορίσουμε τις πηγές αβεβαιότητας και να προσπαθήσουμε να τις ποσοτικοποιήσουμε όσο το δυνατόν μπορούμε (κατά προσέγγιση). Για παράδειγμα μπορεί να μη γνωρίζουμε τις τιμές των ανταγωνιστών μας, μπορούμε όμως να τις προσεγγίσουμε συνδυάζοντας τα κόστη παραγωγής, προώθησης και διανομής, τοποθετώντας συνδυασμούς τιμών σε αυτά. Αντίστοιχα χρησιμοποιώντας στατιστικά δεδομένα προηγούμενων ετών μπορούμε να προσεγγίσουμε μελλοντικά ενδεχόμενα, όπως για παράδειγμα η εποχικότητα κάποιων προϊόντων και να κάνουμε τις αντίστοιχες προβλέψεις (Koller, 2002).



## **7.7 Υπολογίζοντας τον αντίκτυπο της αβεβαιότητας.**

Το επόμενο βήμα είναι να προσδιορίσουμε με όσο το δυνατό μεγαλύτερη ακρίβεια τον αντίκτυπο που θα έχει η παράμετρος που εξετάζουμε στα αποτελέσματα μας. Για παράδειγμα μπορεί να μη γνωρίζουμε ακριβώς πως θα κυμανθούν τα επιτόκια δανεισμού, μπορούμε όμως εξετάζοντας εναλλακτικές περιπτώσεις να υπολογίσουμε πως θα κυμανθεί το κόστος δανεισμού μας και αντίστοιχα πως θα διαμορφωθούν τα κέρδη μας. Εάν εφαρμόσουμε τα παραπάνω θα μπορούσαμε να προχωρήσουμε στην κατασκευή ενός υπολογιστικού μοντέλου όπου θα μπορεί να μας υπολογίζει τα αποτελέσματα σύμφωνα με τα δεδομένα που θα του εισάγουμε, σύμφωνα με τα εναλλακτικά σενάρια που εξετάζουμε.

## **7.8 Ολοκληρώνοντας το μοντέλο ανάλυσης κινδύνου.**

Αν πραγματοποιήσουμε τα προηγούμενα βήματα θα έχουμε κατασκευάσει ένα μοντέλο ανάλυσης κινδύνου για κάθε παράμετρο που μας ενδιαφέρει ή που θεωρούμε σημαντική για τα αποτελέσματα των μεγεθών μας και της επιχείρησης. Το μοντέλο μας έχει ανεξάρτητες μεταβλητές που στην περίπτωση μας είναι τα δεδομένα αβεβαιότητας, τυχαίες μεταβλητές ή απλές υποθέσεις. Για κάθε ομάδα δεδομένων που έχουμε παίρνουμε αντίστοιχα αποτελέσματα, για αυτό θα πρέπει να δουλεύουμε με ένα εύρος τιμών και όχι με συγκεκριμένες

τιμές. Για παράδειγμα αν θα προσπαθούσαμε να υπολογίσουμε ακριβώς τα κέρδη της επόμενης χρονιάς δεν θα είχε νόημα αφού οι παράμετροι από τις οποίες εξαρτώνται είναι πάρα πολλές. Για αυτό θα πρέπει να απαντήσουμε με ένα εύρος τιμών όπου αναμένουμε ότι θα κυμανθούν.

## 7.9 Περίληψη κεφαλαίου

Στο κεφάλαιο αυτό προσπαθήσαμε να κάνουμε μια πρώτη προσέγγιση των συνθηκών αβεβαιότητας και πως αυτές επηρεάζουν τις αποφάσεις μας όσον αφορά τις στρατηγικές αποφάσεις μιας εταιρείας σε θέματα εξαγορών και συγχωνεύσεων. Η αβεβαιότητα που περιβάλλει μια επιχείρηση μπορεί να εμφανιστεί με μορφές πλήρους άγνοιας, πολυπλοκότητας σε διαδικασίες, αστάθμητων οικονομικών παραγόντων, και δυσκολίας στην εξεύρεση πρώτων υλών. Αν μπορούμε να ορίσουμε και να ποσοτικοποιήσουμε την αβεβαιότητα τότε, έχουμε να κάνουμε με διαχείριση κινδύνου. Συνήθως για την ποσοτικοποίηση και τη μέτρηση αυτών των κινδύνων απαιτείται η δημιουργία και χρήση αντίστοιχων οικονομικών μοντέλων.

## Βιβλιογραφία

1. Γ. Καρβούνης, Μεθοδολογία, Τεχνικές και Θεωρία για Οικονομοτεχνικές Μελέτες, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 2007, σελ.727.
2. The Economist Intelligence Unit with the Columbia Program on International Development, World Investment Prospects to 2011: Foreign Direct Investment and the Challenge of Political Risk, September 2007.
3. Deloitte Research – Strategic acquisitions amid business uncertainty  
[http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/US\\_MA\\_EIU%20Survey%20final%281%29.pdf](http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/US_MA_EIU%20Survey%20final%281%29.pdf)
3. C. Christensen and M. Raynor, The Innovator's Solution: Creating and Sustaining Successful Growth, Harvard Business School Press, 2003.
4. Federal Reserve Board, "Minutes of the Federal Open Market Committee, September 18, 2007".  
<http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20070918.htm>.
5. John-Claude Trichet, President of the European Central Bank, Hearing at the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, Introductory Statement, 9 October 2007,  
<http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp07109-1.en.html>,
6. C. Steidtmann, "The Sub prime Mortgage Crisis: Where Are We Headed?"  
Economic & Market Review, August 2007.  
[deloitte.net/dtt/article/0,2297,sid=1013&cid=71003,00.html](http://deloitte.net/dtt/article/0,2297,sid=1013&cid=71003,00.html) - 144k
7. G Koller, Risk Modelling for Determining Value and Decision Making, Chapman and Hall/CRC, 2002, σελ. 21-95.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

### ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΕ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ.

#### 8.1 Εισαγωγή

Οι κίνδυνοι που πραγματευόμαστε κατά την πραγματοποίηση μιας εξαγοράς ή μιας συγχώνευσης είναι πολλοί και ποικίλλουν ανάλογα την οπτική γωνία που τους εξετάζουμε. Έτσι θα μπορούσε να γίνει ένας διαχωρισμός των μεθόδων σύμφωνα με τα παρακάτω:

Πρώτον, μέθοδοι που πραγματεύονται τον κίνδυνο μιας επένδυσης μόνο και στην περίπτωση μιας εξαγοράς μόνο. Δεύτερον, μέθοδοι που πραγματεύονται τον κίνδυνο εντός της επιχείρησης ο οποίος αντανακλά τη συνεισφορά μιας πρότασης εξαγοράς (μη συστηματικός κίνδυνος) στο συνολικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει η επιχείρηση. Τρίτον, μέθοδοι που πραγματεύονται τον κίνδυνο της αγοράς ο οποίος αντανακλά την επίδραση μιας πρότασης εξαγοράς (συστηματικός κίνδυνος) στο συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης, η οποία έχει ένα σωστά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. (Αρτίκης, 2002)

## 8.2 Κίνδυνος συγκεκριμένης εξαγοράς.

Θεωρητικά είναι η μόνη εξαγορά που έχει πραγματοποιήσει ή πρόκειται να πραγματοποιήσει η επιχείρησή μας. Ο κίνδυνος μετριέται με τη διασπορά των προβλεπόμενων αποδόσεων της επένδυσής μας.

Οι κυριότεροι μέθοδοι αξιολόγησης που εξετάζονται στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι η ανάλυση εναλλακτικών περιπτώσεων, ο συντελεστής μεταβλητότητας, η προσαρμογή του συντελεστή προεξόφλησης, οι ισοδύναμες καθαρές ταμιακές ροές και η προσομοίωση (Μοντέλο Monte Carlo).

### 8.2.1 Ανάλυση εναλλακτικών περιπτώσεων.

Όταν καταρτίζουμε τη στρατηγική μας που σχετίζεται με πιθανές εξαγορές και συγχωνεύσεις θα πρέπει να λάβουμε υπόψη μας τις διαφορετικές συνθήκες που μπορούν να δημιουργηθούν στο άμεσο αλλά και στο έμμεσο περιβάλλον της επιχείρησής, έτσι ώστε να καταρτίζουμε και την ανάλογη αντιμετώπιση αυτών των εναλλακτικών περιπτώσεων. Είναι ανεδαφικό να προσπαθούμε να κάνουμε ανάλυση του κινδύνου λαμβάνοντας υπόψη τις μείζονες περιπτώσεις που μπορούν να εμφανιστούν στο επιχειρησιακό μας περιβάλλον. (Wheelen, 2006). Πρόσφατες έρευνες αλλά και περιπτώσεις, με πιο έντονη την οικονομική κρίση που βιώνουμε αυτή τη στιγμή από την κατάρρευση των δομημένων

ομολόγων στην Αμερική, αποδεικνύουν πλήθος μεταβλητών μπορεί να αλλάξει σε σύντομο χρονικό διάστημα και ακόμη περισσότερο όταν αναφερόμαστε σε μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα.

Επομένως θα πρέπει να υπολογίσουμε την πιθανή επίδραση βασικών, εξωτερικών παραγόντων στη συμφωνία που πρόκειται να πραγματοποιήσουμε αφού αυτοί οι παράγοντες παίζουν σημαντικό ρόλο στη δυναμική της αγοράς, που έχει άμεση επίδραση στα αποτελέσματα και τις ταμιακές ροές της επιχείρησής μας. Ξεκινώντας θα πρέπει να θέτουμε την ερώτηση “τι θα γίνει εάν” , να αναγνωρίσουμε τις σχετικές μεταβλητές, να αξιολογήσουμε τις επιπτώσεις των μεταβολών τους στη στρατηγική μας γενικότερα και στη συμφωνία που πρόκειται να πραγματοποιήσουμε και αντίστοιχα να καταστρώσουμε τα αντίστοιχα σενάρια αντιμετώπισης αυτών των πιθανών καταστάσεων. Ιδανικά το μελλοντικό περιβάλλον που εξετάζουμε θα πρέπει να περιλαμβάνει ένα μείγμα θετικών αλλά και αρνητικών παραμέτρων όπως συμβαίνει και στην πραγματικότητα.

Τώρα, για παράδειγμα, στην περίπτωση που εξετάζουμε τις καθαρές ταμιακές ροές, θα πρέπει να υπολογίσουμε τις καθαρές ταμιακές ροές κάτω από εναλλακτικές συνθήκες (scenario analysis) και στη συνέχεια με βάση αυτές τις ταμιακές ροές, να υπολογίσουμε την προσδοκώμενη, καθαρή ταμιακή ροή. Η προσδοκώμενη καθαρή ταμιακή ροή αναφέρεται στη μέση, καθαρή, ταμιακή ροή της κατανομής πιθανότητας των προβλεπόμενων καθαρών ταμιακών ροών και υπολογίζεται από των κάτωθι τύπο:

$$\Pi(\text{ΚΤΡ}) = \sum_{i=1}^n \text{ΚΤΡ}_i \cdot \Pi_i \quad (8.1)$$

Όπου:

$\Pi(\text{ΚΤΡ})$  = Προσδοκώμενη καθαρή ταμιακή ροή

$\text{ΚΤΡ}_i$  = Προβλεπόμενη καθαρή ταμιακή ροή έκβασης  $i$

$\Pi_i$  = Πιθανότητα προβλεπόμενης ΚΤΡ έκβασης  $i$

$N$  = Αριθμός εκβάσεων.

Η τυπική απόκλιση ( $\sigma$ ) είναι μια στατιστική παράμετρος που χρησιμοποιείται ως μια προσέγγιση του κινδύνου. Ο κίνδυνος ορίζεται ως ο βαθμός κατά τον οποίο οι προβλεπόμενες καθαρές ταμιακές ροές διαφέρουν από την προσδοκώμενη καθαρή ταμιακή ροή. Η τυπική απόκλιση υπολογίζεται από τον τύπο:

$$\sigma_{\text{ΚΤΡ}} = \sqrt{\sum_{i=1}^n [\text{ΚΤΡ}_i - \Pi(\text{ΚΤΡ})]^2 \Pi_i} \quad (8.2)$$

Όσο μεγαλύτερη είναι η τυπική απόκλιση τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος. Η χρησιμοποίηση της μας επιτρέπει να εκφράσουμε ποσοτικά και να μετρήσουμε τον κίνδυνο που είναι και ο σκοπός αυτού του κεφαλαίου.

### 8.2.2 Προσαρμογή συντελεστή προεξόφλησης σε σχέση με τον κίνδυνο.

Στο προηγούμενο κεφάλαιο όταν εξετάζαμε τη μέθοδο της παρούσας αξίας είχαμε αναφερθεί στο συντελεστή προεξόφλησης όπου ήταν η ελάχιστη

αποδεκτή απόδοση για την επένδυση μας. Στις συνθήκες αβεβαιότητας που εξετάζουμε θα πρέπει να γίνει προσαρμογή αυτού του συντελεστή και ακόλουθα της απόδοσης που αποζητούμε αφού όσο μεγαλύτερο κίνδυνο αναλαμβάνουμε τόσο μεγαλύτερη απόδοση επιδιώκουμε.

Από το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων τον καθορισμό του προσαρμοσμένου συντελεστή προεξόφλησης. Ο προσαρμοσμένος συντελεστής προεξόφλησης συσχετίζει την αναμενόμενη απόδοση με το ρίσκο που αναλαμβάνουμε από τη συγκεκριμένη επένδυση. Έχουμε:

$$K_{\alpha} = A_{\chi\kappa} + (A_{\chi\alpha} - A_{\chi\kappa}) \beta_{\epsilon} \quad (8.3)$$

Όπου:

$K_{\alpha}$  = Κόστος αποθεματικών ή Καθορισμένος συντελεστής προεξόφλησης

$A_{\chi\kappa}$  = Απόδοση χωρίς κίνδυνο

$A_{\chi\alpha}$  = Απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς

$\beta_{\epsilon}$  = Συντελεστής βήτα επένδυσης  $\epsilon$

Εδώ θεωρώ σημαντικό να κάνουμε μια ανάλυση στου συντελεστή  $\beta$  της επένδυσης μας ή της εταιρείας που πρόκειται να εξαγοράσουμε.



## Υπολογισμός συντελεστή $\beta$

Ο συντελεστής βήτα (beta coefficient) είναι ένα μέτρο σύγκρισης του μη διαφοροποιημένου κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου ή μιας εταιρείας σε σχέση με αυτό της αγοράς. Όταν πρόκειται για εισηγμένη σε κάποιο χρηματιστήριο εταιρεία μπορούμε να πούμε ότι είναι ο βαθμός συσχέτισης των μεταβολών της τιμής της μετοχής της εταιρείας σε σχέση με τις μεταβολές του δείκτη της αγοράς που είναι εισηγμένη. Είναι ένα μέτρο σύγκρισης του κινδύνου που αναλαμβάνουμε αγοράζοντας μετοχές της συγκεκριμένης εταιρείας σε σχέση με τον κίνδυνο του χρηματιστηριακού δείκτη που εξετάζουμε. Έτσι αν  $\beta > 1$  σημαίνει ότι η μετοχή της συγκεκριμένης εταιρείας έχει μεγαλύτερο κίνδυνο (είναι πιο επιθετική) από τη συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αγορά, αν  $\beta < 1$  σημαίνει ότι εμπεριέχει λιγότερο κίνδυνο (είναι πιο αμυντική) ενώ αν  $\beta = 1$  σημαίνει ότι έχουνε τον ίδιο βαθμό κινδύνου (είναι ουδέτερη).

Ο συντελεστής  $\beta$  μπορεί να εκτιμηθεί με τη χρήση της γραμμικής παλινδρόμησης (μέθοδος που έχουμε προαναφέρει), έτσι ώστε να βρούμε τη συσχέτιση μεταξύ μιας εξαρτημένης μεταβλητής, που είναι η ιστορική απόδοση της μετοχής ( $A_M$ ), και μιας ανεξάρτητης, που είναι η ιστορική απόδοση της αγοράς ( $A_{\chi\alpha}$ ). Ο σταθερός όρος ( $\alpha$ ) στην εξίσωση της γραμμικής παλινδρόμησης μας παρέχει ένα μέτρο σύγκρισης της απόδοσης της μετοχής μας σε σχέση με την απόδοση της αγοράς για το εξεταζόμενο διάστημα. Και έχουμε σύμφωνα με τον τύπο:

$$A_{\mu} = \alpha + \beta A_{\chi\alpha} \quad (8.4) \text{ Τύπος γραμμικής παλινδρόμησης}$$

Τώρα ο παραπάνω τύπος σύμφωνα με τη σχέση (8.3) γίνεται:

$$\begin{aligned} A_{\mu} &= A_{\chi\kappa} + \beta(A_{\chi\alpha} - A_{\chi\kappa}) \\ &= A_{\chi\kappa} + \beta A_{\chi\alpha} - \beta A_{\chi\kappa} \\ &= A_{\chi\kappa}(1-\beta) + \beta A_{\chi\alpha} \quad (7.3) \text{ Τύπος Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου.} \end{aligned}$$

Εάν ο συντελεστής  $\alpha$  είναι μεγαλύτερος από το συντελεστή  $A_{\chi\kappa}(1-\beta)$ , αυτό πρακτικά σημαίνει ότι ο συντελεστής απόδοσης της μετοχής  $A_{\mu}$  είχε μεγαλύτερη απόδοση από ότι θα αναμενόταν σύμφωνα με τον τύπο (7.3) του ΜΣΚΚ για την αντίστοιχη χρονική περίοδο που εξετάζουμε. Η διαφορά αυτών των δύο συντελεστών αντανακλά πρακτικά τη σωρευτική απόδοση που έχουν οι τιμές των μετοχών της εταιρείας στόχου αλλά και της εξαγοράζουσας εταιρείας, όπως έχει βρεθεί και από εμπειρικές μελέτες. (De Pamphilis, 2007)

#### Επίδραση του δανεισμού στο συντελεστή $\beta$

Όταν πρόκειται για κερδοφόρο επιχείρηση που παράγει συνεχώς κέρδη η παρουσία δανεισμού αυξάνει τα οικονομικά οφέλη για τους μετόχους της. Βέβαια όταν η απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από το κόστος δανεισμού. Μια εταιρεία με μετοχικό κεφάλαιο 1.000.000 € και κέρδη μετά φόρων 100.000 € αποδίδει στους μετόχους της μια απόδοση της τάξεως 10%. Μια εταιρεία με συνολικά κεφάλαια 1.000.000 € που αποτελούνται κατά

500.000 € ίδια κεφάλαια και κατά 500.000 € δανεισμό με τα παραπάνω κέρδη αποδίδει στους μετόχους της μια απόδοση της τάξεως  $20\% \left( \frac{100.000}{500.000} \right)$ .

Όταν δεν έχουμε δανεισμό της επιχείρησης τότε ο συντελεστής  $\beta$  μετρά τη μεταβλητότητα των χρηματοοικονομικών εσόδων της εταιρείας σε σύγκριση με την απόδοση του χαρτοφυλακίου αγοράς και εμφανίζεται ως  $\beta_a$ . Αυξάνοντας το δανεισμό, αυξάνουμε και την αβεβαιότητα στις αποδόσεις των μετόχων και αυτό μεταφράζεται στην αύξηση της τιμής  $\beta$ .

#### 8.2.2.1 Αξιολόγηση κινδύνου

Το κόστος δανεισμού αντιπροσωπεύει το κόστος των δανεισμένων κεφαλαίων της επιχείρησης. Αντανακλά το τρέχον επιτόκιο δανεισμού της επιχείρησης αλλά και του αναλαμβανόμενου κινδύνου μη εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της. Ο δανεισμός της εταιρείας βέβαια αφαιρείται από τους φόρους και αυτό πρέπει να συνυπολογιστεί. Όπως είναι γνωστό σε περίπτωση χρεοκοπίας οι πιστωτές μιας επιχείρησης εξυπηρετούνται πριν από τους μετόχους ύστερα από τη ρευστοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων. Ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος μπορεί να μετρηθεί από την αξιολόγηση της εταιρείας από τους διεθνείς οίκους όπως οι Moody's, Standard & Poor' s και από τη βαθμολογία που της έχουν δώσει. Στο παράρτημα παραθέτω ένα πίνακα με προτάσεις και αξιολογήσεις του οίκου αξιολογήσεων Moody' s

Ωστόσο η πλειοψηφία των εταιρειών δεν είναι αξιολογημένες και επομένως είναι ακόμη πιο δύσκολο να προσδιορίσουμε το ύψος του κινδύνου που αναλαμβάνουμε. Συνήθως μια ένδειξη που μπορούμε να έχουμε είναι από τους πιστωτές της και από τα επιτόκια δανεισμού που της έχουν δώσει ειδικά σε σύγκριση με τους ανταγωνιστές της . Επίσης το ύψος του δανεισμού (μακροπρόθεσμου-βραχυπρόθεσμου), οι υποθήκες που έχει συνάψει κτλ.

### 8.2.3 Συντελεστής Συσχέτισης και Μεταβλητότητας

Όταν επιδιώκουμε τη διαφοροποίηση ή τη συνέργια μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων θα πρέπει να υπολογίσουμε τον νέο κίνδυνο που ενδεχομένως προκύπτει σε κάποιον τομέα ή στο σύνολο για τη νέα επιχείρηση.

Για παράδειγμα τα αυτόνομα δίκτυα διανομής των εταιρειών A και B περιλαμβάνει το καθένα το δικό του κίνδυνο που είναι διαφορετικός από του άλλου. Ενοποιώντας τα δύο δίκτυα μέσω μιας πιθανή συγχώνευσης στόχος μας είναι να μειωθεί ο αθροιστικός κίνδυνος αυτών των δύο δικτύων. Επειδή είναι σχεδόν απίθανο τα δύο δίκτυα να ταυτίζονται κατά 100% θα προκύπτει και διαφορετικός κίνδυνος. Γνωρίζουμε από τη Στατιστική ότι η σχέση τους μπορεί να υπολογιστεί από το συντελεστή συσχέτισης (correlation coefficient). Τα δύο δίκτυα μπορεί να είναι εντελώς ασυσχέτιστα μαζί τους οπότε ο δείκτης ισούται με -1 ή να είναι πλήρως συσχετισμένα οπότε ο συντελεστής συσχέτισης ισούται

με +1. Η τυπική απόκλιση (standard deviation) των δύο συνενωμένων δικτύων που απεικονίζει και το νέο συνολικό κίνδυνο εκφράζεται από τον παρακάτω τύπο λαμβάνοντας υπόψη τη διακύμανση (variance) της κατανομής, η οποία είναι επίσης μονάδα μέτρησης του κινδύνου:

$$\sigma_{A+B} = \sqrt{d_A + d_B + 2\rho s_A s_B} \quad (8.5)$$

όπου:

$\sigma_{A+B}$  = Τυπική απόκλιση του αθροίσματος A και B

$d_A$  = Διακύμανση της κατανομής του A

$d_B$  = Διακύμανση της κατανομής του B

$\sigma_A$  = Τυπική απόκλιση του A

$\sigma_B$  = Τυπική απόκλιση του B

$\rho$  = Συντελεστής συσχέτισης

Ωστόσο ο συντελεστής συσχέτισης είναι ιδιαίτερα δύσκολος να μετρηθεί ειδικά όταν πρέπει να ληφθούν υπόψη μια σειρά από παραμέτρους που τον επηρεάζουν. Σήμερα χρησιμοποιούνται αρκετά μοντέλα μέτρησης της αβεβαιότητας, που προκύπτει ύστερα από τη συγχώνευση διαφόρων μονάδων με στόχο τη διαφοροποίηση (Black, 2006). Οι μέθοδοι χρησιμοποιούν από απλά μοντέλα μέτρησης της διακύμανσης με τη χρήση διαγραμμάτων συσχέτισης μέχρι σύνθετες μεθόδους όπως τις Copula modeling και One Tailed tests που προσπαθούν να υπολογίσουν τη συσχέτιση μιας εξαρτημένης μεταβλητής που μας απασχολεί σε σχέση με την πιθανότητα να συμβεί κάποιο πιθανό γεγονός. Επίσης η Δυναμική χρηματοοικονομική ανάλυση (Dynamic

Financial Analysis) μπορεί να υπολογίσει την αλληλεπίδραση των υποχρεώσεων της εταιρείας σε σχέση με την απόδοση των κεφαλαίων της και ένα πλήθος άλλων χρηματοοικονομικών παραμέτρων (Nelsen, 1999).

Τώρα στην περίπτωση που εξετάζουμε διαφορετικές περιπτώσεις εξαγορών όταν το κόστος της εξαγοράς είναι παρόμοιο μπορούμε να επιλέξουμε όπως έχουμε προαναφέρει με κριτήριο την τυπική απόκλιση. Όταν όμως οι δύο προτάσεις διαφέρουν σημαντικά ως προς το κόστος της επένδυσης τότε ενδεχομένως αυτή η μέθοδος θα μας οδηγήσει σε σφάλμα αφού δε λαμβάνει υπόψη το κόστος της επένδυσης. Επομένως στην περίπτωση αυτή θα χρησιμοποιήσουμε ένα νέο συντελεστή, το συντελεστή μεταβλητότητας (coefficient of variation) σύμφωνα με τον τύπο:

$$\text{Συντελεστής μεταβλητότητας} = \frac{s}{\Pi(\text{ΚΤΡ})} \quad (8.5)$$

Όπου:

$s$  = Η τυπική απόκλιση της επένδυσης μας

$\Pi(\text{ΚΤΡ})$  = Προσδοκώμενες καθαρές ταμιακές ροές.

Η πρόταση με το μικρότερο συντελεστή μεταβλητότητας (μικρότερο κίνδυνο ανά ευρώ προσδοκώμενης καθαρής ταμιακής ροής) είναι προτιμότερη.

#### 8.2.4 Ισοδύναμες Καθαρές Ταμιακές Ροές.

Με τη μέθοδο των ισοδύναμων καθαρών ταμιακών ροών έχουμε την προσαρμογή των προβλεπόμενων καθαρών ταμιακών ροών σε επίπεδο ισοδύναμο των καθαρών ταμιακών ροών σε συνθήκες βεβαιότητας, έχοντας ενσωματώσει τον κίνδυνο της επένδυσης μας (certainty equivalent method). Υπολογίζονται με τον κάτωθι τύπο:

$$\text{ΣΤΡ} = \frac{\text{ΠΤΡ}_1 \cdot \chi \text{ΣΙ}}{(1+r)^1} + \frac{\text{ΠΤΡ}_2 \cdot \chi \text{ΣΙ}}{(1+r)^2} + \dots - \text{ΑΚΕ} \quad (8.6)$$

Όπου:

ΣΤΡ = Σύνολο ισοδύναμων ταμιακών ροών

ΠΤΡ<sub>1</sub> = Προβλεπόμενη ταμιακή ροή το έτος 1.

ΠΤΡ<sub>2</sub> = Προβλεπόμενη ταμιακή ροή το έτος 2.

ΣΙ = Συντελεστής ισοδυναμίας των επικίνδυνων καθαρών ταμιακών ροών με τις βέβαιες ταμιακές ροές και κυμαίνεται από 0 μέχρι 1. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής τόσο προσεγγίζουν στο επίπεδο της βεβαιότητας οι προβλεπόμενες ταμιακές ροές.

ρ = Απαλλαγμένος κινδύνου συντελεστής προεξόφλησης.

ΑΚΕ = Αρχικό κόστος επένδυσης.

Είναι σημαντικό να γνωρίζουμε το πραγματικό μέγεθος των προβλεπόμενων ταμιακών ροών για να έχουμε σαφή εικόνα της απόδοσης μας. Με τη

συγκεκριμένη μέθοδο το σημαντικό είναι ότι διαχωρίζεται η διαχρονική αξία του χρήματος.

#### 8.2.5 Μέθοδοι Προσομοίωσης

Με τη μέθοδο της προσομοίωσης μπορούμε να αναλύσουμε τη συμπεριφορά παρόντων ή προσδοκώμενων μελλοντικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης όπως για παράδειγμα η ανάπτυξη ενός νέου προϊόντος, της ανάπτυξης της παραγωγής μας, της επέκτασης σε νέες αγορές όπως φυσικά και στο επίπεδο των συγχωνεύσεων και εξαγορών (οι αναλυτές το αναφέρουν ως το “σύστημα” υπό μελέτη). Με την εκτέλεση προσομοιώσεων και την ανάλυση των αποτελεσμάτων μπορούμε κατανοήσουμε πως λειτουργεί ένα σύστημα σήμερα (γραμμή παραγωγής, εσόδων) και πως θα επηρεαστεί αυτό μελλοντικά αν πραγματοποιήσουμε κάποιες αλλαγές ή να εκτιμήσουμε τα προσδοκώμενα αποτελέσματα. Συχνά ένα σύστημα προσομοίωσης πραγματεύεται με την αβεβαιότητα που εμπεριέχεται στο σύστημα ή με αυτή που το περιβάλλει είτε στο άμεσο είτε στο έμμεσο περιβάλλον.

Οι μέθοδοι προσομοίωσης είναι από τις ευρέως χρησιμοποιούμενες μεθόδους ποσοτικοποίησης της αβεβαιότητας, λόγω της μεγάλης ευελιξίας που παρέχουν και την πληθώρα των αποτελεσμάτων που μπορούν να μας δώσουν με σχετικά απλούς υπολογισμούς. Έχουν μια πληθώρα εφαρμογών από απλές όπως είναι η επιλογή του κατάλληλου αποθέματος στα καταστήματα λιανικής σε σχέση με



την εποχικότητα μέχρι την εφαρμογή τους στην επιλογή στόχων εξαγοράς με αβέβαιες ταμιακές ροές.

Κατά την προσομοίωση κάνουμε περισσότερους πειραματισμούς πάνω σε κάποιο πραγματικό μοντέλο από ότι συμβαίνει στην πραγματικότητα. Με αυτό τον τρόπο μπορούμε να έχουμε κάποια αποτελέσματα γρήγορα, απλά, με μικρό κόστος και φυσικά με την ανάληψη μηδαμινού κινδύνου από ότι θα συνέβαινε στην πραγματικότητα. Για την πραγματοποίηση της μεθόδου προσομοίωσης είναι απαραίτητη η χρήση κάποιου μαθηματικού μοντέλου προκειμένου να συσχετίσουμε τα δεδομένα μας ή τις υποθέσεις μας με τα ζητούμενα που έχουμε. Για τη χρήση ενός τέτοιου μοντέλου αρχικά θα πρέπει να βρούμε τις σημαντικές μεταβλητές που μας απασχολούν, να τις εκφράσουμε αριθμητικά έτσι ώστε με τη χρήση κατάλληλων εξισώσεων, πακέτων προγραμματισμού ή μαθηματικών τύπων να βρεθεί η μαθηματική συσχέτιση δεδομένων-αποτελεσμάτων. Κάθε πείραμα καλείται δοκιμή και ενδεχομένως να πραγματοποιηθούν χιλιάδες δοκιμές μέχρι να καταλήξουμε στην τελική μορφή του μαθηματικού μας μοντέλου. Επειδή στη μέθοδο προσομοίωσης έχουμε να αντιμετωπίσουμε την αβεβαιότητα του συστήματος το μοντέλο, αναπόφευκτα, θα περιλαμβάνει τόσο αβέβαιες μεταβλητές, που δε μπορούμε να επηρεάσουμε όσο και σταθερές, τις οποίες καθορίζουμε εμείς με τις αποφάσεις μας (π.χ Σταθερά κόστη).

Συχνά η μέθοδος προσομοίωσης καλείται και μέθοδος διαχείρισης κινδύνου αφού με αυτή υπολογίζουμε τον αντίκτυπο των αβέβαιων μεταβλητών αλλά και των αποφάσεων που λαμβάνουμε στις παραμέτρους που μας απασχολούν

όπως έσοδα, κέρδη απόδοση της επένδυσης μας, περιβαλλοντικές επιπτώσεις και μια πληθώρα άλλων παραμέτρων που μας απασχολεί κάθε φορά. Βέβαια το πλήθος που εξετάζουμε κάθε φορά είναι πεπερασμένο αφού αν προσπαθήσουμε να επεξεργαστούμε ταυτόχρονα πληθώρα σημαντικών μεταβλητών τα αποτελέσματα μας θα είναι μη αξιοποιήσιμα. Επίσης και ο αριθμός των δοκιμών που μπορούμε να εξετάσουμε σε κάθε πείραμα θα πρέπει να είναι συγκεκριμένος και εντός κάποιου εύρους που μας ενδιαφέρει έτσι ώστε να μπορέσουμε να βγάλουμε χρήσιμα συμπεράσματα.

Σύνθετα υπολογιστικά και λογιστικά συστήματα χρησιμοποιούνται για την να επιτευχθεί η προσομοίωση ενδεχόμενων γεγονότων. Εισάγοντας τις “εισροές” κεφαλαίων, εργατικού δυναμικού, πρώτων υλών, τεχνολογίας, κτλ εντός του συστήματος μας προσπαθούμε να προσεγγίσουμε τις επιπτώσεις και τα αποτελέσματα τους στα βασικά μας μεγέθη. Για αυτές τις εφαρμογές έχουν αναπτυχθεί διάφορα προγράμματα προσομοίωσης από απλά υπολογιστικά φύλλα στο Excel μέχρι πιο σύνθετα όπως το μοντέλο Monte Carlo που θα αναπτυχθεί παρακάτω.

#### 8.2.5.1 Μοντέλο Monte Carlo

Η προσομοίωση Monte Carlo είναι μια ευπροσάρμοστη μέθοδος για την ανάλυση της συμπεριφοράς κινήσεων, πράξεων ή διαδικασιών που εμπειρεύουν αβεβαιότητα. Για παράδειγμα αν έχουμε να αντιμετωπίσουμε μια

μεταβλητή ζήτηση στην αγορά μας, μεταβλητά κόστη, διακυμάνσεις στην παραγωγή μας, επίδραση από το περιβάλλον ή με έρευνα και ανάπτυξη νέων προϊόντων μπορούμε με τη μέθοδο προσομοίωσης Monte Carlo να μετρήσουμε τον αντίκτυπο της αβεβαιότητας στα πλάνα που σχεδιάζουμε και να τη μετριάσουμε ή ακόμη και να την εκμηδενίσουμε.

Η μέθοδος Monte Carlo επινοήθηκε τη δεκαετία του 40 από επιστήμονες που εργάζονταν στην ατομική βόμβα και πήρε το όνομα της από την πόλη του Μονακό, διάσημη για το καζίνο της και τα τυχερά παιχνίδια. Η βασική του ιδέα είναι χρησιμοποιώντας τυχαίες δείγματα παραμέτρων ή δεδομένων να προσεγγίσουμε τη συμπεριφορά ενός πολύπλοκου συστήματος ή μιας διαδικασίας. Αυτό επιτυγχάνεται με τη χρήση μιας ομάδος υπολογιστικών αλγόριθμων.

Για να μπορέσουμε να κάνουμε χρήση της μεθόδου Monte Carlo θα πρέπει να μπορούμε να ποσοτικοποιήσουμε την παράμετρο ή τις παραμέτρους που μας ενδιαφέρει (Boyle, 1977) και να τις τοποθετήσουμε για παράδειγμα σε ένα υπολογιστικό φύλλο του Excel προκειμένου να μπορέσουμε να εφαρμόσουμε τους αλγόριθμους σε αυτές τις τυχαίες τιμές έτσι ώστε να λάβουμε τα αντίστοιχα αποτελέσματα. Για παράδειγμα θέλουμε να υπολογίσουμε τα κέρδη τα οποία σύμφωνα με τον τύπο:

Κέρδη = Πωληθείσες μονάδεςχ(Τιμή – Κόστος μονάδος) – Σταθερά κόστη

Εξετάζοντας εναλλακτικά τρία πιθανά σενάρια i) θετικό, ii) ουδέτερο, iii) αρνητικό. Στο φύλλο Excel που έχουμε δημιουργήσει ή σε οποιοδήποτε άλλο υπολογιστικό φύλλο βάζουμε διαφορετικές και τυχαίες τιμές στις παραμέτρους μονάδες, κόστος μονάδος και τιμή για την κάθε περίπτωση που εξετάζουμε. Σε αυτές τα τυχαία αποτελέσματα που θα πάρουμε θα εφαρμόσουμε τους αλγόριθμους Monte Carlo προκειμένου να λάβουμε ένα πλήθος τιμών για ένα πολύ μεγάλο πλήθος περιπτώσεων. Όσες περισσότερες πηγές αβεβαιότητας εξετάζουμε τόσο μεγαλύτερη αξία αποκτά αυτή η μέθοδος (Hertz, 1964).

### **8.3 Κίνδυνος εντός της επιχείρησης.**

Ο κίνδυνος εντός της επιχείρησης μας αλλά και της επιχείρησης που εξαγοράζουμε μπορούμε να πούμε ότι αναλύεται σε δύο συνιστώσες, στον κίνδυνο εντός της επιχείρησης (within firm risk) ή μη συστηματικό κίνδυνο (non-systematic risk) και στο συστηματικό κίνδυνο (systematic risk) ή μη διαφοροποιήσιμο κίνδυνο (non-diversifiable risk).

Τώρα με τον κίνδυνο που επωμιζόμαστε για την επιχείρηση μας με μια εξαγορά όπως έχουμε προαναφέρει και σύμφωνα με την έρευνα της Deloitte- EIU οι σημαντικότεροι παράγοντες που οδηγούν σε μια αποτυχία μια εξαγορά παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

## ΠΙΝΑΚΑΣ 1

### **ΒΑΣΙΚΟΙ ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΤΥΧΙΑ Η ΤΗΝ ΑΠΟΤΥΧΙΑ ΜΙΑΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ**

ΒΑΣΙΚΟΙ ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΤΗΣ ΣΥΜΦΩΝΙΑΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΠΟΥ ΘΕΩΡΟΥΝ ΤΗΝ ΠΑΡΑΜΕΤΡΟ ΚΡΙΣΙΜΗ (%)
Επιλογή της κατάλληλης ηγετικής ομάδας	44
Καθορισμός και αποσαφήνιση του σχεδίου ολοκλήρωσης	38
Αποτελεσματική επικοινωνία και μεταφορά στόχων και οράματος	32
Ταχύτατη δράση για την ολοκλήρωση	28
Ορισμός ξεκάθαρων αρμοδιοτήτων και ευθυνών	24
Ορισμός ξεκάθολου στόχου και χρόνου για την επιτυχία της ολοκλήρωσης	23

Εφόσον οι παραπάνω βασικές παράμετροι αλλά και μια σειρά άλλων λιγότερο σημαντικών (που έχουν αναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο) από τη στιγμή που αποτελούν παράγοντες αποτυχίας είναι και πηγές αβεβαιότητας στο εσωτερικό της επιχείρησης και για τις δύο εταιρείες και πρέπει να ληφθούν σοβαρά υπόψη.

Επίσης άλλος ένας κίνδυνος που προκύπτει, ειδικά αν στόχος μας είναι η διαφοροποίηση, με μια εξαγορά είναι αν πετύχομε το στόχο της διεύρυνσης των δραστηριοτήτων μας και της επέκτασης του σκοπού μας. Βέβαια όσες περισσότερες εξαγορές κάνουμε τόσο διευρύνεται και ο ορίζοντας μας ενώ ο μη συστηματικός κίνδυνος τείνει να εξισωθεί με το συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου μας. Στην προκειμένη περίπτωση όμως εξετάζουμε την περίπτωση μιας εξαγοράς.

Τώρα όσον αφορά τη συσχέτιση των δραστηριοτήτων και κατά επέκταση των ταμιακών ροών της εταιρείας μας και της εταιρείας που εξαγοράζουμε έχουμε τα παρακάτω ενδεχόμενα σε σχέση με τον κίνδυνο που αναλαμβάνουμε:

- Αν οι προβλεπόμενες καθαρές ταμιακές ροές έχουν τέλεια αρνητική συσχέτιση ( $r = -1$ ), τότε ο κίνδυνος μπορεί να εξαιρεθεί πλήρως.
- Αν οι προβλεπόμενες καθαρές ταμιακές ροές έχουν τέλεια θετική συσχέτιση ( $r = +1$ ), τότε ο κίνδυνος που αναλαμβάνουμε θα μεγιστοποιηθεί.
- Αν οι προβλεπόμενες καθαρές ταμιακές ροές δεν έχουν τέλεια συσχέτιση μεταξύ τους ( $-1 < r < +1$ ), τότε ο κίνδυνος που αναλαμβάνουμε τότε ο κίνδυνος που αναλαμβάνουμε εντάσσεται ανάμεσα στις δύο προηγούμενες περιπτώσεις.

Επομένως προκειμένου να ελαχιστοποιούμε τον κίνδυνο που αναλαμβάνουμε με μια εξαγορά θα πρέπει να επιλέγουμε εταιρείες που οι ταμιακές τους ροές δε θα πρέπει να έχουν τέλεια θετική συσχέτιση με της εταιρείας μας. Έτσι έχουμε μείωση του μη συστηματικού κινδύνου και λέγεται επίδραση χαρτοφυλακίου (portfolio effect).

## 8.4 Κίνδυνος της αγοράς.

Ο Κίνδυνος αγοράς είναι ο κίνδυνος μείωσης της αξίας μιας επένδυσης εξαιτίας αλλαγών στους παράγοντες που διαμορφώνουν την αξία της αγοράς. Τέσσερις τυπικοί παράγοντες είναι:

- ο *χρηματιστηριακός κίνδυνος* ή ο κίνδυνος αλλαγής των τιμών των μετοχών
- ο *κίνδυνος επιτοκίου* ή ο κίνδυνος αλλαγής των επιτοκίων
- ο *νομισματικός κίνδυνος* ή ο κίνδυνος πως οι συναλλαγματικές ισοτιμίες θα αλλάξουν
- ο *κίνδυνος εμπορευμάτων*, δηλαδή ο κίνδυνος της αλλαγής τιμών των εμπορευμάτων (όπως πετρέλαιο, μέταλλα)
- Ο *πιστωτικός κίνδυνος*, δηλαδή ο κίνδυνος να μην πληρωθεί κάποιο δάνειο.

Ο κίνδυνος αγοράς μετράται τυπικά χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία που δίνει το μέτρο Αξία σε Κίνδυνο (Value at Risk ή VaR). Η συγκεκριμένη μεθοδολογία είναι μια καθιερωμένη μέθοδος διαχείρισης κινδύνου που εμπεριέχει όμως αρκετές υποθέσεις, που υποβαθμίζουν την ακρίβεια της.

Ο κίνδυνος αγοράς μπορεί να αντιπαρατεθεί με τον Μη Συστημικό Κίνδυνο, που μετρά τον κίνδυνο της μείωσης της αξίας κάποιου περιουσιακού στοιχείου εξαιτίας αλλαγών σε μια συγκεκριμένη βιομηχανία ή τομέα, εν αντιθέσει με την μείωση του εξαιτίας μιας πιο ευρείας κίνησης της αγοράς. Σε ένα ισορροπημένο

χαρτοφυλάκιο με επενδύσεις σε ενεργητικά στοιχεία ποικίλου κινδύνου, γίνεται διασπορά του κινδύνου με αποτέλεσμα να εξισορροπείται ο κίνδυνος μεταξύ του κινδύνου της αγοράς.

Επομένως παίρνοντας σαν κριτήριο το συντελεστή  $\beta$  (που αναλύθηκε παραπάνω) μπορούμε να κάνουμε επιλογή εταιρειών ανάλογα με τον κίνδυνο που είμαστε διατεθειμένοι να αναλάβουμε. Αν έχουμε περιθώριο για ανάληψη υψηλού κινδύνου, προσδοκώντας μεγάλες αποδόσεις θα επιλέξουμε επιθετικές μετοχές εταιρειών (υψηλού κινδύνου δηλαδή), ενώ αν είμαστε διατεθειμένοι να μειώσουμε τον κίνδυνο θα επιλέξουμε αμυντικές μετοχές (χαμηλού κινδύνου δηλαδή). Για να υπολογίσουμε το συντελεστή  $\beta$  του χαρτοφυλακίου μας, αν γνωρίζουμε τους συντελεστές  $\beta$  όλων των επενδύσεων του χαρτοφυλακίου μας, θα χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω τύπο:

$$\beta_x = \sum_{i=1}^n x_i b_i \quad (8.7)$$

Όπου  $\beta_x$  είναι ο μέσος σταθμικός αριθμητικός των συντελεστών  $\beta$  των επενδύσεων του χαρτοφυλακίου (Dorfman, 1977).



## 8.5 Περίληψη κεφαλαίου

Σε αυτό το κεφάλαιο κάναμε αναφορά των μεθόδων αποτίμησης σε συνθήκες αβεβαιότητας. Βασικό μέλημα είναι ο υπολογισμός του κινδύνου που αναλαμβάνουμε κατά την πραγματοποίηση μιας εξαγοράς ή οι κίνδυνοι που ενδεχομένως να προκύψουν. Με βάση αυτό το κριτήριο κάνουμε διαχωρισμό του κινδύνου σε κατηγορίες σε σχέση με τον κίνδυνο που αναλαμβάνουμε από μια εξαγορά, σε σχέση με τους κινδύνους που προκύπτουν εντός της επιχείρησης και τέλος σε σχέση με κινδύνους που προέρχονται από την αγορά.

Στην πρώτη κατηγορία μελετήσαμε τα μοντέλα προσαρμογής συντελεστή προεξόφλησης σε σχέση με τον κίνδυνο, του συντελεστή συσχέτισης μεταβλητότητας και τέλος των μεθόδων προσομοίωσης, κάνοντας ειδική αναφορά στο μοντέλο προσομοίωσης Monte Carlo. Στις άλλες κατηγορίες προσεγγίσαμε τον κίνδυνο εντός της επιχείρησης και από πού προέρχεται έτσι ώστε να αντιμετωπιστεί και τέλος τον κίνδυνο που προέρχεται από την αγορά που δραστηριοποιούμαστε.

## Βιβλιογραφία

1. Γ. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση- Αποφάσεις Επενδύσεων, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2002, σελ. 95-129.
2. T. Wheelen, J. Hunger, Concepts in Strategic Management and Business Policy, Pearson Prentice Hall, 10<sup>th</sup> Edition, 2006, σελ. 138-140.
3. G Koller, Risk Modelling for Determining Value and Decision Making, Chapman and Hall/CRC, 2002, σελ. 193-206.
4. D. DePamphilis, Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities, Elsevier Sciences, 2007, σελ 275.
5. K. Black, Business Statistics for Contemporary Decision Making, Wiley, 4<sup>th</sup> Edition, 2006, σελ 293.
6. R. B. Nelsen, An introduction to copulas, Springer-Verlag, New York, 1999, σελ. 290.
7. D. B. Hertz, in "Risk Analysis in Capital Investment", Harvard Business Review, Jan. 1964, σελ. 95-106.
8. P. Boyle and E.S. Schwartz "Options: A Monte Carlo Approach", Journal of Financial Economics, 4, 4, 1977, σελ. 323-338.
9. S. M. Sundaresan, "Continuous-Time Methods in Finance: A Review and an Assessment", The Journal of Finance, Vol. 55, Number 4, August 2000, σελ. 1569-1622.
10. M. S. Dorfman, Introduction to Risk Management and Insurance Prentice Hall, 6<sup>th</sup> Edition, 1997, σελ 186.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

### ΜΕΛΕΤΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΟΝ ΕΛΛΑΔΙΚΟ ΧΩΡΟ

#### 9.1 Εισαγωγή

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο θα προσπαθήσουμε να μελετήσουμε περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων στον ελλαδικό χώρο και να προσεγγίσουμε τις μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν προκειμένου να εξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα. Θα μελετήσουμε την περίπτωση της εξαγοράς της “Ράδιο Κορασίδης από τη “Marfin Investment Group (MIG)” και της “Γερολυμάτος” από την Alaris ABEE. Επιλέχθηκαν οι εταιρείες MIG και Alaris επειδή και οι δύο έχουν πρωταγωνιστήσει στον κλάδο των εξαγορών και συγχωνεύσεων το δύο τελευταία χρόνια, στον ελλαδικό χώρο ύστερα από υπέρογκες αυξήσεις κεφαλαίου που πραγματοποίησαν. Ας δούμε όμως μερικά χαρακτηριστικά για τις εταιρείες που ενεπλάκησαν σε αυτές τις εξαγορές και συγχωνεύσεις.

## 9.2 Εξαγορά της “Ράδιο Κορασίδης” από τη “Marfin Investment Group (MIG)”.

Όπως θα δούμε και από τη σχετική ανακοίνωση στο παράρτημα στις 28/ 02/08 η Marfin Investment Group (MIG) ανακοίνωσε ότι συμφώνησε να εξαγοράσει το 55,79% της εταιρείας Ράδιο Κορασίδης και το 58,78% της εταιρείας Elephant, που βρίσκονται σε διαδικασία συγχώνευσης, έναντι 22,2 εκ. ευρώ, από την εταιρεία V-NET που είχε αναλάβει ως στρατηγικός επενδυτής την αναδιάρθρωση της επιχείρησης. Ας δούμε όμως μερικά βασικά χαρακτηριστικά των δύο εταιρειών:

### 9.2.1 Στοιχεία Marfin Investment Group (MIG)

Παρακάτω παραθέτουμε μερικά οικονομικά στοιχεία, καθώς επίσης το όραμα και τους στόχους της MIG. Η Marfin Investment Group (MIG) είναι επενδυτική εταιρεία συμμετοχών με έδρα την Ελλάδα. Σκοπός της Εταιρείας είναι να προσφέρει υψηλές αποδόσεις στους μετόχους, πραγματοποιώντας επενδύσεις κυρίως σε εξαγορές επιχειρήσεων αλλά και σε ιδιωτικοποιήσεις κρατικών οργανισμών και έργα υποδομής στην γεωγραφική περιοχή που δραστηριοποιείται η Εταιρεία. Το ενδιαφέρον της MIG επικεντρώνεται στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και ειδικότερα στις χώρες Αλβανία, Βουλγαρία, Κύπρος, Ελλάδα, Ουγγαρία, Ρουμανία, Σερβία, Τουρκία και άλλες επιλεγμένες χώρες όπως η Εσθονία, Ρωσία και Ουκρανία.

Η Εταιρεία διαχειρίζεται επίσης τα διαθέσιμά της με επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά προϊόντα σε μεσοπρόθεσμη και βραχυπρόθεσμη βάση. Το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της ανέρχεται σε 4.525.000.000 € ενώ το συνολικό ενεργητικό της σε 7.973.800.000 €. Η καθαρή της θέση στις 30/06/08 ανερχόταν σε 4.825.397.000 € ενώ η χρηματιστηριακή της αξία στις 17/10/08 σε 2.943.990.560 €

### 9.2.2 Στοιχεία Ράδιο Κορασίδης

Η Ράδιο Κορασίδης διαθέτει σήμερα 54 καταστήματα καθώς στο δίκτυο πρόκειται να ενσωματωθούν και τα 8 καταστήματα της αλυσίδας Βασιλάκης Α.Ε στην Βόρειο Ελλάδα. Το 2007 οι πωλήσεις της ανήλθαν στο ποσό των 13.786.562,32 €. Η εταιρεία λόγω ελλείψεως κεφαλαίου κίνησης λειτουργούσε στοιχειωδώς κατά τα έτη 2006-2007. Όπως όλοι γνωρίζετε, την 18ην Οκτωβρίου 2006 οι σημαντικότεροι πιστωτές των Εταιριών κάνοντας χρήση των ευεργετικών διατάξεων του άρθρου 44 του αναπτυξιακού Ν. 1892/90 προσήλθαν σε έγγραφη συμφωνία (Συμφωνία Πιστωτών και Επιχείρησης ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ ΑΕ) με την Διοίκηση των Εταιριών του Ομίλου και τους πλειοψηφούντες μετόχους, με σκοπό την τακτοποίηση των υποχρεώσεων σύμφωνα με τις διατάξεις του ανωτέρω νόμου όπως επίσης και την σταδιακή επάνοδο των Εταιριών στις εργασίες τους κατά τους σκοπούς των καταστατικών τους.

Την 23ην Απριλίου 2007 το Εφετείο Πειραιώς με τις υπ' αριθμ. 295 και 296 αποφάσεις του, επικύρωσε την από 18/10/2006 συμφωνία των πιστωτών και των Εταιριών για την υπαγωγή των Εταιριών στο Άρθρο 44 του Ν. 1892/1990 περί προβληματικών επιχειρήσεων. Οι διοικήσεις των Εταιριών με βάση τη συμφωνία αυτή προχώρησαν εντός του έτους 2007 σε μετοχοποίηση, διαγραφή και ρύθμιση των οφειλών προς τράπεζες, προμηθευτές/πιστωτές και Ελληνικό Δημόσιο. Επίσης η εταιρεία λόγω των προβλημάτων που αντιμετώπιζε σταμάτησε η διαπραγμάτευση της από το ΧΑΑ και τελικά διεγράφη.

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 1

##### **ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ ΤΗ ΔΙΕΤΙΑ 2006-2007**

<b>Όμιλος (σε χιλ. €)</b>	<b>31/12/2007</b>	<b>31/12/2006</b>
Κύκλος εργασιών	13.786,6	16.533,2
Ζημίες προ Φόρων Τόκων Αποσβέσεων (EBITDA)	-63.622,9	-40.180,1
Ζημίες προ Φόρων και Τόκων (EBIT)	-70.734,6	-42.649,9
Ζημίες προ Φόρων (EBT)	-76.044,6	-46.504,5
Ζημίες μετά από Φόρους (EAT)	-61.145,2	-46.504,5
Σύνολο Ενεργητικού	89.737,5	160.363,5
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	73.537,2	8.429,1
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	79.315,5	334.347,4
Σύνολο εισροών / (εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	-17.944,7	19.435,9
Μετοχικό κεφάλαιο ομίλου	28.571,4	11.152,4

Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (Καθαρή θέση ομίλου)	-65.362,1	-185.390,9
--	-----------	------------

Το δυναμικό επιχειρηματικό σχέδιο που θα εφαρμοστεί προβλέπει την ενίσχυση των κεφαλαίων της επιχείρησης καθώς και την δημιουργία 29 νέων καταστημάτων τη διετία 2008-9 από τα οποία 25 θα είναι καταστήματα μεσαίου μεγέθους και 4 υπερκαταστήματα.

Η εταιρεία δεν έχει ελεγχθεί φορολογικά για τις χρήσεις από το 2004 μέχρι το 2007. Τα ακίνητα που ανήκουν στον όμιλο είναι μισθωμένα μέσω leasing. Ως αξία κτήσεως των ακινήτων Leasing λήφθηκε η παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων και η οποία αντιστοιχεί στο αρχικό κεφάλαιο εκάστης σύμβασης Χρηματοδοτικής μίσθωσης. Επίσης για τα μισθωμένα καταστήματα έχει καταβληθεί “αέρας” και αφορά στα ποσά που καταβάλλονται από την Εταιρία κατά την έναρξη μίσθωσης των νέων καταστημάτων μείον τις αποσβέσεις. Οι αποσβέσεις υπολογίζονται με βάση τα έτη μίσθωσης των καταστημάτων.

### **9.2.3 Αποτίμηση εξαγοράς της Ράδιο Κορασίδης από τη MIG.**

Όπως είδαμε στα πλαίσια της στρατηγικής της επέκτασης σε διάφορους τομείς της οικονομίας αποφάσισε να εξαγοράσει το 55,79% της εταιρείας Ράδιο Κορασίδης και το 58,78% της εταιρείας Elephant, που βρίσκονται σε διαδικασία

συγχώνευσης, έναντι 22,2 εκ €. Με ποια μέθοδο έγινε όμως η αποτίμηση της εταιρείας προκειμένου να καταβληθεί το συγκεκριμένο τίμημα;

Παρατηρώντας τα οικονομικά στοιχεία της Ράδιο Κορασίδης που παρατίθενται στον πίνακα. 1 παραπάνω θα δούμε ότι πρόκειται για μια ζημιογόνο εταιρεία, που είχε χρεοκοπήσει και έχει υπαχθεί στο άρθρο 44, με αρνητικές καθαρές ταμειακές ροές, με αρνητική καθαρή θέση χωρίς ακίνητη περιουσία ή κάποιο σημαντικό περιουσιακό στοιχείο όπως είδαμε στις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις.

Επομένως κατά τη διάρκεια της αποτίμησης δε μπορούν να βασιστούν στην αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων αφού η εταιρεία είναι ζημιογόνος, δε διανέμει μέρισμα και δεν είναι εισηγμένη για να έχουμε μια εικόνα για τη χρηματιστηριακή της αξία. Η πρόβλεψη της μελλοντικής της κατάσταση με τη χρήση ιστορικών στοιχείων από το παρελθόν θα μας οδηγούσε σε λανθασμένα συμπεράσματα αφού ειδικά τα δύο τελευταία χρόνια τα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας είναι ιδιαίτερα βεβαρημένα. Τώρα όσον αφορά αποτίμηση με τη χρήση χρηματοοικονομικών στοιχείων πάλι δε μπορούμε να βγάλουμε ασφαλή συμπεράσματα αφού η εταιρεία έχει αρνητικές καθαρές ταμειακές ροές και η καθαρή της θέση είναι αρνητική.

Η MIG κατά την εξαγορά της Vivartia (που είχε γίνει με σημαντικό premium 37,4% πάνω από την τιμή της μετοχής της Vivartia) είχε ανακοινώσει τα παρακάτω για την αποτίμηση της εταιρείας:



i) Ότι εφαρμόζει έναν πολλαπλασιαστική τιμής 2,67 σε σχέση με την λογιστική αξία (2007) της εταιρείας , ii) Η αξία της εταιρείας προκύπτει από έναν πολλαπλασιαστική 2,2 φορές τις πωλήσεις (2007) και 13,4 φορές Κέρδη (2007) προ Τόκων, Φόρων, Αποσβέσεων και iii) Ότι βρίσκεται σε χαμηλότερα επίπεδα από τους αντίστοιχους δείκτες Τιμή / Πωλήσεις και Τιμή / EBITDA, στις πρόσφατες εξαγορές του τομέα στην Δυτική Ευρώπη, οι οποίες βρίσκονται πάνω από 2,7 φορές την Τιμή/ Πωλήσεις και από 13,4 φορές Τιμή / EBITDA. (Βέβαια χωρίς να ανακοινωθούν αντίστοιχες περιπτώσεις και τιμήματα).

Όπως καταλαβαίνουμε η παραπάνω μέθοδος δε μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την περίπτωση της Ράδιο Κορασιδής αφού η πλειοψηφία των δεικτών κινείται σε αρνητικά επίπεδα. Συνοψίζοντας μπορούμε να ισχυριστούμε ότι το τίμημα που καταβλήθηκε αφορούσε το brand name της ιστορικής εταιρείας και το πελατολόγιο της (το goodwill δηλαδή), καθώς και τους μισθωμένους χώρους και την τοποθεσία των καταστημάτων της. Η MIG δηλαδή στα πλαίσια της επέκτασης της, έχοντας σαν κίνητρο την ανάπτυξη, προτίμησε να εξαγοράσει έτοιμες υποδομές και δίκτυο μιας ζημιογόνου εταιρείας προσβλέποντας σύμφωνα με τις δηλώσεις του κ. Βγενόπουλου κατά την εξαγορά σε τζίρο 200 εκ € το 2008 και 350 εκ. €, πλάνα αρκετά φιλόδοξα διαμέσου της κρίσης και της μείωσης των καταναλωτικών αγορών χωρίς να έχει γίνει αποτίμηση του κινδύνου της ύφεσης που ακολούθησε με αποτέλεσμα να γίνει αποτελεσματικότερη αποτίμηση της εταιρείας πριν την εξαγορά.

### 9.3 Εξαγορά της “Γερολυμάτος ΑΕ” από την “Alaris ΑΕΒΕ”

Την Δευτέρα 20 Οκτωβρίου 2008, η εισηγμένη Alaris ΑΕΒΕ προχώρησε στην εξαγορά του 100% της Γερολυμάτος ΑΕ αντί τιμήματος 200 εκ. ευρώ αφού, όπως είπε στη «N» στέλεχος της εισηγμένης. Η εξαγορά της εταιρείας Γερολυμάτος, ήταν ένα από τα μεγαλύτερα επιχειρηματικά deal στο χώρο της βιομηχανίας φαρμάκων, ενώ κατέστησε την Alaris αδιαφιλονίκητο ηγέτη στο χώρο. Πραγματοποιήθηκε με καταβολή μετρητών αφού η Alaris κατείχε μεγάλη ρευστότητα ύστερα από την άντληση των περίπου 700 εκ. ευρώ από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

#### 9.3.1 Στοιχεία Alaris ΑΕΒΕ

Ο Όμιλος Alaris δημιουργήθηκε από τη συγχώνευση των εταιρειών Veterin ΑΒΕΕ, LAMDA Detergent ΑΒΕΕ, ΕΒΙΚ ΑΕ και Ephrata ΑΕΒΕ. Ο Όμιλος δραστηριοποιείται σήμερα σε δύο τομείς:

- α. Στον τομέα της υγείας, ο οποίος περιλαμβάνει την παραγωγή και διανομή φαρμακευτικών και κτηνιατρικών προϊόντων, την εμπορία αξεσουάρ μικρών ζώων, καθώς και την αντιπροσώπευση ιατρικών μηχανημάτων και εξοπλισμού.
- β. Στον τομέα των καλλυντικών, απορρυπαντικών και βιολογικών προϊόντων.

Η Alaris είναι ένας νέος παίκτης που έρχεται για να κατακτήσει ηγετική θέση στην εγχώρια αγορά και την αγορά της Νοτιοανατολικής Ευρώπης στον κλάδο των φαρμακευτικών προϊόντων. Η Alaris είναι μια σημαντική επιχειρηματική δύναμη που εισέρχεται δυναμικά στην αγορά. Αξιοποιώντας την εμπειρία και τις συνεργασίες των συστατικών του εταιρειών, ο Όμιλος στοχεύει στη μεγιστοποίηση της παραγωγής και της απόδοσής του για την επίτευξη των επιχειρηματικών του στόχων. Κάθε κίνηση πραγματοποιείται με βάση ένα επιμελώς μελετημένο πλάνο δράσης που εγγυάται την αποτελεσματικότητα του αναπτυξιακού προγράμματος, και επιτυχία στις επιχειρηματικές επιλογές για την ανάπτυξη των δραστηριοτήτων, την ισχυροποίηση του ονόματος και την κατοχύρωση ηγετικής θέσης της Alaris στις αγορές στις οποίες λειτουργεί.

Η Alaris στις 30/06/08 σύμφωνα με τον ισολογισμό της είχε σύνολο ενεργητικού 2.113.456.000 €, καθαρή θέση 1.657.844.000 €, κέρδη 62.906.000€ και χρηματιστηριακή αξία στις 17/10/08 στα 1.088.466.240 €

### 9.3.2 Στοιχεία Γερολυμάτος ΑΕ

Ο Όμιλος εταιρειών Γερολυμάτος, δραστηριοποιείται στον ευρύτερο χώρο της Υγείας και Ομορφιάς εντός και εκτός Ελλάδος. Συγκεκριμένα, δραστηριοποιείται στους τομείς των φαρμάκων, διαγνωστικών, κτηνιατρικών, καλλυντικών, καταναλωτικών και προϊόντων φαρμακείου O.T.C. (Over-The-Counter), καθώς

επίσης και στην παροχή υπηρεσιών. Ο Όμιλος διαθέτει εγκαταστάσεις παραγωγής και θυγατρικές εταιρείες σε Ευρώπη, Ασία και Αμερική.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 2

### **ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΓΕΡΟΛΥΜΑΤΟΣ** **ΑΕΒΕ ΤΗ ΔΙΕΤΙΑ 2006-2007**

<b>Όμιλος (σε χιλ. €)</b>	<b>31/12/2007</b>	<b>31/12/2006</b>
Κύκλος εργασιών	225.756	195.761
Κέρδη προ Φόρων Τόκων Αποσβέσεων (EBITDA)	26.665	19.869
Κέρδη προ Φόρων και Τόκων (EBIT)	23.326	17.174
Κέρδη προ Φόρων (EBT)	15.209	10.813
Κέρδη μετά από Φόρους (EAT)	11.045	10.007
Σύνολο Ενεργητικού	158.784	161.185
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	26.927	10.255
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	84.601	62.962
Σύνολο εισροών / (εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	61.059	5.959
Μετοχικό κεφάλαιο ομίλου	18.056	16.672
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (Καθαρή θέση ομίλου)	39.900	18.289

Ιδιαίτερης σημασίας είναι η συμμετοχή της NBGI SEE development capital fund LP στο μετοχικό κεφάλαιο του Ομίλου αποκτώντας το 4.693% και καταβάλλοντας το ποσό των 7.5 εκ € κατά την διάρκεια του 2007. Επίσης ποσό 34.345 χιλ. € προέρχεται από την πώληση εμπορευμάτων σε θυγατρική

εταιρεία του ομίλου «ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Π.Ν. ΓΕΡΟΛΥΜΑΤΟΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» που αποσχίστηκε και εμφανίζονται στην αύξηση των ταμειακών ροών. Επίσης η εταιρεία πραγματοποίησε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά 10.500 χιλ €.

Οι κίνδυνοι που ενέχουν για την εταιρεία είναι λόγω συναλλαγματικών ισοτιμιών στην τουρκική λίρα, δολάριο Χόνγκ Κόνγκ, δολάριο Αμερικής λόγω των θυγατρικών της . Επίσης η ενδεχόμενη κατάρρευση ενός ασφαλιστικού ταμείου ή αδυναμίας πληρωμής σε κάποια από τις φαρμακαποθήκες του ομίλου θα κλόνιζε την απρόσκοπτη λειτουργία του ομίλου. Η εταιρεία έχει ελεγχθεί φορολογικά μέχρι και τη χρήση του 2006

### 9.3.3 Αποτίμηση της εξαγοράς της Γερολυμάτος ΑΕ από την Alapis ΑΕΒΕ

Παρακάτω παραθέτω έναν πίνακα που παρουσιάζει κάποιους δείκτες εταιρειών που εξαγοράστηκαν από την εταιρεία Alapis ΑΕΒΕ την τελευταία διετία.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 3

#### ΠΡΟΒΟΛΗ ΔΕΙΚΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΕΞΑΓΟΡΑΣΤΕΙ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΛΑΡΙΣ ΑΕΒΕ

Target	Description	Enterprise value	(reported)	
			EV/Sales	EV/EBITDA
1 Pharmagora SA	Distributor of pharmaceutical products	37	0.30x	4.6x
2 A. Moisoglou SA <sup>1</sup>	Distributor of pharmaceutical products	3	0.20x	3.9x
3 Revold Healthcare <sup>2</sup>	Pharmaceutical retailer	1	0.32x	1.1x
4 Biochem <sup>3</sup>	Distributor of diagnostic products	39	1.70x	6.3x
5 Farmalex	Production/distribution of pharmaceutical products	14	na	na
6 KP Marinopoulos	Distributor of pharmaceutical products	48	0.18x	7.0x
7 Biomodus	Manufacturer of cosmetic & natural products	0.1	0.02x	na
8 Labomed	Distributor of medical equipment	2	0.80x	2.1x
9 Lamda Applied	Research laboratory for development of generics	1	na	na
10 Pharmacare Ltd	Distributor of veterinary products	1	0.52x	2.19x
<b>Total/Averages</b>		<b>146</b>	<b>0.50x</b>	<b>3.9x</b>

Σύμφωνα με αυτό τον πίνακα η εξαγορά της Γερολυμάτος ΑΕ έγινε με δείκτες  $EV/Sales = 0.9$  και  $EV/EBITDA = 7.5$  από τους ψηλότερους συγκρινόμενους με τους δείκτες εταιρειών πρότερων εξαγορών.

Αν πάρουμε σαν κριτήριο τις μεθόδους αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων θα δούμε ότι η εξαγορά γίνεται με premium αφού το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας είναι περίπου 19 εκ. €. Το ότι η εξαγορά έγινε με premium ενδεχομένως επιβεβαιώνεται και από το γεγονός ότι πριν ένα χρόνο η NBGI SEE development capital fund LP απέκτησε το 4.693% του ομίλου καταβάλλοντας το ποσό των 7.5 εκ. € που συνεπάγεται μια αποτίμηση 150 εκ. € για το 100% των μετοχών. Όσον αφορά τη μέθοδο Gordon δε μπορούμε να βγάλουμε ασφαλή συμπεράσματα αφού η εταιρεία τα δύο προηγούμενα χρόνια δεν είχε διανεμίσει μέρισμα.

Τώρα όσον αφορά μελλοντικές προβλέψεις αν ανατρέξουμε σε προηγούμενα ιστορικά στοιχεία θα δούμε ότι τα οικονομικά μεγέθη σχετικά παραμένουν σταθερά με μικρές διακυμάνσεις από χρόνο σε χρόνο. Τέλος η καθαρή θέση της εταιρείας στις 31/12/07 ανερχόταν 39,9 εκ € που επιβεβαιώνει την παραπάνω άποψη αφού στις αναλυτικές οικονομικές καταστάσεις δεν αναφέρεται κάποιο σημαντικό περιουσιακό στοιχείο.

Συνοψίζοντας η Alaris ΑΕΒΕ προκειμένου να αποκτήσει κρίσιμο μέγεθος, έτσι ώστε να καταστεί ένας από τους βασικότερους παίκτες στην αγορά του φαρμάκου στην Ελλάδα και στην ευρύτερη περιοχή προχώρησε στην εξαγορά της εταιρείας Γερολυμάτος, που ανταποκρίνεται στις προσδοκίες της αλλά και στις επιχειρησιακές μονάδες της Alaris με μεγάλες συνέργιες και μελλοντικές οικονομίες κλίμακας.

#### **9.4 Περίληψη κεφαλαίου.**

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο προσπαθήσαμε να μελετήσουμε δύο περιπτώσεις εξαγορών στον ελλαδικό χώρο. Μελετώντας τις εξαγορές της Ράδιο Κορασιδής από τη MIG και της Γερολυμάτος από την Alaris θελήσαμε να προσεγγίσουμε τις μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιούν οι εταιρείες κατά την πραγματοποίηση εξαγορών και συγχωνεύσεων στον ελλαδικό χώρο αλλά δεν διεξήχθησαν ασφαλή συμπεράσματα αφού δεν ακολουθείται μια συγκεκριμένη

μέθοδος αποτίμησης και το τίμημα, μάλλον, διαμορφώνεται κάθε φορά σε σχέση με τους αντικειμενικούς σκοπούς και τη στρατηγική της επιχείρησης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ



## Βιβλιογραφία

1. [http://www.athex.gr/files/2008/FinStats/MarfinInvestmentGroup%20\(ΣΤΧ-ΠΛΗΡ,%20ΕΝΟΠ,%20ΜΗΤΡ.\).pdf](http://www.athex.gr/files/2008/FinStats/MarfinInvestmentGroup%20(ΣΤΧ-ΠΛΗΡ,%20ΕΝΟΠ,%20ΜΗΤΡ.).pdf)
2. <http://www.korasidis.gr/site/content.php?sel=2#OikonomikesKatastaseis>
3. [http://www.athex.gr/files/2008/FinStats/ΑΛΑΠΙΣ%20ΑΒΕΕ\(ΣΤΧ-ΠΛΗΡ,%20ΑΠ.%20Ε.Κ.%20ΕΝΟΠ.,%20ΜΗΤΡ.\).pdf](http://www.athex.gr/files/2008/FinStats/ΑΛΑΠΙΣ%20ΑΒΕΕ(ΣΤΧ-ΠΛΗΡ,%20ΑΠ.%20Ε.Κ.%20ΕΝΟΠ.,%20ΜΗΤΡ.).pdf)
4. [http://www.gerolymatos.gr/ws/eng/findata\\_01.pdf](http://www.gerolymatos.gr/ws/eng/findata_01.pdf)
5. <http://www.naftemporiki.gr/news/static/08/10/18/1578888.htm>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

#### 10.1 Συμπεράσματα μελέτης

Πολλές φορές οι επιχειρήσεις στα πλαίσια της μακροπρόθεσμης στρατηγικής τους επέκτασης προχωρούν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις προκειμένου να επιτύχουν την ανάπτυξη τους, την αύξηση των μεγεθών τους, μέσω λειτουργικών συνεργιών, οικονομιών κλίμακας που προκύπτουν ή μείωσης κόστους. Επιπλέον προσδοκούν στη βελτίωση του ανταγωνιστικού τους πλεονεκτήματος μέσω της βελτίωσης της διοικητικής δομής, του τμήματος έρευνας και ανάπτυξης, της ρευστότητας, των προβλημάτων αντιπροσωπείας ή εκμεταλλευόμενες οικονομικά οφέλη που παρέχονται από κάποιο αναπτυξιακό ή φορολογικό νόμο.

Αφού πραγματοποιηθεί μια εξαγορά και στη συνέχεια συγχώνευση τα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι είτε θετικά προσδίδοντας οφέλη στις εταιρείες που πραγματοποίησαν τη συγχώνευση είτε αρνητικά δημιουργώντας προβλήματα και νέες προκλήσεις στις εταιρείες. Το αποτέλεσμα είναι απόρροια μιας σειράς παραγόντων που σχετίζονται με το εργατικό προσωπικό, τις

εγκαταστάσεις, την κατανόηση του σκοπού, την εταιρική κουλτούρα, τους πελάτες και τους προμηθευτές αλλά και τους επενδυτές.

Στην προσπάθεια τους για επιτυχείς εξαγορές ανιχνεύουν την αγορά για την εύρεση δυνητικών στόχων μέσω της κριτικής διερεύνησης δεικτών και μιας σειράς προκαταρκτικών μεθόδων αξιολόγησης, στα πλαίσια της απόδοσης που προσδοκούμε από τη συγκεκριμένη εξαγορά υπολογίζοντας το κόστος κεφαλαίου, τις ταμειακές ροές και το ελάχιστο ποσοστό απόδοσης.

Για να είναι επιτυχής η εξαγορά μας θα πρέπει να έχει γίνει σωστή και αποτελεσματική αποτίμηση της εταιρείας στόχου επιλέγοντας την κατάλληλη μέθοδο αποτίμησης υπολογίζοντας τις παραμέτρους τόσο σε συνθήκες βεβαιότητας όσο και σε συνθήκες αβεβαιότητας. Στην πλειονότητα των περιπτώσεων δε χρησιμοποιείται μόνο μια μέθοδος αλλά συνδυασμός αυτών προκειμένου να είναι πληρέστερη και ασφαλέστερη η αποτίμηση μας προκειμένου να αποφύγουμε απρόσμενες και δυσάρεστες καταστάσεις που θα κλονίσουν την απρόσκοπτη λειτουργία της εταιρείας μας.

## **10.2 Θέματα για περαιτέρω μελέτη και έρευνα.**

Στο τελευταίο τμήμα της εργασίας προσπαθήσαμε να μελετήσουμε ποιες μέθοδοι επιλέγονται και εφαρμόζονται στη διαδικασία εξαγορών και συγχωνεύσεων στον ελλαδικό χώρο κυρίως. Από εμπειρικές μελέτες έχει

αποδειχθεί ότι ο προσδιορισμός του τιμήματος γίνεται κατά κάποιο τρόπο αυθαίρετα εξυπηρετώντας είτε τον πωλητή είτε τον αγοραστή, με αποτέλεσμα να θίγονται τα συμφέροντα των μετόχων μειοψηφίας.

Θεωρούμε ότι χρήζει θέμα περαιτέρω μελέτης ποιες μέθοδοι χρησιμοποιούνται, ποια τα αποτελέσματα τους (θετικά ή αρνητικά) για τις εταιρείες και τους μετόχους. Επίσης εξέταση χρήζει και το θέμα εφαρμογής της αντίστοιχης νομοθεσίας που διέπει τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις.

Τέλος αντικείμενο μελέτης αποτελεί και ο σχεδιασμός νέων μοντέλων αποτίμησης με τη χρήση των κατάλληλων υπολογιστικών προγραμμάτων σε συνδυασμό με τα εμπειρικά συστήματα. Επίσης η παρατήρηση, η στατιστική ανάλυση πραγματοποιηθέντων εξαγορών θα μπορούσε να μας δώσει χρήσιμα στοιχεία για μελλοντικές καταστάσεις.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ελληνική

1. Γ. Σ. Αληφαντής, Συγχωνεύσεις Επιχειρήσεων, (Σημειώσεις από τις παραδόσεις του μαθήματος του στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς), Αθήνα, 2001.
2. Γ. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση- Αποφάσεις Επενδύσεων, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2002.
3. Γ. Καρβούνης, Μεθοδολογία, Τεχνικές και Θεωρία για Οικονομοτεχνικές Μελέτες, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 2007.
4. Δ. Κυριαζής, Συγχωνεύσεις & Εξαγορές, Εκδόσεις, Σμπίλια, Αθήνα, 2007.
5. Β. Παπαδάκης, Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία, 3η έκδοση. Εκδόσεις Ευ. Μπένου, Αθήνα, 1999.
6. Ε. Σακκέλης, Συγχωνεύσεις-Διασπάσεις-Εξαγορές-Μετατροπές Εταιριών & Εκτίμηση Αξίας Επιχείρησης από άποψη νομική, φορολογική, Λογιστική, Εκδόσεις ΒΡΥΚΟΥΣ, Αθήνα, 2001.

### Ξένα

1. A.Agrawal, J. F. Jaffe, and G. N. Mendelker, "The post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Reexamination of an Anomaly," Journal of Finance, vol. 47, no. 4, September 1992.
2. P. Alessandri, D. Robertson, S. Wright., Miller and Modigliani, Predictive Return Regressions and Cointegration, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 2008.
3. R A. Berk, Regression Analysis: A Constructive Critique, Sage Publications, 2004.
4. M. Bianchi, M., Boyle, D. Hollingsworth. "A comparison of methods for trend estimation", Applied Economics Letters, vol. 6 (2), 1999.

5. K. Black, Business Statistics for Contemporary Decision Making, Wiley, 4<sup>th</sup> Edition, 2006.
6. P. Boyle and E.S. Schwartz "Options: A Monte Carlo Approach", Journal of Financial Economics, 4, 4, 1977.
7. D. Carey, "Lessons from Master Acquirers: A CEO roundtable on making mergers succeed", Harvard Business review, May/June 2000.
8. D.R. Chambers, N. J. Lacey, Modern Corporate Finance Theory and Practice, 2<sup>nd</sup> edition, 1994.
9. M. N. Clemente and D. S. Greenspan, Winning at Mergers and Acquisitions: The Guide to Market Focused Planning and Integration, John Wiley & sons, 1998.
10. M. J. Conyon, S. Girma, S. Thompson and P. W. Wright, "The impact of mergers and acquisitions on company employment in the United Kingdom", European Economic Review, vol. 46, 2002.
11. C. Christensen and M. Raynor, The Innovator's Solution: Creating and Sustaining Successful Growth, Harvard Business School Press, 2003.
12. D. DePamphilis, Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities, Elsevier Sciences, 2007.
13. M. S. Dorfman, Introduction to Risk Management and Insurance Prentice Hall, 6<sup>th</sup> Edition, 1997, σελ 186.
14. The Economist Intelligence Unit with the Columbia Program on International Development, World Investment Prospects to 2011: Foreign Direct Investment and the Challenge of Political Risk, September 2007.
15. E. Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". Journal of Finance, vol. 25, 1970, σελ. 383–417.
16. M. Firth, "Takeovers: Benefit or burden", Victoria University of Wellington, 1981 σελ 29 – 30
17. J.R. Franks, R.S. Harris, "Shareholder wealth effects of corporate takeovers. The U.K. experience 1955 – 1985", Journal of Financial Economics, vol.23, 1989.
18. P. A. GAUGHAN, "Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings", Wiley M&A Library, 2002.

19. A. Ghosh, 'Does operating performance really improve following corporate acquisitions' Journal of Corporate Finance, vol. 7, 2001.
20. R. Gilson, M. S. Scholes, and M. A. Wolfson, "Taxation and the Dynamics of Corporate Control: The Uncertain Case for Tax-Motivated Acquisitions," in John Coffee, Louis Lowenstein, and Susan Rose Ackerman, eds. Knights, Raiders and Targets, Oxford University Press, 1988.
21. L. Gitman, Principles of Managerial Finance plus MyFinanceLab: International Edition 11th Edition, Prentice Hall, 2005.
22. M. Gordon, "The Investment, Financing and Valuation of the Modern Corporation", Richard D. Irwin, 1962.
23. R. Grant, Contemporary Strategy Analysis, Oxford: Blackwell, 2002, Chapter 5.
24. R. Heinkel, J. Zechner, "The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution to Adverse Investment", Journal of Financial and Quantitative Analysis; vol. 25, no1, Mar 1990.
25. D. B. Hertz, in "Risk Analysis in Capital Investment", Harvard Business Review, Jan. 1964.
26. R. C. Higgins and L. C. Schall, "Corporate Bankruptcy and Conglomerate Mergers," Journal of Finance, vol. 30, March 1975.
27. M. Jensen, "The Takeover Controversy," Midland Corporate Finance Journal, Vol. 4, No. 2, summer 1986.
28. S. Karim and W. Mitchell, "Path-dependent and path-breaking change: Reconfiguring business resources following acquisitions in the US medical sector, 1978-1995", Strategic Management Journal, 14, 1993.
29. P.F. Kitchen and F. Daly "Internal communication during change Management", Corporate communications: An International Journal, Vol.7, No.1, 2002.
30. G Koller, Risk Modelling for Determining Value and Decision Making, Chapman and Hall/CRC, 2002.
31. B. D. Laro, S. P. Pratt Business Valuation and Taxes: Procedure, Law, and Perspective, John Wiley and Sons, 2005.
32. K. Lehn and A. Poulsen, "Free Cash Flow and Shareholder Gains in Going Private Transactions," Journal of Finance, Vol. 44. 7/ 1989.

33. W. G. Lewellen, "A Pure rationale for the Conglomerate Merger," Journal of Finance, vol.26, no2, May 1971.
34. F. R Lichtenberg and D. Siegel, "The concept of relative productivity and its measurement using Census LRD data" and " Takeovers and corporate overhead", in F.R Lichtenberg, Corporate Takeovers and Productivity, MIT Press, 1992.
35. S. Mathur and A. Kenyon, Creating value, Shaping Tomorrow's Business Oxford, UK: Butterworth-Heinemann, 1997.
36. A. McKee and C. McMillen, "Discovering Social Issues: Organizational Development in a Multicultural Community", Journal of applied Behavioral Sciences, vol. 28, 2, 1992.
37. R. Morck, A. Shleifer, and R. Vishny, "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?" Journal of Finance, vol. 45, no. 1, March 1990.
38. R. B. Nelsen, An introduction to copulas , Springer-Verlag, New York ,1999.
39. M. Porter, "from competitive advantage to corporate strategy", Harvard Business Review, May/June 1987.
- 40 C. K. Prahalad and G. Hamel, "The core competence of the corporation", Harvard Business review May/June 1990.
41. P.R. Rau and T. Veraelen, "Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms", Journal of Financial Economies, vol. 49, 1998.
42. R. Roll, "The hubris hypothesis of corporate takeovers", Journal of Business, vol. 59 (2), 1994.
43. S.A. Ross , R.W. Westerfield , J.F. Jaffe, Corporate Finance, McGraw Hill, 7<sup>th</sup> Edition, 2005.
44. A. J. Sherman and M. A. Hart, Mergers and Acquisitions from A to Z, American Management Association, New York, 2006.
45. C. Steidtmann, "The Subprime Mortgage Crisis: Where Are We Headed?" Economic & Market Review, August 2007.  
[deloitte.net/dtt/article/0,2297,sid=1013&cid=71003,00.html](http://deloitte.net/dtt/article/0,2297,sid=1013&cid=71003,00.html) - 144k
46. S. M. Sundaresan, "Continuous-Time Methods in Finance: A Review and an Assessment ", The Journal of Finance, Vol. 55, Number 4, August 2000.



47. S. Sudarsanam "Corporate governance, corporate control and takeovers", in C. Cooper and A. Gregory (Eds), Advances in Mergers and Acquisitions, Elsevier science, New York ,2000.

48. S.Sudarsanam and A. Mahate, "Glamour acquires, method of payment and post-acquiring performance: The UK evidence", Journal of Business Finance and Accounting, vol. 30 (1&2), 2003.

48. S. Sudarsanam, Creating Value from Mergers and Acquisitions The Challenges, Prentice Hall, 2004.

49 R. A. Taggart, Quantitative Analysis for Investment Management, Prentice Hall, 2002.

50. J. Tobin. "A general equilibrium approach to monetary theory", Journal of Money Credit and Banking, Vol 1No 1, 1969.

51. T. L. Wheelen and J. D. Hunger, Concepts in Strategic Management and Business Policy, Pearson Prentice Hall, 2006.

#### **Διαδίκτυο**

1. [http://www.ase.gr/content/gr/announcements/Files/N3461\\_2006.pdf](http://www.ase.gr/content/gr/announcements/Files/N3461_2006.pdf)

2. [http://www.athex.gr/files/2008/FinStats/MarfinInvestmentGroup%20\(ΣΤΧ-ΠΛΗΡ,%20ΕΝΟΠ,%20ΜΗΤΡ.\).pdf](http://www.athex.gr/files/2008/FinStats/MarfinInvestmentGroup%20(ΣΤΧ-ΠΛΗΡ,%20ΕΝΟΠ,%20ΜΗΤΡ.).pdf)

3. [http://www.athex.gr/files/2008/FinStats/ΑΛΑΠΙΣ%20ΑΒΕΕ\(ΣΤΧ-ΠΛΗΡ,%20ΑΠ.%20Ε.Κ.%20ΕΝΟΠ.,%20ΜΗΤΡ.\).pdf](http://www.athex.gr/files/2008/FinStats/ΑΛΑΠΙΣ%20ΑΒΕΕ(ΣΤΧ-ΠΛΗΡ,%20ΑΠ.%20Ε.Κ.%20ΕΝΟΠ.,%20ΜΗΤΡ.).pdf)

4. [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

5. Deloitte Research – Strategic acquisitions amid business uncertainty  
[http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/US\\_MA\\_EIU%20Survey%20final%20281%29.pdf](http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/US_MA_EIU%20Survey%20final%20281%29.pdf)

6. Federal Reserve Board, "Minutes of the Federal Open Market Committee, September 18, 2007".  
<http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20070918.htm>.

7. John-Claude Trichet, President of the European Central Bank, Hearing at the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, Introductory Statement, 9 October 2007,  
<http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp07109-1.en.html>

8. [http://www.gerolymatos.gr/ws/eng/findata\\_01.pdf](http://www.gerolymatos.gr/ws/eng/findata_01.pdf)

9. <http://www.korasidis.gr/site/content.php?sel=2#OikonomikesKatastaseis>

10. <http://www.naftemporiki.gr/news/static/08/10/18/1578888.htm>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### 1. Σχετικό άρθρο (από το Capital.gr) που αφορά την εξαγορά της MERRILL LYNCH από τη BANK OF AMERICA.

## Την Merrill Lynch εξαγοράζει η Bank of America έναντι \$50 δισ. (upd3)

15/09/2008  
00:07



#### ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ: 19:03

Έκλεισε το deal για την εξαγορά της Merrill Lynch από την Bank of America όπως μεταδίδει το Dow Jones Newswires, επικαλούμενο ανακοίνωση της BofA.

Το τίμημα της εξαγοράς ανέρχεται στα 50 δισ. δολ. και θα καταβληθεί σε μετοχές. Αντιστοιχεί δε, σε 29 δολάρια ανά μετοχή και είναι κατά 70% υψηλότερο από την τιμή κλεισίματος της μετοχής της Merrill Lynch στις 12 Σεπτεμβρίου.

Σύμφωνα με τους όρους της συμφωνίας η Bank of America θα ανταλλάξει 0,8595 μετοχές της για κάθε μια μετοχή της Merrill Lynch.

Η συμφωνία αναμένεται να ολοκληρωθεί το πρώτο τρίμηνο του 2009. Όπως αναφέρεται οι δύο χρηματοπιστωτικοί όμιλοι πήραν το "πράσινο φως" από τα διοικητικά τους συμβούλια το απόγευμα της Κυριακής, ενώ πλέον αναμένονται οι εγκρίσεις των μετόχων, αλλά και των ρυθμιστικών αρχών.

Με βάση τη συμφωνία τρία από τα μέλη του Δ.Σ. της Merrill Lynch θα ενταχθούν στο Δ.Σ. της Bank of America.

Η Bank of America εκτιμά πως θα καταγράψει συνέργιες (προ φόρων) ύψους 7 δισ. δο. έως το 2012.

Ξένα ειδησεογραφικά πρακτορεία αναφέρουν πως η Merrill συμφώνησε μετά από διαπραγματεύσεις που κράτησαν όλο το Σαββατοκύριακο, ενώ το deal φέρεται να πραγματοποιήθηκε μετά και από πίεση της Federal Reserve Bank της Νέας Υόρκης.

## 2. Σχετικό άρθρο (από το Capital.gr) που αφορά την αναχρηματοδότηση της εταιρείας Πετζετάκις.

“Αναχρηματοδότηση δανεισμού, εισροή νέων κεφαλαίων, καθώς και είσοδος στρατηγικών εταίρων επιτυγχάνεται με τη συμφωνία που υπέγραψε η διοίκηση της Πετζετάκις.

Ειδικότερα, η συμφωνία περιλαμβάνει την έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου ύψους 17,5 εκατ. ευρώ, κεφάλαια τα οποία θα χρησιμοποιηθούν ως κεφάλαιο κίνησης και αντιστοιχούν -στο τέλος της μετατροπής του δανείου το οποίο έχει οριστεί στα 5 έτη- στο 35% περίπου του μετοχικού κεφαλαίου της εισηγμένης. Τα 17,5 εκατ. ευρώ προέρχονται από τέσσερα distress funds εκ των οποίων οι δύο είναι η Credit Suisse και η Credit Renaissance (funds τα οποία διαχειρίζονται έκαστο κεφάλαια άνω των 10 δις. δολ.).

Επίσης, το σχέδιο περιλαμβάνει την έκδοση σε δεύτερο χρόνο ενός ακόμα μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου ύψους 23 εκατ. ευρώ το οποίο στο τέλος της 5ετίας και αν μετατραπεί στο σύνολο του, θα αφορά το 20% του μετοχικού κεφαλαίου της εισηγμένης. Τα 23 εκατ. ευρώ του δεύτερου μετατρέψιμου ομολογιακού θα κατευθυνθούν για τη μείωση του τραπεζικού δανεισμού της εισηγμένης, ο οποίος ανέρχεται σήμερα στα 98 εκατ. ευρώ. Για τα υπόλοιπα 76 εκατ. ευρώ του τραπεζικού δανεισμού έχουν συναινέσει για τη αναχρηματοδότηση τους με ορίζοντα 8ετίας οι τράπεζες Εθνική Τράπεζα, Alpha Bank, ATEbank Eurobank και Τράπεζα Αττικής οι οποίες εξακολουθούν να κρατούν δάνεια της εισηγμένης. Να σημειώσουμε ότι αυτή τη στιγμή τα δάνεια των υπόλοιπων τραπεζών, που ο αριθμός τους είχε φτάσει μέχρι και τα 13, έχουν εξαγοραστεί από τα 4 distress funds που συμμετέχουν στην έκδοση του πρώτου ομολογιακού δανείου και δίνουν κεφάλαιο κίνησης μέσω αυτού στην εισηγμένη και άλλα δύο distress funds τα οποία έχουν συναινέσει στη λύση, ωστόσο δεν έχουν συμμετάσχει στο ομολογιακό δάνειο που αναχρηματοδοτεί την εισηγμένη.

Παράλληλα, να σημειώσουμε ότι τα διοικητικά στελέχη του ομίλου με την ολοκλήρωση της συμφωνίας, συμμετέχουν σε πρόγραμμα το οποίο προβλέπει την συμμετοχή τους με ποσοστό μέχρι 7,5% το οποίο θα δοθεί σε μετοχές. Τέλος, είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι η εισηγμένη με την επίτευξη της συμφωνίας διατηρεί όλες τις επιχειρησιακές και γεωγραφικές δραστηριότητες, μειώνει αισθητά τον δανεισμό της, αρχικά κατά 23 εκατ. ευρώ, τον μετατρέπει σε μακροχρόνιο και αξιοποιεί πλήρως όλες τις παραγωγικές της εγκαταστάσεις.”

### 3. ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΟΙΚΟΥ MOODY'S.

CREDIT OPINION		8 APR 2008	
Fage Dairy Industry S.A.	<a href="#">Fage Dairy Industry S.A.</a>	CREDIT OPINION	2 APR 2008
Hellenic Telecommunications Organization S.A.	<a href="#">Hellenic Telecommunications Organization S.A.</a>	CREDIT OPINION	28 MAR 2008
Themeleion V Mortgage Finance Plc	<a href="#">Themeleion V Mortgage Finance Plc</a>	NEW ISSUE REPORT	6 MAR 2008
Alpha Bank AE	<a href="#">Alpha Bank AE</a>	CREDIT OPINION	9 JAN 2008
Banking System Outlook: Greece	<a href="#">Greece</a>	BANKING SYSTEM OUTLOOK	18 DEC 2007
EFG Eurobank Ergasias S.A.	<a href="#">EFG Eurobank Ergasias S.A.</a>	CREDIT OPINION	13 DEC 2007
Piraeus Bank S.A.	<a href="#">Piraeus Bank S.A.</a>	CREDIT OPINION	13 DEC 2007
Athens, City of	<a href="#">Athens, City of</a>	CREDIT OPINION	12 DEC 2007
Yioula Glassworks S.A.	<a href="#">Yioula Glassworks S.A.</a>	CREDIT OPINION	11 DEC 2007
Emporiki Bank of Greece S.A.	<a href="#">Emporiki Bank of Greece S.A.</a>	CREDIT OPINION	20 SEP 2007
Antenna TV S.A.	<a href="#">Antenna TV S.A.</a>	CREDIT OPINION	18 SEP 2007
Coca-Cola Hellenic Bottling Company S.A.	<a href="#">Coca-Cola Hellenic Bottling Company S.A.</a>	CREDIT OPINION	3 AUG 2007
PUBLIC POWER CORPORATION S.A.	<a href="#">PUBLIC POWER CORPORATION S.A.</a>	CREDIT OPINION	26 JUN 2007
Agricultural Bank of Greece S.A.	<a href="#">Agricultural Bank of Greece S.A.</a>	CREDIT OPINION	19 JUN 2007
National Bank of Greece S.A.	<a href="#">National Bank of Greece S.A.</a>	CREDIT OPINION	16 JUN 2007
Egnatia Bank S.A.	<a href="#">Marfin Egnatia Bank SA</a>	CREDIT OPINION	16 JUN 2007
General Bank of Greece S.A.	<a href="#">General Bank of Greece S.A.</a>	CREDIT OPINION	12 JUN 2007
Bank of Attica S.A.	<a href="#">Bank of Attica S.A.</a>	CREDIT OPINION	11 JUN 2007
Hellenic Transmission System Operator SA	<a href="#">Hellenic Transmission System Operator SA</a>	CREDIT OPINION	19 MAR 2007
MOODY'S REPORTS: GREECE'S A1 RATING AND STABLE OUTLOOK SUPPORTED BY HIGH GDP GROWTH AND EUROZONE MEMBERSHIP	<a href="#">Greece</a>	RATING ACTION	16 DEC 2004
MOODY'S REPORTS: GREECE'S A1 RATING AND STABLE OUTLOOK SUPPORTED BY HIGH GDP GROWTH AND EUROZONE MEMBERSHIP	<a href="#">Greece, Government of</a>	RATING ACTION	16 DEC 2004
Themeleion Mortgage Finance Plc	<a href="#">THEMELEION MORTGAGE FINANCE PLC</a>	NEW ISSUE REPORT	13 JUL 2004
MOODY'S AFFIRMS EFG EUROBANK ERGASIAS' (GREECE) RATINGS; OUTLOOK REMAINS	<a href="#">EFG Eurobank Ergasias S.A.</a>	RATING ACTION	13 NOV 2003

STABLE

National Bank of Greece  
S.A.

National Bank of Greece S.A.

ANALYSIS

16 SEP 2003

MOODY'S UPGRADES  
NATIONAL BANK OF  
GREECE'S RATINGS

National Bank of Greece S.A.

RATING ACTION

18 JUN 2003

MOODY'S UPGRADES  
NATIONAL BANK OF  
GREECE'S RATINGS

NBG Finance plc

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

#### **4. Δελτίο τύπου που εξέδωσε η εταιρεία MARFIN INVESTMENT GROUP κατά την εξαγορά της εταιρείας Ράδιο Κορασίδης.**

Σε συνέχεια της από 9.1.2008 ανακοίνωσής της, η εταιρία « MARFIN INVESTMENT GROUP ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ» ανακοινώνει ότι ολοκληρώθηκε την 27<sup>η</sup> Φεβρουαρίου 2008, η απόκτηση α) τριών εκατομμυρίων τετρακοσίων σαράντα τεσσάρων χιλιάδων πεντακοσίων είκοσι τριών (3.444.523) ονομαστικών μετοχών της εταιρίας με την επωνυμία «ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ», οι οποίες αντιστοιχούν σε ποσοστό 55,79% του μετοχικού κεφαλαίου της άνω εταιρίας και β) εννιακοσίων τριάντα εννέα χιλιάδων επτακοσίων είκοσι μίας (939.721) ονομαστικών μετοχές της εταιρίας με την επωνυμία «ELEPHANT ΜΕΓΑΛΑ ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΗΛΕΚΤΡΙΚΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ», οι οποίες αντιστοιχούν σε ποσοστό 58,78% του μετοχικού κεφαλαίου της άνω εταιρίας, έναντι συνολικού τιμήματος είκοσι δύο εκατομμυρίων διακοσίων εξήντα έξι χιλιάδων εξακοσίων δέκα τριών Ευρώ και εξήντα έξι λεπτών (22.266.613,66 €). Υπενθυμίζεται ότι η εταιρία «ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» και η εταιρία «ELEPHANT ΜΕΓΑΛΑ ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΗΛΕΚΤΡΙΚΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» ευρίσκονται σε διαδικασία συγχώνευσης

Η Marfin Investment Group(MIG) ανακοινώνει ότι συμφώνησε να εξαγοράσει το 55,79% της εταιρείας Ράδιο Κορασίδης και το 58,78% της εταιρείας Elephant, που βρίσκονται σε διαδικασία συγχώνευσης, έναντι 22,2 εκ ευρώ, από την εταιρεία V- NET που είχε αναλάβει ως στρατηγικός επενδυτής την αναδιάρθρωση της επιχείρησης.

Η Ράδιο Κορασίδης διαθέτει σήμερα 54 καταστήματα καθώς στο δίκτυο πρόκειται να ενσωματωθούν και τα 8 καταστήματα της αλυσίδας Βασιλάκης Α.Ε στην Βόρειο Ελλάδα. Το δυναμικό επιχειρηματικό σχέδιο που θα εφαρμοστεί προβλέπει την ενίσχυση των κεφαλαίων της επιχείρησης καθώς και την δημιουργία 29 νέων καταστημάτων τη διετία 2008-9 από τα οποία 25 θα είναι καταστήματα μεσαίου μεγέθους και 4 υπερκαταστήματα. Το 2008 οι πωλήσεις αναμένεται να ξεπεράσουν τα 200 εκ ευρώ ενώ το 2009 εκτιμάται ότι θα ανέρχονται σε 350 εκ ευρώ. Η ανάπτυξη της επιχείρησης θα προκύψει από τις νέες δυνατότητες που προσφέρει η

κεφαλαιακή ενίσχυση της εταιρείας καθώς και τη διεύρυνση προϊόντων και υπηρεσιών που θα προσφέρει το δίκτυο. Σε επόμενη φάση θα εξεταστεί το ενδεχόμενο εισαγωγής της εταιρείας σε Χρηματιστήριο.

Σχολιάζοντας την εξαγορά ο αντιπρόεδρος της Marfin Investment Group(MIG) Ανδρέας Βγενόπουλος έκανε την ακόλουθη δήλωση:

«Είμαστε ενθουσιασμένοι από τις προοπτικές κερδοφόρας ανάπτυξης που έχει η επαναδημιουργία της παραδοσιακής αλυσίδας ηλεκτρικών ειδών. Πιστεύουμε ότι εκτός από τις προοπτικές δυναμικής ανάπτυξης στην ελληνική αγορά, υπάρχουν σημαντικές δυνατότητες ανάπτυξης του δικτύου σε χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.»

Ο πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος των εταιρειών Ράδιο Κορασίδης και Elephant , Ιωάννης Ευαγγελάτος έκανε την ακόλουθη δήλωση:

«Η συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών, ενός Ομίλου με ισχυρή διεθνή παρουσία, όπως η MIG , μας δίνει την σιγουριά για μια πορεία δυναμικής ανάπτυξης. Τώρα έχουμε όλες τις προϋποθέσεις να δημιουργήσουμε ένα σημαντικό δίκτυο πωλήσεων ηλεκτρικών συσκευών αλλά και υπηρεσιών στην Ελλάδα και σε άλλες χώρες.»



# ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΞΙΔΗΣ Ε.Ε.Α.Ε.

ΕΔΡΑ : ΓΡΗΓ.ΛΑΜΠΡΑΚΗ 90-100, ΠΕΙΡΑΙΑΣ - ΑΡ. ΜΗΤΡΩΟΥ Α.Ε.: ΑΡ.Μ.Α.Ε. 7471 / 02 / Β / 86 / 50 (07)

Ενοποιημένα Συνοπτικά Οικονομικά Στοιχεία και πληροφορίες της χρήσης από 1 Ιανουαρίου 2007 έως 31 Δεκεμβρίου 2007, όπως τροποποιήθηκαν και εγκρίθηκαν με την από 30/6/2008 απόφαση της Τριτοκτής Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της Εταιρείας. (Διαμορφισμένα βάσει του Αρθρου 135 του Κ.Ν. 2190/1920 για επικερθείς που συντάσσονται επίσης οικονομικές καταστάσεις κατά το Δ.Λ.Π.)

Τα παραπάνω στοιχεία και πληροφορίες σύμφωνα με μια σειρά από μέτρα που εφαρμόστηκαν για την οικονομική κατάσταση του Ομίλου και της μετοχικής αγοράς "ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΞΙΔΗΣ Ε.Ε.Α.Ε." Συμπερασματικά εμπίπτουν στην αντιστάθμιση πριν προβεί σε οποιαδήποτε έδωκε ελεγχθείται επίκληση ή άλλη συνθήκη με την Εταιρεία, να ανατρέξει στα διαθέσιμα δεδομένα του [www.koraxidis.gr](http://www.koraxidis.gr), όπου αναφέρονται οι επίσημες οικονομικές καταστάσεις που προβλέπονται το Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα καθώς και η έκθεση επενδυτών του Ομίλου Ελεγκτών Λογιστών, όπως αυτή αποτελείται.

**ΕΣΡΑ:** Γρηγ. Λαμπράκη 90-100, Πειραιάς  
**Αρ.Μ.Α.Ε.:** 7471 / 02 / Β / 86 / 50 (07)  
**Αρμόδια Εποπτευούσα Αρχή:** Πρωτοδικείο Πειραιά  
**Ημερίνα Έγκρισης των Οικονομικών Καταστάσεων από το Δ.Σ.:** 8 Ιουνίου 2008  
**Οριστικός Ελεγκτής Λογιστής:** Ιωάννης Σπυροβόλου Α.Μ. Δ. Ο.Ε.Λ. 14811  
**Ελεγκτής Εταιρεία:** Δ.Ο.Ι. Ανώνυμη Εταιρεία Ορισμένοι Ελεγκτές  
**Τύπος Έκθεσης Ελεγκτών Ελεγκτών:** Συμμετοχή γνήσιμη - θετική ερώτηση  
**Διεύθυνση Διαθέσιμη Εταιρεία:** <http://www.koraxidis.gr>

## Σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου

Ιωάννης Ευαγγελίδης, Πρόεδρος Δ.Σ. Διορθών Σπυροβόλος  
Νικόλαος Κουκουμπιζούλης του Ιωσήφ, Αντιπρόεδρος  
Αναστασία Ευαγγελίδου του Ιωάννη, Μέλος Δ.Σ.  
Σπυρίδων Κουλουβάδης του Ιωάννη, Μέλος Δ.Σ.  
Παναγιώτης Ευαγγελίδης του Ιωάννη, Μέλος Δ.Σ.

<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΡΟΔΙΟΤΙΜΟΥ - ΠΟΣΑ ΕΚΦΡΑΖΜΕΝΑ ΣΕ ΕΥΡΩ</b>				
	Ο Όμιλος 31/12/2007	Ο Όμιλος 31/12/2006	Η Εταιρεία 31/12/2007	Η Εταιρεία 31/12/2006
<b>ΕΠΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>				
Πόσα στοιχεία ενεργητικού	59.461.972,25	53.140.935,72	53.374.112,95	52.962.530,89
Αποθέματα	9.589.989,19	20.471.850,77	4.605.111,75	10.742.939,82
Αποτίμηση από μισθώματα	9.218.942,07	14.389.334,89	8.249.248,72	14.859.938,90
Άλλα στοιχεία ενεργητικού	11.900.959,88	12.229.847,94	8.254.989,49	49.229.922,02
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>	<b>89.737.531,45</b>	<b>100.363.508,78</b>	<b>69.972.566,87</b>	<b>126.328.181,23</b>
Μεταφορμήσιμες υποχρεώσεις	75.794.128,89	11.407.000,39	57.049.980,39	10.314.680,99
Βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	14.675.983,45	170.931.599,28	11.827.298,99	121.772.099,41
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	84.839.349,92	184.015.230,94	49.589.814,50	109.497.611,98
<b>Σύνολο υποχρεώσεων (α)</b>	<b>155.099.653,06</b>	<b>345.754.400,48</b>	<b>117.467.063,74</b>	<b>238.524.572,85</b>
Μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση (β)	-89.382.121,61	-189.390.891,70	-47.468.298,87	-112.196.397,62
Διακρίματα μεταφορών (γ)	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Σύνολο καθαρές θέσεις (δ) = (β) + (γ)</b>	<b>-89.382.121,61</b>	<b>-189.390.891,70</b>	<b>-47.468.298,87</b>	<b>-112.196.397,62</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (α) + (δ)</b>	<b>89.737.531,45</b>	<b>100.363.508,78</b>	<b>69.972.566,87</b>	<b>126.328.181,23</b>

<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΑΠΟΤΡΕΦΜΕΝΩΝ ΠΡΟΪΟΓΩΝ - ΠΟΣΑ ΕΚΦΡΑΖΜΕΝΑ ΣΕ ΕΥΡΩ</b>				
	Ο Όμιλος 1/1-31/12/2007	Ο Όμιλος 1/1-31/12/2006	Η Εταιρεία 1/1-31/12/2007	Η Εταιρεία 1/1-31/12/2006
Καύσιμα εργαλεία	12.788.950,92	18.939.321,99	10.452.035,79	10.749.082,09
Μίκια κερών (Ζυμές)	-18.911.971,25	-1.939.831,57	-1.997.999,07	440.199,99
Άλλα εργαλεία παραγωγής	1.004.493,28	181.079,21	344.258,09	409.749,13
Κέρδη προ φόρων προμηθειών επενδυτικών επενδύσεων και αποβλήτων	-92.845.981,70	-40.080.070,95	-40.125.024,99	-11.177.220,65
Κέρδη προ φόρων προμηθειών και επενδυτικών αποβλήτων	-70.743.995,10	-42.949.999,65	-46.277.438,99	-33.900.969,74
Κέρδη / (Ζυμές) προ φόρων	-28.044.829,00	-49.504.467,82	-50.159.922,65	-38.994.798,49
Μείον φόροι εισοδήματος	14.999.999,18	0,00	10.094.999,92	0,00
Κέρδη / (Ζυμές) μετά από φόρους από συσταζόμενες δραστηριότητες (α)	-13.044.829,82	-49.504.467,82	-40.064.922,73	-38.994.798,49
Κέρδη / (Ζυμές) μετά από φόρους από δραστηριότητες (β)	0,00	0,00	0,00	0,00
Κέρδη / (Ζυμές) μετά από φόρους (συνολικά)	-13.044.829,82	-49.504.467,82	-40.064.922,73	-38.994.798,49
Μεταφορά στο επόμενο έτος	-81.145.229,84	-49.504.467,82	-40.064.922,73	-38.994.798,49
Μεταφορά στο επόμενο έτος	0,00	0,00	0,00	0,00
Διακρίματα Μεταφορών	-14.859.999,18	-46.504.497,82	-40.099.963,33	-36.864.796,48

<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΩΣ ΘΕΣΗΣ ΧΡΗΣΗΣ - ΠΟΣΑ ΕΚΦΡΑΖΜΕΝΑ ΣΕ ΕΥΡΩ</b>				
	Ο Όμιλος 31/12/2007	Ο Όμιλος 31/12/2006	Η Εταιρεία 31/12/2007	Η Εταιρεία 31/12/2006
Μακροπρόθεσμη καθαρή θέση (1/1/2007 και 1/1/2006 αντίστοιχα)	-189.390.891,70	-189.390.891,70	-112.196.397,62	-89.382.121,61
Κέρδη / (Ζυμές) της χρήσης μετά από φόρους	-246.536.121,54	-185.390.891,70	-47.468.298,87	-112.196.397,62
Πόσα Καθαρίστη Διαθέσιμη Α.Ε. την 01/01/2007	1.929.927,20	0,00	0,00	0,00
Αύξηση / (μείωση) μεταμορφωθέντων	-1.129.040,48	0,00	7.989.028,27	0,00
Μείωση (επιστροφή) ζημιών	82.179.285,07	0,00	49.449.028,18	0,00
Απορροφήση Αποβλήτων Αρθρου 44 Ν. 1892/80	102.047.194,10	0,00	52.174.484,85	0,00
Μεταβολή στην αξία των σε λιπές επενδύσεων	-1.829.892,20	0,00	-1.829.892,20	0,00
Μεταβολές για αύξηση Μεταμορφωθέντων	3.800.000,00	0,00	2.939.500,59	0,00
Έσοδα / Έξοδα από αναβλητέα φορολογία	-1.289.749,28	0,00	-1.289.749,28	0,00
Λοιπές μεταβολές ίδιων κεφαλαίων χρήσης	15.737,81	0,00	404,89	0,00
<b>Καθαρή θέση Αύξηση περιόδου (31/12/2007 και 31/12/2006 αντίστοιχα)</b>	<b>-45.362.121,60</b>	<b>-185.390.891,70</b>	<b>-47.468.298,87</b>	<b>-112.196.397,62</b>

<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΠΟΣΩΝ ΧΡΗΣΗΣ - ΠΟΣΑ ΕΚΦΡΑΖΜΕΝΑ ΣΕ ΕΥΡΩ</b>				
	Ο Όμιλος 1/1-31/12/2007	Ο Όμιλος 1/1-31/12/2006	Η Εταιρεία 1/1-31/12/2007	Η Εταιρεία 1/1-31/12/2006
<b>Διατεταγμένες Δραστηριότητες</b>				
Κέρδη / (Ζυμές) προ φόρων	-28.044.829,00	-49.504.467,82	-50.159.922,65	-38.994.798,49
Μείωση / (αύξηση) αποβλήτων	0,00	0,00	0,00	0,00
Μείωση / (αύξηση) αποβλήτων	7.099.999,40	2.999.919,60	6.152.412,72	2.323.209,09
Προβλεπόμενα	39.999.999,81	12.189.189,82	20.349.999,42	4.024.999,42
Άλλα μη ταμειακά έσοδα - έξοδα	0,00	0,00	-702,97	0,00
Αποβλήτων (έσοδα - έξοδα, κέρδη και Ζυμές)	-19.579,39	2.999.919,60	-4.999,99	0,00
Αποβλήτων Δραστηριοτήτων	0,00	0,00	0,00	0,00
Κέρδη / (Ζυμές) μετά από φόρους καταβλητέα	0,00	0,00	0,00	0,00
Μείωση / (αύξηση) προσαρμογών για μεταβολές λογιστηρίου/κεφαλαίων κίνησης ή που απαιτούνται με τη λειτουργία των δραστηριοτήτων	-2.775.930,19	9.119.944,79	-9.921.901,99	1.276.474,89
Μείωση / (αύξηση) αποβλήτων	16.609.181,82	12.109.999,18	16.400.116,21	17.480.999,40
Μείωση / (αύξηση) υποχρεώσεων (πλέον τραπεζική πίστη)	-1.140.434,99	39.999.999,99	3.999.999,99	14.999.999,99
Χρηματιστική τόκοι και συναφή έξοδα καταβλητέα	0,00	-3.888.999,49	0,00	-3.894.999,71
Καταβλητέα φόροι	-2.790.999,08	0,00	-1.897.999,41	0,00
Μεταφορές που διατηρούνται	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Σύνολο εισροών / (εξοχών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)</b>	<b>-17.944.715,28</b>	<b>19.435.883,42</b>	<b>-10.916.892,57</b>	<b>12.789.297,95</b>
<b>Διατεταγμένες Δραστηριότητες</b>				
Απόρροή επενδύσεων και άλλων παθητικών περιουσιακών	-109.479,92	-49.559,75	-109.997,28	-49.819,91
Επενδύσεις από μισθώματα επενδύσεων και άλλων παθητικών	69.999,92	20.000,00	69.999,92	0,00
Επενδύσεις από μισθώματα συμμετοχών / μετοχών	0,00	851.000,00	0,00	851.000,00
Τόκοι εισπραχθέντες	9.090,20	2.393,22	7.092,87	7.092,87
Μεταφορές εισπραχθέντες	13.997,97	0,00	7.972,97	0,00
<b>Σύνολο εισροών / (εξοχών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)</b>	<b>-27.095,24</b>	<b>823.699,97</b>	<b>-39.998,46</b>	<b>893.083,06</b>
<b>Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες</b>				
Μεταφορές δανείων	-8.272.999,32	-20.812.999,19	-4.324.144,99	-14.097.919,99
Μεταφορές Πληρωθέντων	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Ποσά προσαχθέντα για αύξηση Μεταμορφωθέντων</b>	<b>3.800.000,00</b>	<b>0,00</b>	<b>2.939.500,59</b>	<b>0,00</b>
Αύξηση Μεταμορφωθέντων	18.803.999,30	0,00	18.200.000,00	0,00
<b>Σύνολο εισροών / (εξοχών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)</b>	<b>18.130.979,98</b>	<b>-20.812.999,19</b>	<b>11.215.355,99</b>	<b>-14.097.919,99</b>
<b>Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα περιόδου (α) + (β) + (γ)</b>	<b>158.278,46</b>	<b>-553.339,20</b>	<b>258.464,96</b>	<b>-495.538,92</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης περιόδου</b>	<b>545.571,67</b>	<b>1.098.910,87</b>	<b>233.215,12</b>	<b>728.754,04</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης περιόδου</b>	<b>704.350,13</b>	<b>545.571,67</b>	<b>491.680,08</b>	<b>233.215,12</b>

## ΠΡΟΒΛΕΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

- Οι εταιρείες του Ομίλου που περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις με τη μέθοδο της φάρακας αναπαράστασης είναι οι εξής:  

Εταιρεία	Χώρα Έθνος	Ποσοστό συμμετοχής Ομίλου	Ανεξάρτητος Φορέας κρίσης
ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΞΙΔΗΣ Ε.Ε.Α.Ε.	ΕΛΛΑΔΑ		2004 - 2007
ΕΛΕΦΑΝΤ ΜΕΓΑΛΑ ΚΑΤΑΧΗΜΑΤΑ			
ΗΛΕΚΤΡΙΚΗ ΚΑΙ ΟΠΩΝΙΑΚΗ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ Α.Ε. *	ΕΛΛΑΔΑ	0,74%	2004 - 2007

Επισημαίνεται ότι για την επένδυση των δύο Εταιρειών του Ομίλου κατά την χρήση 2007 έγινε κατά συνέπεια κοινοβόληση, αφού πραγματοποιήθηκε απόκτηση από ενδεδειγμένη συνθήκη, καθόλου.

α) το ποσοστό συμμετοχής της Εταιρείας ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΞΙΔΗΣ Ε.Ε.Α.Ε. στην Εταιρεία του Ομίλου ΕΛΕΦΑΝΤ ΑΕ ήταν την 31/12/2007 ποσοστό 0,74% περίπου.

β) Σύμφωνα με ετήσια έκθεση διαδρομής επενδύσεων σύμφωνα με τη διαταγή του Ν. 2188/99, με απόφαση της ΕΛΕΦΑΝΤ ΑΕ από την ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΞΙΔΗΣ Ε.Ε.Α.Ε. Η εν λόγω διαδρομή, η οποία θα οδηγεί σε αύξηση του Μεταμορφωθέντων Καθαρίστη Διαθέσιμη Α.Ε. κατά την διάρκεια της επένδυσης, εγκρίθηκε από την τριτοκτική χρήση 2008.

γ) και οι δύο Εταιρείες του Ομίλου τελούν υπό ενιαία Διεύθυνση.

Κατά τον συνημτικό περίοδο (χρήση 2008) αναλυθείσες μέθοδο της ολικής ενοποιημένης βάσει ποσοστού συμμετοχής.
- Εάντος του έτους 2007 ολοκληρώθηκε ο προαναφερθέντος έλεγχος των Εταιρειών του Ομίλου για Ο.Π.Α. και λοιπούς παραρτηρούμενους φόρους για τα τρία έτη 2004 έως 28/2/2007. Από τον έλεγχο βεβαιώθηκαν φόροι και προστιθέμενα συνολικού ποσού € 9.594.369,99 για τα τρία έτη. Η Εταιρεία και € 2.962.117,80 για την Εταιρεία "ΕΛΕΦΑΝΤ Α.Ε." από συνολικό ποσό ευρώ 11.548.487,79. Από το ποσό αυτό είναι μέρος από ποσό ευρώ 4.178.298,89 διατηρούμενα για την υποχρέωση των Εταιρειών στις διατάξεις του άρθρου 44 του Ν. 1892/80, ενώ το υπόλοιπο ποσό ευρώ 7.371.187,90 ρυθιζόταν να αποπληρωθεί σε έτος 2008.

Με ετήσια τους ως άνω προαναφερθέντος έλεγχος για τον ταμειακό έλεγχο που είναι σε εξέλιξη για τη χρήση 2004 έως 2005, οι Εταιρείες του Ομίλου δεν έχουν ελεγχθεί φορολογικά και για τη χρήση 2008 και 2007 και σύμφωνα με φορολογικές τις υποχρεώσεις για τη χρήση αυτής (2004 έως 2007) δεν έχουν καταστεί οριστικές.
- Η Διοίκηση των Εταιρειών πραγματοποιεί στις διατάξεις του άρθρου 44 παρ. 2 του Ν. 2188/99, κατά της οποίας «οι εταιρείες που ρυθίζονται να αρθεί τους φόρους με τη διαταγή του άρθρου 44 του Ν. 1892/80, μπορούν να μεταφέρουν εν άλλο ή εν μέρος το υπόλοιπο του λογαριασμού Ζυμές, το οποίο προκύπτει μετά το συμβατικό με τους πιστωτές τους και την επιπλέον του από το εφεξής, σε λογαριασμό 18 05 του Ελληνικού Γενικού Λογιστικού Συστήματος (Ε.Γ.Λ.Σ.) σύμφωνα με τον παρόντα άρθρο επενδυτικού», σύμφωνα αναβλητέα φορολογία και σε ορισμένες φορολογικές Ζυμές που θα συμπεριλαμβάνονται με τη μέθοδο της φάρακας.
- Το ποσοστό συμμετοχής της Μητρικής Εταιρείας στην Ελεφαντ Μεγάλα Κατακτήματα Ηλεκτρική και Οπωνιάκη ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ Α.Ε.Ε. την 31/12/2007 σε σχέση με την 31/12/2006, έχει μείνει από 49,14% σε 0,74%, σύμφωνα των απορροφώντων που ελήφθησαν από την Τριτοκτική και Έγκριση Γενική Συνέλευση των μετόχων της 18/07/2007 και 12/11/2007 αντίστοιχα, και που απορροφώνται σε σχέση του Μεταμορφωθέντων Καθαρίστη Διαθέσιμη Α.Ε.Ε. σύμφωνα των απορροφώντων που ελήφθησαν από την Τριτοκτική και Έγκριση Γενική Συνέλευση των μετόχων της 18/07/2007 και 12/11/2007 αντίστοιχα, και που απορροφώνται σε σχέση του Μεταμορφωθέντων Καθαρίστη Διαθέσιμη Α.Ε.Ε. σύμφωνα των απορροφώντων που ελήφθησαν από την Τριτοκτική και Έγκριση Γενική Συνέλευση των μετόχων της 18/07/2007 και 12/11/2007 αντίστοιχα.
- Οι ως άνω οικονομικές καταστάσεις ετοιμάστηκαν σύμφωνα με το Δ.Λ.Π. Σφραγίστηκαν οι ίδιες λογιστικές αρχές και μέθοδοι υπολογισμού όπως και στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της 31/12/2006.
- Την 23ην Απριλίου 2007 το Εφετείο Πειραιώς με τη υπ αριθμ. 299 και 298 απόφαση του, επιβέβαισε την από 18/10/2006 απαγωγή των παθητικών των Εταιρειών για την υποχρέωση των Εταιρειών στο άρθρο 44 του Ν. 1892/1990 περί προβλεπόμενων επιπλέον φόρων. Οι βεβαιώσεις των Εταιρειών με βάση τη συμφωνία αυτή πραγματοποιήθηκαν εντός του έτους 2007 σε μετρητοσύνη. Τα ποσά και ρυθίστην των οφειλών που τραπεζικές προμηθευτές/πιστωτές και Ελληνικό Δημόσιο. Η εν λόγω συμφωνία, τελεί υπό την αιχμή της επιτήρησης επιβλεπόμενων των Εταιρειών των υποχρεώσεων που έχουν αναλάβει. Δεν υπάρχουν άλλες επιπλέον ή από διατάξεις διαφοράς στις απορροφώντες διαπιστώσεις ή διαπιστωμένων οφειλών που ενδέχεται να έχουν σημαντική επίπτωση στην οικονομική κατάσταση ή λειτουργία της Εταιρείας.
- Ο αριθμός αποπληρούμενων προσαρμογών του Ομίλου ανέρχεται κατά την 31/12/2007 σε 497 και της Εταιρείας σε 278 στοιχεία.
- Οι καταβλητέα συνολικά ποσών συνολικά με συνδεδεμένα μέτρα κατά την έναρξη του Δ.Λ.Π.24, κατά τη χρήση 2007. Αναλυτικά ποσά περιλαμβάνονται στο Πρόσθετο.

	Ο Όμιλος	Η Εταιρεία
Πληρωστές συνόλων και υποχρεώσεων	€ 0,00	€ 229.129,79
Απόρροή συνόλων και υποχρεώσεων	€ 0,00	€ 951.119,79
Αποβλήτων	€ 0,00	€ 998.932,12
Υποχρεώσεων	€ 0,00	€ 0,00
Συνολικές και αμοιβαίες διαθέσιμες οφειλές και μείωση διαπιστώσεων	€ 999.107,82	€ 709.949,49
Υποχρεώσεις προς τα διαθέσιμα οφειλές και μείωση διαπιστώσεων	€ 0,00	€ 0,00

Οι καταπονήσεις για το έτος 2007 (σε συνολικά και αναλυτικά πάντα) ανέρχονται σε ποσό € 199.479,92 για τον Όμιλο και ποσό € 199.997,95 για την Εταιρεία.

- Το έθνη της Εταιρείας φορολογούνται σύμφωνα με το 2 & 3 σχετικά με τη συνολική κρίση και την αναβλητέα φορολογία στην κερδοφόρα Περίοδο Φόρων των εταιρειών του Ομίλου την 31/12/2007 και στο γεγονός ότι οι προσαρμογές που έγιναν με τη μεταφορά των άρθρων 44 του Ν. 1892/1990 τελούν υπό την αιχμή της επιτήρησης εν μέρους των εταιρειών του Ομίλου του υποχρεώσεων, που έχουν αναλάβει από απορροφώντες από τις διατάξεις του εν λόγω νόμου. Η καθαρή θέση του Ομίλου θα ταυτοποιηθεί με την προαναφερθείσα από την Διοίκηση των Εταιρειών αύξηση του Μεταμορφωθέντων Καθαρίστη Διαθέσιμη Α.Ε.Ε.

Πειραιάς, 6 Ιουνίου 2008

<b>Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ &amp; ΔΙΟΝ ΕΥΜΒΟΛΟΣ</b>	<b>Ο ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ Δ.Ε.</b>
<b>ΙΩΑΝΝΗΣ Π. ΕΥΑΓΓΕΛΑΤΟΣ</b> Α.Δ.Τ. ΑΖ 012779	<b>ΝΙΚΟΛΑΟΣ Ι. ΚΟΥΤΙΟΥΜΤΖΟΓΛΟΥ</b> Α.Δ.Τ. Π 581429
<b>Ο ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ</b>	<b>Ο ΠΡΟΪΤΑΜΕΝΟΣ ΛΟΓΙΣΤΗΡΙΟΥ</b>
<b>ΧΡΗΣΤΟΣ Η. ΛΕΦΕΡΕ</b> Α.Δ.Τ. ΑΒ 537521	<b>ΜΙΧΑΗΛ Ε. ΣΟΥΛΛΙΑΚΗΣ</b> Α.Δ.Τ. ΑΒ 346099



