



**ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ**

**ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ ΚΑΙ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ**

---

**< ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΕΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ >**

---

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

---

Εισηγητής: < ΖΟΥΛΙΑΣ ΘΕΟΔΩΡΟΣ ΑΜ 685 >

Επιβλέπων: < ΠΕΤΡΑΚΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ >

**< ΜΑΪΟΣ 2021 >**



**HELLENIC MEDITERRANEAN UNIVERSITY**

**SCHOOL OF MANAGEMENT AND ECONOMICS SCIENSCE**

**DEPARTMENT OF MANAGEMENT SCIENSE AND TECHNOLOGY**

---

**< ACQUISITIONS AND MERGERS OF GREEK BUSINESSES >**

---

**DIPLOMA THESIS**

---

Student: < ZOULIAS THEODOROS AM 685 >

Supervisor: < PETRAKIS NIKOLAOS >

**< MAY 2021 >**

**Υπεύθυνη Δήλωση:** Βεβαιώνω ότι είμαι συγγραφέας αυτής της πτυχιακής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την οποία είχα για την προετοιμασία της είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στην πτυχιακή εργασία. Επίσης έχω αναφέρει τις όποιες πηγές από τις οποίες έκανα χρήση δεδομένων , ιδεών ή λέξεων είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφρασμένες. Επίσης βεβαιώνω ότι αυτή η πτυχιακή εργασία προετοιμάστηκε από εμένα προσωπικά ειδικά για τις απαιτήσεις του προγράμματος σπουδών του τμήματος διοικητικής επιστήμης και τεχνολογίας του ΕΛ.ΜΕ.ΠΑ.

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το κύριο αντικείμενο της πτυχιακής εργασίας βασίζεται στις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων. Βασικός σκοπός είναι να μελετηθούν διάφορες σχέσεις που αναφέρονται στις Ε&Σ με χρήση θεωρητικών εργαλείων και ποσοτικής ανάλυσης. Για να επιτευχθεί ο σκοπός θα ήταν σημαντικό σε πρώτη φάση να αναλυθούν γενικά στοιχεία των Ε&Σ, όπως τα κίνητρα, η αποδοτικότητα, οι στρατηγικές και η διαδικασία αποτίμησης.

Η πτυχιακή εργασία περιλαμβάνει έξι κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο αναφέρονται τα γενικά στοιχεία των Ε&Σ, καθώς η ιστορική τους αναδρομή και τα κριτήρια ταξινόμησης. Στο δεύτερο κεφάλαιο δίδονται οι βασικές θεωρίες των Ε&Σ, καθώς και τις στρατηγικές εξαγοράς. Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύεται η αποδοτικότητα των Ε&Σ και οι παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν την αποτελεσματικότητά τους. Στο τέταρτο κεφάλαιο αναφέρονται οι αποτιμήσεις των εταιριών στόχων, αναλύοντας τους 6 μύθους και τα βασικά στάδια της διαδικασίας αποτίμησης. Στο πέμπτο κεφάλαιο ακολουθεί η περιγραφή και η ανάλυση των Ε&Σ ελληνικών επιχειρήσεων. Τέλος, στο έκτο κεφάλαιο αναφέρονται τα βασικά συμπεράσματα.

**Λέξεις κλειδιά:** Εξαγορά, Συγχώνευση, Θεωρίες, Εταιρίες, Μετοχές.

## **ABSTRACT**

The main objective of this study is the Mergers and Acquisitions (M&A) of Greek businesses. It is important to study different relations in M&A with careful use of theoretical tools and quantitative analysis. In order to achieve the goal, it would be important, in the first phase, to analyze general elements of M&A, such as the incentives, efficiency, strategies and the valuation process.

The dissertation consists of six chapters. The first chapter mentions the general elements of M&A, as well as the historical background and classification criteria. The second chapter gives the basic theories of M&A, as well as the acquisition strategies. The third chapter analyzes the efficiency of M&A and the factors that can affect their performance. The fourth chapter mentions the valuation process of the target companies, analyzing the 6 myths and the basic stages of the valuation process. The fifth chapter describes and analysis M&A of Greek businesses. Finally, the sixth chapter concludes the study.

**Key words:** Acquisition, Merger, Theories, Companies, Shares.

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

<b>ΛΙΣΤΑ ΠΙΝΑΚΩΝ .....</b>	<b>6</b>
<b>ΛΙΣΤΑ ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ .....</b>	<b>7</b>
<b>ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΦΙΕΣ .....</b>	<b>8</b>
<b>ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ .....</b>	<b>9</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ.....</b>	<b>10</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....</b>	<b>10</b>
1.1 Ορισμοί Εξαγορών και Συγχωνεύσεων .....	10
1.2 Ιστορική Αναδρομή .....	11
1.2.1 Κύματα Εξαγορών στις ΗΠΑ .....	11
1.2.2 Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ε.Ε .....	12
1.3 Κριτήρια Ταξινόμησης Ε&Σ.....	13
1.3.1 Ταξινόμηση βάση Κλάδου Δραστηριοποίησης .....	13
1.3.2 Ταξινόμηση Βάση Τηρούμενης Στάσης .....	13
1.3.3 Γεωγραφική Ταξινόμηση .....	14
1.4 Λόγοι Πραγματοποίησης και Αποτυχίας Ε&Σ .....	15
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΤΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΚΑΙ ΟΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΤΩΝ Ε&amp;Σ.....</b>	<b>19</b>
2.1 Οικονομικές Θεωρίες.....	19
2.2 Διοικητικές Θεωρίες .....	20
2.3 Χρηματοοικονομικές Θεωρίες (Finance Theories).....	21
2.4 Στρατηγικές Θεωρίες .....	22
2.5. Στρατηγικές Εξαγοράς και μορφές Αμύνης.....	22
2.5.1 Στρατηγικές και τακτικές αγοραστών (Bidders).....	22
2.5.2 Στρατηγικές Εταιριών – Στόχων Εξαγοράς (Targets).....	24
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ.28</b>	
3.1 Μεθοδολογία Αξιολόγησης της Απόδοσης. ....	28
3.1.1 Μέθοδος Αξιολόγησης Λειτουργικής Απόδοσης βάσει Λογιστικών Στοιχείων (Accounting based Operational Performance Evaluation).....	28
3.1.2 Μέθοδος μη Κανονικών Αποδόσεων.....	30
3.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την Απόδοση των Σ&Ε.....	34

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ – ΣΤΟΧΩΝ ΕΞΑΓΟΡΑΣ.....</b>	<b>36</b>
4.1 Γενικά περί Αποτιμήσεων.....	36
4.2 Βασικά Στάδια της Διαδικασίας της Αποτίμησης.....	37
4.3 Προσεγγίσεις και Υποδείγματα Αποτιμήσεων(Valuation Approaches & Models).....	38
4.4 Υπολογισμός Συνεργειών από την Εξαγορά ή την Συγχώνευση.....	38
4.5 Καθορισμός Ανώτατης και Ελάχιστης τιμής Εξαγοράς .....	39
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....</b>	<b>41</b>
5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	41
Εγχώριες: Συναλλαγές Ε&Σ οπού ο αγοραστής και η εταιρία στόχος είναι ελληνική. ....	44
5.3 ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ ΓΙΑ ΚΑΘΕ ΕΤΟΣ .....	44
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΣΥΝΟΨΗ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ .....</b>	<b>48</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....</b>	<b>49</b>
<b>Α. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....</b>	<b>49</b>
<b>Β. ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....</b>	<b>50</b>

## ΛΙΣΤΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

<b>Πίνακας 1.1:</b> Οι μεγαλύτερες σε αξία Εξαγορές και Συγχωνεύσεις.....	12
<b>Πίνακας 1.2:</b> Λόγοι Πραγματοποίησης και Αποτυχίας Ε&Σ.....	16
<b>Πίνακας 2.1:</b> Βασικές μορφές Άμυνας κατά την περίοδο προ της Προσφοράς.....	25
<b>Πίνακας 2.2:</b> Βασικές μορφές Άμυνας κατά την περίοδο μετά την Προσφορά.....	27
<b>Πίνακας 3.1:</b> Επίπτωση στα Λειτουργικά Αποτελέσματα των αγοραστών στην περίοδο μετά την Συγχώνευση.....	29
<b>Πίνακας 3.2:</b> Μη Κανονικές Αποδόσεις μετόχων σε επιτυχείς εξαγορές στις ΗΠΑ κατά την περίοδο μετά την Εξαγορά.....	33
<b>Πίνακας 5.1:</b> Ολοκλήρωση Συγχωνεύσεων ανά Έτος.....	42



## ΛΙΣΤΑ ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

<b>Σχεδιάγραμμα 5.1:</b> Αξία Ε&Σ σε Περιόδους 2015-2019.....	42
<b>Σχεδιάγραμμα 5.2:</b> Δειγματικό Πλήθος Ολοκληρωμένων Εξαγορών και Συγχωνεύσεων ανά Έτος.....	43
<b>Σχεδιάγραμμα 5.3:</b> Ποσοστιαία Διάρθρωση Δείγματος βάση των Εισερχόμενων, Εξερχόμενων και Εγχώριων Εξαγορών και Συγχωνεύσεων ανά Έτος.....	43
<b>Σχεδιάγραμμα 5.4:</b> Τα Ποσοστά των Κλάδων Ε&Σ για το Έτος 2015.....	44
<b>Σχεδιάγραμμα 5.5:</b> Τα Ποσοστά των Κλάδων Ε&Σ για το Έτος 2016.....	45
<b>Σχεδιάγραμμα 5.6:</b> Τα Ποσοστά των Κλάδων Ε&Σ για το Έτος 2017.....	45
<b>Σχεδιάγραμμα 5.7:</b> Τα Ποσοστά των Κλάδων Ε&Σ για το Έτος 2018.....	46
<b>Σχεδιάγραμμα 5.8:</b> Τα Ποσοστά των Κλάδων Ε&Σ για το έτος 2019.....	47

## ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΦΙΕΣ

**ΔΙΣ** = Δισεκατομμύριο

**Ε.Ε** = Ευρωπαϊκή Ένωση

**Ε&Σ** = Εξαγορές και Συγχωνεύσεις

**ΗΠΑ** = Ηνωμένες πολιτείες Αμερικής

**ΜΜΕ** = Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης

**Μ&Α** = Εξαγορές και Συγχωνεύσεις

**USD** = Αμερικάνικο Δολάριο

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Σε αυτό το σημείο, αξίζει να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέπων καθηγητή μου κ. Πετράκη Νικόλαο για την άμεση υποστήριξη και την πολύτιμη βοήθεια του στην προσπάθεια ολοκλήρωσης της πτυχιακής εργασίας.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ**

### **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Στο κεφάλαιο αυτό είναι σημαντικό να αναφέρουμε τους ορισμούς της εξαγοράς και της συγχώνευσης, έτσι ώστε να αναλυθούν στα επόμενα κεφάλαια. Έτσι θα αναπτυχθούν οι τύποι εξαγορών και συγχωνεύσεων. Επίσης, προσδιορίζουμε και την ιστορική αναδρομή τους, έτσι ώστε να γνωρίζουμε πότε και πώς αναπτύχθηκαν. Τέλος προσδιορίζουμε και τους λόγους αποτυχίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων.

#### **1.1 Ορισμοί Εξαγορών και Συγχωνεύσεων**

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν μια μορφή επιχειρησιακής στρατηγικής που έχει να κάνει με ολοκληρωμένες στρατηγικές ανάπτυξης. Οι ορισμοί παρόλο που διαφέρουν, στην ουσία χρησιμοποιούνται μαζί για να δηλώσουν την ένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, κάτω από το καθεστώς της ίδιας διεύθυνσης.

**Ως Εξαγορά (Ε)**: Ορίζουμε την απόκτηση μιας μερίδας ή ολόκληρης της επιχείρησης, στην οποία η αγοράστρια εταιρία αναλαμβάνει τον πλήρη έλεγχο της εξαγοραζόμενης. Έτσι η εξαγοραζόμενη αποκτάει την έννοια της (θυγατρικής εταιρίας) της αγοράζουσας. (ΚΥΡΙΑΖΗΣ, 2016)

**Ως Συγχώνευση (Σ)**: Ορίζουμε την ένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, καθώς ολόκληρη η περιουσία της απορροφημένης εταιρίας μεταφέρεται στην απορροφώσα επιχείρηση. Στην συνέχεια η απορροφημένη λύεται, αποκτώντας όλα τα δικαιώματα η απορροφώσα. (ΚΥΡΙΑΖΗΣ, 2016).

## 1.2 Ιστορική Αναδρομή

### 1.2.1 Κύματα Εξαγορών στις ΗΠΑ

Στις ΗΠΑ αναφέρονται 5 κύματα από το 1890 έως σήμερα από τις παρακάτω περιόδους:

**Πρώτο Κύμα 1890-1905:** Παρατηρείται μια σειρά από αρκετές συγχωνεύσεις οι οποίες θα οδηγήσουν στην δημιουργία μονοπωλίων.

**Δεύτερο Κύμα 1919-1929:** Παρατηρείται μια σειρά από Ε&Σ συσχετιζόμενων επιτηρήσεων είχε ως αποτέλεσμα την δημιουργία ολιγοπωλίων.

**Τρίτο Κύμα 1955-1969:** Παρατηρείται η ύπαρξη κολοσσιαίων Ε&Σ με κύριο χαρακτηριστικό την έντονη επέκταση των εταιριών σε καινούργιες αγορές και σε ασυσχέτιστες δραστηριότητες.

Αξίζει να αναφερθεί ,ότι ένας σημαντικός παράγοντας για την ανάπτυξη των εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι και η οικονομική κατάσταση της αγοράς.

**Τέταρτο Κύμα 1980-1989:** Παρατηρείται μια αύξηση των Ε&Σ και αποτελείτε από εξαγορές εχθρικές, ενώ παράλληλα τα μεγέθη των συγχωνεύσεων αυξάνονται την περίοδο εκείνη. Παρατηρείται αντίστροφη τάση σε σύγκριση με το προηγούμενο κύμα με συγκέντρωση σε κύριες δραστηριότητες.

**Πέμπτο Κύμα 1993-1999 :** Θεωρείται το μεγαλύτερο κύμα συναλλαγών με σκοπό την δημιουργία του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, καθώς την περίοδο εκείνη παρατηρείται σημαντική άνοδος της τιμής των μετοχών. Φαινόμενο αποτελεί η ύπαρξη νέων τεχνολογικών κλάδων ( διαδίκτυο, δορυφόροι) .Κύριο στοιχείο του πέμπτου κύματος είναι η θεμελίωση οργανισμών που επεκτείνονται εκτός της ενδοχώρας. Στην συνέχεια από το 2001 και μετά παρατηρούμε πως η αστάθεια που επικρατεί επιβάλλει την μείωση εξαγορών κ συγχωνεύσεων κατά 36%.

### 1.2.2 Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ε.Ε

Οι οργανισμοί των ευρωπαϊκών χωρών σε συνάρτηση με την ομοεθνία, αρχίζουν να αναπτύσσουν γοργά δραστηριότητες που αφορούν τις εξαγορές και συγχωνεύσεις .Το Ηνωμένο Βασίλειο φαίνεται να ξεχωρίζει παίρνοντας την πρώτη θέση. Έτσι έχουμε την εκκίνηση του κύματος το 1990 . Στην Ευρώπη έχουμε δύο κύματα:

**Πρώτο Κύμα 1987-1992:** Στο πρώτο κύμα σημειώνονται συγχωνεύσεις που η αξία τους έφτασε 21 (δισ USD ) το1985, 90 (δισ USD) το 1989, 90 (δισ USD) το1992.

**Δεύτερο Κύμα 1995-2001:** Στο δεύτερο κύμα οι συγχωνεύσεις χαρακτηρίστηκαν από αξία που αναλογίστηκε τα 1.083 (δισ USD) το 2000 και 462 (δισ USD) το 2001.

Στην συνέχεια παρατηρούμε πως το 2002 έχουμε 30% αύξηση από το 2001 και τα περισσότερα να καταγράφονται στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Αξίζει να σημειωθεί πως με την απελευθέρωση του εμπορείου είχαν την δυνατότητα να δείξουν ενδιαφέρον και σε άλλες χώρες ,αυτό αποτελεί βασικό παράγοντα να ενεργήσουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις για να πετύχουν μια ισχυρή θέση στην αγορά.

#### **Πίνακας 1.1: Οι μεγαλύτερες σε αξία Εξαγορές και Συγχωνεύσεις**

Έτος	Αγοραστής	Εταιρία Στόχος	Αξία
2000	America On Line	Time Warner	\$201δισ
1999	MCI WorldCom	Sprint	\$127 δισ
2000	Pfizer	Warner Lambert	\$90 δισ
1998	Exxon	Mobil	\$86 δισ
2000	Glaxo Welcome	SmithKlineBeecham	\$76 δισ
1998	City corps	Travelers Group	\$73 δισ

Πηγή: MERGERSTAT

### 1.3 Κριτήρια Ταξινόμησης Ε&Σ

#### 1.3.1 Ταξινόμηση βάση Κλάδου Δραστηριοποίησης

Αρχικά οι Ε&Σ διακρίνονται σε σχέση με τον κλάδο που δραστηριοποιούνται στις εξής κατηγορίες :

- **Οριζόντια Ολοκλήρωση:** Οι επιχειρήσεις που έχουν δραστηριοποιηθεί στον ίδιο κλάδο και παράγουν τα ίδια προϊόντα. Έτσι μετά την συγχώνευση οι επιχειρήσεις θα πετύχουν αυξημένη αγοραστική δύναμη καθώς και αρκετά μειωμένο κόστος. πχ (η εξαγορά της Hellenic από την Attica group).
- **Κάθετη Ολοκλήρωση:** Οι επιχειρήσεις που έχουν δραστηριοποιηθεί σε διαφορετικούς κλάδους , αλλά υπάρχουν δεσμοί ανάμεσα σε πελάτη και προμηθευτή. Με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνουν στον έλεγχο του κόστους αλλά και των τιμών.

Η κάθετη ολοκλήρωση διακρίνεται στις εξής κατηγορίες:

- Δημιουργία εμποδίων στην είσοδο ανταγωνιστών.
  - Σταδιακή ανάπτυξη στον κλάδο.
  - Έλεγχος στην ποιότητα της παραγωγής.
- **Συμπληρωματική Ολοκλήρωση:** Στην περίπτωση που οι επιχειρήσεις βρίσκονται σε διαφορετικά στάδια παραγωγικής διαδικασίας ,όμως οι δραστηριότητες τους είναι ασυσχέτιστες.
  - **Διαγώνια Ολοκλήρωση:** Στην περίπτωση αυτή αφορά επιχειρήσεις οι οποίες οι δραστηριότητες τους δεν είναι κοινές σε καμία περίπτωση, ούτε ως προς το παραγόμενο προϊόν.

#### 1.3.2 Ταξινόμηση Βάση Τηρούμενης Στάσης

Οι Ε&Σ σε σχέση με την στάση που τηρεί η διοίκηση διαχωρίζονται σε:

- **Εγθρικές :** Στην περίπτωση που η εταιρία (στόχος) προσπαθεί να αποφύγει την εξαγορά.
- **Φιλικές :** Στην περίπτωση που οι εμπλεκόμενες εταιρίες επιθυμούν την συγχώνευση ή εξαγορά.

Με τον όρο ‘**Εχθρική Εξαγορά**’ ορίζεται το σύνολο ή η πλειοψηφία των μετοχών μιας εταιρίας εισηγμένης από μια ανταγωνιστική επιχείρηση, με κύριο στόχο της δεύτερης να αποτελεί το να αποκτήσει τον έλεγχο της πρώτης. Βασική προϋπόθεση για να πραγματοποιηθεί αυτό το φαινόμενο είναι η υψηλή διακύμανση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας (στόχου). Παρατηρείται ότι, όσο το ποσοστό των μετοχών που διαθέτει η διοίκηση της εταιρίας κυμαίνεται σε μικρά επίπεδα αποτελεί πλεονέκτημα για όσους επιδιώκουν να υλοποιήσουν τους στόχους, καθώς μπορούν να εξασφαλίσουν ένα σημαντικό μέρος του μετοχικού κεφαλαίου.

Για πρώτη φορά εμφανίστηκαν στην χώρα μας επιθετικές εξαγορές στα τέλη του 1990, με την εταιρία ΜΕΤΚΑ το 1998 όταν εξαγοράστηκε από τον όμιλο μυτιληναίου, καθώς σταδιακά είχαν προηγηθεί αγορές από τις μετοχές της.

### 1.3.3 Γεωγραφική Ταξινόμηση

Ανάλογα με την γεωγραφική θέση που λαμβάνει η χώρα χαρακτηρίζεται σε :

- **Εγγώρια:** Αποτελεί την εξαγορά ή συγχώνευση επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην ίδια χώρα.
- **Διασυνοριακή:** Αποτελεί την εξαγορά ή συγχώνευση επιχειρήσεων που η έδρα τους βρίσκεται σε διαφορετική χώρα.

Στις παραπάνω περιπτώσεις αναγνωρίζονται τα πλεονεκτήματα που μπορεί να συναντήσει κάποιος στις περιπτώσεις των Ε&Σ , όπως οι οικονομίες κλίμακας και η αύξηση των κερδών. Στις διασυνοριακές εξαγορές μπορεί να δημιουργηθεί το φαινόμενο της επιπρόσθετης αξίας από τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. (Asimakopoulos, Athanasoglou 2013).

Οι Σ&Ε διαχωρίζονται σε δυο ειδικές περιπτώσεις:

**Την Μοχλευμένη Εξαγορά:** Σε αυτή την μορφή εξαγοράς εντοπίζεται ότι το μεγαλύτερο μερίδιο της χρηματοδότησης δεν είναι από το κεφάλαιο της αγοράζουσας, αλλά από τον δανεισμό τραπεζών. Με στόχο τον μειωμένο κίνδυνο, θα ήταν σημαντικό η μοχλευμένη



εξαγορά να εντοπίζεται σε εταιρίες ώριμες, αποφεύγοντας τις νέες που διαθέτουν υψηλότερους κίνδυνους.

**Την Εξαγορά επιχειρήσεων από Διευθυντικά Στελέχη** : Σε αυτή την μορφή εξαγοράς, τα διευθυντικά στελέχη εξαγοράζουν την επιχείρηση. Το φαινόμενο εντοπίζεται κυρίως σε μεγάλους οργανισμούς με υψηλή κεφαλαιοποίηση. Τέτοιου είδους εξαγορές είναι μια θυγατρική μονάδα, διότι είναι δύσκολη η εξαγορά ολόκληρης της επιχείρησης από τα στελέχη.

Οι παραπάνω περιπτώσεις έκαναν την εμφάνιση τους την δεκαετία του 1980. Αξίζει να αναφερθεί πως σε περίπτωση που η εξαγοραζόμενη επιχείρηση είναι στον δημόσιο τομέα και η αγοράζουσα είναι ιδιωτική τότε η εξαγορά ονομάζεται ιδιωτικοποίηση.

#### 1.4 Λόγοι Πραγματοποίησης και Αποτυχίας Ε&Σ

Αρκετοί λόγοι οδηγούν τις επιχειρήσεις στις εξαγορές και συγχωνεύσεις, αλλά δε σημαίνει ότι όλες οι στρατηγικές είναι ορθές.

Μετά από έρευνες, μεταξύ των παραγόντων που συντελούν στην μείωση της επιτυχίας των Σ&Ε αναφέρονται κυρίως η ανασφάλεια των εργαζομένων σχετικά με την ιεράρχηση των θέσεων εργασίας τους.

**Πίνακας 1.2 : Λόγοι Πραγματοποίησης και Αποτυχίας Ε&Σ.**



Πηγή : slide player.gr

#### 1. Εκμετάλλευση Οικονομιών Κλίμακας.

Εμφανίζονται από μέγεθος της νέας επιχείρησης. Τον κυριότερο λόγο δημιουργίας μιας Ε&Σ αποτελεί η μείωση του κόστους. Ο κυριότερος ρόλος των οικονομιών κλίμακας είναι η διαχείριση αποθεμάτων και η αγορά Ά υλών, καθώς βλέπουμε και την εμφάνιση τους και σε άλλους τομείς της επιχείρησης. (ΠΑΠΑΔΑΚΗΣ, 2016)

## 2. Εκμετάλλευση Οικονομιών Φάσματος.

Αφορούν τα διαφοροποιημένα προϊόντα της επιχείρησης. Αυτά προέρχονται κυρίως από την καθετοποίηση της παραγωγής, που στοχεύει στην ελαχιστοποίηση του κόστους.

## 3. Συνδυασμός και Αλληλοσυμπλήρωση πόρων.

Οι πόροι σχετίζονται από τις πρώτες ύλες έως και το διοικητικό προσωπικό. Συγκεκριμένα η επιχείρηση αγοραστής θα στοχεύσει την εξαγορά της επιχείρησης στόχου με σκοπό την άντληση των ικανοτήτων της. Πχ η συγχώνευση δυο φαρμακευτικών επιχειρήσεων της ευρωπαϊκής Pharmacia και της αμερικανικής Upjohn είχε πρωταρχικό στόχο να επεκτείνει τις πωλήσεις στην βόρεια Αμερική

## 4. Αύξηση της Δυναμικής στην Αγορά.

Ένας βασικός τρόπος να επεκταθεί δυναμικά μια επιχείρηση είναι η εξαγορά, από το να κατασκευάσει νέα προϊόντα. Επίσης, μια επιχείρηση μπορεί χάρη σε μια εξαγορά να εξελιχθεί ως πρωτοπόρα και να κατακτήσει την αγορά. Για παράδειγμα η Intel εξαγόρασε την Xircom για να επιτύχει την κυριαρχία στην αγορά.

## 5. Υπέρβαση Εμποδίων Εισόδου

Τα περισσότερα εμπόδια κάνουν την εμφάνιση τους κατά την ένταξη των επιχειρήσεων σε νέες χώρες. Συνήθως με την είσοδο δαπανούνται μεγάλα ποσά για τον εξοπλισμό και τις νέες εγκαταστάσεις. Επίσης, η επιχείρηση έρχεται στην θέση να αντιμετωπίσει τον αυξημένο ανταγωνισμό που επικρατεί στην αγορά. Μια Σ&Ε με μια εγχώρια επιχείρηση, εκτός από ότι έχει την γνώση της αγοράς γνωρίζει και τις προτιμήσεις των καταναλωτών της εγχώριας αγοράς, έτσι εξασφαλίζει μια καταναλωτική πίστη χάρη στο όνομα της εταιρίας στόχου. Για παράδειγμα μέσω της εξαγοράς της capital cities από την Disney, εκείνη εκτός από ότι διπλασίασε την χρηματιστηριακή της αξία, επεκτάθηκε και σε άλλες ηπείρους. (ΠΑΠΑΔΑΚΗΣ, 2016)

## 6. Μείωση Κόστους και Χρόνου Ανάπτυξης Νέων Προϊόντων

Αξίζει να σημειωθεί πως μια νέα καινοτομία απαιτεί αρκετό χρονικό διάστημα, ώστε να επιφέρει κερδοφορία σε μία επιχείρηση. Το φαινόμενο αυτό χαρακτηρίζεται πολύ ριψοκίνδυνο. Για αυτό παρατηρούμε πως τα περισσότερα στελέχη επιχειρήσεων καταλήγουν να διαθέσουν το κεφάλαιο στην εξαγορά μιας επιχείρησης, αποτρέποντας με αυτόν τον τρόπο τον κίνδυνο ανάπτυξης της από το αρχικό στάδιο.

## 7. Διαφοροποίηση-Διασπορά Δραστηριοτήτων.

Αποτελεί το φαινόμενο, στο οποίο μια επιχείρηση κρίνει απαραίτητο να διαφοροποιηθεί εισερχόμενη σε άγνωστες αγορές, καθώς τα στελέχη μη έχοντας την σωστή γνώση των αγορών αντιμετωπίζουν αρκετές δυσκολίες. Στην συνέχεια καταλήγουμε πως η εξαγορά μιας επιχείρησης που είναι αρκετά χρόνια στην αγορά θεωρείται ο πιο ασφαλής τρόπος διαφοροποίησης. Εδώ αξίζει να αναφερθεί η διασπορά δραστηριοτήτων που αποτέλεσε ο ΤΙΤΑΝ όταν εξαγόρασε εργοστάσια στις ΗΠΑ και Αίγυπτο. Με αυτό τον τρόπο εδραίωσε την θέση του στο εξωτερικό μειώνοντας την στον ελλαδικό χώρο λόγω της ύφεσης που επικρατούσε.

## 8. Αποφυγή Υπερβάλλοντος Ανταγωνισμού

Μία επιχείρηση με την επέκταση της σε σχετικές και μη αγορές ελαχιστοποιεί την αλληλένδετη σύνδεση της από την αγορά στο παρελθόν, όπου μπορεί να υπήρχε ισχυρός ανταγωνισμός. Στην συνέχεια παρατηρούμε πως η GM την δεκαετία του 1980 είχε στην κατοχή της το 50% της αμερικανικής αγοράς αυτοκινήτων. Η πρόοδος που σημείωσαν σταδιακά γερμανικές και ιαπωνικές εταιρίες στις αρχές του 90 μείωσε σημαντικά το μερίδιο της στην αγορά στο 30%.

## 9. Εξάλειψη Μειωμένης Αποδοτικότητας Επιχείρησης Στόχου.

Σε πολλές περιπτώσεις η επιχείρηση αγοραστής, μπορεί να διαθέτει και άλλες διοικητικές ικανότητες, έτσι ώστε να βελτιώσει την απόδοση τη εταιρίας στόχου. Ένα παράδειγμα

αποτελεί όταν η Gillette εξαγόρασε την Duracell, καθώς έλπιζε πως με αυτή την κίνηση θα αύξηση την απόδοση της και το δίκτυο πωλήσεων της. Το αποτέλεσμα ήταν μετά το πρώτο έτος της εξαγοράς να προωθήσει τα προϊόντα της Duracell σε περίπου 25 νέες αγορές, διευρύνοντας κατά κύριο λόγο τις πωλήσεις των μπαταριών.

#### 10. Διοικητική Αλαζονεία (Hubris).

Παρατηρούμε πως τα διοικητικά στελέχη συχνά παρουσιάζουν μια στάση έπαρσης, πιστεύοντας ότι μπορούν να διοικήσουν με πιο αποτελεσματικό τρόπο τις επιχειρήσεις στόχους πληρώνοντας υψηλό τίμημα για να τις αποκτήσουν.. Ο όρος στα αγγλικά ονομάζεται Managerial Hybrids καθώς προέρχεται από την αρχαιοελληνική λέξη «Υβρις» (ΠΑΠΑΔΑΚΗΣ, 2016).

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΤΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΚΑΙ ΟΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΤΩΝ Ε&Σ**

### **2.1 Οικονομικές Θεωρίες**

Με βάση τις οικονομικές θεωρίες, οι λόγοι ανάπτυξης εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι κατά κύριο τρόπο οικονομικοί. Στην ομάδα αυτή εντάσσονται η ακόλουθες θεωρίες:

#### **2.1.1. Μεγιστοποίηση των Κερδών της Επιχείρησης και του Πλούτου των Μετοχών.**

Η θεωρία αυτή βασίζεται στην οικονομική προσέγγιση (Friedman) σύμφωνα με την οποία η επιβίωση των επιχειρήσεων σε ένα περιβάλλον που πλημμυρίζει από ανταγωνισμό υποστηρίζεται από την αύξηση των κερδών, συνεπώς την αξία για τους μετόχους.

Οι Ε&Σ θα αυξήσουν την μεγιστοποίηση των κερδών μέσω:

- Αύξησης της αποτελεσματικότητας.
- Αύξησης της δύναμης στην αγορά.

#### **I) Η αύξηση της Αποτελεσματικότητας επιτυγχάνεται στα παρακάτω επίπεδα:**

##### Λειτουργικό Επίπεδο (Operational Synergies).

Με τις προβλεπόμενες ενέργειες στις λειτουργικές δραστηριότητες ,προκύπτουν οικονομίες κλίμακας , οικονομίες φάσματος, καθώς και οικονομίες εμπειρίας και μάθησης. Οι οικονομίες κλίμακας παρουσιάζονται κυρίως σε περιπτώσεις οριζοντίων συγχωνεύσεων ενώ οι οικονομίες φάσματος και μάθησης σε συσχετισμένες ή ασυσχέτιστες. (ΚΥΡΙΑΖΗΣ, 2016)

##### Διοικητικό Επίπεδο (Managerial Synergies).

Με την ορθή αξιοποίηση μιας αποτελεσματικής ομάδας Management, λαμβάνει χώρα μια μεγιστοποίηση της αποτελεσματικότητας, καθώς το σύνολο των αποφάσεων λαμβάνεται από τα ανώτερα στελέχη. Στις περισσότερες περιπτώσεις παρατηρούμε πως γίνεται αντικατάσταση στον τομέα της διοίκησης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, από τα στελέχη της αγοράστριας επιχείρησης.

##### Χρηματοοικονομικό Επίπεδο ( Financial Synergies).

Μπορούν να δημιουργηθούν χρηματοοικονομικές συνέργειες από:

- Την αυξημένη δανειακή ικανότητα που δημιουργείται από διάφορα μεταξύ των συγχωνευμένων εταιριών και του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης.
- Την διάφορα μεταξύ πλεοναζόντων ταμιακών ροών στην επιχείρηση του bidder.
- Φορολογικές εξοικονομήσεις .

## **II) Αύξηση της Δύναμης στην Αγορά**

Αποτελεί ένα άλλο αποτελεσματικό τρόπο που μπορεί να καθοδηγήσει την επιχείρηση σε αυξημένη κερδοφορία, αυτό έχει ως αποτέλεσμα την ύπαρξη μονοπωλιακών κερδών. Αυτό το φαινόμενο παρατηρείται σε περιπτώσεις καθέτων συγχωνεύσεων.

### **2.1.2. Θεωρία Παιγνίων ( Games Theory)**

Την θεωρία των παιγνίων την συναντάμε σε διάφορους τομείς, και εστιάζει κατά κύριο τρόπο με τις σωστές «λήψης αποφάσεων», όταν δρουν ορθά όλοι όσοι λαμβάνουν αποφάσεις. Περιγράφει την δραστηριοποίηση των επιχειρήσεων παρατηρώντας τις ανταγωνιστικές κινήσεις.

### **2.1.3 Θεωρία Οικονομικής Διαταράξεως ( Economic Disturbance Theory)**

Η θεωρία αυτή αναφέρεται στις αντιδράσεις των επενδυτών σχετικά με της νέες πληροφορίες . Σε πολλές περιπτώσεις η πληροφόρηση ανάμεσα στους επενδυτές για την επιχείρηση στόχο είναι ασταθείς, με αντίκτυπο να παρουσιάζονται ελάχιστες φορές που η επιχείρηση στόχος έχει αυξημένα κέρδη. Στο σημείο αυτό ο επενδυτής εκτιμάει πως η αγορά δεν έχει κρίνει ορθά τις δυνατότητες της και έτσι αναστέλλεται το σχέδιο εξαγοράς τον επιχειρηματία, δίνοντας την ευκαιρία απόκτησης σε άλλους επενδυτές. Το φαινόμενο αυτό, προκαλεί την αυξομείωση στην τιμή των μετοχών. ( ΚΥΡΙΑΖΗΣ, 2016)

## **2.2 Διοικητικές Θεωρίες**

Οι διοικητικές θεωρίες αποτελούνται από τις απόψεις Winter (1964), Marris (1964), προσδιορίζοντας την κατάσταση στις αγορές.

### **2.2.1. Πρόβλημα Αντιπροσώπευσης ( Agency Problem)**

Η παραπάνω θεωρία θέλει να υποστηρίξει πως υπάρχει διάκριση μεταξύ ιδιοκτητών-μετόχων και εκπροσώπων – εργαζομένων σε μια σύγχρονη οικονομία. Σε πολλές περιπτώσεις παρατηρούμε από τους ιδιοκτήτες- μετόχους έχουν διαφορεικά συμφέροντα, με αποτέλεσμα να οδηγούνται σε εξαγορές που παρουσιάζουν αυξημένο ενδιαφέρον από τα στελέχη της εξαγοράζουσας επιχείρησης, καθώς συνεπάγεται πτώση στην απόδοση των μετόχων της.

Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί πως αντιμετωπίζονται με μεγαλύτερη σοβαρότητα οι αποφάσεις των στελεχών σε σχέση με τους μετόχους, καθώς τα στελέχη λαμβάνουν ορθότερες αποφάσεις, λόγω των σπουδών και της επαγγελματικής τους εμπειρίας.

### **2.2.2. Διοικητική Αλαζονεία ( Hubris Hypothesis)**

Με βάση τον Roll (1986), οι λανθασμένες εκτιμήσεις του management σχετίζονται με τις αρνητικές επιπτώσεις των μετόχων. Σε πολλές περιπτώσεις, δίχως να εκτιμηθούν σωστά τα οφέλη που θα προκύψουν , οδεύουν σε εξαγορά ή συγχώνευση. Κατά τον Mark Sirower υποστηρίζεται πως μία εξαγορά με την καταλληλότερη στρατηγική δεν θα επιφέρει επιτυχία αν ο οργανισμός προβεί σε αντίτιμα μεγάλης υπεραξίας.

## **2.3 Χρηματοοικονομικές Θεωρίες (Finance Theories)**

### **2.3.1. Εταιρικός Έλεγχος. ( Market For Corporate Control)**

Με βάση τον Manne (1965) ο εταιρικός έλεγχος της αγοράς χρησιμοποιείται σε περιπτώσεις που οι managers με τις αποφάσεις τους προκαλούν μείωση της αξίας για τους μετόχους. Με την ύπαρξη του εταιρικού ελέγχου παρατηρούμε πως μέσω της εξαγοράς επεμβαίνει η αγορά, καθώς κρίνεται σκόπιμο να αποδυναμώσει την μη αποτελεσματική διοίκηση. Επίσης, εχθρική εξαγορά, είναι ένα τμήμα της αγοράς που μπορεί να στραφεί κατά των αθέμιτων δραστηριοτήτων.

Σε αρκετές περιπτώσεις, παρατηρούμε ότι ο πειθαρχικός μηχανισμός της αγοράς δεν θα επιδράσει θετικά στην λύση του προβλήματος, με αποτέλεσμα να παρατηρούμε στην εξαγοραζόμενη επιχείρηση αυξημένα κόστη για το προσωπικό εργασίας.

### **2.3.2. Θεωρία Πραγματικών Δικαιωμάτων ( Real Options Theory)**

Η θεωρία αποτελεί μια συνέχεια του options theory, για την χρήση περιουσιακών στοιχείων αντί για αξιόγραφα και θεωρεί μια καλή επιλογή τις εξαγορές των επιχειρήσεων. Ένα αντίστοιχο call option στα περιουσιακά στοιχεία που αποτελεί μια σειρά από επιλογές στρατηγικού χαρακτήρα είναι η επιλογή μίας εξαγοράς.

### **2.4 Στρατηγικές Θεωρίες**

Οι στρατηγικές θεωρίες είναι παρόμοιες με τις οικονομικές θεωρίες που αναλύθηκαν προηγούμενος. Σύμφωνα με τον Porter (1985) αποτελεί απορία της επιλογής εταιρικής στρατηγικής η απόφαση εξωτερικού τρόπου ανάπτυξης μέσω των εξαγορών, σε συνάρτηση με την κατάλληλη επιλογή στρατηγικών.

### **2.5. Στρατηγικές Εξαγοράς και μορφές Αμύνης**

Για να ολοκληρωθεί σωστά μια εξαγορά πρέπει η αγοράστρια εταιρία (**bidder**) να αποκτήσει στην κατοχή της το 50% των μετοχών της εξαγοραζόμενης εταιρίας (**target**).

#### **2.5.1 Στρατηγικές και τακτικές αγοραστών (Bidders)**

##### **I .Στάδια Διαδικασίας Σ&Ε**

Αρχικά ο αγοραστής θα πρέπει να προσδιορίσει το λόγο της στρατηγικής εξαγορών σε συνάρτηση με την εταιρική στρατηγική, ώστε να επιλέξει την καταλληλότερη εταιρία-στόχο. Στο σημείο αυτό θα χωρίσουμε σε 5 στάδια την διαδικασία των συγχωνεύσεων:

##### **1.Ανάπτυξη Εταιρικής Στρατηγικής (Corporate Strategy)**

Αυτό το στάδιο περιέχει το κριτήριο για την αντικειμενική επιλογή της εταιρικής στρατηγικής σε συνάρτηση με τις ανταγωνίστηκες στρατηγικές. Ένα σημαντικό εργαλείο που βοηθά στην επιλογή της κατάλληλης στρατηγικής είναι η ανάλυση του PEST, SWOT και των πέντε δυνάμεων Porter. Η στρατηγική μπορεί να είναι κάθετη ή οριζόντια ολοκλήρωση .

##### **2. Επιλογή κατάλληλης Στρατηγικής Εξαγοράς**

Σε αυτό το στάδιο γίνεται η αξιολόγηση της εξαγοραζόμενης εταιρίας(target) για να είναι επιτυχημένη η στρατηγική εξαγοράς, έχουμε δύο βασικά κριτήρια :



- Η στρατηγική ακαταλληλότητα (strategic fit) του αγοραστή με την εταιρία εξαγοράς, έτσι ώστε να πετύχει το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα .
- Από την συγχώνευση η δημιουργία αξίας( value creation), που μπορεί να θεωρηθεί σε απόδοση πάνω από το κόστος του κεφαλαίου.

Είναι σημαντικό η εταιρία στόχος να επακολουθήσει τα κριτήρια του bidder. Επίσης θεωρείται σημαντική η δημιουργία μιας λίστας υποψήφιων επιχειρήσεων στην οποία θα αναγνωρίζεται η εταιρία στόχος με βάση τα κριτήρια εξαγοράς. Τέλος μία ορθή και εύκολη λύση για την σωστή επιλογή αποτελεί η ανάλυση SWOT.

### 3. Οικοδόμηση συμφωνίας εξαγοράς

Αυτό το στάδιο αναφέρεται στα παρακάτω θέματα:

- Στην επιλογή συμβουλευτικών μελών ( δικηγόροι, φορολογικών συμβούλων)
- Στον λεπτομερή έλεγχο (dual diligence) της εξαγοραζόμενης εταιρίας ( target company) από μια καταρτισμένη ομάδα συμβούλων για την επίτευξη μιας συγκεκριμένης πληροφόρησης σχετικά με τις πλευρές του target.
- Η κατάταξη θέσεων των στελεχών μετά την συγχώνευση.

### 4. Ανάπτυξη διαφόρων τακτικών εξαγοράς ( bid tactics)

Αποτελεί το πιο σημαντικό στάδιο περιέχοντας μια σειρά από ενέργειες που πρέπει να υλοποιηθούν κατά περιόδους , έτσι ώστε να ελαχιστοποιήσουν το κόστος απόκτησης target.

- Η βαθμιαία απόκτηση μετοχών του target. Αποτελεί ισχυρό όπλο για τον bidder, διότι οδεύει προς την πιθανότητα επιτυχίας και ελαχιστοποιεί το bid premium.
- Μείωση του control premium της προσφοράς
- Μείωση των κοστών συναλλαγών, όπως τα αντίτιμα δικηγόρων , συμβούλων.

### 5. Ενσωμάτωση της εξαγορασθείσας εταιρίας

Το στάδιο αυτό σχετίζεται με τον τρόπο αντιμετώπισης των προβλημάτων της εταιρίας που αποκτήθηκε, καθώς μπορεί να δημιουργήθηκαν και νέα.

## **II .Η επίπτωση των Στρατηγικών των Αγοραστών ( bidders )**

Ειδικές μελέτες βασιζόμενες στις επιπτώσεις του bidder's toehold που παρέχεται σε μετόχους του target, μας δείχνουν ουδέτερα αποτελέσματα. Μελέτες στις αγορές των ΗΠΑ μας αναφέρουν αρνητικά αποτελέσματα σχετικά με την επίδραση του bidder's toehold με τις αποδόσεις των μετόχων του target.

### **2.5.2 Στρατηγικές Εταιριών – Στόγων Εξαγοράς (Targets).**

#### **I. Κίνητρα αντίστασης της Εξαγοράς.**

Λόγο της αντιπροσώπευσης τα κίνητρα που κατέχουν οι μέτοχοι της εταιρίας – στόχου (target) διαφέρουν σε μεγάλο επίπεδο με εκείνα των στελεχών. Επειδή η διάθεση του bid καθορίζεται σε μέγιστο βαθμό από το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης θα πρέπει να ερευνώνται τα κίνητρα της αντίστασης των στελεχών της εταιρίας – στόχου .Τα κίνητρα που μπορεί να εμφανιστούν είναι τα εξής:

- Η επίτευξη της αύξησης της αξίας των μετοχών τους ,λαμβάνοντας έτσι το μέγιστο bid premium.
- Η προσπάθεια τους να παραμείνουν στις ίδιες θέσεις τους, λαμβάνοντας όλα τα προνόμια που τους παρέχονται. Βασικός παράγοντας στην στάση που θα κρατήσουν στο χρονικό διάστημα της προσφοράς εξαρτάται από τα κίνητρα που επικρατούν.
- **II. Στρατηγικές αμύνης των Εταιριών – Στόγων Εξαγοράς**

Εμφανίζονται κυρίως στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο βασίλειο, μέσω των εχθρικών εξαγορών χρησιμοποιείται ο μηχανισμός της πειθαρχίας της αγοράς ,όπου εμφανίζεται κυρίως σε επιχειρήσεις με μη αποτελεσματική διοίκηση. Το τελευταίο διάστημα βλέπουμε να εμφανίζεται το στοιχείο των εχθρικών εξαγορών και σε χώρες της ευρωπαϊκής ένωσης όπως: στην Γερμανία το 2000 το φαινόμενο της Vodafone για Mannesmann και στην Ελλάδα το 1999 η εξαγορά της τράπεζας εργασίας από την Euro bank.

Οι μορφές άμυνας διακρίνονται κατά την διάρκεια **προ της προσφοράς** και σε αυτές που υλοποιούνται κατά την διάρκεια **μετά την προσφορά**.

Έτσι κατά το διάστημα προ της προσφοράς έχουμε δύο βασικές κατηγορίες που αναλύονται στον παρακάτω πίνακα:

**Πίνακας 2.1 : Βασικές μορφές Άμυνας κατά την περίοδο προ της Προσφοράς**

Στρατηγική	Αποτέλεσμα
<b>Α. Εσωτερικές Άμυνες</b>	
1.Βελτίωση λειτουργικής αποτελεσματικότητας και μείωση κόστους.	Αύξηση των earnings per share (EPS) και της αξίας της επιχείρησης.
2. Επιχειρηματική αναδιάρθρωση δραστηριοτήτων (πχ divestments).	Αύξηση των (EPS) και ης αξίας της επιχείρησης, πιο δύσκολο το asset stripping από τον bidder.
3. Αλλαγή της δομής ιδιοκτησίας και του καταστατικού της εταιρίας ( αύξηση των δανειστών έναντι των μετόχων, καθιέρωση με αυξημένα δικαιώματα ψήφου, αγορές ιδίων μετοχών από πολλούς ή βασικούς μετόχους (stock repurchases), poison pills ( αγορές ιδίων μετοχών σε έκπτωση - flip-in pills και αγορές μετοχών του bidder με έκπτωση – flip-over pills) σε περίπτωση που ο εχθρικός αγοραστής αποκτήσει ένα όριο πχ το 20% των μετοχών της εταιρίας.	Δύσκολο να αποκτήσει τον έλεγχο ο bidder και δύσκολο να πραγματοποιηθεί ένα LBO.
4.Αλλαγές στη δομή της διοίκησης, όπως διοικητικά συμβούλια με μεγάλη διάρκεια θητείας των περισσότερων μελών και καθορισμός αποζημιώσεων μελών ΔΣ.	Αύξηση του χρόνου και του κόστους για τον bidder.
5. Πολιτική και δημόσιες σχέσεις με συνδικαλιστικές ενώσεις και ταμεία εργαζομένων.	Χρήσιμες συμμαχίες, Employee Stock Ownership Plans.



<b>B. Εξωτερικές Άμυνες</b>	
1. Καλές σχέσεις με τους επενδυτές.	Εξασφάλιση υποστήριξης από τους βασικούς μετόχους.
2. Επικοινωνία και καλή πληροφόρηση αναλυτών σχετικά με την εταιρική στρατηγική, επενδυτικά προγράμματα & πολιτικές χρηματοδότησης.	Μείωση του κινδύνου υποτίμησης των μετοχών, αύξηση του κόστους εξαγοράς.
3. Καλή δημόσια εικόνα	Εχθρικότατα της κοινής γνώμης απέναντι στον εισβολέα.
4. Συμαχία με άλλες επιχειρήσεις.	Εξαιρετικά δύσκολη έως αδύνατη η απόκτηση ελέγχου.
5. Έλεγχος για pre-bid stake building.	Έγκαιρη ενεργοποίηση των στρατηγικών άμυνας.

**Πηγή : Sudarsanam (1991)**

**Σχόλια:** Οι παραπάνω στρατηγικές έχουν βασικό στόχο την αύξηση του κόστους της εξαγοράς , με αποτέλεσμα να θεωρηθεί ακατόρθωτη η απόκτηση της εταιρίας – στόχου.

### **Κατά την Περίοδο μετά την Προσφορά (Post- bid Defenses)**

**Πίνακας 2.2 :** Βασικές μορφές Άμυνας κατά την περίοδο μετά την Προσφορά

Μορφές Άμυνας	Περιγραφή και Σκοπός
1. Κείμενο απάντησης στην προσφορά.	Επίθεση στη λογική και τους όρους εξαγοράς
2. Κείμενο μορφών άμυνας.	Αναφορά στην απόδοση και στις προοπτικές της εταιρίας target και επίθεση στην απόδοση και προοπτικές του bidder.
3. Προβλέψεις κερδών.	Προβλέψεις αυξημένων κερδών ώστε να φαίνεται εξαιρελιστική η προσφορά του bidder.
4. Υπόσχεση για αύξηση μελλοντικών μερισμάτων.	Αύξηση αποδόσεων μετόχων υπό την τωρινή διοίκηση και σύγκριση με τις αποδόσεις που υπόσχεται ο bidder
5. Αναπροσαρμογή αξίας περιουσιακών στοιχείων.	Αναπροσαρμογές αξίας υλικών & αυτών παγίων στοιχείων, ώστε να φαίνεται ότι ο bidder υποτιμά τον target.
6. Εκστρατεία αναζήτησης συμμάχων.	Προσπάθεια προσέλκυσης και άλλων υποψηφίων bidders ενεργοποίηση σχεδίων ESOPs.
7. Προσφυγή στις εποπτικές αρχές & στην Επιτροπή Ανταγωνισμού.	Προσπάθεια για απαγόρευση της συγχώνευσης από τις εποπτικές αρχές.
8. Προσφυγή στα δικαστήρια.	Προσπάθεια για απαγόρευση της συγχώνευσης από τις δικαστικές αρχές.
9. Εξαγορές άλλων εταιριών και αποσχίσεις θυγατρικών κλάδων.	Μεγάλη και απρόβλεπτη αύξηση του κόστους του bidder .
10. Συμμαχίες συνδικαλιστικές ενώσεις και πολιτικούς.	Political lobbying εναντίον του bidder.
11. Συμμαχία με αγοραστή/ προμηθευτές.	Προσπάθεια πειθούς των αντιμονοπωλιακών αρχών ότι οι ελεύθερες σχέσεις με τους προμηθευτές και αγοραστής θα πληγούν.
12. Επίθεση στον Bidder σε περιφερειακά ζητήματα.	Πχ κατηγορίες κατά του bidder για θέματα διακρίσεων με βάση το φύλο, φυλή, ηλικία.
13. Αρνητική διαφήμιση.	Μέσω Μ.Μ.Ε.

Πηγή : Sudarsanam (1991)

**Σχόλια:** Παρατηρούμε μια σειρά από επιθέσεις στην στρατηγική του bidder σχετικά με την εξαγορά.

### III. Επίπτωση των μορφών Άμυνας

Μετά από μελέτες έχουν διεξέλθει έχει παρατηρηθεί πως τα κόστη άμυνας είναι αρκετά υψηλά ,τόσο για τους μετόχους του bidder,αλλά και τους μετόχους της εταιρίας - στόχου.

- Σκοπεύουν στην αύξηση της προσφοράς και τους όρους εξαγοράς.
- Συμβάλουν στην αποφυγή μίας συγχώνευσης που δημιουργεί αξία

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ.**

### **3.1 Μεθοδολογία Αξιολόγησης της Απόδοσης.**

Η μεθοδολογία κατατάσσεται σε δύο βασικές μέθοδοι:

- Μια βασική μέθοδος για την εξέταση των αποτελεσμάτων μετά την συγχώνευση στην εταιρία, συγκρίνει την κατεύθυνση των μεγεθών μετά και πριν την συγχώνευση, είναι η χρησιμοποίηση των λογιστικών μεθόδων (κέρδη , βασικοί δείκτες) και αναφέρεται ως **ex- post ανάλυση**.
  
- Μια άλλη βασική μέθοδος , που μετά την αποδοχή της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών έγινε γνωστή, είναι η αναφερόμενη ως event study analysis. Αυτή η μέθοδος θέλει να αναθεωρήσει τις επιπτώσεις της συγχώνευσης σχετικά με την αξία των μετοχών, του μελλοντικού αγοραστή (bidder) και της εταιρίας εξαγοράς (target).

#### **3.1.1 Μέθοδος Αξιολόγησης Λειτουργικής Απόδοσης βάσει Λογιστικών Στοιχείων (Accounting based Operational Performance Evaluation).**

Αποτελεί την μέθοδο η οποία αναπτύχθηκε πρώτη ιστορικά, με απώτερο σκοπό την ανάπτυξη των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων, καθώς εφαρμόζει διαφορετικά μέτρα σύγκρισης , τα οποία υπολογίζονται με βάσει τα λογιστικά στοιχεία ( καθαρά κέρδη, ταμιακές ροές, δείκτες ROE&ROA).

Η βασική μεθοδολογία στηρίζεται σε τρία βασικά στάδια:

- 1.Την αναγνώριση ενός δείγματος συγκρίσιμων επιχειρήσεων (control group), που σχετίζεται με τις αγοράστριες εταιρίες ( Bidder) και τις εξαγοραζόμενες (Target).
  
- 2.Στο επόμενο στάδιο μετριέται η απόδοση των συγκρίσιμων επιχειρήσεων (Mean or Median industry, για τις περιόδους και υπολογίζεται η απόδοση της εταιρίας που συγχωνεύτηκε.

3. Σε αυτό το στάδιο συναντάμε προς την εξαγορά μία ανάλυση της παλινδρόμησης του μέτρου απόδοσης.

**Πίνακας 3.1 :** Επίπτωση στα Λειτουργικά Αποτελέσματα των αγοραστών στην περίοδο μετά την Συγχώνευση.

Μελέτη, περίοδος & μέγεθος δείγματος	Μέτρο ελέγχου της απόδοσης	Προσαρμογή του μέτρου της απόδοσης για την επίπτωση των κατώτερων μεταβλητών	Επίπτωση στην απόδοση μετά την εξαγορά
Ravens craft & Scherer (1987) 1974-77. 153 Tender offers	Λειτουργικά κέρδη προ τόκων	Μερίδιο αγοράς, μεγέθους εταιριών, ρυθμού ανάπτυξης πλην εξαγοράς	Σημαντική πτώση τάξης του 3% σε μία περίοδο 3 ετών
Ravens craft & Scherer (1988) 1974-77. Mergers	Λειτουργικά κέρδη προ τόκων	Ως ανωτέρω	Σημαντική πτώση της κερδοφορίας, που οφείλεται στις διαφορετικές λογιστικές μεθόδους

Herman & Lowenstein (1988) 1975-83 Εχθρικές tender offers	Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE)	Απόδοση ROE προ της εξαγοράς	Δεν υπήρξε σημαντική βελτίωση

Πηγή : από την βιβλιογραφία του Sudarsanam (2003)

### 3.1.2 Μέθοδος μη Κανονικών Αποδόσεων.

Η μέθοδος αυτή συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις (actual returns) των μετοχών των bidders και targets στην διάρκεια ανακοίνωσης του bidder ,έως την προθεσμία ολοκλήρωσης του, με τις επιδόσεις της ίδιας περιόδου είναι η λεγόμενη **abnormal return(AR)**.

Όταν η διαφορά είναι :

- **Θετική**, η συγχώνευση αποτελεί αξία..
- **Αρνητική**, η συγχώνευση καταστρέφει αξία.
- **Μηδενική**, η συγχώνευση είναι ουδέτερη.

**Η -μη κανονική απόδοση(Abnormal return) αποτελείται από τον τύπο :**

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

**J = 1, 2, 3 ....N μετοχές**

**T = 1, 2, 3 ...T (ημέρες ή μήνες)**

**R<sub>jt</sub>= αποδόσεις μετοχών j σε t χρονικά διαστήματα**

**E (R<sub>jt</sub>) = προβλεπόμενες αποδόσεις μετοχών**

Έτσι συναντάμε δύο βασικές περιόδοι :

- Περίοδος υπολογισμού (estimation period) των καθαρών αποδόσεων.



- Περίοδος παρατηρήσεως (observation period) που χωρίζεται σε ξεχωριστές υποπεριόδους, αναφέρονται ως event windows.

Event day/month είναι η ημερομηνία του γεγονότος και κατατάσσεται στο σημείο 0<sup>5</sup> σε όλη την περίοδο.

Οι πραγματικές επιδόσεις υπολογίζονται κατά κύριο τρόπο με τα μερίσματα και τις τιμές των μετοχών, ενώ παράλληλα με την ανάλυση παλινδρομήσεων ( regression analysis) επιτυγχάνεται ο υπολογισμός των προβλεπόμενων αποδόσεων , με την χρήση των παρακάτω υποδειγμάτων:

### 1. Market Model (Υπόδειγμα Αγοράς)

Συχνά συναντάμε την παραπάνω μέθοδο στις μελέτες γεγονότων, καθώς υπολογίζει τις αποδόσεις ενός benchmark, που είναι ο γενικός δείκτης της αγοράς με την απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων του δείγματος. Καθώς αξίζει να αναφερθεί και ο κίνδυνος της αγοράς (risk adjusted), με την παραπάνω διαδικασία.

$$R_{jt} = a_j + b_j R_{mt} + e_{jt}$$

$a_j$  = Σταθερός όρος.

$b_j$  = Είναι το beta της αγοράς, που μας δείχνει την μεταβλητότητα της μετοχής.

$R_{mt}$  = Απόδοση του γενικού δείκτη αγοράς.

$E_{jt}$  = Error term.

Με την παλινδρόμηση του  $R_{jt}$  και  $R_{mt}$  που υπολογίζονται με τους παραμέτρους  $a_j$  και  $b_j$ , αποθηκεύονται για να υπολογίσουν τις προβλεπόμενες αποδόσεις για το observation period. Έτσι οδηγούμαστε σε μια νέα εξίσωση με το παρακάτω τυπολόγιο :

$$E(R_{jt}) = E(a_j) + E(b_j) R_{mt} + e_{jt}$$

$R_{mt}$  = η πραγματική απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς. Η προβλεπόμενη απόδοση  $E(R_{jt})$  για την περίοδο παρατήρησης υπολογίζεται με τα  $a_j$  και  $b_j$  του estimation period και το  $R_{mt}$  του observation period.

### 2. Mean Adjusted Return Model

Σε αυτό το υπόδειγμα υπάρχει μια περίοδος υπολογισμού, που παρουσιάζεται πριν ή μετά από την περίοδο ενός γεγονότος. Η περίοδος υπολογισμού μπορεί να περιέχει και ημέρες που να μην υπάρχει καμία πληροφορία για το γεγονός. Κατά την μέθοδο αυτή, η προβλεπόμενη απόδοση για κάθε ημέρα για την περίοδο υπολογισμού είναι ο μέσος όρος των ημερώσεων αποδόσεων.

$R_{jt} = M(R_{jt})$  όπου  $M(R_{jt}) = \eta$  μέση απόδοση της μετοχής  $j$  κατά την διάρκεια του estimation period.

### 3. Market Adjusted Return Model

Η απόδοση της αγοράς είναι ίση με την απόδοση των μετοχών. Ο όρος 0 είναι ίσος με τον όρο  $\alpha$  και ο 1 με το  $\beta$ .

$$R_{jt} = R_{mt}$$

### 4. Capital Asset Pricing Model (CAMP)

$$R_{jt} - R_{ft} = a_{jt} + b_{jt} [ E(R_{mt}) - R_{ft} ] + e_{jt}$$

$R_f$  = risk free rate, η απόδοση των κρατικών ομολόγων.

$R_{mt} - R_f$  = risk premium, αποτελεί την απόδοση της αγοράς, για να αποζημιώσει τον επενδύτη, αποτρέποντας τον να αποκτήσει ομόλογα από το δημόσιο με χαμηλό κίνδυνο.

(ΚΥΡΙΑΖΗΣ 2007)

**Πίνακας 3.2** Μη Κανονικές Αποδόσεις μετόχων σε επιτυχείς εξαγορές στις ΗΠΑ κατά την περίοδο μετά την Εξαγορά.

Μελέτη ,περίοδος δείγματος.	Event window (μήνες χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης)	Υπόδειγμα αναφοράς	Μη κανονική απόδοση bidder (%)
<b>Μέρος Α: Δημόσιες Προσφορές (Tender Offers)</b>			
<b>Dodd &amp; Ruback(1977)</b> 1958 - 76. 124	60	Market Model	-6
<b>Manheim &amp; Mueller (1988)</b> 1976 - 81 .26	39	Market Model	9
<b>Franks, Harris (1988)</b> 1955 - 84 .127	24	Market, market – adjusted and CAMP models	-4 έως 9
<b>Agrawal , Jaffe &amp; Mandelker</b> 1955 - 87. 227	60	Size & beta adjusted models	2
<b>Loderer &amp; Martin (1992)</b> 1965 - 86. 155	60	Size & beta adjusted models	-1
<b>Loughran &amp; Vijh (1997)</b> 1970 - 89. 135	60	Size & book to market adjusted models	

<b>Μέρος Β: Συγχωνεύσεις (Mergers)</b>			
<b>Mandelker (1974)</b> 1941-62.241	40	Market model	-1
<b>Franks, Harris (1988)</b> 1955-84.392	24	Market, market – adjusted and CAMP models	-2 up to -18
<b>Agrawal , Jaffe &amp; Mandelker</b> 1955 - 87. 937	60	Size & beta adjusted models	-10
<b>Loderer &amp; Martin (1992)</b> 1965 - 86. 304	60	Size & beta adjusted models	-1
<b>Loughran &amp; Vijh (1997)</b> 1970 - 89. 788	60	Size & book to market adjusted models	-16

Πηγή : Από την βιβλιογραφία του Sudarsanam (2003)

### 3.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την Απόδοση των Σ&Ε

Με κριτήριο τα αποτελέσματα των μελετών , οι παράγοντες διακρίνονται σε μακροπρόθεσμους ( long – run) και βραχυπρόθεσμους ( short – run).

#### Μακροπρόθεσμοι παράγοντες:

Αναφέρονται κυρίως στην επιλογή της συγχώνευσης, καθώς και στην απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

1.Ο βαθμός συσχέτισης των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται, δηλαδή εάν η συγχώνευση είναι κάθετη , οριζόντια ολοκλήρωση, συσχετισμένη ή ασυσχέτιστη διαφοροποίηση.

Το ποσοστό της βιβλιογραφίας αναφέρει πως σε περιπτώσεις Σ&Ε σημειώνονται υψηλά κέρδη , ανάμεσα σε επιχειρήσεις με συσχετισμένες δραστηριότητες μεταξύ τους, σε αντίθεση από ότι μεταξύ επιχειρήσεων και ασυσχέτιστων δραστηριοτήτων.

2.Η χρονική φάση (growth, maturity, decline) στην οποία περιέχεται ο κλάδος στον οποίο γίνονται οι συγχωνεύσεις και η οικονομία γενικότερα.

Οι παράγοντες παρουσιάζουν βασικές επιπτώσεις και στα κέρδη που παράγουν με διαφορετική επιχειρηματική αναδιάρθρωση , σε συνάρτηση με την φάση στη οποία βρίσκεται ο κλάδος ή η οικονομία γενικότερα.

#### Βραχυπρόθεσμοι Παράγοντες :

Αναφέρονται κυρίως στις τακτικές που επιλέγει ο bidder και ο target, καθώς και στις συνθήκες στις οποίες γίνεται η προσφορά και την μέθοδο ανάπτυξης της συμφωνίας (Structuring the Deal).

1.Διάθεση Προσφοράς (Mood of the bid).

Οι περισσότερες μελέτες αναφέρουν πως οι πολύ μεγάλες αποδόσεις για τους μετόχους targets συνδέονται με τις εχθρικές εξαγορές, καθώς σε πολλές περιπτώσεις σε μέγιστες αποδόσεις των bidders.

## 2.Ο τρόπος πληρωμής του Τιμήματος.

Το σύνολο των μελετών που ακολουθεί την event study methodology προσδιορίζει ότι οι προσφορές που διεξάγονται με μετρητά, έχουν ως αποτέλεσμα υψηλότερες αποδόσεις στους μετόχους των συγχωνευμένων εταιριών.

## 3.Το Μέγεθος της Αγοράστριας εταιρίας και το μέγεθος της Εταιρίας – Στόχου.

Με βάση την βιβλιογραφία των ( Loderer and Martin,1990, Fuller et al. 2002) κατέληξαν ότι επηρεάζει με αρνητικό τρόπο τις αποδόσεις του, το μέγεθος του αγοραστή, καθώς αν παρατηρηθεί μεγάλο μέγεθος, τότε θα οδηγήσει και σε μεγαλύτερα κόστη αντιπροσώπευσης.

4. Την κατοχή ενός ποσοστού Ιδιοκτησίας στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας – στόχου από τον αγοραστή στο διάστημα προ της προσφοράς αυξάνει τα κέρδη των αγοραστών και μειώνει τα κέρδη των εταιριών – στόχων.

5.Την εμφάνιση μεγάλων μετόχων στο Μετοχικό Κεφάλαιο της εταιρίας στόχου, στην διάρκεια προ της προσφοράς ελαχιστοποιεί την κερδοφορία των μετόχων των targets, με αφορμή τον έλεγχο που ασκούν στο διάστημα προ της προσφοράς.

## 6.Η διάθεση της Προσφοράς ( Mood of the bid).

Εάν η εξαγορά κριθεί εχθρική ή φιλική.

## 7.Απουσία δέσμευσης από την Ανώτατη διοίκηση

Συνήθως παρατηρείται ένα κενό εξουσίας μετά την συγχώνευση και πρέπει να αντιμετωπιστεί με άμεσο τρόπο.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ – ΣΤΟΧΩΝ ΕΞΑΓΟΡΑΣ**

### **4.1 Γενικά περί Αποτιμήσεων**

Ο προσδιορισμός μιας εύλογης αξίας (Fair Value) αποτελεί τον βασικότερο σκοπό της διαδικασίας των αποτιμήσεων που θα συνδέσει την αξία που διαθέτει μόνη(On a Stand-Alone Basis) πριν την εξαγορά ,καθώς περιλαμβάνει την προστιθέμενη αξία που θα δώσει ο αγοραστής στην εταιρία που στοχεύει μέσα από διάφορες ενέργειες για την εκμετάλλευση των δεξιοτήτων της.

Όπως αναφέρει ο Damodaran (1996, 2011) έχουν αναπτυχθεί έξι βασικοί μύθοι:

#### Μύθος 1<sup>ος</sup>

**Εφόσον τα διάφορα υποδείγματα αποτίμησης στηρίζονται σε ποσοτικές μεθόδους, καταλήγουν και σε αντικειμενικές εκτιμήσεις.**

- Όσο πιο σύνθετα είναι τα υποδείγματα που θα εφαρμοστούν, τα δεδομένα που θα εφαρμοστούν, στηρίζονται σε παραδοχές που αποτελούν μέγιστο ή ελάχιστο βαθμό υποκειμενικών κρίσεων.
- Οι ερευνητές θα πρέπει να προσπεράσουν την προκατάληψη, σχετικά με το εάν ο οργανισμός που ερευνάται είναι υποτιμημένος ή υπερτιμημένος. Συχνά συναντάμε το πρώτο.

#### Μύθος 2<sup>ος</sup>

**Μία καλά τεκμηριωμένη αποτίμηση μια αξίας μιας εταιρίας, ισχύει επ' αόριστον.**

- Οι παράγοντες που σχετίζονται με τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων δεν παραμένουν σταθεροί , καθώς επηρεάζεται η αξία που προκύπτει.
- Μια ορθή αποτίμηση στο παρόν, μπορεί να διαφέρει στο μέλλον, με βασικό παράγοντα τις νέες πληροφορίες που τοποθετούνται στο πρότυπο.

#### Μύθος 3<sup>ος</sup>

**Μια καλή αποτίμηση παρέχει μια ακριβή εκτίμηση της αξίας.**

- Περιέχει ένα βαθμό αβεβαιότητας , μέχρι και η πιο ολοκληρωμένη αποτίμηση.
- Είναι σημαντικό να μελετηθεί η αυξομείωση των τιμών που παρουσιάζουν εναλλακτικές μέθοδοι. Σε αντίθεση για μία προκαθορισμένη τιμή.

#### Μύθος 4<sup>ος</sup>

**Όσο πιο ποσοτικό είναι το υπόδειγμα, τόσο καλύτερη είναι η αποτίμηση.**

- Το μέγεθος της αποτίμησης επηρεάζεται από την διαδικασία απόκτησης των ορθών στοιχείων ,της ικανοποίησης του οργανισμού .

#### Μύθος 5<sup>ος</sup>

**Η αγορά κάνει κατά κανόνα λάθος.**

- Όταν η αξία του αναλυτή είναι δυσανάλογη τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή, είναι σημαντικό να αποτρέψει τον πειρασμό της εύκολης λύσης, ότι αυτός είναι σωστός και η αγορά έχει κάνει το λάθος.

#### Μύθος 6<sup>ος</sup>

**Το αποτέλεσμα της αποτίμησης είναι το σημαντικό και όχι η διαδικασία της αποτίμησης.**

- Είναι σημαντικό να αποφευχθεί η δραστηριοποίηση των αποτελεσμάτων που δίνουν οι τεχνικές και να δοθεί έμφαση περισσότερο σε θέματα που αφορούν την διαδικασία της αποτίμησης .

### **4.2 Βασικά Στάδια της Διαδικασίας της Αποτίμησης.**

Μία διεργασία αποτιμήσεως επιχείρησης στόχου – εξαγοράς αποτελεί τέσσερα επίπεδα:

- 1.Την εκτίμηση μιας εύλογης αξίας της επιχείρησης, στο στάδιο πριν την εξαγορά.
- 2.Την εκτίμηση της αξίας των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων που θα δημιουργηθούν.
- 3.Την εκτίμηση μιας αναμενόμενης πραγματικής αξίας μετά την συγχώνευση.
4. Τον προσδιορισμό του μέγιστου ποσού του premium.

### **4.3 Προσεγγίσεις και Υποδείγματα Αποτιμήσεων (Valuation Approaches & Models)**

Συναντάμε διάφορες τεχνικές αποτιμήσεως επιχειρήσεων , τόσο στην βιβλιογραφία όσο και στην πράξη, καθώς εξαρτάται από πολλούς παράγοντες η χρήση τους.

Οι παράγοντες που μπορούν να εμφανιστούν είναι:

- Εάν η εταιρία ανήκει σε χρηματιστηριακό περιβάλλον ή όχι
- Εάν παρουσιάζει μεγάλη αύξηση κερδών
- Εάν είναι οργανισμός με στοιχεία νέας τεχνολογίας

Τα δεδομένα υποδείγματα αποτίσεως επιχειρήσεων κατατάσσονται σε 3 κατηγορίες:

#### 1.Αποτίμηση βασιζόμενη στα Στοιχεία Εισοδήματος ή Κερδών(Income Approach)

- Βάσει πολλαπλασιαστών κερδών(Earnings Based Multiples)
- Βάσει προεξοφλημένων μερισμάτων(Discounted Dividend Models – DDM)

#### 2. Αποτίμηση βασιζόμενη στα Στοιχεία της Αγοράς(Market Approach)

- Αποτίμηση βασιζόμενη στις χρηματιστηριακές τιμές
- Βάσει δεικτών αγοράς ή μέθοδος συγκρίσιμων εταιριών
- Βάσει συγκρίσιμων συναλλαγών(comparable transactions)

#### 3.Αποτίμηση βασιζόμενη στα στοιχεία του Ενεργητικού και μη Κανονικών Κερδών (Asset-based Approach)

- Βάση της καθαρής θέσης του οργανισμού(Adjusted Net Asset Value)
- Βάση των μη κανονικών κερδών (Excess or Abnormal Earnings)

### **4.4 Υπολογισμός Συνεργειών από την Εξαγορά ή την Συγχώνευση**

Στο σημείο αυτό η αξία της εταιρίας – στόχου έχει βρεθεί, με την χρήση των μεθόδων αποτίμησης , καθώς κρίνεται σκόπιμο να υπολογιστούν τα κόστη και οι συνέργειες της



συγγώνευσης που θα προκύψουν, οι σχέση αυτών των δύο παραμέτρων αποτελούν την **Καθαρή Συνέργεια** (Net Synergy).

### 1. Πηγές Συνεργειών

Οι βασικότερες πηγές συνεργειών που μπορεί να προκύψουν είναι:

- Χαμηλά κόστη από έξοδα διοίκησης , μισθοδοσίας και από γενικά έξοδα.
- Πιθανές υπεραξίες ασώματων και ενσώματων.
- Μεγάλες ταμειακές ροές της ενιαίας εταιρίας και αχρησιμοποίητη δανειακή ικανότητα.
- Έσοδα από την απόκτηση νέων πελατών.
- Φορολογικά οφέλη από την μετακίνηση των ζημιών από τον έναν οργανισμό στον άλλο.

### 2. Στοιχεία Κόστους

- Μειωμένη ποιότητα σε προϊόντα και στην απόδοση των εργαζομένων.
- Αυξημένα ποσά στην μισθοδοσία των υπαλλήλων συγκριτικά με τον κλάδο και τις ασφαλίστερες υποχρεώσεις των εργοδοτών.
- Αυξημένα ποσοστά στις μεταθέσεις υπαλλήλων και σε άλλες εταιρίες και τα υψηλά κόστη των νέων προσλήψεων.
- Δεσμευτικές συμβάσεις και συμβόλαια με πελάτες από το παρελθόν.

### 3. Καθαρή Συνέργεια

**Καθαρή Ενέργεια** είναι η διαφορά ανάμεσα στις συνέργειες που θα προκύψουν.

#### **4.5 Καθορισμός Ανώτατης και Ελάχιστης τιμής Εξαγοράς**

Ανώτατη τιμή Εξαγοράς είναι το ΠΑ της καθαρής συνέργειας + η κατώτατη τιμή της εξαγοράς.

Κατώτατη τιμή Εξαγοράς είναι είτε η τρέχουσα χρηματιστηριακή της αξία , είτε η παρούσα αξία της εξαγοραζόμενης εταιρίας.

Η Τελική Τιμή είναι η ελάχιστη τιμή + ένα ποσοστό  $\alpha$  από την ΠΑ της καθαρής συνέργειας (  $0 < \alpha < 1$ ).

- Βασικός στόχος της αγοράστριας εταιρίας είναι η σχετική μείωση του τιμήματος, ενώ αντίθετα της εταιρίας στόχου είναι σχετική αύξηση του τιμήματος, μέσα από την διαπραγμάτευση του  $\alpha$ .

Διαφορετικά , μπορούμε να ορίσουμε το τίμημα ως την διαφορά ανάμεσα στην αξία μετά την εξαγορά και την αξία πριν από αυτήν.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ**

### **5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Με αφορμή την διασφάλιση της προστασίας της κεφαλαιαγοράς των οργανισμών, που περιλαμβάνονται από το νομοθετικό πλαίσιο Ν. 3340/2005 της απόφασης 3/347/12.7.2005 , του κανονισμού του Χ.Α , του ΔΣ της επιτροπής κεφαλαιαγοράς και οι οργανισμοί του Χ.Α που πρόκειται να συγχωνευθούν, υποχρεούται να γνωστοποιούν στους επενδυτές τις διάφορες προνομιακές πληροφορίες άμεσα. Έτσι οι συγχωνεύσεις που αφορούν οργανισμούς που ανήκουν στο Χ.Α, δημοσιεύονται με απώτερο σκοπό την ενημέρωση του επενδυτικού κοινού.

Τα στοιχεία της έρευνας συγκεντρώθηκαν από το Χ.Α, από δελτία τύπου, οικονομικές ιστοσελίδες και τις σχετικές εκδόσεις της εταιρείας Price Waterhouse Coopers για κάθε έτος. Η χρονική περίοδος της μελέτης είναι 5 έτη από **1/1/2015** έως και **31/12/2019**. Επίσης αξίζει να σημειωθεί πως οι παραπάνω πληροφορίες ελέγχθηκαν και συνδέθηκαν και από άλλες πηγές, κυρίως οικονομικές ιστοσελίδες και τις ιστοσελίδες των εταιριών.

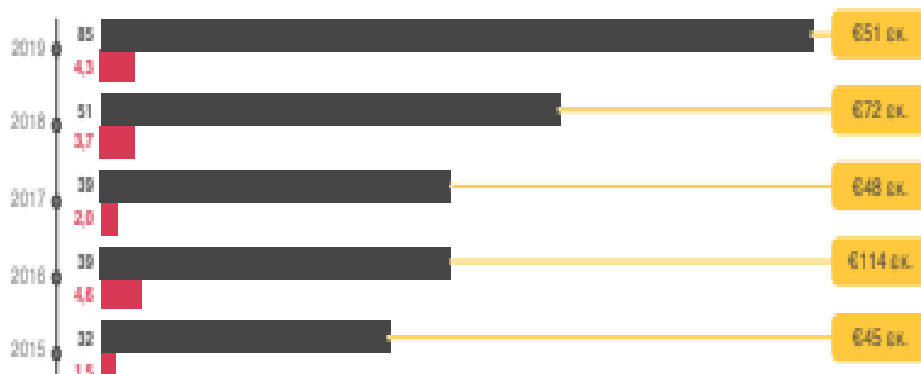
Το τελικό δείγμα συμπεριλαμβάνει **239 Ε&Σ** επιχειρήσεων στην Ελλάδα.

### **5.2 Ανάλυση Δείγματος**

Παρατηρώντας το Γράφημα 5.1 διαπιστώνουμε πως αυξήθηκε σημαντικά ο αριθμός και η αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών το 2018 και ακόμη περισσότερο το 2019, σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη καθώς η Ελλάδα εξήλθε από το 3<sup>ο</sup> πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής.

**Γράφημα 5.1:** Αξία Ε&Σ σε Περιόδους 2015-2019

## Δραστηριότητα Ε&Σ

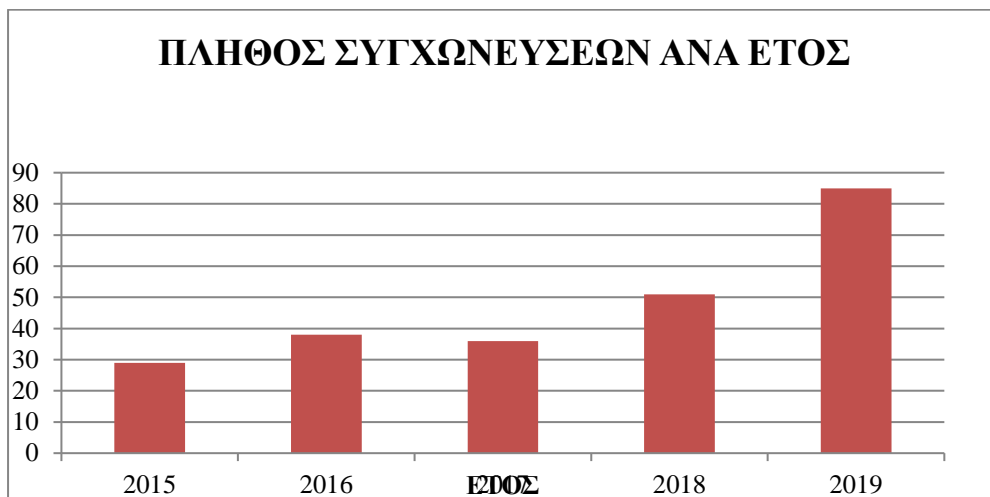


Πηγή: PWC Greece (2019)

Στον Παρακάτω πίνακα βλέπουμε την Αξία και το Σύνολο του Πλήθους των Ε&Σ ανά Έτος

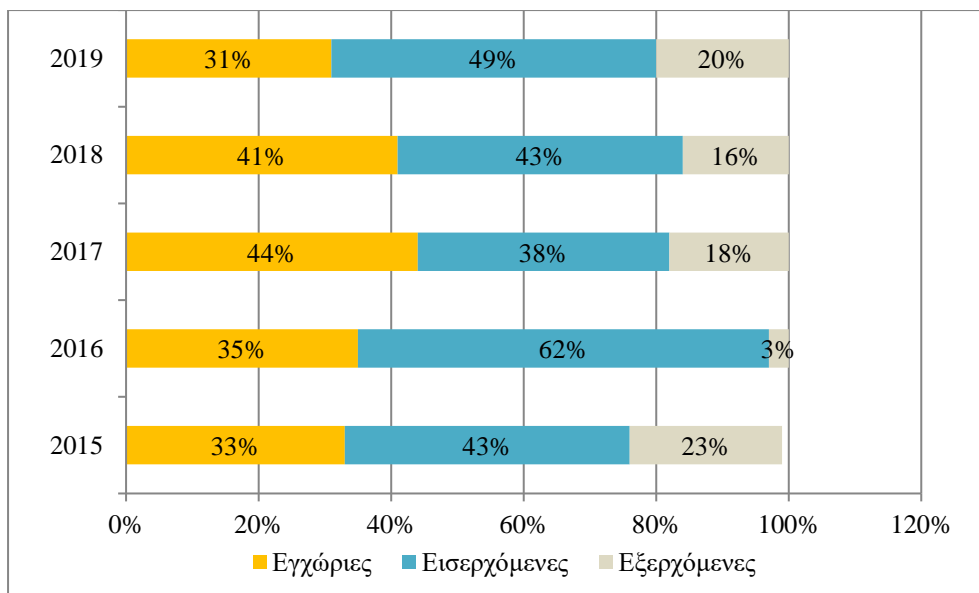
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.1 : Ολοκλήρωση Συγχωνεύσεων ανά ΕΤΟΣ		
ΕΤΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ Ε&Σ	ΑΞΙΑ Ε&Σ
2015	29	1,5 δισ.
2016	38	4,6 δισ.
2017	36	2,0 δισ.
2018	51	3,7 δισ.
2019	85	4,3 δισ.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 5.2:** Δειγματικό Πλήθος Ολοκληρωμένων Εξαγορών και Συγχωνεύσεων ανά Έτος :



Στο γράφημα 5.2 παρουσιάζεται η κατανομή ανά έτος ολοκλήρωσης των συγχωνεύσεων ή εξαγορών.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 5.3:** Ποσοστιαία Διάρθρωση Δείγματος βάση των Εισερχόμενων, Εξερχόμενων και Εγχώριων Εξαγορών και Συγχωνεύσεων ανά Έτος :



Στο γράφημα 5.3 παρουσιάζεται η επί της εκατό αναλογία των εγχώριων, εισερχόμενων και εξερχόμενων συγχωνεύσεων ανά έτος. Παρατηρείται πως το 2016 ήταν μία δύσκολη χρονιά με σημαντική διαφοροποίηση των ποσοστών, καθώς οι Εισερχόμενες αυξάνονται σε αντίθεση με τις εξερχόμενες που σημειώνουν σημαντική μείωση σε σχέση με τα άλλα έτη. Σε γενικές

γραμμές οι εισερχόμενες αντιπροσωπεύουν το υψηλότερο ποσοστό των Ε&Σ γεγονός που δείχνει επενδυτικό ενδιαφέρον από το εξωτερικό. Αντίθετα οι εξερχόμενες αποτελούν το μικρότερο ποσοστό των Ε&Σ γεγονός που φανερώνει απουσία επενδυτικού ενδιαφέροντος από ελληνικές επιχειρήσεις προς επιχειρήσεις του εξωτερικού.

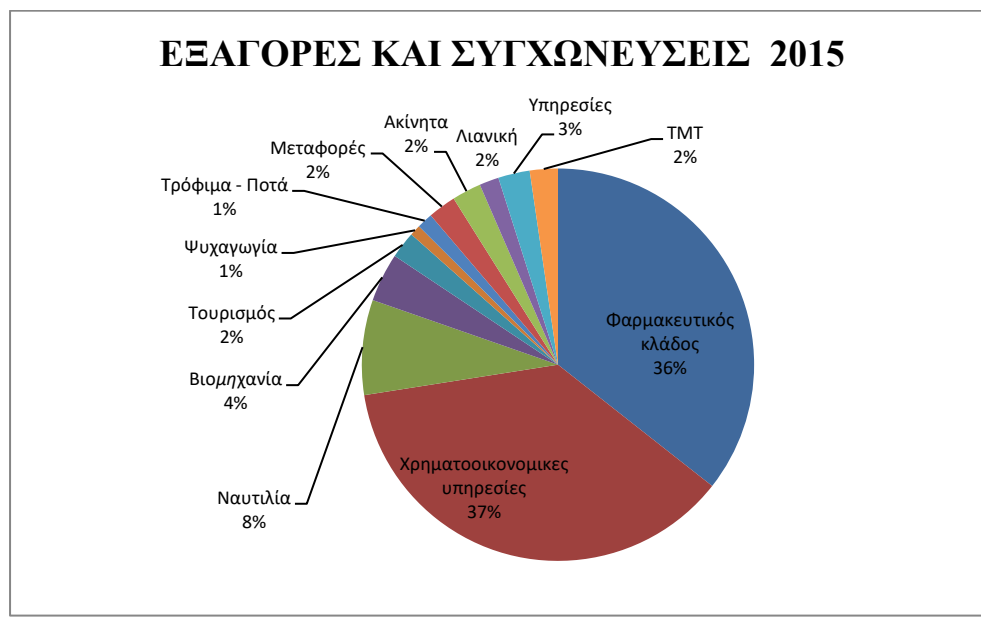
**Εγγώριες:** Συναλλαγές Ε&Σ όπου ο αγοραστής και η εταιρία στόχος είναι ελληνική.

**Εισερχόμενες:** Συναλλαγές Ε&Σ όπου η εταιρία στόχος είναι ελληνική ενώ ο αγοραστής είναι αλλοδαπός.

**Εξερχόμενες:** Συναλλαγές Ε&Σ από ελληνική εταιρία αγοραστή και αλλοδαπή εταιρία στόχο.

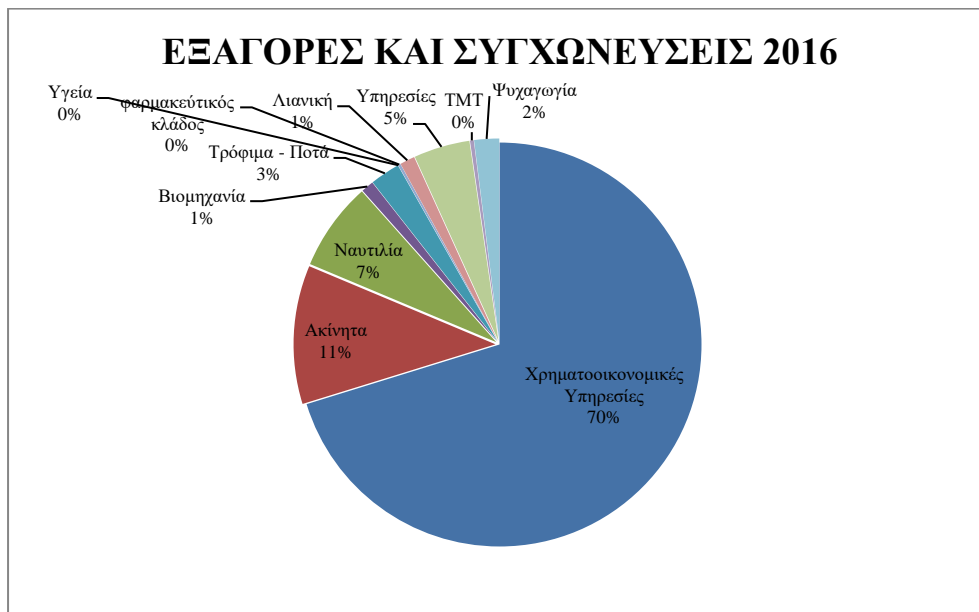
### 5.3 ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ ΓΙΑ ΚΑΘΕ ΕΤΟΣ

**ΓΡΑΦΗΜΑ 5.4:** Τα Ποσοστά των Κλάδων Ε&Σ για το Έτος 2015 :



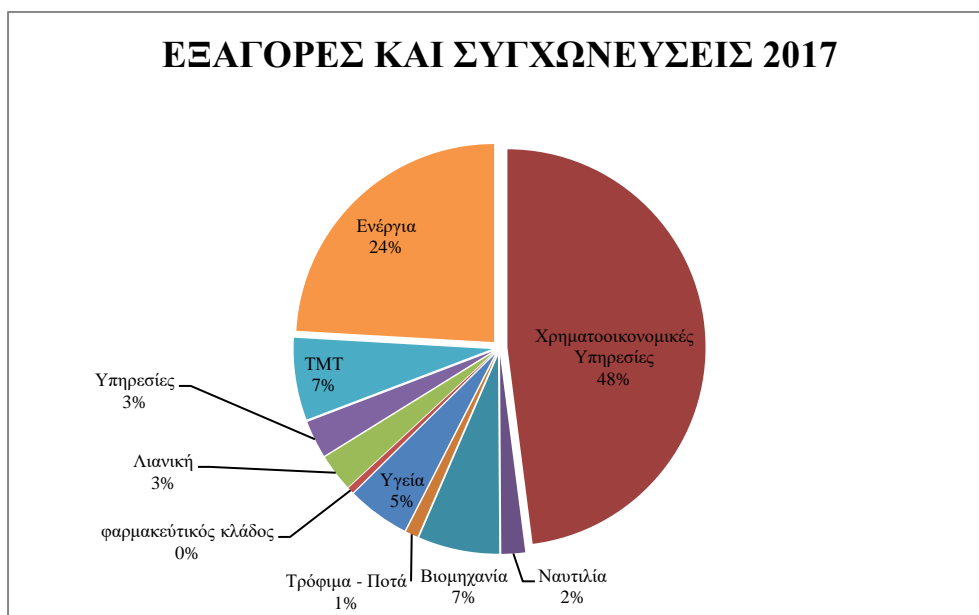
Στο παραπάνω γράφημα παρατηρείτε ότι το 2015 οι περισσότερες Ε&Σ προέρχονται από το φαρμακευτικό κλάδο και τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 5.5:** Τα Ποσοστά των Κλάδων Ε&Σ για το Έτος 2016 :



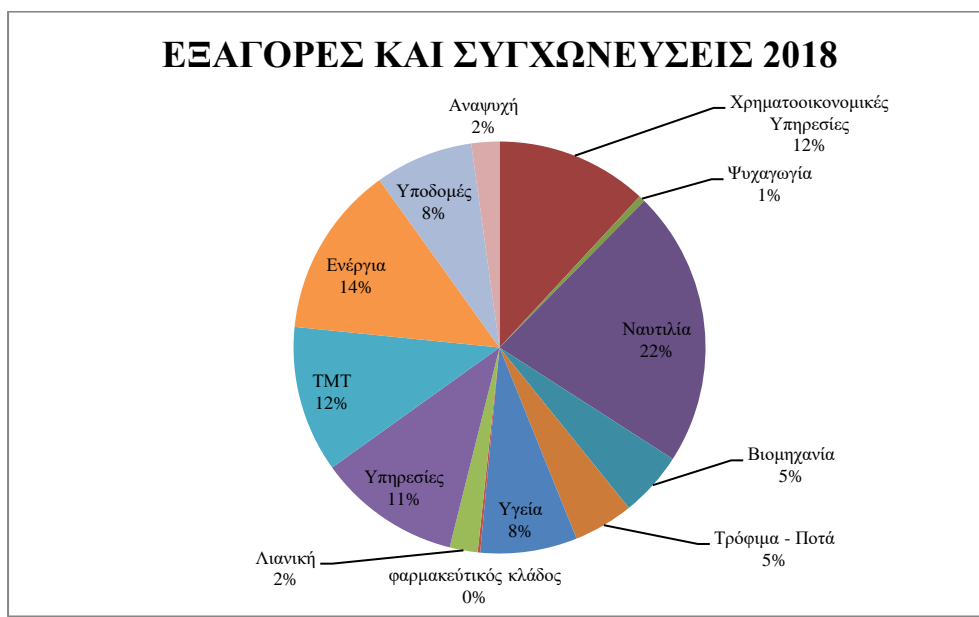
Σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος παρατηρούμε σημαντική μείωση στον φαρμακευτικό κλάδο, καθώς αυξάνονται οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες αποτελώντας το 70% περίπου της συνολικής αξίας των Ε&Σ . Αύξηση παρουσιάζει και ο κλάδος των ακινήτων.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 5.6:** Τα Ποσοστά των Κλάδων Ε&Σ για το Έτος 2017 :



Το 2017, σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, παρατηρούμε μείωση στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και την εμφάνιση Ε&Σ στην ενέργεια.

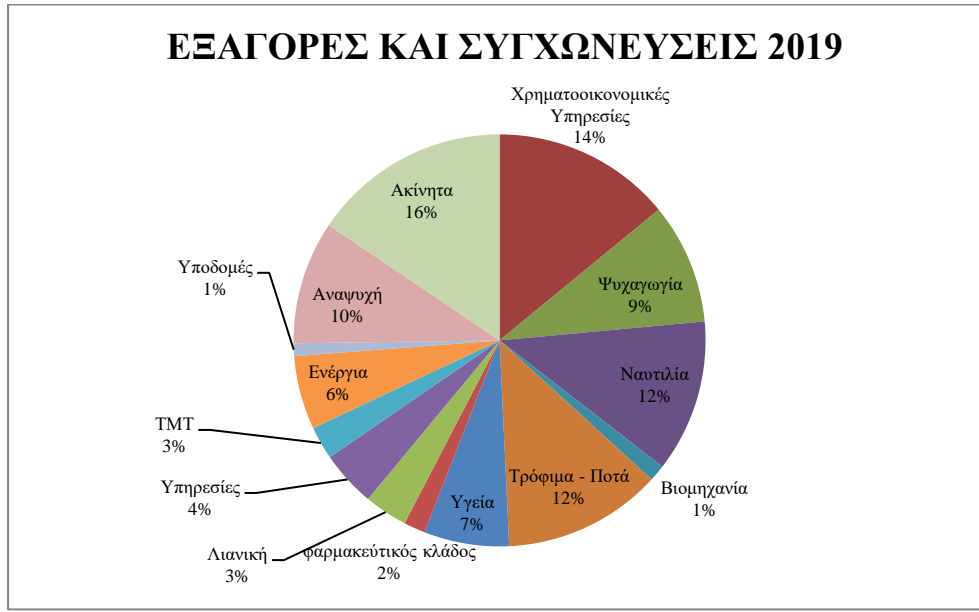
**ΓΡΑΦΗΜΑ 5.7: Τα Ποσοστά των Κλάδων Ε&Σ για το Έτος 2018 :**



Το 2018, σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, παρατηρούμε ραγδαία αύξηση στον κλάδο της ναυτιλίας καθώς σημειώνεται μια μείωση στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και στην ενέργεια.



**ΓΡΑΦΗΜΑ 5.8:** Τα Ποσοστά των Κλάδων Ε&Σ για το έτος 2019 :



Σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος παρατηρούμε μία μερική ισοκατανομή των μεγαλύτερων Ε&Σ στους κλάδους της Ακίνητης Περιουσίας (16%), των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών (14%), των Τροφίμων & Ποτών (12%) και της ναυτιλίας (12%)

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΣΥΝΟΨΗ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Οι Ε&Σ στην Ελλάδα δείχνουν πως επηρεάστηκαν σε αρνητικό βαθμό από την οικονομική κρίση ειδικά την περίοδο 2015-2017 διότι οι επιχειρηματίες δίσταζαν να επενδύσουν ενώ υπήρχε και μειωμένο επενδυτικό ενδιαφέρον από το εξωτερικό λόγω της υψηλής αβεβαιότητας. Όταν η Ελλάδα εξήλθε από το 3ο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής, το 2018, διαπιστώθηκε ότι αυξήθηκε σημαντικά ο αριθμός και η αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών και η τάση αυτή συνεχίστηκε και το 2019 όπου καταγράφηκε ο μέγιστος αριθμός Ε&Σ (85) και η μέγιστη αξία (4,3 δις) της πενταετίας 2015-2019.

Κατά μέσο όρο πενταετίας, οι εισερχόμενες αντιπροσωπεύουν το υψηλότερο ποσοστό των Ε&Σ γεγονός που δείχνει επενδυτικό ενδιαφέρον από το εξωτερικό. Αντίθετα οι εξερχόμενες αποτελούν το μικρότερο ποσοστό των Ε&Σ γεγονός που φανερώνει απουσία επενδυτικού ενδιαφέροντος από ελληνικές επιχειρήσεις προς επιχειρήσεις του εξωτερικού.

Όσον αφορά τους κλάδους, επενδυτικό ενδιαφέρον παρουσιάζουν διαχρονικά οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, η ακίνητη περιουσία, η ναυτιλία και η ενέργεια.

Η βελτίωση των οικονομικών δεικτών της χώρας αποδείχτηκε κύριος παράγοντας ενίσχυσης των Ε&Σ. Τα έτη 2018, 2019 η ελληνική οικονομία κατέγραψε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης ενώ παράλληλα συνεχίστηκαν να καταγράφονται δημοσιονομικά πλεονάσματα. Επιπλέον, υιοθετήθηκαν σημαντικές δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις, όπως η μείωση της φορολογίας των επιχειρήσεων και η μείωση του ΕΝΦΙΑ που ενίσχυσαν το επενδυτικό ενδιαφέρον. Επίσης, η επιτυχής ολοκλήρωση του 3<sup>ου</sup> προγράμματος οικονομικής προσαρμογής απέφερε στη χώρα ένα σημαντικό «μαξιλάρι» ρευστότητας περίπου € 24δισ., το οποίο σε συνδυασμό με την ελάφρυνση του χρέους μείωσε σε σημαντικό βαθμό την αβεβαιότητα και τον κίνδυνο, με συνέπεια να επανέλθει το επενδυτικό ενδιαφέρον από το εξωτερικό για τις ελληνικές επιχειρήσεις.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **Α. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Ανδρικοπούλου, Ε.(2002). Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα, 1η έκδοση, Αθήνα, Εκδόσεις Κέρκυρα.

Βασιλείου, Δ.(2008). Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, 2η έκδοση, Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα.

Βασιλείου, Δ. και Ηρειώτης, Ν. (2009). Ανάλυση Επενδύσεων & Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Αθήνα, Εκδόσεις Rosili.

Κυριαζής, Δ. (2016). Συγχωνεύσεις & Εξαγορές , 2η έκδοση, Αθήνα, Εκδόσεις Διπλογραφία.

Λεοντάρης, Μ. (2000). Μετατροπή, Συγχώνευση, Διάσπαση Εταιριών. Αθήνα, εκδόσεις ΠΑΜΙΣΟΣ.

Παπαδάκης Β. (2011). Στρατηγική των επιχειρήσεων : Ελληνική και Διεθνής εμπειρία, ασκήσεις-μελέτες περιπτώσεων, Τόμος Β' Θεωρία, 4η έκδοση, Αθήνα, Εκδόσεις Ε.Μπένου.

Παπαδάκης Β. (2016). Στρατηγική των επιχειρήσεων : Ελληνική και Διεθνής εμπειρία, Τόμος Α' Θεωρία, 7η έκδοση, Αθήνα , Εκδόσεις Ε.Μπένου.

Σακέλλης, Ε.(2001). Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών & Εκτίμηση Αξίας Επιχείρησης, Γ' Έκδοση Βρύκου, Πειραιεύς 2001.

Επιστημονικά άρθρα της PwC για τα έτη 2015-2019.

## **B. ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Damodaran, A. (1996) *Investment Valuation, Tools and Techniques for determining the value of any asset*, John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2011) *Applied Corporate Finance*. 3rd edition John Wiley & Sons, Inc.

Mannne, H.G (1965). Mergers and the market for corporate control .*Journal of political Economy*, 3, : 110-120.

Marris, R.L (1964). *The economic theory of managerial capitalism*, London.

Porter, M. (1985). *Competitive Advantage*, New York, Free press.

Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59 (2) : 197-217.

Sudarsanam, P.S (1995). *The Essence of Mergers and Acquisitions*. Prentice Hall.

Sudarsanam, P.S, P. Holl and A. Salami (1996). Shareholder wealth gains in mergers: Effect of synergy and Ownership structure, *Journal of Bossiness Finance and Accounting*, 30,: 299-341.

Sudarsanam, P.S (2003).*Creating Value from Acquisitions: The Challenges. An Integrated and International Perspective*, Prentice Hall International, London.

Winter, S.G (1964). *Economic natural selection and the theory of the firm* Yale Economic Essays: Spring (1964).