

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ



Μελισσάρη Ιωάννα : Α.Μ. : 7092

Παπαδάκη Καλλιόπη : Α.Μ. : 8396

**ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ.
ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΚΑΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ
ΜΕΓΕΘΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ.**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Επιβλέπων καθηγητής : Ζήσης Παντελής

Ηράκλειο

Μάιος, 2014

ΔΗΛΩΣΗ

Δηλώνουμε υπεύθυνα ότι η εργασία αυτή είναι πρωτότυπη και εκπονήθηκε αποκλειστικά και μόνο για την απόκτηση πτυχίου απο την σχολή Διοίκησης και Οικονομίας, του τμήματος Λογιστικής του Τεχνολογικού Εκπαιδευτικού Ιδρύματος Κρήτης.

Ηράκλειο, 27 Μαΐου 2014

Μελισσάρη Ιωάννα
Παπαδάκη Καλλιόπη

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Για την εκπόνηση της παρούσας εργασίας οφείλουμε να ευχαριστήσουμε :

- Τον επιβλέποντά μας καθηγητή κ. Ζήση Παντελή, για την ευκαιρία που μας έδωσε να ασχοληθούμε με το συγκεκριμένο θέμα, για την ουσιαστική και καθοριστική βοήθεια του, όποτε κρίθηκε αναγκαίο, καθώς και για την συμπαράστασή του κατά την διάρκεια υλοποίησής της.
- Τις οικογένειές μας για την ηθική συμπαράσταση καθ'όλη τη διάρκεια μελέτης της πτυχιακής εργασίας.
- Το στενό φιλικό μας περιβάλλον για την κατανόησή του.
- Οποιονδήποτε συνέβαλε, ακούσια ή εκούσια, με οποιονδήποτε τρόπο, στην ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η περιγραφή και παρουσίαση του φαινομένου των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις χώρες της Ευρώπης καθώς και των παραγόντων που το διαμορφώνουν.

Στο Α' μέρος αποτυπώνονται έννοιες και όροι που αφορούν σε επιχειρηματικές συναλλαγές που προκύπτουν κατόπιν διαφόρων συμφωνιών και οδηγούν ανάλογα σε συγχώνευση ή εξαγορά. Επιπλέον, γίνεται μια ιστορική επισκόπηση του φαινομένου για τις χώρες της Ευρώπης αλλά και παγκοσμίως, παρουσιάζονται οι λόγοι επιτυχίας ή αποτυχίας των συναλλαγών που προκύπτουν, οι τρόποι με τους οποίους μπορεί να πραγματοποιηθεί μια συγχώνευση ή εξαγορά καθώς και σημαντικά κριτήρια προς αποφυγή ή επίτευξη αυτών. Καταγράφονται επίσης αναλυτικά τα ισχύοντα σε περιπτώσεις ενοποιήσεων επιχειρήσεων έτσι όπως ορίζονται σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα και γίνεται επίσης αναφορά στις διάφορες μεθόδους που χρησιμοποιούνται για να αξιολογηθεί η απόδοση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, που προέκυψαν, από την εκάστοτε συναλλαγή.

Στο Β' μέρος παρουσιάζονται δύο επιλεγμένες περιπτώσεις, μίας συγχώνευσης και μίας εξαγοράς, Ευρωπαϊκών εισηγμένων επιχειρηματικών μονάδων που δραστηριοποιούνται στον τομέα της ενέργειας. Με την χρήση ορισμένων σημαντικών αριθμοδεικτών επιχειρείται μια εξωτερική ανάλυση και επεξήγηση των μεταβολών στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις καθώς και των επιπτώσεων στην κερδοφορία και βιωσιμότητα των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων. Η μέθοδος της διαχρονικής ανάλυσης που επιλέγεται αφορά στην πενταετία 2005 – 2010.

SUBJECT

Mergers and Acquisitions in Europe. Variations and impacts on the companies' financial statements.

ABSTRACT

Purpose of this thesis is the description and presentation of merger's and acquisition's phenomenon in European countries as well as the factors shaping this.

In the first part, reflected concepts and terms related to business transactions, resulting from various agreements and leading to a merger or acquisition. A historical overview of the phenomenon in Europe and worldwide is presented, in addition with success or failure factors of the transactions resulting and ways with which a merger or acquisition can be accomplished. There is also included a detailed reference in cases of business combinations, as defined according to the International Accounting Standards (IAS), while an other reference to the methods used to evaluate the performance of mergers and acquisitions is included as well.

In the second part, presented two selected cases, a merger and a takeover of listed European companies, operating in the energy sector. By the use of certain financial ratios, attempted an external analysis and explanation to the variations in the financial statements and the impacts on the profitability and the viability of the companies involved. The time series analysis method selected, refers to the years 2005 – 2010.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή.....	1
A' Μέρος	
1. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές	
1.1. Έννοια και τρόποι πραγματοποίησης συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	3
1.2. Μορφές επιχειρησιακής ολοκλήρωσης συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	4
1.3. Συνασπισμοί επιχειρήσεων.....	9
1.4. Αμυντικές τακτικές για την αποφυγή συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	9
1.5. Κίνητρα συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	10
1.6. Θεωρίες συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	11
1.6.1. Οικονομικές θεωρίες.....	11
1.6.2. Διοικητικές θεωρίες.....	14
1.6.3. Χρηματοοικονομικές θεωρίες.....	15
1.6.4. Στρατηγικές θεωρίες.....	16
1.6.5. Θεωρίες συμπεριφοράς οργανισμών.....	16
1.7. Δύναμη αγοράς.....	16
2. Ισχύοντα σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα	
2.1. Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 22 (Δ.Λ.Π. 22) Ενοποιήσεις Επιχειρήσεων.....	17
2.1.1. Σκοπός.....	17
2.1.2. Πεδίο εφαρμογής.....	17
2.1.3. Ορισμοί.....	20
2.1.4. Φύση της ενοποίησης επιχειρήσεων.....	21
2.1.5. Φόρος εισοδήματος.....	24
2.1.6. Ημερομηνία έναρξης ισχύος.....	24
3. Ιστορική αναδρομή συγχωνεύσεων και εξαγορών	
3.1. Κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	24
4. Λόγοι αποτυχίας και επιτυχίας συγχωνεύσεων και εξαγορών	
4.1. Λόγοι αποτυχίας συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	27
4.2. Παράγοντες επιτυχίας συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	30
4.3. Κρίσιμοι παράγοντες για την επιτυχία των συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	32
4.4. Μορφές χρηματοδότησης συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	33
5. Μέθοδοι αξιολόγησης της απόδοσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	35
6. Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων	

6.1. Σκοπός της ανάλυσης χρηματοοικονομικών καταστάσεων.....	37
6.2. Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων με χρήση αριθμοδεικτών.....	38
6.2.1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.....	40
6.2.2. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας.....	43
6.2.3. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας.....	46
6.2.4. Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίου και Βιωσιμότητας.....	51
6.2.5. Αριθμοδείκτες Δαπανών Λειτουργίας.....	52
6.2.6. Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες.....	53
7. Συγκριτική ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων.....	57
B' Μέρος	
8. Ανάλυση δύο επιλεγμένων περιπτώσεων συγχώνευσης και εξαγοράς	
8.1. Statoil ASA – Norsk Hydro ASA.....	60
8.2. Περιγραφή της συγχώνευσης.....	61
8.3. Σκοπός της συγχώνευσης.....	61
8.4. Ανάλυση οικονομικών στοιχείων.....	62
8.5. Ανάλυση αριθμοδεικτών.....	66
8.6. Gas Natural SDG SA – Union Fenosa.....	72
8.7. Περιγραφή της εξαγοράς.....	73
8.8. Σκοπός της εξαγοράς.....	73
8.9. Ανάλυση οικονομικών στοιχείων.....	74
8.10. Ανάλυση αριθμοδεικτών.....	78
9. Επιχειρηματικές συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ευρώπη ανά κλάδο την περίοδο 2005-2010.....	85
10. Συμπέρασμα – Επίλογος.....	86
Βιβλιογραφία.....	88
Ιστότοποι.....	90
Παράρτημα	
Γλωσσάριο όρων οικονομικών καταστάσεων.....	91

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο κόσμος των επιχειρήσεων αποτελείται από ένα μεταβαλλόμενο περιβάλλον. Επηρεάζεται συνεχώς από τις μεταβαλλόμενες συνθήκες της αγοράς, της κοινωνίας, του πολιτικού συστήματος, από τις εσωτερικές εταιρικές διεργασίες, τον έντονο ανταγωνισμό του κλάδου, τις τεχνολογικές εξελίξεις ιδιαίτερα στους τομείς της πληροφορίας, επικοινωνίας και των μεταφορών καθώς και πολλούς άλλους παράγοντες, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να αναζητούν νέους τρόπους και μεθόδους για την βελτίωση της θέσης τους στις διεθνείς αγορές. Μέσα από μια γενική θεώρηση αναφέρεται ότι η δίοδος με την οποία μια επιχείρηση βρίσκει πρόσβαση σε νέους πόρους και που με την ανάπτυξή τους, θα αυξήσει τα κέρδη της και θα βελτιώσει την ανταγωνιστικότητά της στην αγορά είναι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι σύνθετες και περίπλοκες δραστηριότητες και γι' αυτό τον λόγο απαιτούν ένα στρατηγικό σχεδιασμό και πρόβλεψη των παραμέτρων τους, έτσι ώστε να μπορούν να αντεπεξέλθουν σε απρόβλεπτες προκλήσεις καθ' όλη την διάρκεια της ολοκλήρωσης. Τα τελευταία χρόνια εντοπίζονται με ιδιαίτερα μεγάλη συχνότητα σε πολλούς κλάδους επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, όπως αυτοκινητοβιομηχανίες, εταιρείες παροχής υπηρεσιών, βιομηχανία τηλεπικοινωνιών, στον χώρο της υγείας, σε αερομεταφορές και άλλους.

Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών διακρίνεται σε δυο αντιτιθέμενες απόψεις όσον αφορά το τελικό παραγόμενο αποτελέσματα. Η πρώτη αναφέρεται στη μη βελτίωση της επιχειρηματικής επίδοσης και καταστροφή της αξίας της επένδυσης των μετόχων μιας εμπλεκόμενης επιχείρησης, στην ολιγοπωλιακή οργάνωση της οικονομίας, την μείωση ανταγωνισμού, την στρέβλωση των τιμών και επιβάρυνση των καταναλωτών. Όσον αφορά την δεύτερη άποψη οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν φυσικό και υγιές φαινόμενο το οποίο αποτελεί επακόλουθο ανάπτυξης της αγοράς, δημιουργεί επιπρόσθετη οικονομική αξία, επιταχύνει τον εκσυγχρονισμό και αυξάνει την απόδοση των

επιχειρήσεων, την συνολική οικονομική αποτελεσματικότητα και την ανταγωνιστικότητα σε διεθνή επίπεδο. (*Σαρρής Στυλιανός, 2010*).

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν κυρίως την τελευταία δεκαπενταετία ένα αναπόσπαστο κομμάτι στο περιβάλλον των επιχειρήσεων είτε αυτό αποτελεί απαραίτητη επιλογή, είτε ένα λάθος ή την δίοδο για την επιτυχία, ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν.

A' ΜΕΡΟΣ

1. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

1.1 Έννοια και τρόποι πραγματοποίησης συγχωνεύσεων και εξαγορών

Ο όρος της συγχώνευσης (merger) ή εξαγοράς (acquisition) νοείται γενικά ως η πράξη ένωσης δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων. Συμβαίνει όταν μια επιχείρηση αγοράζει μια άλλη και την απορροφά σε μια ενιαία επιχειρησιακή δομή, διατηρώντας συνήθως την αρχική εταιρική ταυτότητα της εξαγοράζουσας επιχείρησης.

Συχνά οι όροι συγχώνευση και εξαγορά χρησιμοποιούνται ως ταυτόσημοι, όταν όμως κρίνεται σκόπιμη η διάκρισή τους αναφέρεται ρητά το είδος τους. Συγκεκριμένα, ως εξαγορά ορίζεται η συναλλαγή κατά την οποία μια επιχείρηση αποκτά ένα μέρος ή το σύνολο της συμμετοχής (μετοχές ή εταιρικά μερίδια) σε μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος. Οι εξαγορές διακρίνονται σε απλές και σε συγχωνευτικές. Σε μια απλή εξαγορά η εξαγοραζόμενη επιχείρηση συνεχίζει να υπάρχει ως υποκείμενο του δικαίου, ενώ σε μια συγχωνευτική εξαγορά η επιχείρηση που μεταβιβάζει την περιουσία της σε μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος παύει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου.

Ως συγχώνευση ορίζεται η πράξη με την οποία μια ή περισσότερες επιχειρήσεις λύνονται χωρίς να ακολουθήσει η εκκαθάρισή τους, ενώ ταυτόχρονα μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους έναντι ανταλλάγματος σε άλλη, η οποία είτε προϋπάρχει είτε δημιουργείται για τον σκοπό αυτό. (*Βασίλης Μ. Παπαδάκης, 2012*).

Σύμφωνα με την διεθνή βιβλιογραφία αλλά και την ελληνική πραγματικότητα, μια επιχείρηση μπορεί να πραγματοποιήσει συγχωνεύσεις και εξαγορές με τρεις τρόπους :

Συγχώνευση με απορρόφηση (merger by absorption) : Η αποκτούσα εταιρία διατηρεί το όνομα και την οντότητές της και αποκτά όλα τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Μετά από την συγχώνευση η εξαγοραζόμενη εταιρία, δηλαδή αυτή που αποκτήθηκε, παύει να υπάρχει ως ξεχωριστή επιχειρησιακή οντότητα.

Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρίας (merger by consolidation) : Με τον τρόπο αυτό δημιουργείται μια εξ' ολοκλήρου νέα εταιρία, όπου και η αποκτούσα εταιρία και η επίκτητη εταιρία παύουν την προηγούμενη νομική ύπαρξή τους και γίνονται μέρος της νέας εταιρίας.

Συγχώνευση με εξαγορά (merger by acquisition) : Στην περίπτωση αυτή μια εταιρία αποκτά μια άλλη εταιρία για μετρητά ή μετοχές. Η κίνηση αυτή πραγματοποιείται με τους εξής δύο τρόπους :

-Εξαγορά με απόκτηση του μετοχικού κεφαλαίου της προκείμενης επιχείρησης (acquisition of stock).

-Εξαγορά με απόκτηση των στοιχείων του ενεργητικού της προκείμενης επιχείρησης (acquisition of assets).

1.2 Μορφές επιχειρησιακής ολοκλήρωσης συγχωνεύσεων και εξαγορών

Οι συγχωνεύσεις αντιστοιχούν σε διαφορετικές μορφές επιχειρησιακής ολοκλήρωσης. Πέρα λοιπόν από την νομική μορφή της συναλλαγής διακρίνονται τέσσερις βασικές κατηγορίες συγχωνεύσεων, σύμφωνα με την συσχέτιση της δραστηριότητας της εξαγοράζουσας με την δραστηριότητα της εξαγοραζόμενης από αυτήν επιχείρησης.

Οι κατηγορίες αυτές είναι :

Οριζόντια συγχώνευση και εξαγορά (Horizontal Merger and Acquisition) :

Οριζόντια συγχώνευση ή εξαγορά έχουμε όταν ομοειδείς επιχειρήσεις, δηλαδή επιχειρήσεις που παράγουν τα ίδια προϊόντα ή υπηρεσίες, συγχωνεύονται με

διάφορους τρόπους με σκοπό να αντλούνται πλεονεκτήματα από την μεταξύ τους συνεργασία. Τα πλεονεκτήματα αυτά εντοπίζονται στο να εξαφανίσουν τον μεταξύ τους ανταγωνισμό, να μπορούν να ανταποκριθούν στον ανταγωνισμό της αγοράς και να ελέγξουν την αγορά τους προϊόντος με όσο το δυνατόν αυξημένη την διαπραγματευτική τους δύναμη.

Κάθετη συγχώνευση και εξαγορά (Vertical Merger and Acquisition) :

Κάθετη συγχώνευση και εξαγορά έχουμε όταν επιχειρήσεις που ανήκουν σε διαδοχικά στάδια του κυκλώματος της παραγωγικής διαδικασίας ή κυκλοφορίας των αγαθών και υπηρεσιών, συγχωνεύονται προκειμένου να εξουδετερώσουν σοβαρά μειονεκτήματα που προκύπτουν από τον καταμερισμό των εργασιών ή ακόμη να δημιουργήσουν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα, όπως για παράδειγμα η μείωση του κόστους παραγωγής, καθώς και άλλων.

Ομοκεντρική ή Ομογενής συγχώνευση και εξαγορά (Concentric or Congeneric Merger and Acquisition) :

Η πραγματοποίηση αυτής της μορφής συγχώνευσης και εξαγοράς περιλαμβάνει επιχειρήσεις βρίσκονται αφ' ενός στην ίδια βιομηχανία προϊόντος, δεν βρίσκονται όμως στην ίδια γραμμή παραγωγής του προϊόντος. Η κίνηση συγχώνευσης και εξαγοράς επιχειρήσεων που δεν παρουσιάζουν καμία ομοιότητα ή παραγωγική εξάρτηση μεταξύ τους πέρα από ένα μεγάλο επιχειρηματικό ρίσκο που μπορεί να προκύψει σε σύγκριση με τις οριζόντιες και τις κάθετες μορφές συγχωνεύσεων και εξαγορών, αποσκοπεί στην ενδεχόμενη αλληλοσυμπλήρωση των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων με διάφορες συνδυασμένες ενέργειες.

Διαγώνια ή ανομοιογενής συγχώνευση και εξαγορά (Conglomerate Merger and Acquisition) :

Η Διαγώνια ή Ανομοιογενής συγχώνευση και εξαγορά πραγματοποιείται όταν επιχειρήσεις που παράγουν διαφορετικά προϊόντα ή προσφέρουν διαφορετικές υπηρεσίες, συγχωνεύονται, με σκοπό να διασφαλιστεί μια ευρύτερη οικονομική βάση, να υπάρχει καλύτερη οργάνωση και διοίκηση και συνεπώς να προκύπτουν μεγαλύτερες δυνατότητες κέρδους.

Επιπρόσθετα, ανάλογα με την διαδικασία πραγματοποίησης μιας συγχώνευσης και εξαγοράς και την συμπεριφορά που παρουσιάζουν οι διοικήσεις των εμπλεκόμενων εταιριών, προκύπτει η διάκριση δυο επιπλέον κατηγοριών :

Φιλική συγχώνευση και εξαγορά (Amicable Merger and Acquisition) :

Μια τέτοιου είδους συγχώνευση και εξαγορά προκύπτει κατόπιν κοινής συμφωνίας μεταξύ των διοικήσεων της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Στη συνέχεια οι μέτοχοι και των δύο πλευρών θα πρέπει να αποδεχτούν και εγκρίνουν, σύμφωνα με τις νόμιμες διαδικασίες, την παραπάνω πράξη έχοντας αποφασίσει από κοινού για το αντίτιμο της εξαγοράς.

Εχθρική ή επιθετική συγχώνευση και εξαγορά

(Hostile Merger and Acquisition):

Η περίπτωση αυτή αναφέρεται σε συγχωνεύσεις και εξαγορές όπου υπάρχουν μεγάλες διαφορές απόψεων μεταξύ των διοικήσεων της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Οι διαφορές αυτές ενδέχεται να σχετίζονται είτε με την τιμή εξαγοράς του μετοχικού κεφαλαίου, είτε με το επιχειρηματικό σχέδιο που θα εφαρμοστεί μετά την ολοκλήρωση της πράξης της συγχώνευσης και εξαγοράς, είτε με την τύχη της τρέχουσας διοίκησης της εταιρίας-στόχου. Έτσι λοιπόν προκαλούνται αντιδράσεις, οι οποίες ωθούν την εξαγοράζουσα επιχείρηση να προβεί σε κάποιες ενέργειες προκειμένου να πραγματοποιήσει τον στόχο της. Η ενδιαφερόμενη επιχείρηση μέσω δημόσιας προσφοράς προσπαθεί προσεγγίσει την διοίκηση της επιχείρησης-στόχου καθώς και των μετόχων της ενώ ταυτόχρονα η υπό εξαγορά επιχείρηση συμβουλεύει τους μετόχους της να πράξουν αντίθετα απ' ό τι προτείνει η άλλη επιχείρηση.

Μια άλλη τακτική εχθρικής εξαγοράς και συγχώνευσης είναι η κατάληψη της επιχείρησης στόχου. Ως κατάληψη νοείται η πράξη εκείνη κατά την οποία η εξαγοράζουσα επιχείρηση καταλαμβάνει την εξαγοραζόμενη, αποκτώντας σταδιακά και αθόρυβα πακέτα μετοχών της εξαγοραζόμενης εταιρίας, τα οποία τελικά της δίνουν τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Επιπλέον, ο συνδυασμός των δύο παραπάνω στρατηγικών στοχεύει στο προσδοκώμενο αποτέλεσμα. Αποκτάται δηλαδή αρχικά ένα μέρος του μετοχικού κεφαλαίου που διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο είτε αθόρυβα από μικρομετόχους είτε με

συμφωνία όσων έχουν στην κατοχή τους μεγάλο πακέτο μετοχών. Στην συνέχεια για να αποκτηθεί το υπόλοιπο μέρος του πλειοψηφικού πακέτου των μετοχών και της διαχείρισης της εταιρίας στόχου γίνεται προσπάθεια να προκύψει αυτό μέσω δημόσιας προσφοράς.

Μια άλλη διάκριση που μπορεί να γίνει σε πράξεις συγχωνεύσεων και εξαγορών, ανάλογα με τους επιδιωκόμενους σκοπούς που υπάρχουν, είναι :

Επενδυτική συγχώνευση και εξαγορά : Επενδυτική συγχώνευση και εξαγορά είναι η απόκτηση μιας επιχείρησης με μοναδικό σκοπό την αποκομιδή κέρδους ως μέσου της επενδυτικής δραστηριότητας. Είναι η περίπτωση όπου ο αγοραστής ή η εξαγοράζουσα εταιρία δεν έχει τεχνογνωσία του κλάδου και εισέρχεται σε αυτόν για πρώτη φορά. Χωρίς να κάνει αλλαγές στην διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, το κάνει με μοναδικό σκοπό το κέρδος είτε με την είσπραξη από διανομή μερισμάτων είτε με την μεταπώληση της επένδυσής του για να καρπωθεί τη διαφορά από την συναλλαγή ή και τα δύο.

Ανανεωτική ή συμπληρωματική συγχώνευση και εξαγορά : Στην περίπτωση αυτή η εξαγοράζουσα επιχείρηση συγχωνεύεται με την εξαγοραζόμενη εταιρία με σκοπό την συνένωση των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων. Πιο αναλυτικά, η ενέργεια της συγχώνευσης και εξαγοράς γίνεται με τελικό σκοπό την παρακράτηση της εταιρίας και την αξιοποίηση ενσώματων ακινητοποιήσεων (tangible assets) , όπως κτίρια και εγκαταστάσεις κτιρίων, μηχανήματα και άλλα, ή ασώματων (άύλων) ακινητοποιήσεων (intangible assets) , όπως άδειες παραγωγής και εκμετάλλευσης, υπεραξία εξαγοραζόμενης επιχείρησης (φήμη και πελατεία) και άλλα.

Απόκτηση με συγχώνευση και εξαγορά για άμεση ρευστοποίηση : Πρόκειται για την περίπτωση όπου μια επιχείρηση εξαγοράζεται με μοναδικό σκοπό την άμεση των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων και την πώληση των περιουσιακών της στοιχείων σε τρίτους κατά τμήματα με τιμή υψηλότερη από το κόστος εξαγοράς όλης της επιχείρησης.

Για να έχουν εφαρμογή οι παραπάνω περιπτώσεις, θα πρέπει η επιχείρηση-στόχος να είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο και να υπάρχει σχετικά μεγάλη διασπορά στη σύνθεση του μετοχικού της κεφαλαίου. (*Μ. Παζάρκη, Θ. Καραγιώργου, Π. Χριστοδούλου, Γ. Δρογαλά*).

Μια ακόμη κατηγορία που παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον είναι οι **στρατηγικές συμμαχίες** (*strategic alliances or corporate alliances*), που προκύπτουν από συμφωνίες που ελαχιστοποιούν τον κίνδυνο μεταξύ των επιχειρήσεων σε μια επιχειρηματική συνδυασμένη δραστηριότητα και μεγιστοποιούν τα οφέλη από μια τέτοια συνεργασία. Μιας τέτοιας μορφής συνεργασία θεωρείται ως το τελευταίο στάδιο πριν την συγχώνευση και εξαγορά επιχειρήσεων.

Επίσης αναφέρονται δύο ακόμα ειδικές περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών :

Μοχλευμένη εξαγορά (Leveraged Buy-Out) : Το κύριο χαρακτηριστικό αυτής της μορφής εξαγοράς είναι ότι η χρηματοδότησή της προέρχεται κατά ένα πολύ μεγάλο ποσοστό (τουλάχιστον 75%) από τραπεζικό δανεισμό και όχι από τα ίδια κεφάλαια της εξαγοράζουσας εταιρίας. Η μοχλευμένη εξαγορά θα πρέπει να χρησιμοποιείται κυρίως για ώριμες εταιρίες με προβλέψιμες ταμειακές ροές παρά για νέες επιχειρήσεις, καθώς οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης συνηθίζεται να ωθούνται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα τα οποία δημιουργούν ένα αρκετά αυξημένο ρίσκο αποτυχίας της επιχειρηματικής αυτής προσπάθειας.

Εξαγορά επιχειρήσεων από την διοίκησή τους (Management Buy-Out) : Στην περίπτωση αυτή, η οποία είναι συγγενική με την μοχλευμένη εξαγορά, μια επιχείρηση εξαγοράζεται από τα διευθυντικά της στελέχη. Σε περιπτώσεις μεγάλων επιχειρήσεων, όπου υπάρχει υψηλή κεφαλαιοποίηση, επειδή η εξαγορά ολόκληρης της επιχείρησης είναι δύσκολο να χρηματοδοτηθεί από τα διευθυντικά στελέχη, η εξαγορά αυτού του τύπου συνήθως αναφέρεται σε μια περιφερειακή θυγατρική ή παραγωγική μονάδα της επιχείρησης. (*Βασίλης Μ. Παπαδάκης, 2012*).

1.3 Συνασπισμοί επιχειρήσεων

Οι παραπάνω συνδέσεις και συγχωνεύσεις επιχειρήσεων αρχίζουν από την απλή προφορική συμφωνία και καταλήγουν μέχρι την πλήρη συγχώνευσή τους. Οι βασικότερες μορφές ένωσης και συγχώνευσης επιχειρήσεων είναι οι παρακάτω :

- 1. Κονσέρν :** Είναι μια ένωση Ανωνύμων Εταιριών που ανταλλάσσουν τις μετοχές τους και διατηρούν ακέραιη τη νομική τους υπόσταση. Χάνουν, όμως, σε ένα βαθμό, τη διοικητική και οικονομική τους αυτοτέλεια.
- 2. Καρτέλ :** Πρόκειται για συμβατικές, εμφανείς ή αφανείς συνεργασίες επιχειρήσεων, που διατηρούν τη νομική, διοικητική και οικονομική τους αυτοτέλεια, με στόχο την άσκηση κοινής εμπορικής πολιτικής και την εξουδετέρωση του μεταξύ τους ανταγωνισμού.
- 3. Τράστ :** Είναι επιχειρηματικές ενώσεις, που προέρχονται από την πλήρη συγχώνευση των επιχειρήσεων. Στόχος των τράστ είναι η εξασφάλιση μονοπωλιακής κυριαρχίας στην αγορά.
- 4. Χόλντινγκ :** Πρόκειται για εταιρίες των οποίων η περιουσία αποτελείται από ένα μεγάλο αριθμό μετοχών άλλων εταιριών και έχουν σαν σκοπό να ασκήσουν έλεγχο επί των εταιριών αυτών. (*Κ.Τζωρτζάκης - Α.Τζωρτζάκη, 2002*).

1.4 Αμυντικές τακτικές για την αποφυγή συγχωνεύσεων και εξαγορών

Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων εφαρμόζουν κάποιες τακτικές για να εμποδίσουν ή να καθυστερήσουν τυχόν ανεπιθύμητες συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι πιο συνηθισμένες αμυντικές τακτικές είναι:

- 1.** Οι διοικήσεις προσπαθούν να καθυστερήσουν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές με δικαστικές επεμβάσεις που αφορούν **αντιμονοπωλιακές νομοθεσίες**.
- 2.** Οι υπό-εξαγορά επιχειρήσεις αγοράζουν άλλες επιχειρήσεις συνήθως στον ίδιο τομέα παραγωγικών δραστηριοτήτων με την εξαγοράζουσα επιχείρηση προκαλώντας έτσι αιτίες για δικαστικές επεμβάσεις.

3. Οι υπό-εξαγορά επιχειρήσεις πωλούν μέρος από τα περιουσιακά τους στοιχεία τα οποία είναι συνήθως τα πλέον επιθυμητά από τις αγοράζουσες επιχειρήσεις.
4. Οι υπό-εξαγορά επιχειρήσεις προσκαλούν έναν άλλον αγοραστή να υποβάλλει προσφορά εξαγοράς. Συνήθως οι εξαγοράζουσα και η εξαγοραζόμενη επιχείρηση έχουν καλές σχέσεις.
5. Στις διοικήσεις των υπό-εξαγορά επιχειρήσεων προσφέρονται υπερβολικά ποσά αποζημιώσεων σε περίπτωση αντικατάστασης τους από τον αγοραστή.
6. Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων στόχων δημιουργούν αξιόγραφα που δίνουν στους κατόχους τους, ειδικά δικαιώματα που ασκούνται μόνο σε περίπτωση ιδιοκτησιακής αλλαγής.
7. Μεταβολές στο καταστατικό της επιχείρησης που πραγματοποιούνται για να καθυστερήσουν την εξαγορά.
8. Παρέμβαση του κράτους στην αύξηση της τιμής της μετοχής. Ισχύει συνήθως σε δημόσιες επιχειρήσεις.

1.5 Κίνητρα συγχωνεύσεων και εξαγορών

Τα κίνητρα των εξαγορών και συγχωνεύσεων μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε:

Κίνητρο της ορθολογικής οργανώσεως και επεκτάσεως των επιχειρήσεων
: Οι επιχειρήσεις οι οποίες προσδοκούν μια συγχώνευση ή εξαγορά έχουν ως κίνητρο την επέκταση των δραστηριοτήτων τους με την είσοδο σε νέες εγχώριες ή διεθνές αγορές και νέες πηγές εφοδιασμού πρώτων υλών και άλλων υλών. Με την δημιουργία συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι δυνατό να μειωθεί το κόστος παραγωγής, με την κατανομή των γενικών εξόδων σε μεγαλύτερο όγκο παραγωγής. Επίσης προσδοκούν σε νέες βελτιωμένες ή διαφοροποιημένες τεχνολογίες των δραστηριοτήτων τους σε κερδοφόρες κατηγορίες προϊόντων ή την καθετοποίηση της παραγωγής τους. Στα παραπάνω κίνητρα περιλαμβάνονται περιπτώσεις που μια εταιρεία αγοράζει έναν ή περισσότερους

από τους προμηθευτές της, ή ένα έτοιμο δίκτυο διανομής για τα προϊόντα της, το οποίο μπορεί να ανήκει σε κάποια ανταγωνιστική ή συνεργαζόμενη επιχείρηση. Επίσης βασικό κίνητρο για την δημιουργία συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η επικοδομητική χρήση πλεοναζόντων ρευστών διαθεσίμων και η αντικατάσταση μιας μη αποτελεσματικής διοίκησης. Σημειώνεται ακόμη, ότι πολλές συγχωνεύσεις επιχειρήσεων πραγματοποιούνται προκειμένου οι εταιρείες αυτές να έχουν φορολογικές διευκολύνσεις, όπως για παράδειγμα τον υπολογισμό των αποσβέσεων πάνω στην τρέχουσα αξία των παγίων στοιχείων.

Κερδοσκοπικό κίνητρο : Μια επιχείρηση εξαγοράζει μια άλλη, με σκοπό να ανεβάσει την αξία της επιχείρησης στόχου, προκειμένου μακροπρόθεσμα να την πωλήσει σε τρίτους.

Αμυντικό κίνητρο : Η εξαγοράζουσα επιχείρηση επιδιώκει να ισχυροποιήσει την θέση της στη αγορά, έτσι ώστε να αποθαρρύνει μια πιθανή εξαγορά αυτής από κάποια άλλη επιχείρηση.

Επιθετικό κίνητρο : Η επιχείρηση πραγματοποιεί την εξαγορά μιας άλλης επιχείρησης, η οποία είχε την δυνατότητα να καταστεί ανταγωνίστρια της, με αποτέλεσμα να αποφύγει μια ακόμα ανταγωνίστρια επιχείρηση στην αγορά.

1.6 Θεωρίες συγχωνεύσεων και εξαγορών

1.6.1 Οικονομικές Θεωρίες (Economic theories)

Υπάρχουν κάποιες θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί τα τελευταία χρόνια , οι οποίες προσπαθούν να εξηγήσουν τους λόγους που προκαλείται έντονη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Οι θεωρίες αυτές αναφέρονται ως :

1. Νεοκλασική οικονομική προσέγγιση η οποία θέτει ως βασικό κίνητρο την μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης και τον πλούτο των μετόχων. Οι

επιχειρήσεις για να επιβιώσουν σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον ορίζουν στόχους για μεγιστοποίηση κερδών και συνάμα στην μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Η μεγιστοποίηση των κερδών από τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, μπορεί να προέλθει από την αύξηση της (*efficiency gains*) που οδηγεί σε μείωση του κόστους των προϊόντων ή από την αύξηση της δύναμης στην αγορά (*increase in market power*) που οδηγεί στην αύξηση της τιμής των προϊόντων. Συγκεκριμένα για να υπάρξει αποτελεσματικότητα πρέπει να επιτευχθούν **συνεργίες**. Με τον όρο συνεργίες εννοούμε την περίπτωση κατά την οποία από την συνεργασία δύο ή περισσότερων συμβαλλόμενων επιχειρήσεων επιτυγχάνονται διαφορετικά και μεγαλύτερα τελικά αποτελέσματα που δεν θα είχαν επιτευχθεί καθόλου ή σε μικρότερο βαθμό , εάν τα μέρη λειτουργούσαν ανεξάρτητα. Η συνεργία πηγάζει από οικονομίες κλίμακας από μείωση κόστους, συνδυασμούς συμπληρωματικών παραγωγικών πόρων, βελτιωμένες τεχνικές παραγωγής, από μια αποτελεσματική διοίκηση ή αλλιώς διοικητική αποδοτικότητα, αύξηση της δύναμης στην αγορά, χρηματοοικονομικά οφέλη και φορολογικές εξοικονομήσεις. Οι συνεργίες μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε :

Λειτουργικές συνεργίες (*operational synergies*) :

Μπορούν να προκύψουν από :

- **Οικονομίες κλίμακας (*economies of scale*)**, οι οποίες λαμβάνουν χώρα στο μέσο κόστος παραγωγής ανά μονάδα προϊόντος, το οποίο μειώνεται όταν η παραγωγή αυξάνει. Μπορεί επίσης να συμβεί όταν το σταθερό κόστος ορισμένων συντελεστών παραγωγής ,για παράδειγμα τα γενικά έξοδα, κατανέμεται σε ένα μεγάλο όγκο παραγωγής (ισχύει συνήθως για τις οριζόντιες συγχωνεύσεις).
- **Οικονομίες μάθησης και εμπειρίας (*economies of learning/experience curve*)**, μείωση κόστους παραγωγής η οποία προκύπτει από την συγχώνευση επιχειρήσεων που βρίσκονται σε διαφορετικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας.
- **Οικονομίες φάσματος (*economies of scope*)**, οι οποίες προκύπτουν από την παροχή νέων εξειδικευμένων η διαφοροποιημένων μέσων, υπηρεσιών και

προϊόντων της επιχείρησης, συμπληρωματικούς συντελεστές παραγωγής οι οποίοι λαμβάνουν χώρα όταν μια επιχείρηση διαθέτει κάτι που η άλλη έχει ανάγκη. Δημιουργείται συνήθως στις εξαγορές μικρών επιχειρήσεων από μεγάλες. Η εξαγορά μιας μικρής επιχείρησης (η οποία διαθέτει ένα μοναδικό προϊόν ή μια τεχνική αλλά δεν διαθέτει τους οικονομικούς πόρους για την προώθηση και την εισαγωγή του προϊόντος στην αγορά) από μια ώριμη με κατάλληλες προδιαγραφές επιχείρηση, μπορεί να επιδιώξει και να δημιουργήσει ωφέλειες με λιγότερο κόστος από ότι θα της κόστιζε να το αναπτύξει μόνη της.

- **Διαφορετική διοικητική αποτελεσματικότητα**, η οποία μπορεί να προκύψει όταν η εξαγοράζουσα επιχείρηση έχει μια αποδοτική ομάδα διοικητικών στελεχών όπου η παραγωγική δυναμικότητα ξεπερνά τις τρέχουσες διοικητικές ανάγκες λόγω των συνθηκών ζήτησης που επικρατούν στον κλάδο. Η διοίκηση της εξαγοραζόμενης μπορεί να είναι πολύ αποδοτική, αλλά όχι τόσο όσο της διοίκησης της άλλης επιχείρησης. Η εξαγορά αυτή μπορεί να δημιουργήσει οικονομικά οφέλη γιατί η αποδοτικότητα της διοίκησης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης φθάνει στο επίπεδο αποδοτικότητας της εξαγοράζουσας επιχείρησης.

Διοικητικές συνεργίες (managerial synergies) : Μπορούν να προκύψουν είτε από το μοίρασμα των ευθυνών και ικανοτήτων των διοικητικών ομάδων των συγχωνευμένων επιχειρήσεων, είτε από την αντικατάσταση μιας μη αποτελεσματικής διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρείας.

Χρηματοοικονομικές συνεργίες (financial synergies) :

Μπορούν να δημιουργηθούν :

- Από την αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα που προκύπτει από την πιθανή διαφορά του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης μεταξύ των συγχωνευμένων επιχειρήσεων ή από την μειωμένη συσχέτιση των ταμειακών ροών των συγχωνευμένων επιχειρήσεων.
- Από την διαφορά μεταξύ πλεοναζόντων ταμειακών ροών στην επιχείρηση και επενδυτικών ευκαιριών της εξαγοράζουσας επιχείρησης.

- Από φορολογικές διευκολύνσεις και εξοικονομήσεις (μειωμένοι φορολογικοί συντελεστές για συγχωνεύσεις) είτε από τη μεταφορά ζημιών από τη μία επιχείρηση στην άλλη για τη μείωση του πραγματικού φορολογικού συντελεστή.

2. Ασυμμετρία πληροφόρησης (information asymmetries hypothesis) :

Σύμφωνα με την θεωρία αυτή οι συγχωνεύσεις προκαλούνται λόγω των διαφορετικών εκτιμήσεων της αξίας των επιχειρήσεων που πηγάζουν από την συμμετρική κατανομή των πληροφοριών μεταξύ των επενδυτών στην αγορά. Η επιχείρηση που κάνει την προσφορά θεωρεί ότι η επιχείρηση στόχος είναι υποτιμημένη στην αγορά. Κάνοντας την εξαγορά μπορεί να εκμεταλλευτεί την πραγματική αποδοτικότητα της επιχείρησης.

3. Θεωρία Οικονομικής Διαταράξεως (Economic Disturbance Theory) και Υπεραντίδρασης της Αγοράς (Market Overreaction Hypothesis) : Οι αγορές τείνουν να αντιδρούν υπερβολικά στις ανακοινώσεις καλών ή κακών πληροφοριών σε μικροοικονομικό και μακροοικονομικό επίπεδο.

4. Θεωρία Παιγνίων (Games Theory) : Η θεωρία παιγνίων ασχολείται με την λήψη άριστων αποφάσεων αντιδρώντας σε πιθανές κινήσεις ανταγωνιστών τους.

1.6.2. Διοικητικές θεωρίες (Managerial Theories)

Δημιουργήθηκαν για να εξηγήσουν την κατάσταση που επικρατεί σε αγορές όπου δεν υπάρχει τέλειος ανταγωνισμός και οι επιχειρήσεις έχουν μετατοπίσει το ενδιαφέρον τους στην αύξηση των μεγεθών παρά στην μεγιστοποίηση των κερδών τους (Winter 1964:Marris, 1964: Galbraith 1967). Οι υποστηρικτές της θεωρίας αυτής διαχωρίζουν τους μάνατζερ από τους ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων που εξαγοράζονται ή συγχωνεύονται, καθώς οι τελευταίοι δεν ασκούν διοίκηση σε καθημερινή βάση και υποστηρίζουν ότι είναι δυνατόν οι διοικούντες να προβούν σε κάποιας μορφής εξαγοράς ή συγχώνευσης με κύριο σκοπό να ικανοποιήσουν τις προσωπικές τους φιλοδοξίες, αντί να επιδιώκουν την μεγιστοποίηση του κέρδους της επιχείρησης ενεργώντας έτσι σε βάρος των μετόχων της επιχείρησης.

Συγκεκριμένα, τα παραπάνω διατυπώθηκαν αναλυτικότερα στην λεγόμενη **Θεωρία της Αντιπροσώπευσης** (Agency Theory). Στους σύγχρονους επιχειρηματικούς οργανισμούς, όπου υπάρχει διάκριση μεταξύ των ιδιοκτητών μετόχων και των εκπροσώπων – εργαζομένων όλων των επιπέδων, μπορεί να υπάρχουν διαφορετικά συμφέροντα μεταξύ τους, και κατά συνέπεια οι εκπρόσωποι να μην στοχεύουν στην μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων αλλά στην αύξηση των αποδοχών και των μπόνους μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αυτό γίνεται λόγω της αδυναμίας των ιδιοκτητών να ελέγξουν αποτελεσματικά και κυρίως με οικονομικά μέσα την απόδοση των στελεχών τους. Το πρόβλημα αυτό εντοπίζεται συνήθως σε μεγάλες επιχειρήσεις .

1.6.3. Χρηματοοικονομικές θεωρίες (Financial Theories)

Οι θεωρίες αυτές συμπεριλαμβάνουν στοιχεία και της νεοκλασικής οικονομικής προσέγγισης αλλά και των διοικητικών θεωριών, με την έννοια ότι τον ρόλο της προώθησης της μεγιστοποίησης των κερδών υπό τους περιορισμούς που θέτει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, τον αναλαμβάνει η ίδια αγορά χρησιμοποιώντας το μηχανισμό εξαγορών.

- **Εταιρικός έλεγχος της αγοράς (Market for Corporate Control)** : Υπάρχει ένας μηχανισμός εταιρικού έλεγχου της αγοράς ο οποίος επικρατεί σε κάθε τέλεια ανταγωνιστική αγορά. Όταν οι διοικήσεις λαμβάνουν αποφάσεις που βλάπτουν τα συμφέροντα των μετόχων προκαλώντας πτώση των τιμών των μετοχών αυτών των εταιριών, τότε η αγορά από μόνη της με τον μηχανισμό των εξαγορών επεμβαίνει, είτε για να απομακρύνει την μη αποτελεσματική ομάδα, είτε για να δώσει την ευκαιρία στα στελέχη που λαμβάνουν τις αποφάσεις να διορθώσουν την απόδοση της εταιρίας τους. Γίνεται συνήθως στις εχθρικές εξαγορές.

- **Θεωρία πραγματικών δικαιωμάτων ή επιλογών (Real Options Theory)** : Οι εξαγορές επιχειρήσεων είναι μια πιθανή επιλογή έναντι άλλων λύσεων, όπως εσωτερικός τρόπος ανάπτυξης, εσωτερικές συμμαχίες και άλλα, που δημιουργεί

μια σειρά από πολλές επιλογές στρατηγικού χαρακτήρα. Η διαφορά μεταξύ εξαγορών και άλλων εσωτερικών στρατηγικών ανάπτυξης είναι, ότι ο κίνδυνος στις εξαγορές είναι πολύ μεγαλύτερος, καθώς δεν μπορεί να ακυρωθεί το συμβόλαιο. Γενικά, οι εξαγορές είναι μια επένδυση με τεράστιο κόστος για την εξαγοράζουσα επιχείρηση.

1.6.4. Στρατηγικές θεωρίες (Strategic theories)

Οι στρατηγικές θεωρίες σχετίζονται με τις οικονομικές θεωρίες αλλά ενέχουν το στοιχείο του στρατηγικού management. Στην παγκόσμια βιβλιογραφία οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αναφέρονται σαν απόρροια της επιλογής της κατάλληλης στρατηγικής καθώς επίσης και σαν έναν γρήγορο τρόπο απόκτησης μοναδικών πόρων και θεμελιωδών ικανοτήτων των επιχειρήσεων. (Τσολακίδου Δ., 2012).

1.6.5. Θεωρίες συμπεριφοράς οργανισμών (Organizational theories)

Οι θεωρίες συμπεριφοράς οργανισμών εμπεριέχουν το ανθρώπινο στοιχείο της ψυχολογικής πίεσης και της μη ορθολογικής συμπεριφοράς. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές συνοδεύονται από τα διαφορετικά κριτήρια, προτεραιότητες και προσδοκίες των πρωταγωνιστών που μπορεί να υπάρχουν και μετά τη λήξη της διαδικασίας και καθορίζουν σε μεγάλο βαθμό την επιτυχία του εγχειρήματος. Για την υλοποίηση απαιτείται συντονισμένη προσπάθεια για την διαχείριση των πολύπλοκων διοικητικών αποφάσεων. (Τσολακίδου Δ., 2012).

1.7. Δύναμη αγοράς

Ο συνδυασμός, κυρίως στις οριζόντιες συγχωνεύσεις, μειώνει τον ανταγωνισμό και αυξάνει την πιθανότητα επιτυχούς συνεργασίας ανάμεσα σε επιχειρήσεις που ανταγωνίζονται μεταξύ τους, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται μονοπωλιακά κέρδη (αύξηση της τιμής λόγω έλλειψης ανταγωνισμού). Εκτός από τις τιμές των προϊόντων ,αναμένεται να αυξηθούν και οι τιμές των μετοχών των

αντίστοιχων επιχειρήσεων κατά την πρώτη ανακοίνωση της συγχώνευσης. Επίσης οι τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων ολόκληρου του κλάδου θα πρέπει να μειωθούν κατά την ανακοίνωση αντιμονοπωλιακών μέτρων από τις αρμόδιες κρατικές υπηρεσίες. Αυτό μπορεί να συμβεί και στην περίπτωση των κάθετων συγχωνεύσεων, για παράδειγμα, κατά την εξαγορά ενός βασικού προμηθευτή αυξάνονται τα εμπόδια εισόδου νέων ανταγωνιστών στην αγορά.

2. ΙΣΧΥΟΝΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΑ ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ

2.1. Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 22 (Δ.Λ.Π. 22) Ενοποιήσεις Επιχειρήσεων (Business Combinations).

2.1.1. Σκοπός

Σκοπός αυτού του Προτύπου είναι να προδιαγράψει το λογιστικό χειρισμό των ενοποιήσεων των επιχειρήσεων. Το Πρότυπο καλύπτει τόσο την απόκτηση με αγορά μιας επιχείρησης από μια άλλη, όσο επίσης και τη σπάνια περίπτωση μιας συνένωσης συμφερόντων, όπου δεν είναι δυνατόν να προσδιοριστεί ο αγοραστής. Η λογιστική αντιμετώπιση μιας απόκτησης με αγορά περιλαμβάνει τον προσδιορισμό του κόστους της αγοράς, τον επιμερισμό του κόστους στα αναγνωρίσιμα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις της αποκτώμενης επιχείρησης και το λογιστικό χειρισμό της προκύπτουσας θετικής ή αρνητικής υπεραξίας, τόσο κατά την αγορά όσο και μεταγενέστερα.

Άλλα λογιστικά θέματα περιλαμβάνουν τον προσδιορισμό του ύψους των δικαιωμάτων της μειοψηφίας, το λογιστικό χειρισμό της απόκτησης ύστερα από σταδιακές αγορές, τις μεταγενέστερες μεταβολές του κόστους αγοράς ή του προσδιορισμού των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων και τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις.

2.1.2 Πεδίο εφαρμογής

1. Αυτό το Πρότυπο πρέπει να εφαρμόζεται για τη λογιστική των ενοποιήσεων επιχειρήσεων.

2. Μία ενοποίηση επιχειρήσεων μπορεί να δομηθεί με πολλούς τρόπους, που υπαγορεύονται από νομικούς, φορολογικούς ή άλλους λόγους. Μπορεί να αφορά την αγορά από μία επιχείρηση των συμμετοχικών τίτλων μιας άλλης επιχειρήσεως ή την αγορά της καθαρής περιουσίας μιας επιχειρήσεως. Αυτό είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί με έκδοση μετοχών ή μεριδίων ή με τη μεταβίβαση μετρητών, ταμιακών ισοδύναμων ή άλλων περιουσιακών στοιχείων. Η συναλλαγή μπορεί να γίνει μεταξύ των ιδιοκτητών των ενοποιούμενων επιχειρήσεων ή μεταξύ της μιας επιχείρησης και των ιδιοκτητών της άλλης. Η ενοποίηση επιχειρήσεων μπορεί να προϋποθέτει την ίδρυση μιας νέας επιχείρησης, για να αναλάβει τον έλεγχο πάνω στις ενοποιούμενες επιχειρήσεις, τη μεταβίβαση της καθαρής περιουσίας της μιας ή περισσότερων από τις ενοποιούμενες επιχειρήσεις σε άλλη επιχείρηση ή τη διάλυση της μιας ή περισσότερων από τις ενοποιούμενες επιχειρήσεις. Όταν η ουσία της συναλλαγής ανταποκρίνεται στον ορισμό της ενοποίησης επιχειρήσεων αυτού του Προτύπου, οι ρυθμίσεις για το λογιστικό χειρισμό και τις γνωστοποιήσεις, που περιέχονται σε αυτό το Πρότυπο, εφαρμόζονται ανεξαρτήτως της συγκεκριμένης δομής που υιοθετείται για την ενοποίηση.

3. Μια ενοποίηση επιχειρήσεων μπορεί να συνεπάγεται τη δημιουργία σχέσης μητρικής εταιρίας - θυγατρικής, στην οποία αγοραστής είναι η μητρική εταιρία και αποκτώμενη είναι μια θυγατρική του αγοραστή. Σε τέτοιες περιπτώσεις, ο αγοραστής εφαρμόζει αυτό το Πρότυπο στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις του και περιλαμβάνει τα δικαιώματά του στην αποκτώμενη, στις δικές του ιδιαίτερες οικονομικές καταστάσεις, ως μία επένδυση σε θυγατρική (Δ.Λ.Π. 27 "Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις και Λογιστική Επενδύσεων σε Θυγατρικές").

4. Μια ενοποίηση επιχειρήσεων μπορεί να αφορά την αγορά της καθαρής περιουσίας, συμπεριλαμβανομένης τυχόν υπεραξίας, μιας άλλης επιχείρησης μάλλον, παρά την αγορά των μετοχών της άλλης επιχείρησης. Αυτή η ενοποίηση δεν καταλήγει σε σχέση μητρικής - θυγατρικής εταιρίας. Σε τέτοιες περιπτώσεις,

ο αγοραστής εφαρμόζει το Πρότυπο αυτό στις δικές του ιδιαίτερες οικονομικές καταστάσεις και, συνεπώς, στις δικές του ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις.

5. Μια ενοποίηση επιχειρήσεων μπορεί να προκαλέσει μια νόμιμη συγχώνευση. Ενώ οι προϋποθέσεις για νόμιμες συγχωνεύσεις διαφέρουν από χώρα σε χώρα, μια νόμιμη συγχώνευση αποτελεί συνήθως συγχώνευση μεταξύ δύο εταιριών στις οποίες:

(α) είτε τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις της μιας εταιρίας μεταβιβάζονται στην άλλη και η πρώτη εταιρία διαλύεται,

(β) είτε τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις των δύο εταιριών μεταβιβάζονται σε μια νέα εταιρία και αμφότερες οι αρχικές εταιρίες διαλύονται.

Πολλές νόμιμες συγχωνεύσεις προκύπτουν ως μέρος της αναδιάρθρωσης ή αναδιοργάνωσης ενός ομίλου και δεν απασχολούν αυτό το Πρότυπο, γιατί αποτελούν πράξεις μεταξύ επιχειρήσεων κάτω από κοινό έλεγχο. Όμως, κάθε ενοποίηση επιχειρήσεων που κατέληξε στο να γίνουν οι δύο εταιρίες μέλη του ίδιου ομίλου, αντιμετωπίζεται ως αγορά ή ως συνένωση συμφερόντων στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, σύμφωνα με τις απαιτήσεις αυτού του Προτύπου.

6. Αυτό το Πρότυπο δεν ασχολείται με τις ιδιαίτερες οικονομικές καταστάσεις μιας μητρικής εταιρίας, εκτός από τις περιπτώσεις που περιγράφονται στην παράγραφο.

Ιδιαίτερες οικονομικές καταστάσεις καταρτίζονται χρησιμοποιώντας διάφορες λογιστικές πρακτικές στις διάφορες χώρες, για να αντιμετωπίσουν μια ποικιλία αναγκών.

7. Αυτό το Πρότυπο δεν ασχολείται με:

(α) Συναλλαγές μεταξύ επιχειρήσεων κάτω από κοινό έλεγχο.

(β) Δικαιώματα σε κοινοπραξίες και με τις οικονομικές καταστάσεις κοινοπραξιών.

2.1.3. Ορισμοί

8. Οι ακόλουθοι όροι χρησιμοποιούνται σε αυτό το Πρότυπο με τις έννοιες που καθορίζονται:

Ενοποίηση επιχειρήσεων είναι η συσπείρωση ξεχωριστών επιχειρήσεων σε οικονομικό συγκρότημα, ύστερα από συνένωση μιας επιχείρησης με μία άλλη ή ύστερα από την απόκτηση του ελέγχου πάνω στην καθαρή περιουσία και στις επιχειρηματικές δραστηριότητες μιας άλλης επιχείρησης.

Αγορά είναι μια ενοποίηση επιχειρήσεων στην οποία μία από τις επιχειρήσεις, η αγοράστρια, αποκτά έλεγχο πάνω στην καθαρή περιουσία και στις επιχειρηματικές δραστηριότητες μιας επιχείρησης, της αποκτώμενης, με αντάλλαγμα τη μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων, τη δημιουργία μιας υποχρέωσης ή την έκδοση συμμετοχικών τίτλων.

Συνένωση συμφερόντων είναι μια ενοποίηση επιχειρήσεων στην οποία οι μέτοχοι ή εταίροι των ενοποιούμενων επιχειρήσεων συνδυάζουν έλεγχο πάνω στο σύνολο ή σχεδόν σύνολο, της καθαρής περιουσίας και των εργασιών τους, για να επιτύχουν μια συνεχή αμοιβαία κατανομή των κινδύνων και των οφελών, που σχετίζονται με αυτή τη συγκρότηση, ούτως ώστε κανένα από τα δύο μέρη να μην μπορεί να θεωρείται αγοραστής.

Έλεγχος είναι το δικαίωμα να κατευθύνεται η οικονομική και επιχειρηματική πολιτική μιας επιχείρησης, ούτως ώστε να λαμβάνονται οφέλη από τις δραστηριότητές της.

Μητρική είναι μία επιχείρηση που έχει μία ή περισσότερες θυγατρικές.

Θυγατρική είναι μια οντότητα, συμπεριλαμβανομένης μιας οντότητας χωρίς εταιρική μορφή όπως είναι ένας συνεταιρισμός, που ελέγχεται από μία άλλη οντότητα (γνωστή ως μητρική εταιρία). Δικαιώματα μειοψηφίας είναι το μέρος των αποτελεσμάτων και των καθαρών περιουσιακών στοιχείων μιας θυγατρικής, που αναλογεί στα συμμετοχικά δικαιώματα που δεν ανήκουν, άμεσα ή έμμεσα μέσω θυγατρικών, στη μητρική εταιρία.(Δ.Λ.Π. 27)

Εύλογη αξία είναι το ποσό για το οποίο ένα περιουσιακό στοιχείο θα μπορούσε να ανταλλαγεί ή μια υποχρέωση να διακανονισθεί μεταξύ δύο μερών που ενεργούν με επίγνωση και με τη θέληση τους σε μια συναλλαγή σε καθαρά εμπορική βάση.

Νομισματικά περιουσιακά στοιχεία είναι χρήματα που κατέχονται και περιουσιακά στοιχεία που εισπράττονται σε καθορισμένα ή προσδιορισμένα ποσά χρήματος.

Ημερομηνία αγοράς είναι η ημερομηνία κατά την οποία ο έλεγχος της καθαρής περιουσίας και των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της αποκτώμενης μεταφέρεται ουσιαστικά στην αγοράστρια.

2.1.4. Φύση της ενοποίησης επιχειρήσεων

9. Στη λογιστική της ενοποίησης επιχειρήσεων, μια αγορά είναι στην ουσία διαφορετική από τη ενοποίηση συμφερόντων και η ουσία της συναλλαγής πρέπει να αντικατοπτρίζεται στις οικονομικές καταστάσεις. Συνεπώς για κάθε περίπτωση προδιαγράφεται διαφορετική λογιστική μέθοδος.

Αγορές

10. Σε όλες σχεδόν τις ενοποιήσεις επιχειρήσεων, μια από τις ενοποιούμενες επιχειρήσεις αποκτά τον έλεγχο πάνω στην άλλη ενοποιούμενη επιχείρηση, οπότε είναι δυνατόν να εντοπιστεί ο αγοραστής. Ο έλεγχος τεκμαίρεται ότι αποκτάται, όταν μια από τις ενοποιούμενες επιχειρήσεις αγοράζει περισσότερο από το ήμισυ των δικαιωμάτων ψήφου μιας άλλης ενοποιούμενης επιχείρησης εκτός αν, σε εξαιρετικές περιπτώσεις, μπορεί να αποδειχθεί καθαρά ότι τέτοια κυριότητα δε συνιστά έλεγχο. Ακόμη και όταν μία από τις ενοποιούμενες επιχειρήσεις δεν αποκτά περισσότερο από το ήμισυ των δικαιωμάτων ψήφου της άλλης ενοποιούμενης επιχείρησης, μπορεί και πάλι να είναι δυνατόν να προσδιοριστεί ο αγοραστής, εφόσον μια από τις ενοποιούμενες επιχειρήσεις, ως αποτέλεσμα της ενοποίησης επιχειρήσεων, αποκτά ένα από τα ακόλουθα:

(α) Τον έλεγχο, πάνω από το ήμισυ, των δικαιωμάτων ψήφου της άλλης επιχείρησης, δυνάμει συμφωνίας με άλλους επενδυτές.

(β) Το δικαίωμα να κατευθύνει την οικονομική και επιχειρηματική πολιτική της άλλης επιχείρησης, βάση καταστατικού ή άλλου συμβατικού όρου.

(γ) Το δικαίωμα να διορίζει ή να παύει την πλειονότητα των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ή άλλου ισοδύναμου διοικητικού οργάνου της άλλης επιχείρησης.

(δ) Τη δυνατότητα πλειοψηφίας στις συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου ή ισοδύναμου διοικητικού οργάνου της άλλης επιχείρησης.

11. Μολονότι μπορεί, μερικές φορές, να είναι δύσκολο να εντοπιστεί ο αγοραστής, υπάρχουν συνήθως ενδείξεις της υπάρξεώς του. Για παράδειγμα:

(α) Η εύλογη αξία μιας επιχείρησης είναι σημαντικά μεγαλύτερη από αυτή της άλλης ενοποιούμενης επιχείρησης. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η μεγαλύτερη επιχείρηση είναι ο αγοραστής.

(β) Η ενοποίηση επιχειρήσεων πραγματοποιείται με την ανταλλαγή κοινών μετοχών μετά ψήφου, έναντι μετρητών. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η επιχείρηση που διαθέτει τα μετρητά, είναι η αγοράστρια.

(γ) Η ενοποίηση επιχειρήσεων παρέχει το δικαίωμα στη διοίκηση της μιας επιχείρησης να κατευθύνει την εκλογή των μελών της διοίκησης της δεύτερης ενοποιούμενης επιχείρησης. Σε αυτές τις περιπτώσεις η πρώτη επιχείρηση είναι η αγοράστρια.

Αντίστροφες αγορές

12. Μερικές φορές, μια επιχείρηση αποκτά την κυριότητα των μετοχών μιας άλλης επιχείρησης, αλλά μεταβιβάζει ως αντάλλαγμα ένα μεγαλύτερο αριθμό εκδομένων μετοχών μετά ψήφου, έτσι ώστε ο έλεγχος του συγκροτήματος περνά στους μετόχους ή εταίρους της άλλης επιχείρησης. Αυτή η κατάσταση αναφέρεται ως αντίστροφη αγορά. Μολονότι νομικώς η επιχείρηση που εκδίδει τις μετοχές μπορεί να θεωρηθεί ως η μητρική εταιρία ή η συνεχίζουσα επιχείρηση, ωστόσο η άλλη επιχείρηση, της οποίας οι μέτοχοι ελέγχουν τώρα το συγκρότημα, είναι η αγοράστρια που απέκτησε τα δικαιώματα ψήφου ή τα άλλα δικαιώματα που ορίζονται στην παράγραφο 10. Η επιχείρηση που εξέδωσε τις μετοχές θεωρείται ότι έχει αγοραστεί από την άλλη επιχείρηση και η τελευταία θεωρείται ότι είναι η αγοράστρια και εφαρμόζει τη μέθοδο της αγοράς για τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις της επιχείρησης που εξέδωσε τις μετοχές.

Συνένωση συμφερόντων

13. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις, μπορεί να μην είναι δυνατόν να προσδιοριστεί η αγοράστρια επιχείρηση. Αντί να αναδεικνύεται ένα δεσπόζον μέρος, οι μέτοχοι ή εταίροι των ενοποιούμενων επιχειρήσεων συμπράττουν σε μια ουσιαστικά ισότιμη συμφωνία να κατανείμουν τον έλεγχο πάνω στο σύνολο ή σχεδόν στο σύνολο, της καθαρής περιουσίας τους και των εργασιών των επιχειρήσεων αυτών. Επιπρόσθετα, οι διοικήσεις των ενοποιούμενων επιχειρήσεων συμμετέχουν στη διοίκηση του ενοποιούμενου συγκροτήματος. Ως αποτέλεσμα, οι μέτοχοι ή εταίροι των ενοποιούμενων επιχειρήσεων κατανέμουν αμοιβαία τους κινδύνους και τα οφέλη της ενοποιούμενης επιχείρησης. Αυτή η ενοποίηση αντιμετωπίζεται λογιστικά ως συνένωση συμφερόντων.

14. Μία αμοιβαία κατανομή των κινδύνων και οφελών συνήθως δεν είναι δυνατή χωρίς μια ουσιαστικά ισοδύναμη ανταλλαγή κοινών μετοχών μετά ψήφου, μεταξύ των ενοποιούμενων επιχειρήσεων. Μια τέτοια ανταλλαγή εξασφαλίζει ότι διατηρούνται τα σχετικά ιδιοκτησιακά δικαιώματα επί των ενοποιούμενων επιχειρήσεων, και συνεπώς, οι σχετικοί κίνδυνοι και τα οφέλη τους στην ενοποιούμενη επιχείρηση, καθώς και οι αρμοδιότητες λήψης αποφάσεων των μερών. Ωστόσο, για να είναι πραγματική επί του προκειμένου μία ουσιαστικά ισότιμη ανταλλαγή των μετοχών, δεν μπορεί να υπάρχει σημαντική μείωση στα δικαιώματα που ενσωματώνουν οι μετοχές της μιας από τις ενοποιούμενες επιχειρήσεις, αφού διαφορετικά εξασθενεί η επιρροή του μέρους αυτού.

15. Για να επιτευχθεί μια αμοιβαία κατανομή των κινδύνων και ωφελειών επί του ενοποιημένου συγκροτήματος πρέπει:

(α) η ουσιαστική πλειονότητα, αν όχι το σύνολο, των κοινών μετοχών μετά ψήφου των ενοποιούμενων επιχειρήσεων, να ανταλλαγεί ή συνενωθεί.

(β) η εύλογη αξία της μιας επιχείρησης να μην είναι σημαντικά διαφορετική από αυτή της άλλης επιχείρησης, και

(γ) ύστερα από την ενοποίηση, οι μέτοχοι της κάθε επιχείρησης να διατηρούν ουσιαστικά τα ίδια μεταξύ τους δικαιώματα ψήφου και κεφαλαίου στο ενοποιημένο συγκρότημα, όπως πριν από την ενοποίηση.

16. Η αμοιβαιότητα στην κατανομή των κινδύνων και οφελών του ενοποιημένου συγκροτήματος κάμπτεται και η πιθανότητα να μπορεί να προσδιοριστεί ο αγοραστής αυξάνει όταν:

(α) ελαττώνεται η σχετική ισοδυναμία στις εύλογες αξίες των ενοποιούμενων επιχειρήσεων και μειώνεται η ποσοστιαία αναλογία των κοινών μετοχών μετά ψήφου που ανταλλάσσονται,

(β) οικονομικές συμφωνίες παρέχουν ένα σχετικό πλεονέκτημα σε μία ομάδα μετόχων έναντι των λοιπών μετόχων. Τέτοιες συμφωνίες μπορεί να ισχύουν είτε πριν είτε μετά την επιχειρηματική ενοποίηση, και

(γ) το μερίδιο συμμετοχής ενός μέρους στο ενοποιημένο συγκρότημα, εξαρτάται από το πώς η επιχείρηση, η οποία προηγουμένως ελεγχόταν από το μέρος αυτό, αποδίδει ύστερα από την ενοποίηση.

2.1.5. Φόρος εισοδήματος

Σε μερικές χώρες, ο λογιστικός χειρισμός μιας ενοποίησης επιχειρήσεων μπορεί να διαφέρει από την εφαρμοζόμενη με βάση τους αντίστοιχους νόμους φορολογίας εισοδήματος. Κάθε προκύπτουσα αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση και αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση καταχωρείται σύμφωνα με το Δ.Λ.Π. 12 "φόροι εισοδήματος".

2.1.6. Ημερομηνία έναρξης ισχύος

Αυτό το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο τίθεται σε εφαρμογή για τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις που καλύπτουν τις περιόδους που αρχίζουν την ή μετά από την 1η Ιουλίου 1999.

(www.logistis.gr/files/dlp/dlp22.doc) .

3. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

3.1. Κύματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Ένα γνωστό φαινόμενο που έχει παρατηρηθεί μέσα από έρευνες είναι η πραγματοποίηση εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά κύματα. Πρόκειται για ένα αναγνωρισμένο φαινόμενο πάνω στο οποίο έχουν αναπτυχθεί πολλές θεωρίες

με σκοπό την εξήγηση του και την ανάλυση των παραγόντων που συντελούν στην εμφάνιση του. Υπάρχουν πέντε "κύματα" συγχωνεύσεων και εξαγορών στις Η.Π.Α.

Το πρώτο ξεκίνησε το 1830 και κορυφώθηκε το 1898 και 1902. Η περίοδος αυτή οφείλεται κυρίως στην βιομηχανική επανάσταση της εποχής και στην ανάπτυξη βαριών βιομηχανιών οι οποίες δημιούργησαν μονοπώλια με αποτέλεσμα την αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης. Την περίοδο εκείνη επικρατούν οριζόντιες και κάθετες συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Το δεύτερο κύμα που ξεκίνησε το 1925 έως τα τέλη της ίδιας δεκαετίας, χαρακτηρίζεται από εξαγορές συμπληρωματικών – συσχετιζόμενων επιχειρήσεων που δημιούργησαν ισχυρά ολιγοπώλια. Και στο δεύτερο κύμα επίσης, επικρατούν οι οριζόντιες και κάθετες εξαγορές και συγχωνεύσεις.

Το τρίτο κύμα ξεκίνησε το 1966 έως το 1968. Τότε δημιουργήθηκαν μεγάλοι κολοσσοί, κυρίως από μη συσχετιζόμενες επιχειρήσεις. Πρόκειται για μια περίοδο διακλαδικών εξαγορών και συγχωνεύσεων όπου χαρακτηρίζεται έντονα η επιθετική επέκταση και διαφοροποίηση των εταιρειών ως προς τα προϊόντα και τις υπηρεσίες που παρείχαν καθώς και τις αγορές που απευθύνονταν. (π.χ η ΙΤΤ, εταιρεία τηλεπικοινωνιών, επεκτάθηκε σε τομείς όπως η ασφάλεια, οι ενοικιάσεις αυτοκινήτων, οι ξενοδοχειακές μονάδες και άλλα).

Το τέταρτο κύμα έκανε την εμφάνιση του μετά το 1974 και χαρακτηρίστηκε ως "η περίοδος της μανίας των συγχωνεύσεων μεγάλων επιχειρήσεων". Για κάποιες επιχειρήσεις η περίοδος αυτή αποδείχτηκε ως ιδανική σε ευκαιριακές τιμές λόγω της χρηματιστηριακής κρίσης.

Την δεκαετία του 1980, στις Η.Π.Α ο αριθμός των Σ & Ε κυμαίνεται από 31.000 έως 55.000, παράλληλα καταγράφεται το πρώτο κύμα διασυνοριακών συγχωνεύσεων κυρίως μεταξύ Ηνωμένου Βασιλείου, Γαλλίας και Αμερικής.

Το πέμπτο κύμα Σ & Ε έκανε την εμφάνιση του σε ευρωπαϊκό και παγκόσμιο επίπεδο και συνεχίζεται έως τις μέρες μας. Την δεκαετία του 1990 ο αριθμός των Σ & Ε είχε αλματώδη αύξηση. Η παγκόσμια αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών μόνο το έτος 2000 ξεπερνούσε τα \$3,4 τρισεκατομμύρια σε αξία. Το 2001 οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μειώθηκαν κατά περίπου 36% λόγω της

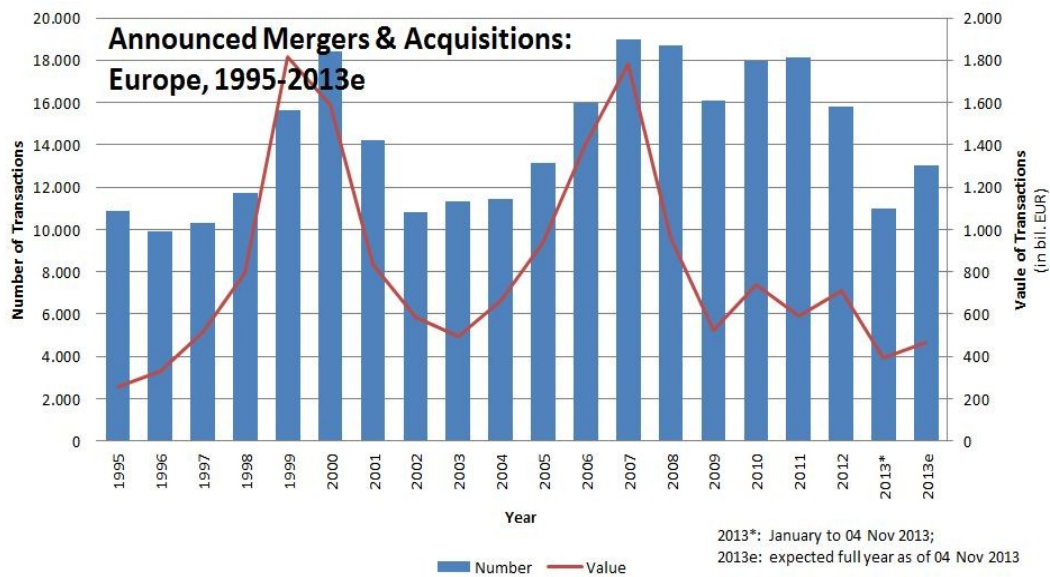
συνεχιζόμενης χρηματιστηριακής πτώσης και της αβεβαιότητας. Κύρια χαρακτηριστικά αυτής της περιόδου αποτέλεσαν οι επιθετικές εξαγορές και συγχωνεύσεις, η μονοπωλιακή δύναμη και η πρόσβαση στις διεθνείς αγορές. Σταδιακά παύουν να υπάρχουν αμερικάνικες, γερμανικές και ιαπωνικές επιχειρήσεις και παράλληλα αρχίζουν να δημιουργούνται διάφοροι όμιλοι εταιριών.

Εξίσου σημαντική είναι και η συμμετοχή της Ευρώπης στις εξελίξεις και τις ευκαιρίες που προδιαγράφονται στον επιχειρηματικό τομέα. Το 1999 παρατηρήθηκε διπλασιασμός της αξίας των επιχειρηματικών κινήσεων, στις οποίες εμπλέκονται ευρωπαϊκές επιχειρήσεις, η οποία έφτασε τα \$1,2 τρισεκατομμύρια σε σχέση με το 1998. Ακόμα και σήμερα η μεγαλύτερη σε χρηματιστηριακή αξία συγχώνευση στην Ευρώπη είναι η εξαγορά του Ομίλου τηλεπικοινωνιών Mannesmann από την βρετανική Vodafone. Η αξία της ανήλθε στα \$161 δις.

Βασικό χαρακτηριστικό των τελευταίων ετών ήταν η αύξηση του αριθμού των επιθετικών εξαγορών, κυρίως το 2006. Την περίοδο αυτή ξεχωρίζει η εξαγορά της αγγλικής εταιρίας τσιμέντου Blue Circle από την γαλλική Lafarge. Επίσης στα τέλη του 2004 και αρχές του 2005 η Κίνα εντάχθηκε δυναμικά και εκείνη στο παιχνίδι των εξαγορών. Το 2008 η εξέλιξη των συγχωνεύσεων και εξαγορών, όπως αναφέρεται και στην έκθεση του ΟΗΕ, τη μεγαλύτερη πτώση στις ξένες επενδύσεις εμφάνισαν οι ανεπτυγμένες δυτικές οικονομίες. Η μεγαλύτερη μείωση σημειώθηκε σε Η.Π.Α., Γαλλία, Ισπανία και Βρετανία. Το 2011 η αξία των Σ & Ε αυξήθηκε σημαντικά.

Τέλος, το πέμπτο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων χαρακτηρίζεται, στη συνέχεια, από την χρησιμοποίηση αυτών ως μέσου επενδύσεων εξωτερικού καθώς και από στροφή αυτών στον τομέα των υπηρεσιών. Η επενδυτική αυτή δραστηριότητα προκαλεί έντονο μεταναστευτικό κύμα επιχειρήσεων, ιδιαίτερα στον κλάδο της πληροφορικής και των τηλεπικοινωνιών αλλά και σε κλάδους μεταποιητικής βιομηχανίας, τόσο σε ευρωπαϊκό και σε παγκόσμιο επίπεδο, με κύριο στόχο της αγορές της Ανατολικής Ευρώπης και του Νότιου Ημισφαιρίου. (Τζιφά Μαρία, 2011).

Διάγραμμα 1.1.



πηγή : thomson financial

<http://www.ima-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html>

Στο παραπάνω διάγραμμα παρουσιάζεται ο αριθμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στην Ευρώπη την περίοδο 1995-2013. Στον οριζόντιο άξονα καταγράφονται τα έτη, ενώ στον κάθετο άξονα καταγράφεται ο αριθμός των συναλλαγών (μπλέ) ανά έτος και η αξία των συναλλαγών σε δισεκατομμύρια ευρώ (κόκκινο).

4. ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ ΚΑΙ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

4.1. Λόγοι Αποτυχίας συγχωνεύσεων και εξαγορών

Η εξέλιξη μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς δεν έχει πάντα θετικά αποτελέσματα. Υπάρχουν κάποιοι λόγοι οι οποίοι πολλές φορές οδηγούν την Σ ή Ε σε αποτυχία, μη έχοντας τα προσδοκώμενα αποτελέσματα. Οι βασικότεροι λόγοι λοιπόν είναι:

1. Ανεπαρκής αξιολόγηση – υπερεκτίμηση προσδοκώμενων συνεργιών :

Όταν μια επιχείρηση εξετάζει έναν στόχο προς εξαγορά εκτελεί μια διαδικασία με την οποία ελέγχει την επιχείρηση στόχο ως προς τα οφέλη και τα κόστη που θα της αποφέρει. Όμως η παραπάνω διαδικασία δεν φέρει πάντα τα επιθυμητά αποτελέσματα, διότι πολλές επιχειρήσεις μετά την Σ ή Ε, ανακαλύπτουν ότι υπερεκτίμησαν ή υποεκτίμησαν τα κόστη. Επίσης, μια επιχείρηση επιθυμεί μια Σ ή Ε για να γίνει περισσότερο ανταγωνιστική και να αποκτήσει τεχνικές και διάφορες ικανότητες που θα την διαφοροποιήσουν στην αγορά. Για να το πραγματοποιήσει αυτό θα πρέπει να εξασφαλίσει την ύπαρξη συνεργιών με την υπό εξαγορά επιχείρηση. Όταν λοιπόν δεν επιτύχει σωστή συνεργία, πολύ πιθανόν να υπάρξουν αρνητικά αποτελέσματα μετά την Σ ή Ε. Για παράδειγμα, η πελατεία της εξαγορασθείσας επιχείρησης να αντιδρά διαφορετικά σε διαφορετικές τιμές και χαρακτηριστικά προϊόντων. Η σωστή εκτίμηση της συνεργίας σχετίζεται άμεσα επίσης με το κοινό που απευθύνεται ,το χρόνο παλαίωσης και το δίκτυο διανομής.

2. Δυσκολίες ενοποίησης – Ο ανθρώπινος παράγων :

Ένας άλλος βασικός λόγος αποτυχίας μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι η αδυναμία γρήγορης και επιτυχούς ενοποίησης. Η προσπάθεια ένωσης δύο επιχειρήσεων αφορά την ένωση δύο διαφορετικών ειδών εταιρικής κουλτούρας χρηματοοικονομικών συστημάτων και συστημάτων ελέγχου (*Βασίλης Μ. Παπαδάκης, 2012*). Αφορά επίσης στην αποδοτική συνεργασία των διοικήσεων των δύο επιχειρήσεων. Αυτή λοιπόν η ενοποίηση αποτελεί μια χρονοβόρα διαδικασία με ριψοκίνδυνα αποτελέσματα. Εκτός λοιπόν από την περίπτωση οι δύο επιχειρήσεις να μην είναι συμβατές ως προς την στρατηγική που ακολουθούν, σημαντικό ρόλο έχει και ο ανθρώπινος παράγοντας, που πολλές φορές ευθύνεται για την αποτυχία των Σ & Ε .Για παράδειγμα, η αβεβαιότητα μεταξύ των υπαλλήλων των επιχειρήσεων στόχων , έχει παρατηρηθεί ότι οδηγεί σε μια συμπεριφορά που χαρακτηρίζεται από άγχος, πτώση του ηθικού και μείωση παραγωγικότητας. Όσον αφορά τα υψηλά στελέχη, μειώνεται η αίσθηση διεκπεραίωσης των καθηκόντων τους και η διάθεση συνεργασίας με τα στελέχη της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Οι παραπάνω αλλαγές μπορεί να οδηγήσουν

στην μείωση της αποδοτικότητας άρα και στην πορεία της Σ ή Ε προς την αποτυχία. Τέλος, όσον αφορά στις πολυεθνικές επιχειρήσεις και τις Σ & Ε που κάνουν σε Ευρώπη, Ασία, Αμερική, προκύπτει επίσης το πρόβλημα της εθνικής κουλτούρας. Ανακαλύπτονται μεγάλες διαφορές στην στρατηγική τους πολιτική, στην διοίκηση, στους κανόνες εργασίας και άλλα.

3. Υπερβολικό χρέος :

Πολλές φορές λόγω της μεγάλης επιθυμίας συγχώνευσης ή εξαγοράς μιας επιχείρησης, κυρίως όταν η επιχείρηση-αγοραστής πιστεύει ότι θα έχει μεγάλο όφελος, είναι διατεθειμένη να πληρώσει πολλά για να την εκπληρώσει. Η επιχείρηση-αγοραστής βρίσκεται λίγο πριν το τέλος της Σ ή Ε με ελλιπή γνώση της αξίας που έχει η επιχείρηση-στόχος. Αν η μετοχή της επιχείρησης - στόχου διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο κατά την διάρκεια των συζητήσεων αυξάνεται η τιμή της. Ο αγοραστής λόγω της μεγάλης επιθυμίας του, είναι πρόθυμος να διαθέσει υψηλή υπεραξία στους μετόχους της πρώτης. Αυτό όμως επέρχεται και με μεγάλα έξοδα. Επίσης αν δεν διαθέτει τα ρευστά που απαιτούνται, δανείζεται από τις τράπεζες μέσω ομολόγων με υψηλό επιτόκιο, διότι η επένδυση είναι αβέβαιη. Σύμφωνα με τον Mark Siower, αν μια επιχείρηση πληρώνει υψηλή υπεραξία για μια ευκαιριακή εξαγορά, πρέπει να γνωρίζει ότι κατά πάσα πιθανότητα δε θα έχει επιτυχία. Δε θα αποπληρώσει το κόστος του κεφαλαίου, διότι οι συνεργίες είναι δύσκολο να επιτευχθούν, ακόμα και με μια σωστή στρατηγική. Μόλις η επιχείρηση ξεπεράσει το 25%, τότε πραγματικά ρισκάρει. (Βασίλης Μ. Παπαδάκης, 2012).

4. Ρόλος στελεχών :

Κατά την διάρκεια των διαπραγματεύσεων, οι δύο επιχειρήσεις βρίσκονται σε κατάσταση αβεβαιότητας, σχετικά με το αποτέλεσμα της συμφωνίας για την Ε ή Σ. Μπορεί να συμφωνήσουν σε ορισμένα θέματα και να διαφωνήσουν σε άλλα ή να τα αφήσουν για να τα αντιμετωπίσουν αργότερα. Τα θέματα που αμέλησαν ή αγνόησαν να συμφωνήσουν σε λάθος χρονική περίοδο των διαπραγματεύσεων θα αποβούν μοιραία και πιθανόν να αποτελέσουν αιτία για την αποτυχία της Σ ή

Ε. Αυτό που επισπεύδει την διαδικασία και οδηγεί σε λάθος εκτίμηση μπορεί να είναι:

α) Η διαρροή της πληροφορίας ότι η επιχειρήσεις διαπραγματεύονται μια πιθανή συγχώνευση ή εξαγορά. Αυτό δημιουργεί το κλίμα της αβεβαιότητας με αποτέλεσμα το εργατικό δυναμικό των επιχειρήσεων να θορυβείται και στην αγορά οι ανταγωνιστές να ετοιμάζουν νέες κινήσεις για να μπορούν να αντιμετωπίσουν τον πιθανό κίνδυνο. Έτσι λοιπόν τα στελέχη επισπεύδουν την συμφωνία.

β) Τα στελέχη που έχουν προτείνει ή έχουν παίξει σημαντικό ρόλο στην υλοποίηση της συμφωνίας, έχουν ταυτιστεί με αυτή και επιθυμούν να γίνει ακόμα και αν δεν είναι τόσο θετικές οι προβλέψεις.

γ) Προσωπικά συμφέροντα.

Με βάση τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι τα στελέχη αποτελούν ένα μέρος της ευθύνης για μια πιθανή αποτυχία.

4.2. Παράγοντες επιτυχίας Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Μέσα από συγκριτικές μελέτες διαφόρων ερευνών μεγάλου αριθμού Σ ή Ε δίνονται ορισμένοι παράγοντες που παίζουν σημαντικό ρόλο στην πιθανή επιτυχία αυτών.

1. Σύνταξη λίστας πιθανών υποψήφιων επιχειρήσεων και κατάταξη τους, ανάλογα με : την οικονομική τους θέση, το ανταγωνιστικό τους περιβάλλον, τις διοικητικές τους ικανότητες, τη θέση τους στην αγορά προϊόντος, την εταιρική τους κουλτούρα.

2. Φιλικές διαδικασίες : Είναι καλό μια συγχώνευση ή εξαγορά να γίνεται από την αρχή σε φιλικό κλίμα προκειμένου να ολοκληρωθεί η διαδικασία όσο πιο επιτυχώς γίνεται. Συνήθως οι εχθρικές εξαγορές έχουν μειωμένη αποδοτικότητα λόγω του κακού κλίματος που υπήρχε και της αποτυχίας στην επίτευξη συνεργιών.

3. Εκτίμηση των λόγων για τους οποίους γίνεται η Σ ή Ε και αξιολόγηση της αναγκαιότητας αυτής : Η επιχείρηση – αγοραστής μελετά πολύ καλά τους

λόγους που την οδηγούν σε ανάπτυξη μέσω των Σ ή Ε και είναι σε θέση να αναθεωρήσει την απόφασή της, αν διαπιστώσει ότι τελικά η Σ ή Ε δεν θα φέρει τα επιθυμητά αποτελέσματα. Επίσης η επιχείρηση – αγοραστής πρέπει να έχει επιχειρήματα για να στηρίξει την απόφασή της προκειμένου να πείσει τους εξαγοραζόμενους, το προσωπικό της και τους επενδυτές της.

4. Προσεκτική χρηματοοικονομική ανάλυση και αυτοέλεγχος : Κατά την προετοιμασία και κατά την διάρκεια της εξαγοράς μιας επιχείρησης, είναι σημαντικό τα διοικητικά στελέχη να γνωρίζουν την μέγιστη τιμή που μπορούν να πληρώσουν για την εξαγορά. Πρέπει να διατηρούν την ψυχραιμία τους λόγω της έντονης επιθυμίας τους για την Σ ή Ε και να μην ξεπερνούν τα μέγιστα όρια που έχουν ορίσει.

5. Ξεκάθαρο όραμα και στρατηγική : Είναι λογικό μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά το προσωπικό να νιώθει το αίσθημα της αβεβαιότητας. Είναι σημαντικό τα ανώτατα στελέχη των δύο επιχειρήσεων, να μοιραστούν με το προσωπικό τους ,το όραμα και την αποστολή της νέας εταιρίας, έτσι ώστε να αντιληφθούν οι εργαζόμενοι τον ρόλο τους και να νιώθουν πιο άνετα μέσα στο νέο σχήμα.

6. Ηγεσία – Ηγετική ομάδα : Έγκαιρη κάλυψη των θέσεων ηγεσίας για την ξεκάθαρη αίσθηση προσανατολισμού και αποδοχή των υφισταμένων.

7. Εγρήγορση : Είναι πολύ σημαντικό να υπάρχει γρήγορος ρυθμός εκτέλεσης ορισμένων διαδικασιών μετά το κλείσιμο της συμφωνίας.

8. Ανάπτυξη : Οι επιχειρήσεις που επιθυμούν να γίνει Σ ή Ε πρέπει να έχουν ως στόχο την κοινή ανάπτυξη. Πρέπει να εστιάζουν στην προστιθέμενη αξία και όχι μόνο στην περικοπή του κόστους. Περίπου 3 στις 10 επιχειρήσεις πρακτικά αγνοούν ελκυστικές δυνατότητες ανάπτυξης (*Βασίλης Μ. Παπαδάκης, 2012*).

9. Μέτοχοι : Είναι καλό οι βασικοί μέτοχοι της επιχείρησης να υποστηρίξουν την κίνηση της για κάποια εξαγορά, αν έχουν πειστεί ότι αυτό είναι προς το συμφέρον τους.

10. Έμφαση στην κουλτούρα : Είναι απαραίτητο να γνωρίζουν οι επιχειρήσεις – αγοραστές την κουλτούρα της υποψήφιας εταιρίας έτσι ώστε να αποφευχθούν μελλοντικά αρνητικά αποτελέσματα. Η αναγνώριση της εταιρικής κουλτούρας μια επιχείρησης πριν από μια Σ ή Ε μπορεί να επιτευχθεί μέσω της παρατήρησης του τρόπου λειτουργίας της, της ιεραρχικής της δομής και των εργασιακών

σχέσεων καθώς και μέσω συνεντεύξεων των στελεχών της. Επίσης, θα ήταν πολύ χρήσιμος ο έλεγχος της κουλτούρας για την συγκέντρωση πληροφοριών. Αποτελεί μέσο σύγκρισης των δύο ειδών εταιρικής κουλτούρας ,εντοπισμός ομοιοτήτων και διαφορών τους, καθώς και αναγνώριση του είδους "γάμου" που είναι προτιμότερο.

11. Επικοινωνία : Είναι σημαντικός παράγοντας διότι αποτελεί πραγματική δύναμη πίσω από την αποδοχή από τους εργαζομένους και την ελαχιστοποίηση των τριβών. Η ανάπτυξη επικοινωνίας δεν πρέπει να βασίζεται μόνο σε τυπικά κανάλια αλλά και σε άτυπες μορφές όπως η τηλεφωνική επαφή, οι μη προγραμματισμένες συναντήσεις, συζητήσεις πρόσωπο με πρόσωπο και η ύπαρξη ενός συμβούλου που θα απαντά στα ερωτήματα των εργαζομένων.

4.3. Κρίσιμοι παράγοντες για την επιτυχία των συγχωνεύσεων & εξαγορών

Η σωστή εξισορρόπηση μεταξύ άυλου και υλικού κεφαλαίου – αυτό σημαίνει να ληφθεί υπόψη το οργανωσιακό κεφάλαιο (συμπεριλαμβανομένου του λειτουργικού μοντέλου και της εταιρικής διακυβέρνησης), το κεφάλαιο σχέσεων (συμπεριλαμβανομένων και των σχέσεων με πελάτες και άλλους ενδιαφερόμενους) και το ανθρώπινο κεφάλαιο -των εταιριών προς συγχώνευση – από την αρχή.

Σημαντικά στοιχεία

Μόνο το 9% των ηγετών πιστεύουν ότι έχουν επιτύχει πλήρως τον αρχικό τους στόχο.

- 54% των ηγετών πιστεύουν ότι η αμέλεια ως προς τον έλεγχο των μη-οικονομικών στοιχείων αυξάνει τον κίνδυνο να γίνει μια λάθος εξαγορά.
- Οι εταιρίες που διορίζουν νέα διοικητική ομάδα στην αρχή της διαδικασίας έχουν δύο φορές μεγαλύτερες πιθανότητες να κατακτήσουν την πλήρη ενσωμάτωση μέσα σε έναν χρόνο.
- Τα διευθυντικά στελέχη δεν δίνουν αρκετό χρόνο στην ενσωμάτωση του άυλου κεφαλαίου, μόνο το 25% του χρόνου αφιερώνεται στον έλεγχο των άυλων.

(David Derain, Hay Group)

<http://www.haygroup.com/gr/challenges/index.aspx?id=4244>

4.4. Μορφές χρηματοδότησης συγχωνεύσεων και εξαγορών

Ο τρόπος πληρωμής και η τιμή σε μια εξαγορά ή συγχώνευση προσδιορίζεται από πολλούς παράγοντες όπως είναι τα κέρδη της εταιρείας, οι χρηματοροές, ενδεχόμενη αύξηση των μεγεθών της εταιρείας και άλλα. Είναι γνωστό ότι, όταν οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο είναι υψηλές, οι ανταλλαγές μετοχών είναι η μορφή χρηματοδότησης που είναι πιο διαδεδομένη. Αντίθετα όταν οι τιμές των μετοχών είναι σε χαμηλά επίπεδα, η μορφή χρηματοδότησης που χρησιμοποιείται είναι αυτή των πληρωμών με μετρητά. (*Κυριαζής Δ., 2007*).

1. Πληρωμή με μετρητά

Η πληρωμή με μετρητά για την εξαγορά μιας εταιρείας θεωρείται ως μία επένδυση κεφαλαίου προς χρηματοδότηση. Θα μπορούσαμε να την ορίσουμε δηλαδή ως μια εξαγορά που περιέχει προβλήματα και προκλήσεις που θα πρέπει να αντιμετωπιστούν (“a going concern”). Έτσι λοιπόν σε αντίθεση με τις συνηθισμένες μορφές επένδυσης, όπως είναι μια νέα γραμμή παραγωγής ή ακόμη περισσότερο ένα νέο εργοστάσιο στην περίπτωση της πληρωμής με μετρητά πραγματοποιείται η απόκτηση μιας εταιρείας που μπορεί να γίνει και σταδιακά: δηλαδή να τοποθετηθεί στο μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας το 20% και η περαιτέρω επέκταση στην κεφαλαιακή δομή της να γίνει με εξαγορά μετοχών σε μια συγκεκριμένη τιμή και με μέσο ανταλλαγής μετρητά. (*Παπαδάκης Β., 2007*).

2. Πληρωμή με ανταλλαγή μετοχών

Το είδος αυτής της χρηματοδότησης συναντάται όταν ο αγοραστής δεν έχει τη χρηματική δυνατότητα για την εξαγορά ή και είναι ένας σοβαρός λόγος για τα εναπομείναντα στελέχη να τους δοθούν μετοχές και να συνεχίσουν. Γι' αυτό συνηθίζεται στους μετόχους και στα στελέχη να δίνονται προνομιούχες μετοχές με υψηλότερο μέρος.

Σε αυτήν τη μέθοδο το πιο σημαντικό που πρέπει να προσδιοριστεί είναι πόσες μετοχές πρέπει να προσφέρει η εταιρεία που κάνει την εξαγορά στην εταιρεία στόχο για να παραχωρήσουν οι μέτοχοι τις αρχικές τους επενδύσεις. Όταν

υλοποιείται η διαπραγμάτευση, η εταιρεία που εξαγοράζει έχει ως στόχο να προσφέρει τις ελάχιστες μετοχές και η εταιρεία που εξαγοράζεται επιδιώκει να πάρει όσο το δυνατό περισσότερες μετοχές. Στη διάρκεια των διαπραγματεύσεων η εταιρεία που θέλει περισσότερο τη συγχώνευση είναι αυτή που προχωρά σε υποχωρήσεις. (Παπαδάκης Β., 2007, Παζάρκσης Μ., 2008).

3. Πληρωμή με μετρητά απο δανεισμό

Για πραγματοποιηθεί μια εξαγορά είναι φυσικό να γίνει μόνο με μετρητά προς όλους τους μετόχους, δηλαδή δεν γίνεται να δοθούν σε άλλους μετόχους μετρητά και σε άλλους μετοχές. Επίσης σε μια συγχώνευση ή εξαγορά είναι διαδεδομένο να μην έχει στο ταμείο της η διεκδικήτρια εταιρεία ως διαθέσιμα τα απαραίτητα κεφάλαια που απαιτούνται για να γίνει μια τέτοια κίνηση. Έτσι λοιπόν στην παραπάνω περίπτωση προτείνεται η λύση του δανεισμού κεφαλαίων, όπου η διεκδικήτρια εταιρεία δανείζεται ένα μικρό ποσοστό από το συνολικό ποσό της αξίας της εξαγοράς. Σε εξαγορά με πολύ μεγάλο ποσοστό, έως 75%, από τραπεζικό δανεισμό και όχι από τα ίδια κεφάλαια της εξαγοράστριας εταιρείας, τότε το είδος αυτής της εξαγοράς καλείται μοχλευμένη (Παπαδάκης Β., 2007).

Στον τρόπο χρηματοδότησης που επιλέγουν συνήθως οι μικρές ή οι αναπτυσσόμενες εταιρείες είναι ότι απευθύνονται σε μια εμπορική τράπεζα. Έτσι λοιπόν η τράπεζα κατοχυρώνει το κεφάλαιό της με ενεχυρίαση των τίτλων των μετοχών και η εταιρεία κατέχει την κυριότητα των μετοχών της εταιρείας νομικά.

Οι τρόποι αποπληρωμής των δανείων γίνονται είτε με την πώληση κάποιων πάγιων στοιχείων ή οτιδήποτε θα μπορούσε να μεταβιβασθεί και να αποφέρει χρηματικά έσοδα (asset stripping), είτε με τα κέρδη που προέρχονται από επόμενες χρήσεις και με επαναπροσδιορισμό των συνδυασμένων-αυξημένων εσόδων της εξαγορασθείσας εταιρείας με την εξαγοράζουσα εταιρεία. Τέλος ένας άλλος τρόπος χρηματοδότησης που υπάρχει για την αγορά μετοχών είναι το μετατρέψιμο δάνειο σε μετοχές (convertible loan). (Παζάρκσης Μ., 2008).

4. Πληρωμή με μετρητά και ανταλλαγή μετοχών

Σε αυτόν τον τρόπο χρηματοδότησης περιλαμβάνεται η περίπτωση όπου οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου προτιμούν τα μετρητά αλλά και τα διανεμηθέντα κέρδη με μερίσματα όπως και επιδιώκουν να πάρουν κοινές μετοχές γιατί θέλουν να αποτελέσουν μέρος στη συγχωνευόμενη επιχείρηση. Επίσης ένας ακόμη λόγος που υπάρχει για να συμφωνήσουν εν μέρει οι εξαγορασθείσες εταιρείες στη συγχώνευση είναι και η έκδοση δικαιωμάτων αγοράς και πώλησης μετοχών προς τη διοίκηση, τα οποία μπορούν να ασκηθούν για την αγορά μετοχών σε προκαθορισμένη τιμή. (Παζάρκσης Μ., 2008).

5. Συνδυασμός τρόπων

Συνήθως οι εταιρίες συμφωνούν στις μεταξύ τους διαπραγματεύσεις για παροχή πακέτου που περιλαμβάνει ένα μέρος της καταβολής σε μετρητά και το υπόλοιπο σε μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές ή μετατρέψιμες ομολογίες. Ο λόγος που μπορεί να μην επιλέξουν οι επενδυτές της εταιρίας στόχου την εξ' ολοκλήρου καταβολή σε μετρητά είναι διότι με τις μετοχές συμμετέχουν στην ανάπτυξη της εταιρίας και εξασφαλίζουν τμήμα από τα διανεμηθέντα κέρδη και μερίσματα. Επιπλέον, η καταβολή σε μετρητά συνήθως συνοδεύεται από καταβολή υψηλότερων φόρων. Στα στελέχη προσφέρεται μια μορφή έκτακτης χρηματικής παροχής (bonus), ώστε να εξαλειφθεί η απροθυμία τους και να καμφθούν οι τυχόν αντιστάσεις προς τη νέα κατάσταση. (Παπαδόπουλος Δ., 1990).

5. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Υπάρχουν κάποιοι μέθοδοι / προσεγγίσεις με τις οποίες οι ερευνητές αξιολογούν την απόδοση των συγχωνεύσεων και εξαγορών :

1. Μέθοδος της βραχυπρόθεσμης διακύμανσης της τιμής της μετοχής :
Συγκρίνονται οι διακυμάνσεις στην τιμή της μετοχής της εξαγοράζουσας επιχείρησης λίγες μέρες πριν και μετά την συγχώνευση. Αυτή η μέθοδος

αξιολογεί το βαθμό επιτυχίας μιας Σ ή E , στηριζόμενη στην τιμή της μετοχής. Ένα μειονέκτημα της μεθόδου είναι, ότι δεν παρουσιάζει την πραγματική απόδοση , αλλά τις προσδοκίες των επενδυτών και μετρά μόνο ποσοτικά μεγέθη. Τέλος, εφαρμόζεται μόνο σε επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

2. Σύγκριση της απόδοσης της εταιρείας που προέκυψε από την Σ ή E , με τις σταθμισμένες αποδόσεις των αρχικών εταιρειών πριν την Σ ή E : Αυτό μπορεί να επιτευχθεί, χρησιμοποιώντας λογιστικούς δείκτες μέτρησης της απόδοσης. Για παράδειγμα : Απόδοση επί του Ενεργητικού και Ιδίων Κεφαλαίων. Όπως η κάθε μέθοδος έχει και αυτή τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της. Ένα πλεονέκτημα είναι, ότι μέσω αυτών των δεικτών μπορούν να φανούν και οι πιθανές συνεργίες. Μερικά μειονεκτήματα είναι, ότι τα αποτελέσματα δείχνουν ιστορικές αποδόσεις για τα οποία δεν υπάρχει καμία ένδειξη ότι θα επαναληφθούν. Επίσης, αξιολογούν μόνο την οικονομική επίδοση της εταιρείας. Τέλος τα αποτελέσματα της ανάλυσης μπορεί να επηρεαστούν από τη χρήση διαφορετικών δεικτών και διαφορετικών χρονικών διαστημάτων. (Βασίλης Μ. Παπαδάκης, 2012).

3. Μέτρηση της μακροχρόνιας οικονομικής απόδοσης : Λαμβάνει υπ' όψιν τα διαχρονικά αποτελέσματα της επιχείρησης και μετρά πραγματικές αποδόσεις. Παρουσιάζει παρόμοια μειονεκτήματα με την μέθοδο της βραχυπρόθεσμης οικονομικής απόδοσης.

4. Αξιολόγηση των Σ ή E από τα στελέχη που έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην Σ ή E : Οι ερευνητές ζητούν από τα στελέχη να αξιολογήσουν οι ίδιοι το βαθμό επιτυχίας των συγχωνεύσεων ή εξαγορών. Με αυτόν τον τρόπο εντοπίζονται πολλά κίνητρα που έπαιξαν ρόλο στην Σ ή E (π.χ κερδοφορία, εκμετάλλευση γνώσεων και εμπειριών και άλλα). Ένα μειονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ο βαθμός υποκειμενικότητας των απαντήσεων των στελεχών.

5. Μελέτη βαθμού "αποεπένδυσης" των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων : Όσο πιο μεγάλο είναι το ποσοστό των επιχειρήσεων που αποπενδύονται π.χ. σε ένα εύρος 5 ή 10 ετών , τόσο πιο πιθανό οι Σ ή E να είναι αποτυχημένες. (Βασίλης Μ. Παπαδάκης, 2012).

6. Βαθμός επιτυχούς ενοποίησης των επιχειρήσεων στο νέο σχήμα : Υπάρχουν δύο κατηγορίες ενοποίησης: α) Λειτουργική ενοποίηση, η οποία αφορά την λειτουργία, τα συστήματα και την μεταφορά γνώσης, πόρων και ικανοτήτων και β) Ενοποίηση ατόμων και κουλτούρας, η οποία αφορά την ενσωμάτωση του ανθρώπινου δυναμικού, τη σύγκλιση κουλτούρας, την αφοσίωση των εργαζόμενων και τη ικανοποίηση τους.

7. Εξέλιξη καινοτομικότητας : Η εξέλιξη της καινοτομικότητας της εξαγοραζόμενης αλλά και της εξαγοράζουσας επιχείρησης υπολογίζεται βάσει του αριθμού των ευρεσιτεχνιών που αφορούν την κατοχύρωση της ποιότητας και το εύρος χρήσης αυτών.

6. ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

6.1 Σκοπός της ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων

Οι λογιστικές ή χρηματοοικονομικές καταστάσεις, παρέχουν πληροφορίες που μπορούν να βοηθήσουν τους ενδιαφερόμενους για τις επιχειρηματικές μονάδες να λάβουν σωστές αποφάσεις. Αποτελούν, ως εκ τούτου, μια σημαντική πηγή πληροφοριών.

Οι πληροφορίες αυτές αντλούνται κατά κύριο λόγο από τον Ισολογισμό και την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης. Ο Ισολογισμός, δείχνει την χρηματοοικονομική θέση μιας επιχείρησης σε δεδομένη χρονική στιγμή. Δεν απεικονίζει την πραγματική κατάσταση διότι δεν λαμβάνει υπ' όψιν του τις μεταβολές στο επίπεδο των τιμών, οι οποίες κάποιες φορές κρίνονται σημαντικές. Ομοίως η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης δεν παρέχει από μόνη της την εικόνα της κερδοφόρου δυναμικότητας μιας επιχείρησης.

Συμπληρωματικά με τον Ισολογισμό και την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης, οι ενδιαφερόμενοι αναλυτές των λογιστικών καταστάσεων αντλούν πληροφορίες από την Κατάσταση Ταμειακής Ροής. Η Κατάσταση Ταμειακής

Ροής παρέχει περισσότερες χρήσιμες πληροφορίες σχετικά με τις οικονομικές συναλλαγές κατά τη διάρκεια μιας λογιστικής χρήσης. Πιο αναλυτικά, παρέχει πληροφορίες σχετικά με τις ταμειακές εισπράξεις και πληρωμές και τις καθαρές ταμειακές ροές που απορρέουν από τις καθημερινές εργασίες καθώς και τις επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες μιας επιχείρησης.

Οι ενδιαφερόμενοι στην ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων μπορούν να διακριθούν σε κάποιες βασικές κατηγορίες, όπως :

- Επενδυτές – Μέτοχοι.
- Δανειστές της επιχείρησης.
- Διοικούντες την επιχείρηση.
- Οικονομικοί αναλυτές, χρηματιστές .
- Αναλυτές σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών.
- Ελεγκτές λογιστικών καταστάσεων .
- Διάφορες άλλες ομάδες ενδιαφερομένων.

Η κάθε κατηγορία από τις παραπάνω οδηγείται στην διεξαγωγή συμπερασμάτων καθώς και στην λήψη αποφάσεων έχοντας κατά την διάρκεια της ανάλυσης δώσει έμφαση στα οικονομικά στοιχεία που την αφορούν. (*Νιάρχος Ν., 2004*)

6.2 Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων με χρήση Αριθμοδεικτών (Ratio Analysis).

Μια από τις πιο διαδεδομένες και δυναμικές μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης αποτελεί η χρήση των αριθμοδεικτών, οι οποίοι οδηγούν στην ερμηνεία των οικονομικών στοιχείων μιας επιχείρησης.

Αριθμοδείκτης είναι η σχέση ενός στοιχείου του ισολογισμού ή της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης προς ένα άλλο. Με την χρήση των αριθμοδεικτών γίνεται άμεσα αντιληπτή η πραγματική αξία και η σπουδαιότητα των απόλυτων μεγεθών. Μεμονωμένα ένας αριθμοδείκτης δεν μπορεί να δώσει μια πλήρη εικόνα της οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης. Θα πρέπει να συγκριθεί ή να

συσχετιστεί με τους αντίστοιχους αριθμοδείκτες μιας σειράς προηγούμενων χρήσεων.

Για έναν αναλυτή είναι σημαντικό να γνωρίζει πληροφορίες του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση που εξετάζει γιατί διαφορετικά θα δυσκολευτεί να σχηματίσει σαφή άποψη για την οικονομική θέση και την αποδοτικότητα αυτής. Επιπλέον, ο αναλυτής θα πρέπει να εστιάσει στην χρήση των περισσότερο σημαντικών και αντιπροσωπευτικών αριθμοδεικτών ώστε να φτάσει σε ένα ουσιαστικό συμπέρασμα, ανάλογο του επιδιωκόμενου σκοπού.

Οι βασικότεροι και περισσότερο χρησιμοποιούμενοι στην ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων αριθμοδείκτες, κατατάσσονται στις εξής κατηγορίες :

1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας (Liquidity Ratios) : Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης καθώς επίσης και για τον προσδιορισμό της ικανότητάς της να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

2. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας (Activity Ratios) : Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας χρησιμοποιούνται για να μετρηθεί το κατά πόσο γίνεται αποτελεσματική χρησιμοποίηση από μια επιχείρηση των περιουσιακών της στοιχείων.

3. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (Profitability Ratios) : Με τους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας μετράται η αποδοτικότητα μιας επιχείρησης , η δυναμικότητα των κερδών της και η ικανότητα της διοικήσεως της.

4. Αριθμοδείκτες Διαρθρώσεως κεφαλαίων και Βιωσιμότητας (Financial structure and Viability Ratios) : Με τους αριθμοδείκτες αυτούς εκτιμάται η μακροχρόνια ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της καθώς επίσης και ο βαθμός προστασίας που απολαμβάνουν οι πιστωτές της.

5. Αριθμοδείκτες δαπανών λειτουργίας (Operating expense ratios) :

Παρέχουν ένδειξη της πολιτικής που ακολουθεί η Διοίκηση μιας επιχείρησης έναντι των διαφόρων δαπανών λειτουργίας της και της αποτελεσματικότητάς της έναντι των επί μέρους δαπανών.

6. Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες (Investment Ratios) : Οι αριθμοδείκτες επενδύσεων χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση της απόδοσης των μετοχών μιας εταιρίας. Εκτός του ότι παρουσιάζουν μεγάλο ενδιαφέρον για τους κοινούς μετόχους, τα ποσοστά επένδυσης έχουν επίσης ενδιαφέρον και για τους πιθανούς επενδυτές, τους αναλυτές αλλά και τους ανταγωνιστές.

(Νιάρχος Ν., 2004)

6.2.1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Η ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της, απαιτεί την ύπαρξη επαρκούς ρευστότητας ή οποία επιτυγχάνεται μέσω της καθημερινής μετατροπής των αποθεμάτων της σε πωλήσεις, των πωλήσεων σε απαιτήσεις και των απαιτήσεων σε μετρητά. Αν τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρίας δεν μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά, τότε η επιχείρηση δεν είναι σε θέση να πληρώσει τις υποχρεώσεις της.

1. Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας (Current Ratio)

$$\text{Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας} = \frac{\text{Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Ο δείκτης γενικής ή κυκλοφοριακής ρευστότητας αποτελεί το πιο συνηθισμένο μέσο μέτρησης της βραχυπρόθεσμης φερεγγυότητας της επιχείρησης καθώς δείχνει το βαθμό κάλυψης των βραχυπρόθεσμων απαιτήσεων με περιουσιακά στοιχεία, τα οποία μπορούν να ρευστοποιηθούν μέσα σε μια περίοδο, που αντιστοιχεί περίπου με την περίοδο λήξης των απαιτήσεων.

Οι κυριότερες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων που περιλαμβάνονται στον αριθμητή του κλάσματος είναι τα διαθέσιμα στο ταμείο μετρητά και τα αμέσως ρευστοποιήσιμα χρεώγραφα, οι απαιτήσεις και τα αποθέματα εξαιρουμένων όμως όλων των προκαταβολών.

Οι κυριότερες κατηγορίες βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων που περιλαμβάνονται στον παρονομαστή του κλάσματος αφορούν σε πιστώσεις

προμηθευτών, μερίσματα και φόρους πληρωτέους και βραχυπρόθεσμα δάνεια τραπεζών. Εξαιρούνται και εδώ οι προκαταβολές σε πελάτες και λοιπά.

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας λέγεται επίσης και αριθμοδείκτης κεφαλαίου κίνησης (Working Capital Ratio), καθώς οι όροι του κλάσματος ($K.E / B.Y$) είναι τα συστατικά στοιχεία του κεφαλαίου κίνησης (Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις).

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης γενικής ρευστότητας, τόσο καλύτερη από πλευράς ρευστότητας είναι η θέση της επιχείρησης. Σε γενικές γραμμές ένας αποδεκτός αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας κυμαίνεται πάνω από τη μονάδα. Θα πρέπει να τονιστεί όμως ότι το μέγεθος του αριθμοδείκτη αυτού εξαρτάται από ποικίλους παράγοντες όπως το είδος της κάθε επιχείρησης, η ποιότητα των κυκλοφοριακών της στοιχείων, η αμεσότητα των τρεχουσών υποχρεώσεων της και η ευκαμψία των αναγκών της σε κεφάλαια κίνησης, της οποίας ο βαθμός ρευστότητας θα πρέπει να εξετάζεται σε συνδυασμό με τους παραπάνω παράγοντες.

Για τους παραπάνω λόγους καθιστάται αδύνατο να καθοριστεί ένας πρότυπος αριθμοδείκτης για όλες τις επιχειρήσεις. Για μια βιομηχανική ή εμπορική επιχείρηση ένας αριθμοδείκτης γύρω στο 2 μπορεί να θεωρηθεί ικανοποιητικός. Μια επιχείρηση κοινής ωφελείας που δεν διατηρεί μεγάλα αποθέματα, μπορεί να λειτουργήσει με μια τιμή του δείκτη μικρότερη της μονάδας. Σημειώνεται επίσης ότι, επειδή το κεφάλαιο κίνησης δείχνει το όριο ασφαλείας των βραχυχρόνιων πιστωτών, όσο μεγαλύτερο είναι αυτό σε σχέση με τις τρέχουσες υποχρεώσεις της επιχείρησης τόσο πιο ευνοϊκή είναι η θέση της από την άποψη ότι μπορεί να ανταποκριθεί στην πληρωμή των τρεχουσών υποχρεώσεων της, των σταθερών δαπανών, των απαιτητών τόκων και μερισμάτων καθώς και στην απορρόφηση τυχόν τρεχουσών ζημιών και μειώσεων στην τρέχουσα αξία των αποθεμάτων και των επενδύσεων.

Σε γενικές γραμμές ένας χαμηλός αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας παρέχει ένδειξη υπάρξεως μεγαλύτερου βαθμού κινδύνου στην επιχείρηση από ότι ένας χαμηλός αριθμοδείκτης. Παρ' όλα αυτά ένας χαμηλός αριθμοδείκτης μπορεί να δείχνει ότι η διοίκηση της επιχείρησης κάνει πιο εντατική χρήση των

κυκλοφοριακών της στοιχείων. Διατηρεί δηλαδή τα ρευστά διαθέσιμά της στο ελάχιστο δυνατό επίπεδο ή η ταχύτητα κυκλοφορίας των αποθεμάτων και των απαιτήσεων της βρίσκεται στο ανώτατο δυνατό σημείο. (Νιάρχος Ν., 2004).

2. Αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας (acid test ratio or quick ratio)

$$\text{Αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Απαιτήσεις}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Ο αριθμοδείκτης ειδικής ή άμεσης ρευστότητας δείχνει πόσες φορές τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της επιχείρησης (μετρητά στο ταμείο, τραπεζικές καταθέσεις, χρεώγραφα, απαιτήσεις) καλύπτουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της.

Στον υπολογισμό του δείκτη δεν περιλαμβάνονται τα αποθέματα πρώτων και βοηθητικών υλών, ημικατεργασμένων και έτοιμων προϊόντων καθώς και οι προκαταβληθείσες δαπάνες γιατί δεν θεωρούνται ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία.

Αν μια επιχείρηση έχει δυσκολίες στην πώληση των αποθεμάτων των έτοιμων προϊόντων της, τότε το μεγάλο ύψος των αποθεμάτων που διατηρεί δεν βοηθά στην εξυπηρέτηση των τρεχουσών υποχρεώσεών της.

Ένας υψηλός δείκτης ειδικής ρευστότητας, λόγω μεγάλων αποθεμάτων δεν προσδίδει ρευστότητα στην επιχείρηση.

Ικανοποιητική θεωρείται η τιμή του δείκτη που είναι γύρω στη μονάδα. Ενώ μια τιμή του δείκτη μικρότερη της μονάδας, δείχνει ότι τα αμέσως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της επιχείρησης δεν επαρκούν για να καλύψουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις της, με αποτέλεσμα η επιχείρηση να εξαρτάται από τις μελλοντικές της πωλήσεις, προκειμένου να εξασφαλίσει επαρκή ρευστότητα. Έτσι, αν προβλέπεται κάποια μείωση των μελλοντικών πωλήσεων, θα πρέπει να αναζητηθούν νέα κεφάλαια, είτε με έκδοση νέων τίτλων μετοχών, είτε με προσφυγή στον δανεισμό.

Τέλος, είναι σημαντικό να τονιστεί ότι μια μεγάλη διαφορά μεταξύ των αριθμοδεικτών γενικής και ειδικής ρευστότητας αποτελεί ένδειξη ότι υπάρχουν αυξημένα αποθέματα στην επιχείρηση.

3. Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας (Cash Ratio)

Ο αριθμοδείκτης αυτός δίνει την εικόνα της επάρκειας ή μη μετρητών στην επιχείρηση σε σχέση με τις τρέχουσες λειτουργικές της ανάγκες :

$$\text{Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμο ενεργητικό}}{\text{Ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Στα διαθέσιμα στοιχεία του ενεργητικού περιλαμβάνονται τα μετρητά στο ταμείο, οι καταθέσεις όψεως, οι επιταγές, τα εισηγμένα στο χρηματιστήριο χρεώγραφα και γενικά τα ισοδύναμα με μετρητά στοιχεία.

Από την τιμή του δείκτη βλέπουμε πόσες φορές τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης καλύπτουν τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις αυτής.

6.2.2. Αριθμοδείκτες δραστηριότητας

Συμπληρωματικά με τους αριθμοδείκτες ρευστότητας, χρησιμοποιούνται και οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας με σκοπό να δοθούν πληρέστερες πληροφορίες που σχετίζονται με την είσπραξη των απαιτήσεων, την πληρωμή των υποχρεώσεων και την ταχύτητα κυκλοφορίας των αποθεμάτων.

Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας εφαρμόζονται για να προσδιοριστεί ο βαθμός μετατροπής των παραπάνω περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης σε ρευστά. Με άλλα λόγια δείχνουν πόσο αποτελεσματική χρήση των πόρων που διαθέτει, κάνει μια επιχείρηση.

1. Αριθμοδείκτης ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων (Receivables turnover ratio)

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων δείχνει πόσες φορές κατά μέσο όρο εισπράττονται οι απαιτήσεις μιας επιχείρησης στη διάρκεια της λογιστικής χρήσης.

$$\text{Α/δ ταχύτητας εισπράξης απαιτήσεων} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Μέσος όρος απαιτήσεων}}$$

Στις απαιτήσεις περιλαμβάνονται οι φορτωτικές εισπρακτέες, τα γραμμάτια ή οι συναλλαγματικές και οι απαιτήσεις με ανοικτούς λογαριασμούς.

Ο δείκτης αυτός μετριέται σε ημέρες ως εξής :

$$\text{Μέση διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχ.} = \frac{\text{Μέσο ύψος απαιτήσεων}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}} * 365$$

Το χρονικό αυτό διάστημα μετρά αφενός την αποτελεσματικότητα της διοίκησης της επιχείρησης στην είσπραξη των απαιτήσεών της και αφετέρου εκφράζει την πιστωτική της πολιτική. Η μέση διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση πρέπει να διατηρείται όσο γίνεται μικρότερη, όχι μόνο γιατί τα κεφάλαια που δεσμεύονται για την χρηματοδότηση των πωλήσεων έχουν κάποιο κόστος, αλλά γιατί έχουν και ένα κόστος ευκαιρίας λόγω του ότι θα μπορούσαν να επενδυθούν αποδοτικά κάπου αλλού. Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων παρέχει ένδειξη της ποιότητας και του βαθμού ρευστότητας των απαιτήσεων μιας επιχείρησης, καθώς και του κατά πόσο επιτυχής υπήρξε η διοίκησή της στην είσπραξη των απαιτήσεών της.

Ο υπολογισμός του αριθμοδείκτη αυτού αποτελεί τον καλύτερο τρόπο για να διαπιστωθεί αν οι απαιτήσεις μιας επιχείρησης είναι πολύ μεγάλες σε σύγκριση με τα υπόλοιπα κυκλοφοριακά της στοιχεία. Όσο μεγαλύτερη είναι η ταχύτητα εισπράξεως των απαιτήσεων, τόσο μικρότερος είναι ο χρόνος δέσμευσης των κεφαλαίων και τόσο καλύτερη η θέση της επιχείρησης από άποψη

χορηγούμενων πιστώσεων. Επιπλέον, μεγάλη ταχύτητα στην είσπραξη των απαιτήσεων υποδηλώνει μικρότερη πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες.

Οι μεγάλες απαιτήσεις που συχνά υπάρχουν, κυρίως σε περιόδους οικονομικής ύφεσης, παρέχουν ένδειξη ότι η επιχείρηση ίσως αναγκάζεται να δανείζεται βραχυπρόθεσμα για να είναι σε θέση να εξοφλεί τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της.

2. Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων (Inventories turnover ratio)

Η ικανότητα μιας επιχείρησης να πωλεί τα αποθέματά της γρήγορα αποτελεί ένα ακόμη μέτρο του βαθμού χρησιμοποίησής των περιουσιακών της στοιχείων.

$$\text{Α/δ ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος πωληθέντων}}{\text{Μέσο απόθεμα προϊόντων}}$$

Αν το κόστος πωληθέντων δεν είναι γνωστό στον αναλυτή, τότε χρησιμοποιούνται στον αριθμητή του κλάσματος οι καθαρές πωλήσεις.

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων δείχνει πόσες φορές μέσα στην χρήση ανανεώθηκαν τα αποθέματα της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της.

Η εξέλιξη του δείκτη μετριέται σε ημέρες και δίνεται από την παρακάτω σχέση :

$$\text{Αριθμός ημερών παραμονής αποθεμάτων στην επιχ.} = \frac{365}{\text{Α/δ ταχύτ. κυκλοφ. αποθεμάτων}}$$

Γενικά όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων τόσο πιο αποτελεσματικά λειτουργεί η επιχείρηση. Ο υπολογισμός του δείκτη αυτού γίνεται για να διαπιστωθεί η ταχύτητα με την οποία τα αποθέματα διατέθηκαν και αντικαταστάθηκαν κατά τη διάρκεια της χρήσης. Με αυτόν τον τρόπο ελέγχεται αν υπάρχει υπεραποθεματοποίηση, η οποία μπορεί

να εγκυμονεί κινδύνους για την οικονομική εξέλιξη της επιχείρησης, ιδιαίτερα όταν τα αποθέματα των προϊόντων έχουν πραγματοποιηθεί με πίστωση ή με δανειακά τραπεζικά κεφάλαια, για τα οποία η επιχείρηση πληρώνει τόκους.

Ενώ η χαμηλή ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων συνήθως συνδέεται με υπεραποθεματοποίηση, η μεγάλη ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων μπορεί να μην συνδέεται με αναλογικά υψηλά κέρδη, γιατί αυτά μπορεί να συμπιέζονται από την προσπάθεια της επιχείρησης να επιτύχει περισσότερες σε όγκο πωλήσεις με αντίστοιχη μείωση της τιμής πώλησης των προϊόντων της. Έτσι πολλές φορές η μεγάλη ταχύτητα κυκλοφορίας των αποθεμάτων μπορεί να αποδειχθεί λιγότερο επικερδής για μια επιχείρηση από ότι μια χαμηλή ταχύτητα κυκλοφορίας που συνδέεται με μεγάλο μικτό περιθώριο κέρδους.

6.2.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (Profitability Ratios)

Η ανάλυση της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης αποκτά μεγάλη σημασία καθώς σκοπός όλων των επιχειρήσεων είναι το κέρδος. Οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές-μέτοχοι αλλά και οι πιστωτές δείχνουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον στο πόσο αποδοτική υπήρξε η επιχείρηση από άποψη κερδών και ποιες είναι οι προοπτικές της στο μέλλον. Η ανταμοιβή τους για τα κεφάλαια που έχουν τοποθετήσει και για τους κινδύνους που έχουν αναλάβει, μετράται με την αποδοτικότητα της επιχείρησης, στην οποία αντανακλάται η ικανότητά της να πραγματοποιεί κέρδη.

1. Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους (Gross Profit Margin)

Ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους δείχνει το πόσο επικερδής είναι μια επιχείρηση από την πώληση των προϊόντων της και υπολογίζεται ως εξής :

$$\text{Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους} = \frac{\text{Μικτά κέρδη εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές πωλήσεις χρήσης}} * 100$$

Ο υπολογισμός του μικτού κέρδους είναι σημαντικός για τις εμπορικές και βιομηχανικές επιχειρήσεις γιατί παρέχει ένα μέτρο αξιολόγησης της

αποδοτικότητάς τους. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης μικτού κέρδους, τόσο καλύτερη από άποψη κερδών είναι η θέση της επιχείρησης καθώς μπορεί να αντιμετωπίσει εύκολα μια αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων της. Επιπλέον, ένας υψηλός δείκτης μικτού κέρδους δείχνει την ικανότητα της διοίκησης της επιχείρησης να πραγματοποιεί φθηνές αγορές και να πωλεί σε υψηλές τιμές.

Αντιθέτως, ένας χαμηλός δείκτης μικτού κέρδους φανερώνει μια όχι καλή πολιτική της διοίκησης στον τομέα των αγορών και των πωλήσεων. Ακόμη, ένας χαμηλός δείκτης μπορεί να παρέχει ένδειξη ότι η επιχείρηση έχει κάνει επενδύσεις που δεν δικαιολογούνται από τον όγκο των πωλήσεών της, με αποτέλεσμα να έχει αυξημένο κόστος παραγωγής των προϊόντων της.

2. Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους (Net profit margin)

Ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει μια επιχείρηση από τις λειτουργικές της δραστηριότητες, ήτοι τις πωλήσεις της. Με άλλα λόγια ο δείκτης αυτός δίνει το ποσοστό κέρδους που μένει στην επιχείρηση, αφού αφαιρεθούν από τις καθαρές πωλήσεις το κόστος πωληθέντων και τα λοιπά έξοδα.

Ο τρόπος υπολογισμού του δείκτη έχει ως εξής :

$$\text{Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}} * 100$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους, τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση. Είναι σκόπιμο να τονιστεί ότι από την μελέτη των αριθμοδεικτών μικτού και καθαρού περιθωρίου κέρδους, ο αναλυτής μπορεί να εμβαθύνει περισσότερο στην εσωτερική λειτουργία της επιχείρησης.

Εάν ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους δεν μεταβάλλεται διαχρονικά ενώ κατά την ίδια περίοδο ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους παρουσιάζει κάμψη, η εξέλιξη αυτή παρέχει ένδειξη μιας δυσανάλογης αύξησης

των εσόδων λειτουργίας της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της. Στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να εξεταστούν οι επιμέρους κατηγορίες εξόδων, προκειμένου να επισημανθούν οι λόγοι αύξησής τους.

Εάν, αντίθετα, ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους παρουσιάζει κάμψη διαχρονικά, ενώ ο δείκτης καθαρού κέρδους παραμένει σταθερός, παρέχεται ένδειξη δυσανάλογης αύξησης του κόστους πωληθέντων σε σχέση με τα έσοδα των πωλήσεων. Αυτό μπορεί να οφείλεται σε μείωση της παραγωγικότητας των συντελεστών που συμμετέχουν στην παραγωγή ή σε συμπίεση των τιμών πώλησης των προϊόντων της επιχείρησης.

Τέλος, εάν οι αριθμοδείκτες μικτού και καθαρού περιθωρίου κέρδους μειώνονται ενώ τα έξοδα λειτουργίας παραμένουν σταθερά σε σχέση με τις πωλήσεις, τότε αυτό οφείλεται αποκλειστικά στο υψηλότερο κόστος παραγωγής.

3. Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων (Return to total capital employed)

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης ανεξάρτητα από τις πηγές προέλευσης των κεφαλαίων της. Δείχνει επίσης την ικανότητά της να πραγματοποιεί κέρδη καθώς και τον βαθμό επιτυχίας της διοίκησής της στη χρησιμοποίηση των ιδίων και των ξένων κεφαλαίων. Με άλλα λόγια ο δείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων ή επενδυμένων κεφαλαίων μετρά την κερδοφόρα δυναμικότητα του συνόλου των απασχολούμενων στην επιχείρηση κεφαλαίων (ιδίων και ξένων) και μπορεί να υπολογιστεί είτε για το σύνολο μιας επιχείρησης είτε για τμήματα αυτής.

$$\text{Α/δ αποδ/τας επενδυμένων κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθ. κέρδη προ φόρων} + \text{Χρηματ/κα έξοδα}}{\text{Συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια}}$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ένας από τους σημαντικότερους δείκτες μέτρησης της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης καθώς μια χαμηλή τιμή του δείκτη μπορεί εύκολα να μηδενιστεί, σε περίπτωση που η επιχείρηση αντιμετωπίσει περίοδο κρίσεως.

Επιπλέον, μια χαμηλή αποδοτικότητα του συνόλου των απασχολούμενων κεφαλαίων ενδέχεται να σημαίνει κάποια υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση σε σχέση με τις πωλήσεις της, υψηλές δαπάνες για την επίτευξη των πωλήσεών της, υψηλά έξοδα, κακή διαχείριση και γενικά δυσμενείς οικονομικές συνθήκες.

Αντίθετα, μια υψηλή αποδοτικότητα παρέχει ένδειξη ότι η επιχείρηση βαδίζει σωστά και σταθερά, χωρίς να αντιμετωπίζει τους προαναφερθέντες αρνητικούς παράγοντες.

Τέλος, ο υπολογισμός της αποδοτικότητας του συνόλου των απασχολούμενων κεφαλαίων αποτελεί, κατά κάποιο τρόπο, οδηγό στις περιπτώσεις που μια επιχείρηση πρόκειται να προβεί σε εξαγορά κάποιας άλλης ή άλλων επιχειρήσεων ή να αναλάβει νέες δραστηριότητες.

4. Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (Return On total Assets)

Ο αριθμοδείκτης αυτός μετρά την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, καθώς και των επιμέρους τμημάτων αυτής και αποτελεί ένα είδος αξιολόγησης και ελέγχου της διοίκησής της. Στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων δεν περιλαμβάνονται οι συμμετοχές καθώς και άλλες παρόμοιες επενδύσεις γιατί δεν συντελούν στην δημιουργία λειτουργικών κερδών (καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης και χρηματοοικονομικά έξοδα, οι τόκοι δηλαδή των ξένων κεφαλαίων).

Ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού υπολογίζεται ως εξής :

$$\text{Α/δ αποδοτικότητας ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμ/σης} + \text{Χρηματ/κα έξοδα}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}} * 100$$

Η αποτελεσματική λειτουργία μιας επιχείρησης δείχνει την ικανότητά της να μπορεί να επιζήσει οικονομικά και να προσελκύει κεφάλαια που προσφέρονται για επένδυση, αμείβοντάς τα ανάλογα.

5. Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (Return On Equity)

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος.

$$\text{Α/δ αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμετ/σης}}{\text{Μέσο Υψος Ιδίων Κεφαλαίων}} * 100$$

Πολλές φορές κατά την διάρκεια της χρήσης μπορεί να υπάρχουν διάφορες αυξήσεις των ιδίων κεφαλαίων, είτε με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου είτε από αναπροσαρμογή της αξίας των περιουσιακών στοιχείων είτε για διάφορους άλλους λόγους. Στην περίπτωση αυτή πρέπει να υπολογιστεί το πραγματικό ύψος των ιδίων κεφαλαίων που απασχολήθηκαν σε όλη τη διάρκεια της χρήσης.

$$\text{Πραγματικό ύψος ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Ιδια κεφάλαια αρχης} + \text{Ιδια κεφάλαια τέλους}}{2}$$

Με αυτόν τον τρόπο γίνεται η υπόθεση ότι τα νέα κεφάλαια εισήχθησαν στην επιχείρηση στο μέσον της λογιστικής χρήσης.

Στον αριθμοδείκτη αυτό απεικονίζεται η αποδοτικότητα των επενδύσεων των μετόχων. Ένας χαμηλός αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων είναι ενδεικτικός του ότι η επιχείρηση πάσχει σε κάποιο τομέα της (ανεπαρκής διοίκηση, χαμηλή παραγωγικότητα, υπερεπένδυση κεφαλαίων, δυσμενείς οικονομικές συνθήκες και άλλα) χωρίς όμως ο εξωτερικός αναλυτής να μπορεί να εντοπίσει τα αδύναμα σημεία της από τον εν λόγω αριθμοδείκτη.

Αντίθετα, ένας υψηλός αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση ευημερεί, γεγονός που μπορεί να οφείλεται στην επιτυχημένη διοίκησή της, σε ευνοϊκές οικονομικές συνθήκες αλλά και στην εύστοχη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων της. Στην περίπτωση αυτή, οι μέτοχοι

έχουν ωφεληθεί από το γεγονός ότι τα ξένα κεφάλαια κοστίζουν στην επιχείρηση λιγότερο απ' ό,τι αυτά της αποδίδουν.

6.2.4. Αριθμοδείκτες διαρθρώσεως κεφαλαίων και βιωσιμότητας (Financial structure and viability ratios)

Σε αντίθεση με τις προηγούμενες κατηγορίες αριθμοδεικτών, οι αριθμοδείκτες διαρθρώσεως κεφαλαίου και βιωσιμότητας εκτιμούν την μακροχρόνια οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης. Ο όρος διάρθρωση κεφαλαίων υποδηλώνει τα διάφορα είδη και τις μορφές των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί μια επιχείρηση για την χρηματοδότησή της. Η σπουδαιότητα της διάρθρωσης των κεφαλαίων απορρέει από την ουσιαστική διαφορά που υπάρχει μεταξύ των ιδίων και των δανειακών κεφαλαίων. Τα ίδια κεφάλαια είναι εκείνα που επωμίζονται τον επιχειρηματικό κίνδυνο που υπάρχει σε κάθε επιχείρηση. Επειδή θεωρούνται μόνιμα, επενδύονται κατά κανόνα σε μακροχρόνιες επενδύσεις κι έτσι εκτίθενται σε περισσότερους κινδύνους. Κύριο χαρακτηριστικό τους είναι ότι δεν έχουν ορισμένο χρόνο επιστροφής ούτε εξασφαλισμένη απόδοση, αφού η διανομή μερίσματος στους μετόχους εξαρτάται από το ύψος των κερδών και την απόφαση της διοίκησης και της γενικής συνέλευσης των μετόχων. Από την άλλη πλευρά, τα δανειακά κεφάλαια πρέπει να εξοφλούνται προσαυξημένα με τους τόκους τους σε τακτά χρονικά διαστήματα, ανεξάρτητα από την οικονομική θέση της επιχείρησης. Σε περίπτωση που μια εταιρία δεν είναι σε θέση να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις που απορρέουν από την χρησιμοποίηση ξένων κεφαλαίων, τότε θα υποστούν ζημιά τα ίδια κεφάλαιά της. (*Νιάρχος, Ν., 2004*)

Ειδικότερα, για την ανάλυση της μακροχρόνιας οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης εφαρμόζονται οι παρακάτω αριθμοδείκτες :

1. Αριθμοδείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια

Στον αριθμοδείκτη ξένων προς ίδια κεφάλαια παρουσιάζεται ένδειξη της ασφάλειας που παρέχει η επιχείρηση στους δανειστές της και υπολογίζεται ως εξής :

$$\text{Αριθμοδείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια} = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Αν η τιμή του δείκτη είναι μικρότερη της μονάδας συνεπάγεται ότι οι φορείς της επιχείρησης συμμετέχουν σε αυτήν με περισσότερα κεφάλαια απ' ό,τι οι πιστωτές.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης αυτός, τόσο μεγαλύτερη είναι η δανειακή επιβάρυνση της επιχείρησης.

2. Αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων (Number of times interest earned)

Ένας δεύτερος αριθμοδείκτης που χρησιμοποιείται για την ανάλυση της μακροχρόνιας θέσης μιας επιχείρησης είναι ο αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων.

Ο υπολογισμός του εν λόγω αριθμοδείκτη έχει ως εξής :

$$\text{Αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμεταλλεύσεως προ φόρων και τόκων}}{\text{Σύνολο τόκων}}$$

Ο παραπάνω δείκτης μετρά το βαθμό προστασίας που απολαμβάνουν οι πιστωτές της επιχείρησης από ενδεχόμενο κίνδυνο μη καταβολής των ξένων κεφαλαίων. Παρέχει δηλαδή ένδειξη για το περιθώριο ασφάλειας που έχουν οι πιστωτές και παρουσιάζει ιδιαίτερη σπουδαιότητα καθώς εμφανίζει την ικανότητα της επιχείρησης να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης κάλυψης τόκων, τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητα της επιχείρησης να πληρώνει τους τόκους της και τόσο μικρότερος ο κίνδυνος αθέτησης στην εξόφληση των υποχρεώσεών της.

Όσο μικρότερος είναι ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερος είναι ο δανεισμός της επιχείρησης και τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα αποτυχίας της.

6.2.5. Αριθμοδείκτης δαπανών λειτουργίας (Operating Expense Ratio)

Οι αριθμοδείκτες δαπανών λειτουργίας παρέχουν ένδειξη της πολιτικής που ακολουθεί η διοίκηση μιας επιχείρησης απέναντι στις διάφορες δαπάνες

λειτουργίας της και στην αποτελεσματικότητα της έναντι των επιμέρους δαπανών.

Ονομαστικά οι σημαντικότεροι από αυτούς είναι :

- Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων (Operating Ratio)
- Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων προς πωλήσεις (Operating expenses to net sales ratio).
- Αριθμοδείκτης καθαρών κερδών προς αμοιβές απασχολουμένων (Trading profit to wages).
- Αριθμοδείκτης παγίων προς μέσο αριθμό απασχολουμένων (Ratio of fixed assets to average number of employees).
- Αριθμοδείκτης αμοιβών προς μέσο αριθμό απασχολουμένων (Ratio of total wages to average number of employees).
- Αριθμοδείκτης κάλυψης επενδύσεων (Ratio of accumulated depreciation to new investments).

6.2.6. Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες (Investment Ratios)

Η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών μιας επιχείρησης στην αγορά ενδιαφέρει τους αναλυτές διότι αντιπροσωπεύει τις προτιμήσεις των επενδυτών ως προς την αξιολόγηση αυτής οποιαδήποτε χρονική στιγμή. Η χρηματιστηριακή τιμή είναι η τιμή στην οποία οι ενδιαφερόμενοι επιθυμούν να αγοράσουν ή να πωλήσουν μετοχές της συγκεκριμένης επιχείρησης. Η τιμή αυτή δίνει την πληροφορία για το πώς βλέπουν οι επενδυτές την απόδοση και τον κίνδυνο που συνδέεται με την κατοχή μετοχών της συγκεκριμένης εταιρίας. Η χρηματιστηριακή τιμή από μόνη της δεν μπορεί να δώσει αυτήν την πληροφορία , μόνο αν συνδυαστεί με τα

κέρδη και τα μερίσματα και υπολογιστεί ο λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή και η μερισματική απόδοση.

Παρακάτω αναφέρονται κάποιοι από τους σημαντικότερους επενδυτικούς αριθμοδείκτες :

1. Κέρδη ανά μετοχή (Earnings per share)

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το ύψος των καθαρών κερδών που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή της επιχείρησης και επηρεάζεται τόσο από το συνολικό ύψος των κερδών της επιχείρησης όσο και από τον αριθμό των μετοχών της. Το ύψος των κερδών ανά μετοχή αντανakλά την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης με βάση μια μετοχή της. :

Ο δείκτης προκύπτει από τη παρακάτω σχέση :

$$\text{Κέρδη ανά μετοχή} = \frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσης}}{\text{Μέσος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

2. Μέρισμα ανά Μετοχή (Dividends per share)

Ο δείκτης του κατά μετοχή μερίσματος μιας επιχείρησης παρέχει ένδειξη του ποσοστού των κερδών που μοιράζονται στους μετόχους (μέρισμα) και αυτού που παρακρατείται από την επιχείρηση με τη μορφή διαφόρων αποθεματικών. Προκειμένου να γίνουν συγκρίσεις των κατά μετοχή μερισμάτων με αντίστοιχα στοιχεία προηγούμενων χρήσεων, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη τυχόν διανομή δωρεάν μετοχών από κεφαλαιοποιήσεις κερδών, αποθεματικών και υπεραξίας παγίων στοιχείων. Επίσης θα πρέπει να υπολογίζεται και τυχόν κατάτμηση (split) ή σύμπτυξη μετοχών (reverse split). Σε όλες αυτές τις περιπτώσεις για να καταστούν τα στοιχεία συγκρίσιμα, θα πρέπει να γίνεται προσαρμογή των μερισμάτων των προηγούμενων χρήσεων με βάση τον αριθμό των μετοχών της τελευταίας χρήσεως.

Το μέρισμα ανά μετοχή βρίσκεται από την παρακάτω σχέση :

$$\text{Μέρισμα ανά μετοχή} = \frac{\text{Σύνολο μερισμάτων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

3. Τρέχουσα Μερισματική Απόδοση (Current Dividend Yield)

Η τρέχουσα μερισματική απόδοση δείχνει την απόδοση που απολαμβάνουν οι επενδυτές από τα μερίσματα των μετοχών που έχουν επενδύσει τα κεφάλαιά τους. Ο δείκτης παρουσιάζει το πόσο συμφέρουσα είναι η επένδυση σε μετοχές μιας επιχείρησης με βάση το μέρισμα το οποίο εισπράττει καθώς και την τρέχουσα χρηματιστηριακή τους αξία.

Όσο μεγαλύτερη είναι η μερισματική απόδοση μιας μετοχής τόσο πιο ελκυστική είναι η μετοχή αυτή για τους επενδυτές.

Η τρέχουσα μερισματική απόδοση προκύπτει από την παρακάτω σχέση :

$$\text{Τρέχουσα μερισματική απόδοση} = \frac{\text{Μέρισμα ανά μετοχή}}{\text{Τιμή μετοχής στο χρηματιστήριο}} * 100$$

4. Λόγος Χρηματιστηριακής Τιμής προς Εσωτερική Αξία Μετοχής (Price to Book Value Ratio)

Ο λόγος της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών μιας εταιρίας προς την εσωτερική αξία κάθε μετοχής δείχνει πόσες φορές διαπραγματεύεται η τιμή των μετοχών μιας επιχείρησης την εσωτερική της αξία. Επιπλέον παρέχει ένδειξη σχετικά με το εάν η μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη στην χρηματιστηριακή αγορά σε σχέση με την εσωτερική της αξία. Ιδιαίτερη σημασία θα πρέπει να δίνεται στην ερμηνεία της σχέσης αυτής καθώς η εσωτερική αξία δίνεται σε ιστορικές τιμές ενώ η τιμή στο χρηματιστήριο εκφράζει την τρέχουσα αξία, όπως αυτή αποτιμάται από τους επενδυτές στην αγορά.

Η παραπάνω σχέση δίνεται από τον εξής τύπο :

$$Price / Book Value = \frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Εσωτερική αξία μετοχής}}$$

- Η εσωτερική αξία μετοχής (Book Value per share) προκύπτει από την παρακάτω σχέση :

$$\text{Εσωτερική αξία μετοχής} = \frac{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

5. Λόγος Τιμής προς Κέρδη ανά Μετοχή (Price / Earnings Ratio)

Ο λόγος P / E μιας μετοχής (λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή ή price-to-earnings ratio) εκφράζει την τιμή που καταβάλλεται για μια μετοχή σε σχέση με το ετήσιο καθαρό εισόδημα ή κέρδος που κερδίζει η επιχείρηση ανά μετοχή και αποτελεί τον πιο γνωστό χρηματοοικονομικό δείκτη αποτίμησης. Ο λόγος P / E αντικατοπτρίζει την κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης.

Ο αριθμοδείκτης αυτός χρησιμοποιείται για αποτίμηση ως εξής : ένα υψηλότερο P / E σημαίνει ότι οι επενδυτές πληρώνουν περισσότερα για κάθε μονάδα του καθαρού εισοδήματος, σε σχέση με ένα χαμηλότερο P / E. Ο λόγος P / E έχει μονάδες χρόνου, και μπορεί να ερμηνευθεί ως “ο αριθμός των ετών που απαιτούνται για την επανείσπραξη του επενδυμένου κεφαλαίου”, αγνοώντας τη διαχρονική αξία του χρήματος.

Με άλλα λόγια, η αναλογία P / E δείχνει την τρέχουσα ζήτηση των επενδυτών για μια μετοχή της εταιρείας. Το αντίστροφο του P / E είναι γνωστό ως απόδοση κερδών. Η απόδοση κερδών είναι μια εκτίμηση της προσδοκώμενης απόδοσης αν κρατήσουμε τη μετοχή, αποδεχόμενοι ορισμένες περιοριστικές υποθέσεις. Ο αριθμοδείκτης τιμή προς κέρδη ανά μετοχή είναι πάντοτε θετικό μέγεθος και δεν υπολογίζεται όταν η επιχείρηση έχει ζημιές.

Ο παραπάνω δείκτης υπολογίζεται ως εξής :

$$\text{Λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E)} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά μετοχή}}$$

7. ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ (Comparative Analysis)

Τα λογιστικά στοιχεία αποκτούν μεγαλύτερη σημασία όταν κατατάσσονται κατά κατηγορίες και συγκρίνονται με ίδια ή παρόμοια στοιχεία προηγούμενων ετών ή χρήσεων.

Η παρουσία των συγκριτικών χρηματοοικονομικών καταστάσεων επαυξάνει την χρησιμότητα των στοιχείων αυτών και εμφανίζει πιο καθαρά τη φύση και τις τάσεις των τρεχουσών μεταβολών που επηρεάζουν την χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης. Όσο περισσότερες είναι οι χρήσεις στις οποίες αναφέρονται οι συγκριτικές καταστάσεις, τόσο πιο αξιόπιστα είναι και τα συμπεράσματα που θα διεξαχθούν. Οι συγκριτικές καταστάσεις γίνονται περισσότερο χρήσιμες όταν παράλληλα με τα απόλυτα μεγέθη περιέχονται και τα ποσοστά. Για να είναι δυνατή για τον αναλυτή η πρόβλεψη της πορείας μιας επιχείρησης, είναι απαραίτητο να συγκεντρώνονται στοιχεία για δύο τουλάχιστον ή περισσότερες περιόδους.

Η συγκριτική ανάλυση περιλαμβάνει τις εξής μεθόδους :

- Συγκριτικές καταστάσεις συνήθους μορφής διαχρονικά
- Υπολογισμός αριθμοδεικτών τάσεως
- Διαχρονική ανάλυση “κοινών μεγεθών” των λογιστικών καταστάσεων
- Διαχρονική ανάλυση αριθμοδεικτών

Οι Αριθμοδείκτες τάσεως (Trend percentages)

Η κατάρτιση των συγκριτικών καταστάσεων επιτρέπει την αξιολόγηση των μεταβολών των διαφόρων στοιχείων των χρηματοοικονομικών καταστάσεων για μικρο χρονικό διάστημα (2-3 έτη). Με τους αριθμοδείκτες τάσεως γίνεται πιο

εύκολη η παρακολούθηση των διαχρονικών μεταβολών που αφορούν ένα μεγάλο χρονικό διάστημα (5-10 έτη).

Ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών τάσεως προϋποθέτει την επιλογή ενός έτους ή μιας χρονικής στιγμής που θα αποτελέσει την βάση. Κατά την συγκεκριμένη χρονική στιγμή, οι αριθμοδείκτες τάσεως που πρόκειται να μελετηθούν, θεωρείται ότι είναι ίσοι με το 100.

Έτσι λοιπόν προκύπτει ο παρακάτω τύπος :

$$\text{Δείκτης Τάσεως} = \frac{\text{Τιμή μεγέθους στο υπό κρίση έτος}}{\text{Τιμή μεγέθους στο έτος βάσεως}} * 100$$

Διαχρονική ανάλυση κοινών μεγεθών

(Time series analysis of common size statements)

Οι διαχρονικές συγκρίσεις των κοινών μεγεθών δείχνουν τις μεταβολές των ποσοστών συμμετοχής των επιμέρους στοιχείων στους τομείς περιουσίας, υποχρεώσεων, κόστους καθώς και των υπολοίπων κατηγοριών οικονομικών στοιχείων. Για παράδειγμα, το ποσοστό συμμετοχής των μηχανημάτων στο σύνολο του ενεργητικού.

Διαχρονική ανάλυση χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών

(Time series analysis of financial ratios)

Βασικός σκοπός αυτού του είδους ανάλυσης είναι η δημιουργία της απαραίτητης πληροφοριακής βάσης για την λήψη ορθών αποφάσεων με τη σύγκριση ενός αριθμοδείκτη με τον αντίστοιχο αριθμοδείκτη άλλης ή άλλων επιχειρήσεων.

Η εξέταση των αριθμοδεικτών μιας επιχείρησης διαχρονικά αναφέρεται στη συμπεριφορά αυτών για μια σειρά ετών και βοηθά στο να προβλεφθεί η μελλοντική χρηματοοικονομική της κατάσταση. Βοηθά επίσης στο να διαπιστωθεί αν μια ευνοϊκή κατάσταση μετατρέπεται σε μη ευνοϊκή ή αντίθετα αν μια δυσμενής οικονομική κατάσταση βελτιώνεται με την πάροδο του χρόνου.

B´ ΜΕΡΟΣ

Στο Β' μέρος της παρούσας εργασίας παρουσιάζονται και αναλύονται 2 περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν σε Ευρωπαϊκό έδαφος την περίοδο 2005 – 2010.

Κριτήριο στην επιλογή των περιπτώσεων ήταν οι εμπλεκόμενες στην ανάλυση επιχειρήσεις να μην έχουν πραγματοποιήσει άλλη μεγάλη σε κόστος συναλλαγή για το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα.

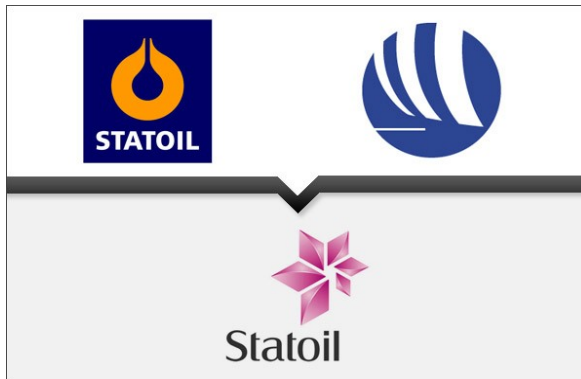
Αρχικά παρουσιάζεται ένα σύντομο ιστορικό της πορείας της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

Στη συνέχεια με βάση τα στοιχεία από τις ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις (Ισολογισμός, Αποτελέσματα χρήσης, Κατάσταση ταμειακών ροών), γίνεται συγκριτική ανάλυση, με χρήση ορισμένων σημαντικών αριθμοδεικτών, της πορείας της επιχείρησης για χρονικό διάστημα πέντε ετών. Δύο χρόνια πριν την συναλλαγή, το έτος της συναλλαγής και δύο χρόνια μετά.

Στο χρονικό αυτό διάστημα θα γίνει αξιολόγηση και εκτίμηση της πορείας της επιχείρησης πριν και μετά την συναλλαγή που πραγματοποιήθηκε.

8. ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΥΟ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΑΣ

8.1. STATOIL ASA - NORSK HYDRO ASA



Η Νορβηγική εταιρία STATOIL ASA, είναι μια πολυεθνική εταιρία πετρελαίου και φυσικού αερίου που εδρεύει στο Στάβανγκερ της Νορβηγίας. Είναι μια ολοκληρωμένη πετρελαϊκή εταιρία με δραστηριότητες σε 35 χώρες σε όλο τον κόσμο.

Οι χερσαίες εγκαταστάσεις της εταιρίας στην Νορβηγία δραστηριοποιούνται σε τομείς όπως η κατεργασία φυσικού αερίου και αργού πετρελαίου (μαζούτ) και η διύλιση και παραγωγή μεθανόλης.

Είναι επίσης τεχνικός φορέας για τις εγκαταστάσεις υποδοχής των αγωγών και των υποδομών για το φυσικό αέριο.

Η εταιρία είναι διαχειριστής της Νορβηγικής υφαλοκρηπίδας και κατέχει άδεια σε πολυάριθμους τομείς πετρελαίου και φυσικού αερίου.

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1972 και σήμερα απασχολεί πάνω από 23.000 εργαζόμενους.

Σύμφωνα με δημοσίευση του Αμερικανικού περιοδικού Forbes για το 2013, η STATOIL κατατάσσεται, βάση των πωλήσεων της, στην ενδέκατη θέση παγκοσμίως στον τομέα του πετρελαίου και της ενέργειας, ενώ σύμφωνα με τα κέρδη της και ανεξάρτητα από το αντικείμενο των δραστηριοτήτων της, βρίσκεται στην εικοστή έκτη θέση παγκοσμίως. Βασικός μέτοχος της εταιρίας είναι το Νορβηγικό κράτος, κατέχοντας το 67% των μετοχών της STATOIL.

Η NORSK HYDRO ASA είναι μια από τις μεγαλύτερες εταιρίες παγκοσμίως, η οποία δραστηριοποιείται στην εκμετάλλευση αλουμινίου και ανανεώσιμων πηγών ενέργειας σε 50 χώρες σε όλο τον κόσμο. Η εταιρία ιδρύθηκε το 1905, εδρεύει στο Όσλο της Νορβηγίας και απασχολεί περίπου 13.000 εργαζόμενους. Το Νορβηγικό κράτος κατέχει το 34,3% στην εταιρία.

Η NORSK HYDRO είχε πολύ σημαντική παρουσία στη βιομηχανία πετρελαίου και φυσικού αερίου μέχρι το 2007, όπου οι δραστηριότητές της συγχωνεύτηκαν με αυτές της ανταγωνίστριας εταιρίας STATOIL. Η εταιρία που προέκυψε αρχικά από την συγχώνευση ονομάστηκε STATOIL HYDRO, η οποία το 2009 μετονομάστηκε σε STATOIL.

8.2. Περιγραφή της συγχώνευσης

Τον Ιανουάριο του 2007 ολοκληρώθηκε η φημολογούμενη συμφωνία συγχώνευσης μεταξύ των Νορβηγικών εταιριών STATOIL ASA και NORSK HYDRO ASA.

Η συναλλαγή πραγματοποιήθηκε με ανταλλαγή μετοχών αξίας 191.889 δις Νορβηγικών Κορωνών (30.793 δις δολάρια). Η STATOIL προσέφερε 0,8622 κοινές μετοχές για κάθε μετοχή της NORSK HYDRO. Η κάθε μετοχή της εξαγοραζόμενης εταιρίας εκτιμήθηκε ότι κοστίζει 149.161 Νορβηγικές Κορώνες (23.937 δολάρια).

Η συναλλαγή ήταν θέμα ρυθμιστικών εγκρίσεων και η στάση της χαρακτηρίστηκε φιλική.

8.3. Σκοπός της συγχώνευσης

Ο σκοπός της συναλλαγής ήταν να δημιουργηθεί μια εξαιρετικά ανταγωνιστική και οικονομικά ισχυρή εταιρία Νορβηγικής προελεύσεως, καλά εδραιωμένη ώστε να εξασφαλίζει την συνεχόμενη εγχώρια αριστεία και να επιδιώκει διεθνείς επιχειρηματικές ευκαιρίες για μακροπρόθεσμη ανάπτυξη.

8.4. Ανάλυση Οικονομικών Στοιχείων

Οι πίνακες 1.1. και 1.2. εμφανίζουν τους συγκριτικούς ισολογισμούς και αποτελέσματα χρήσης κατά την εξεταζόμενη πενταετία. Από την μελέτη των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης προκύπτει ότι σημειώθηκε σημαντική μεταβολή σε ορισμένα οικονομικά μεγέθη της επιχείρησης.

Πιο αναλυτικά, από την οριζόντια συγχώνευση που πραγματοποιήθηκε μεταξύ των Νορβηγικών εταιριών Statoil και Norsk Hydro παρατηρείται ότι, αν και τα αποθέματα διατηρούνται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, η αύξηση των απαιτήσεων παρέχει ένδειξη ότι η διοίκηση της εταιρίας στην προσπάθειά της να επιτύχει αύξηση των πωλήσεων, παρείχε περισσότερες πιστωτικές διευκολύνσεις στους πελάτες της. Οι αυξημένες αυτές απαιτήσεις κυρίως κατά τα έτη μετά την συγχώνευση και συγκριτικά με τα έτη πριν από την πραγματοποίησή της, συνδέονται με τις κατά πολύ αυξημένες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Κατά το 2009, παρατηρείται μια σημαντική μείωση στο σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού η οποία συνοδεύεται για το ίδιο χρονικό διάστημα από μείωση των διαθεσίμων και των απαιτήσεων και ταυτόχρονα αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Παράλληλα, η αύξηση που παρατηρείται στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, οδηγεί στο συμπέρασμα ότι δεν εξοφλούνται έγκαιρα. Η σταδιακή μείωση των καθαρών κερδών μπορεί να είναι αποτέλεσμα της πολιτικής των πωλήσεων που ακολουθεί η εταιρία ή ακόμη μπορεί να οφείλεται στον αυξημένο ανταγωνισμό που επικρατεί παγκοσμίως στην βιομηχανία πετρελαίου και φυσικού αερίου. Για το 2009, η διενέργεια υψηλότερων αποσβέσεων καθώς και η αύξηση των χρηματοοικονομικών εξόδων συνετέλεσαν στην μείωση του καθαρού κέρδους.

Από την άλλη πλευρά, η αυξημένη συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων στο σύνολο των κεφαλαίων παρέχει ένδειξη ότι ενισχύεται η ασφάλεια των πιστωτών της εταιρίας, των μετόχων της δηλαδή, οι οποίοι φαίνεται να βλέπουν θετικά την συγχώνευση που πραγματοποιήθηκε.

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

Πίνακας 1.1

τα ποσά είναι εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	2009	2008	2007	2006	2005
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	2,436,714	1,556,623	2,229,073	1,445,973	1,081,127
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	7,127,473	7,579,277	8,739,186	5,026,923	5,428,922
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	4,477,927	5,742,172	5,380,713	1,022,850	1,736,063
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	14,042,114	14,878,073	16,348,972	9,388,225	9,621,967
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	67,672,025	59,293,762	60,768,571	38,377,344	36,134,428
ΠΑΘΗΤΙΚΟ	2009	2008	2007	2006	2005
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	13,489,643	16,409,832	16,295,185	9,476,528	9,697,213
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	11,578,132	5,610,254	5,589,436	3,686,913	4,090,253
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	43,527,127	37,096,140	38,212,432	23,311,923	22,595,489
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	23,927,842	21,994,606	22,330,411	14,886,989	13,352,136
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	67,672,025	59,293,762	60,768,571	38,377,344	36,134,428

Πηγή : Worldscope

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ

Πίνακας 1.2

τα ποσά είναι εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ

	2009	2008	2007	2006	2005
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	55,777,057	66,984,512	66,971,078	51,584,389	48,896,733
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	26,852,116	34,718,414	33,985,556	29,865,569	29,920,358
ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ	28,924,941	32,266,098	32,985,522	21,718,820	18,976,375
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	5,762,040	4,197,159	4,761,092	2,651,153	2,365,959
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	576,361	394,010	418,455	406,558	283,084
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	13,861,858	18,541,289	18,493,019	14,822,071	11,460,320
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	2,209,524	4,445,072	5,554,544	4,946,780	3,847,484

Πηγή : Worldscope

Επιλεγμένα στοιχεία μετοχών

Πίνακας 1.3.

	2009	2008	2007	2006	2005
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ	144,18	113.90	169.00	165.25	155.00
ΜΕΣΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	23,873,643	3,185,953,538	3,195,866.843	2,161,028,202	2,165,740,054
EPS	6,93	1,40	1,74	2,29	1,78
DPS	0,72	0,45	1,07	1,11	1,03
Τρέχουσα Μερισματική Απόδοση	6,00	4,40	8,50	9,12	8,20
P / E	25,18	8,39	12,25	8,79	10,92

Πηγή : Worldscope

Το έτος της συγχώνευσης η εταιρία πραγματοποίησε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών. Η πολύ υψηλή χρηματιστηριακή τιμή που διαμορφώθηκε κατά το κλείσιμο του ισολογισμού σε κάθε έτος σε συνδυασμό με την υψηλή τρέχουσα μερισματική απόδοση της μετοχής της Statoil, φανερώνει ότι η μετοχή της εταιρίας είναι ιδιαίτερα ελκυστική στο επενδυτικό κοινό.

Αν και ο χρόνος αναμονής για τους επενδυτές για να πάρουν πίσω τα επενδυμένα τους κεφάλαια αυξάνεται το 2009, με τον αριθμοδείκτη τιμή / κέρδη (P / E) να διαμορφώνεται στο 25,18 και τα καθαρά κατά μετοχή κέρδη (EPS) να διαμορφώνονται στο 6,93 διαφαίνεται έντονα η κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης καθώς η τρέχουσα ζήτηση των επενδυτών για να αποκτήσουν μία μετοχή στην εταιρία αυξήθηκε σημαντικά.

Η εικόνα των κατά μετοχή στοιχείων φαίνεται να δημιουργεί σταδιακά ασφάλεια στους μετόχους καθώς ενισχύεται η πεποίθησή τους ότι τελικά δεν έχουν επενδύσει τα κεφάλαιά τους σε μια ζημιολόγο επιχείρηση.

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Πίνακας 1.4

τα ποσά είναι εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ

	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΑΘΑΡΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ ΑΠΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ	8,807,812	10,534,303	11,831,370	7,419,013	7,042,662
ΚΑΘΑΡΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ	9,091,950	8,818,945	9,461,468	4,882,106	4,715,641
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	2,785,281	2,782,421	3,236,666	2,162,625	1,437,454
ΚΑΘΑΡΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ ΑΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ	1,362,296	1,749,570	996,130	2,501,221	2,067,600
ΜΕΤΡΗΤΑ ΣΤΗΝ ΑΡΧΗ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ	5,742,172	5,380,713	1,022,850	1,736,063	2,022,351
ΜΕΤΡΗΤΑ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ	4,477,927	5,742,172	5,380,713	1,022,850	1,736,063
ΚΑΘΑΡΗ ΑΥΞΗΣΗ(ΜΕΙΩΣΗ) ΜΕΤΡΗΤΩΝ	1,264,245	-361,459	-4,357,863	713,213	286,288

Πηγή : Worldscope

Βασικός σκοπός της κατάστασης ταμειακών ροών είναι να δώσει πληροφορίες για τις μεταβολές, τις εισροές και εκροές, που παρατηρούνται στα ταμειακά διαθέσιμα και τα ταμειακά ισοδύναμα.

Οι λειτουργικές δραστηριότητες αφορούν στις κύριες δραστηριότητες δημιουργίας εσόδων της επιχείρησης όπως εισπράξεις από πωλήσεις αγαθών και παροχή υπηρεσιών, εισπράξεις και πληρωμές μετρητοίς προς προμηθευτές και εργαζόμενους, ασφάλιστρα αποζημιώσεις και λοιπά.

Οι επενδυτικές δραστηριότητες αφορούν στην απόκτηση και διάθεση μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων, απόκτηση και πώληση συμμετοχών στο κεφάλαιο άλλων επιχειρήσεων και άλλες επενδύσεις.

Οι χρηματοοικονομικές δραστηριότητες αφορούν σε δραστηριότητες που καταλήγουν σε μεταβολές στο μέγεθος και την συγκρότηση του μετοχικού κεφαλαίου και του δανεισμού της επιχείρησης.

Παρατηρείται λοιπόν ότι οι αυξομειώσεις στην συγκριτική κατάσταση ταμειακών ροών δεν είναι ανησυχητικές. Κατά τα έτη πριν την συγχώνευση παρατηρείται

μείωση των ταμειακών διαθεσίμων. Αύξηση παρατηρείται τα έτη 2007 και 2008 ενώ το 2009 παρατηρείται μια μεγάλη μείωση.

Αυτό που αξίζει να σημειωθεί είναι ότι παρά την φθίνουσα πορεία που καταγράφουν οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας για το έτος 2009, η πολιτική που εφαρμόζει η διοίκησή της να διανέμει μέρισμα στους μετόχους ερμηνεύεται θετικά καθώς το οικονομικό κλίμα μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής που πραγματοποιήθηκε το 2007 δεν φαίνεται να έχει σταθεροποιηθεί και για τον λόγο αυτό δεν θα πρέπει οι μέτοχοι να είναι απογοητευμένοι και να σκέπτονται δυσοίωνα για το μέλλον των επενδύσεών τους.

Η συνεχής παρακολούθηση των ταμειακών ροών είναι εξαιρετικά σημαντική αφού η ενδεχόμενη έλλειψη ρευστότητας οδηγεί άμεσα σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό και μπορεί μακροπρόθεσμα να οδηγήσει σε αλλαγές της εμπορικής πολιτικής αλλά και γενικά των πολιτικών που εφαρμόζει η διοίκηση της επιχείρησης. Είναι επίσης γνωστό ότι μια παρατεταμένη έλλειψη ρευστότητας μπορεί να επιφέρει ακόμη και την χρεοκοπία σε μια οικονομική μονάδα.

8.5. ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio)

	2009	2008	2007	2006	2005
α/δ γενικής ρευστότητας	1,04	0,91	1	0,99	0,99

Η εταιρία λόγω του αντικειμένου των δραστηριοτήτων της δεν διατηρεί υψηλά αποθέματα και έτσι η πορεία του δείκτη για όλα τα έτη είναι σε γενικές γραμμές ικανοποιητική καθώς αυτή κυμαίνεται κοντά στη μονάδα. Για το 2007, το έτος δηλαδή της συγχώνευσης, η τιμή του δείκτη είναι 1, που σημαίνει ότι η εταιρία ήταν σε θέση να καλύψει 1 φορά τις βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις της, αν ρευστοποιούσε περιουσιακά στοιχεία.

Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας (Quick Ratio)

	2009	2008	2007	2006	2005
α/δ ειδικής ρευστότητας	0,86	0,81	0,87	0,64	0,74

Όπως προαναφέρθηκε, λόγω του αντικειμένου των δραστηριοτήτων της, η εταιρία δεν διατηρεί υψηλά αποθέματα και για τον λόγο αυτό ο δείκτης δεν διαφοροποιείται σημαντικά από τον δείκτη γενικής ρευστότητας. Η υψηλότερη τιμή του δείκτη (0,87) παρατηρείται κατά το έτος της συγχώνευσης (2007) , γεγονός που σημαίνει ότι τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της επιχείρησης μπορούσαν να καλύψουν κατά 0,87 φορές τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Οι χαμηλότερες τιμές του δείκτη τα έτη πριν την συγχώνευση οδηγούν στο συμπέρασμα ότι συναλλαγή που πραγματοποιήθηκε συνετέλεσε στη βελτίωση της ρευστότητας της επιχείρησης, γεγονός που επαληθεύεται από τις τιμές του δείκτη για τα δύο επόμενα έτη που ακολουθούν της συγχώνευσης.

Για τα δύο επόμενα έτη που έπονται της συγχώνευσης οι δείκτες γενικής και ειδικής ρευστότητας ακολουθούν την ίδια πορεία, γεγονός που σημαίνει ότι η εταιρία εξασφαλίζει επαρκή ρευστότητα ώστε να καλύπτει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας (Cash Flow Ratio)

	2009	2008	2007	2006	2005
α/δ ταμειακής ρευστότητας	0,33	0,35	0,33	0,10	0,18

Οι πολύ χαμηλές τιμές του δείκτη ταμειακής ρευστότητας τα έτη πριν την συγχώνευση φανερώνουν την ανεπάρκεια μετρητών στην επιχείρηση σε σχέση με τις λειτουργικές τις ανάγκες.

Σημαντική βελτίωση καταγράφει η πορεία του δείκτη για τα τρία επόμενα έτη. Κατά το έτος της συγχώνευσης τα διαθέσιμα στοιχεία της νέας επιχείρησης είναι σε θέση να καλύψουν 0,33 φορές τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων (Receivables Turnover Ratio)

	2009	2008	2007	2006	2005
α/δ ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων	6,96	9,11	9,61	10,01	10,4

Διαιρώντας τον μέσο όρο των απαιτήσεων με τις καθαρές πωλήσεις και πολλαπλασιάζοντας με τις ημέρες του έτους προκύπτει :

•Γιά το 2009 : $\frac{14,706,750}{55,777,057} * 365 = 96$ ημέρες

•Γιά το 2008 : $\frac{16,318,463}{66,984,512} * 365 = 89$ ημέρες

•Γιά το 2007 : $\frac{13,766,109}{66,971,078} * 365 = 75$ ημέρες

•Γιά το 2006 : $\frac{10,455,845}{51,584,389} * 365 = 74$ ημέρες

•Γιά το 2005 : $\frac{9,283,887}{48,896,733} * 365 = 69$ ημέρες

Τα έτη πριν την πραγματοποίηση της συγχώνευσης ο δείκτης καταγράφει βελτίωση, που σημαίνει ότι οι απαιτήσεις της εταιρίας εισπράττονται νωρίτερα σε σχέση με τα δύο επόμενα έτη που ακολουθούν. Το γεγονός αυτό όμως δεν προκαλεί ανησυχία καθώς αποδίδεται στην αβεβαιότητα που προκαλεί στους πελάτες η διαδικασία της συγχώνευσης.

Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων (Inventories Turnover Ratio)

	2009	2008	2007	2006	2005
α/δ ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων	13,45	18,34	18,49	23,63	31,04

Όπως προαναφέρθηκε, λόγω της φύσης του αντικειμένου του κλάδου πετρελαίου και φυσικού αερίου, δεν διατηρούνται υψηλά αποθέματα. Η πορεία του δείκτη δεν φαίνεται ενθαρρυντική κατά το έτος της συγχώνευσης καθώς και

για τα επόμενα έτη 2008 και 2009, καταγράφοντας φθίνουσα πορεία. Διαιρώντας τις ημέρες του έτους με τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων, έχουμε :

- Γιά το 2009 : $365 / 13,45 = 27$ ημέρες
- Γιά το 2008 : $365 / 18,34 = 20$ ημέρες
- Γιά το 2007 : $365 / 18,49 = 19$ ημέρες
- Γιά το 2006 : $365 / 23,63 = 15$ ημέρες
- Γιά το 2005 : $365 / 31,04 = 11$ ημέρες

Παρατηρούμε ότι η ικανότητα της εταιρίας να πωλεί τα αποθέματά της γρήγορα σε διάστημα ενός έτους επιδεινώνεται κλιμακωτά.

Με περισσότερη σαφήνεια, το 2005, η επιχείρηση είχε την ικανότητα να ανανεώνει κάθε 11 ημέρες τα αποθέματά της, δηλαδή 31,04 φορές στη διάρκεια του έτους, ενώ το 2009 η ανανέωση των αποθεμάτων αυξήθηκε στις 27 ημέρες, δηλαδή 13,45 φορές στη διάρκεια του έτους.

Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους (Gross Profit Margin Ratio)

	2009	2008	2007	2006	2005
α/δ μικτού περιθωρίου κέρδους	41,53%	41,90%	42,14%	36,96%	33,97%

Κατά τα έτη που προηγούνται της συγχώνευσης, καθώς και κατά το έτος της συγχώνευσης, ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους φαίνεται να διαγράφει ανοδική πορεία σχετικά με την πολιτική τιμών στις αγοραπωλησίες που ακολουθεί η διοίκηση της εταιρίας. Για τα δύο επόμενα έτη παρατηρείται μια μικρή πτώση του δείκτη γεγονός το οποίο δεν πρέπει να είναι απαραίτητα ανησυχητικό καθώς η νέα πλέον εταιρία μπορεί να έχει θέσει σκόπιμα ένα χαμηλό περιθώριο κέρδους, προκειμένου να πετύχει αύξηση του όγκου των πωλήσεών της με απώτερο σκοπό να διευρύνει τη δυναμική της παρουσία στην αγορά. Μια άλλη υπόθεση για τα έτη 2008 και 2009 είναι ότι η επιχείρηση ενδέχεται να έχει κάνει επενδύσεις δυσανάλογες με τον όγκο των πωλήσεών της.

Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους (Net Profit Margin Ratio)

	2009	2008	2007	2006	2005
α/δ καθαρού περιθωρίου κέρδους	3,96%	6,64%	8,29%	9,59%	7,87%

Ανάλογη πορεία με αυτήν του δείκτη μικτού κέρδους ακολουθεί και ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους. Τα κέρδη από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης έχουν μειωθεί σημαντικά.

Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων (Return to Total Capital Employed)

	2009	2008	2007	2006	2005
α/δ αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων	6,33%	16,85%	19,62%	27,21%	23,33%

Η κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης αυξάνεται με πολύ ικανοποιητικό ρυθμό τα έτη 2005 και 2006. Το γεγονός αυτό καταδεικνύει την αποδοτικότητα της επιχείρησης, ανεξάρτητα από τις πηγές προέλευσης των κεφαλαίων της. Οι χαμηλές τιμές που καταγράφει ο δείκτης το έτος της συγχώνευσης καθώς και τα δύο επόμενα έτη που ακολουθούν ενδέχεται να υποδηλώνουν κάποια υπερεπένδυση κεφαλαίων ή ακόμη κακή διαχείριση από πλευράς της διοίκησής της, υψηλά έξοδα και γενικά δυσμενείς οικονομικές συνθήκες.

Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (Return On Assets)

	2009	2008	2007	2006	2005
ROA	3,31%	8,28%	9,42%	13,60%	11,53%

Αυξημένη φαίνεται η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας τα έτη 2005 και 2006. Οι τιμές που διαμορφώνει ο δείκτης όμως τα επόμενα έτη οδηγούν σε συμπεράσματα ότι η επιχείρηση δυσκολεύεται να επιβιώσει οικονομικά.

Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Return On Equity)

	2009	2008	2007	2006	2005
ROE	8,88%	22,11%	25,55%	35,49%	32,06%

Κατά το έτος της συγχώνευσης η εταιρία πραγματοποίησε αυξήσεις στο μετοχικό της κεφάλαιο με την έκδοση νέων μετοχών, γεγονός που φαίνεται να επέδρασε αρνητικά για τα δύο επόμενα έτη καθώς ο δείκτης διαμορφώνεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα πράγμα το οποίο μπορεί να οφείλεται σε υπερεπένδυση κεφαλαίων ή χαμηλή παραγωγικότητα.

Αριθμοδείκτης Δανειακών προς Ίδια Κεφάλαια (Long Term Debt / Equity)

	2009	2008	2007	2006	2005
α/δ δανειακών/ ίδια κεφάλαια	48,39	25,51	25,03	24,77	30,63

Μικρές οι διακυμάνσεις στην πορεία του δείκτη αυτού με εξαίρεση το 2009 όπου η τιμή του δείκτη παρουσιάζεται αυξημένη, γεγονός που σημαίνει ότι οι πιστωτές της επιχείρησης συμμετέχουν σε αυτήν με περισσότερα κεφάλαια απ' 'ότι οι ιδιοκτήτες της.

Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων (EBIT / Interest Expense)

	2009	2008	2007	2006	2005
α/δ κάλυψης τόκων	24,77	47,74	44,39	36,84	40,74

Όπως αποδεικνύεται από την παρουσίαση του δείκτη κάλυψης τόκων και σύμφωνα με τα στοιχεία που εξάγονται από τους ενοποιημένους ισολογισμούς, η Statoil πριν την συγχώνευση αλλά και ένα χρόνο αργότερα, ήταν σε θέση να καλύπτει πιο άνετα τους τόκους των δανείων της σε σχέση με το 2009. Αποτέλεσμα της πτώσης του δείκτη είναι η σύναψη δανείων που έχει πραγματοποιήσει η εταιρία. Η αυξημένη χρησιμοποίηση δηλαδή δανειακών κεφαλαίων.

8.6. GAS NATURAL SDG - UNION FENOSA



Η GAS NATURAL SDG, γνωστή και υπό την επωνυμία GAS NATURAL FENOSA, είναι μια Ισπανική εταιρία κοινής ωφελείας φυσικού αερίου η οποία δραστηριοποιείται κυρίως στην Ισπανία αλλά και σε χώρες όπως η Ιταλία, το Μεξικό, η Κολομβία, η Αργεντινή, το Πουέρτο Ρίκο, η Μολδαβία και το Μαρόκο και άλλες.

Οι δραστηριότητες της εταιρίας χωρίζονται σε έξι τομείς :

- Προμήθεια φυσικού αερίου βάση προγράμματος εξερεύνησης υδρογονανθράκων, έρευνας, ανάπτυξης, παραγωγής και μεταφοράς.
- Παραγωγή ενέργειας από την υδραυλική, την πυρηνική, τον άνθρακα, το μαζούτ, τον άνεμο καθώς και από φωτοβολταϊκές πηγές.
- Διανομή ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου.
- Μάρκετινγκ, αγορές φυσικού αερίου, ηλεκτρικής ενέργειας και υπηρεσιών στην λιανική αγορά.
- Συναλλαγές που σχετίζονται με την εμπορία υγραερίου, πετρελαίου, ηλεκτρικής ενέργειας και άνθρακα.
- Τηλεπικοινωνίες και υπηρεσίες υποδομής σε φορείς.

Η GAS NATURAL έχει περίπου 10.000.000 πελάτες και απασχολεί 6.700 εργαζόμενους, εκ των οποίων το 50% περίπου εργάζεται στην Ισπανία.

Η έδρα της εταιρίας βρίσκεται στην Βαρκελώνη.

Βασικός μέτοχος του ομίλου είναι η Ισπανική τράπεζα La Caixa.

Η UNION FENOSA ήταν μια μεγάλη Ισπανική εταιρία παραγωγής και διανομής φυσικού αερίου και ηλεκτρικής ενέργειας σε 8,9 εκατομμύρια πελάτες.

Η έδρα της εταιρίας ήταν στην Μαδρίτη.

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1912 σαν Union Electrica Madrilena. Το 1970 μετονομάστηκε σε Union Electrica. Το 1982 η συγχώνευση με την επίσης Ισπανική εταιρία Fenosa, οδήγησε στον σχηματισμό της εταιρίας Union Electrica Fenosa. Το 2000 η επωνυμία συντομεύτηκε σε UNION FENOSA. Το 2008 η εταιρία εξαγοράστηκε από τον όμιλο GAS NATURAL.

8.7. Περιγραφή της εξαγοράς

Στις 30 Ιουλίου του 2008 η GAS NATURAL SDG SA αποκτά μερίδιο 9,99% (91,404 χιλιάδες κοινές μετοχές) στην UNION FENOSA SA, την επίσης Ισπανική εταιρία παροχής ηλεκτρικής ενέργειας και υπηρεσιών, με έδρα την Μαδρίτη. Ταυτόχρονα σε ιδιωτική διαπραγμάτευση της συναλλαγής, συμφωνεί να αυξήσει το μερίδιό της σε 45,3% (322.704 χιλιάδες κοινές μετοχές) στην ίδια εταιρία, συναλλαγή η οποία ολοκληρώνεται επίσης με επιτυχία. Στη συνέχεια σχεδιάζει να ξεκινήσει υποχρεωτική προσφορά για το υπολειπόμενο 49,54% της UNION FENOSA. Η διάθεση της εξαγοράς χαρακτηρίστηκε φιλική.

Στο τέλος της ίδιας ημέρας η εταιρία GAS NATURAL SDG SA έχει καταφέρει να αυξήσει το ενδιαφέρον της στην UNION FENOSA SA στο 95,22% (κατέχοντας δηλαδή επιπλέον 409,178 χιλιάδες κοινές μετοχές).

Η αρχική προσφορά ήταν 18,33 ευρώ ανά μετοχή σε μετρητά, με συνολική αξία 8,3 δις ευρώ. Η εξαγορά πραγματοποιήθηκε τελικά για 18,05 ευρώ ανά μετοχή σε μετρητά, με συνολική αξία 7,386 δις ευρώ.

8.8. Σκοπός της εξαγοράς

Οι σκοποί της συναλλαγής για την GAS NATURAL SDG SA, ήταν μέσω του στρατηγικού της πλάνου να περάσει στην επανατοποθέτησή της σαν μια ολοκληρωμένη εταιρία ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου καθώς επίσης και παρέχει νέες προοπτικές για τα μελλοντικά της έργα.

Επιπλέον, η επιθυμία και των δύο εταιριών για δημιουργία συνεργιών οδηγεί στην ενδυνάμωση της GAS NATURAL στην αγορά της Ισπανίας και της Λατινικής Αμερικής.

8.9. Ανάλυση Οικονομικών Στοιχείων

Οι πίνακες 2.1. και 2.2. εμφανίζουν τους συγκριτικούς ισολογισμούς και αποτελέσματα χρήσης κατά την εξεταζόμενη πενταετία. Από την μελέτη των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας προκύπτει ότι σημειώθηκε μια σημαντική άνοδος στα οικονομικά της αποτελέσματα.

Πιο αναλυτικά, από την εξαγορά της Ισπανικής εταιρίας Union Fenosa από την επίσης Ισπανική Gas Natural παρατηρείται σταδιακή αύξηση σε όλα τα έτη των αποθεμάτων, απαιτήσεων και διαθεσίμων και κατά του συνόλου του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Η αύξηση αυτή συνοδεύεται από παράλληλη αύξηση των βραχυπρόθεσμων αλλά και των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, γεγονός που σημαίνει ότι η εταιρία έχει καταφύγει στον δανεισμό για να καλύψει τις απαιτήσεις της. Γίνεται επίσης αντιληπτό ότι χορηγεί αυξημένες πιστωτικές διευκολύνσεις στους πελάτες και για τον λόγο αυτό παρουσιάζονται οι απαιτήσεις της αυξημένες, ενώ δεν φροντίζει να εξοφλεί έγκαιρα τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Στο σύνολο τους και κατά τα έτη μετά την συγχώνευση οι υποχρεώσεις της εταιρίας έχουν αυξηθεί αισθητά, γεγονός που σημαίνει ότι η διοίκηση της εταιρίας θα πρέπει να λάβει σοβαρά υπ' όψιν για να αποφευχθούν αρνητικές συνέπειες στο μέλλον.

Η αυξημένη συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων στο σύνολο των απασχολούμενων κεφαλαίων έχει επιδράσει στην αύξηση των καθαρών κερδών των φορέων της επιχείρησης.

Η μικρή αύξηση των αποθεμάτων δεν φαίνεται ανησυχητική καθώς, όπως παρατηρείται, οι πωλήσεις της εταιρίας έχουν αυξηθεί κατά πολύ. Παράλληλα, αύξηση παρατηρείται και στο κόστος πωληθέντων που σημαίνει ότι η διοίκηση της εταιρίας δεν έχει φροντίσει να μειώσει τους παράγοντες που το διαμορφώνουν. Και εδώ παρατηρείται διενέργεια υψηλότερων αποσβέσεων και χρηματοοικονομικών εξόδων, τα οποία δεν φαίνεται να επηρεάζουν αρνητικά τα καθαρά κέρδη καθώς εκείνα φαίνεται να αυξάνονται από έτος σε έτος.

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

Πίνακας 2.1

τα ποσά είναι εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	2010	2009	2008	2007	2006
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	755,000	740,000	560,000	462,000	440,000
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	4,546,000	4,188,000	2,723,000	2,320,000	2,105,000
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	3,104,000	1,976,000	609,000	217,000	232,000
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	9,158,000	8,659,000	4,023,000	3,084,000	2,936,000
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	44,386,00	44,411,000	18,490,000	15,182,000	13,231,000
ΠΑΘΗΤΙΚΟ	2010	2009	2008	2007	2006
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	6,927,000	8,154,000	5,130,000	3,816,000	2,989,000
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	18,683,000	19,048,000	4,709,000	3,411,000	2,904,000
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	31,219,000	31,881,000	11,494,000	8,517,000	7,039,000
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	11,384,000	10,681,000	6,376,000	6,070,000	5,652,200
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	44,386,000	44,411,000	18,490,000	15,182,000	13,231,000

Πηγή : Worldscope

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ

Πίνακας 2.2

τα ποσά είναι εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ (εκτός από τις μετοχές)

	2010	2009	2008	2007	2006
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	19,630,000	14,879,000	13,544,000	10,093,000	10,348,000
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	15,097,000	10,603,000	10,679,000	7,552,000	8,221,000
ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ	4,533,000	4,276,000	2,865,000	2,541,000	2,127,000
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	1,716,000	1,415,000	726,000	651,000	592,000
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝ ΟΜΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	924,000	810,000	325,000	223,000	265,000
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	1,883,000	1,791,000	1,551,000	1,415,000	1,231,000
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	1,201,000	1,195,000	1,057,000	959,000	855,000

Πηγή : Worldscope

Διαφορετική είναι η εικόνα που δίνει η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της Gas Natural Fenosa, όπως παρουσιάζεται στον πίνακα 2.3, καθώς φαίνεται να ακολουθεί πτωτική πορεία. Και εδώ η πτώση αυτή ενδεχομένως να συνδέεται με την δυσπιστία του επενδυτικού κοινού. Βασικό ρόλο παίζει η τεράστια αύξηση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και για τον λόγο αυτό ίσως η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής φαίνεται λιγότερο ελκυστική στους επενδυτές. Απο την άλλη πλευρά, παρατηρείται αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας με έκδοση νέων μετοχών το 2009. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με την διανομή υψηλότερου μερίσματος για το 2009 αλλά και για το 2010 οδηγούν σε συμπεράσματα ότι η διοίκηση της εταιρίας εφαρμόζει μια πολιτική επιβίωσης μέσω της οποίας φροντίζει για την ικανοποίηση των μετόχων της.

Επιλεγμένα στοιχεία μετοχών

Πίνακας 2.3.

	2010	2009	2008	2007	2006
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ	14.99	14.43	15.71	32.60	24.43
ΜΕΣΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	960,953.191.60	845,815,810.20	549,994,636.80	549,994,636.80	549,994,636.80

Πηγή : Worldscope

Στον πίνακα 2.4 παρουσιάζονται συνοπτικά τα σημαντικότερα στοιχεία που καταρτίζουν την κατάσταση ταμειακών ροών.

Πιο αναλυτικά, αυξανόμενη καθ' όλο το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα φαίνεται η καθαρή ταμειακή ροή από λειτουργικές δραστηριότητες. Εισπράξεις από πωλήσεις, πληρωμές και εισπράξεις μετρητοίς προς προμηθευτές και εργαζόμενους, αλλά και ασφαλίσεων είναι οι κύριες πηγές εσόδων που έχουν συντελέσει στην αύξηση ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες.

Μεγάλες διακυμάνσεις καταγράφει η καθαρή ταμειακή ροή από επενδυτικές δραστηριότητες καθώς σε αυτήν αποτυπώνονται οι κάθε είδους επενδύσεις, όπως η απόκτηση και διάθεση συμμετοχών και μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων, που έχει πραγματοποιήσει η εταιρία. Ειδικά για το 2010, η καθαρή ταμειακή ροή από επενδυτικές δραστηριότητες διαμορφώνεται στις 31,000 ευρώ σε αντίθεση με το 2009 που ανήλθε στα 13,847,000 ευρώ. Και εδώ θα μπορούσαν να καταλογιστούν λανθασμένοι χειρισμοί στην διοίκηση της

εταιρίας, αυτό όμως δεν μπορεί να ειπωθεί με βεβαιότητα καθώς χρειάζονται πληροφορίες από εσωτερικούς αναλυτές για μια πιο λεπτομερή εκτίμηση της πραγματικής οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης.

Από την καθαρή ταμειακή ροή από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες γίνεται αμέσως αντιληπτό ότι, ιδιαίτερα για το 2009, το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας συγκροτήθηκε κατά κύριο λόγο από τον δανεισμό της, κάτι που δεν φαίνεται να επέδρασε αρνητικά στα χρηματικά της διαθέσιμα, τα οποία καταγράφουν μεγάλη αύξηση κυρίως τα τρία τελευταία έτη.

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Πίνακας 2.4.

τα ποσά είναι εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ

	2010	2009	2008	2007	2006
ΚΑΘΑΡΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ ΑΠΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ	2,751,000	2,594,000	2,054,000	1,864,000	1,496,000
ΚΑΘΑΡΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ	31,000	13,897,000	2,683,000	1,924,000	752,000
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	858,000	756,000	580,000	439,000	376,000
ΚΑΘΑΡΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ ΑΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ	2,199,000	11,630,000	738,000	97,000	791,000
ΜΕΤΡΗΤΑ ΣΤΗΝ ΑΡΧΗ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ	1,976,000	609,000	217,000	232,000	326,000
ΜΕΤΡΗΤΑ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ	3,104,000	1,976,000	609,000	217,000	232,000
ΚΑΘΑΡΗ ΑΥΞΗΣΗ(ΜΕΙΩΣΗ) ΜΕΤΡΗΤΩΝ	-1,128,000	-1,367,000	-392,000	15,000	94,000

Πηγή : Worldscope

8.10. ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio)

	2010	2009	2008	2007	2006
α/δ γενικής ρευστότητας	1,32	1,06	0,78	0,81	0,98

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας κυμαίνεται σε ικανοποιητικά επίπεδα όλα τα έτη, αν και παρουσιάζει μικρές αυξομειώσεις από έτος σε έτος. Πιο συγκεκριμένα, το 2008, το έτος δηλαδή της εξαγοράς, ο δείκτης καταγράφει την χαμηλότερη τιμή (0,78). Αυτό οφείλεται κυρίως, σε σχετική ανεπάρκεια στα ταμειακά διαθέσιμα της εταιρίας. Τα δύο επόμενα έτη που ακολουθούν της συναλλαγής ο δείκτης αυξάνεται, γεγονός που οφείλεται στην αύξηση των απαιτήσεων της νέας πλέον εταιρίας από τους πιστωτές της. (2008 : 2,723,000€, 2009 : 4,188,000€, 2008: 4,546,000€). Περισσότερο ικανοποιητικές κρίνονται οι τιμές του δείκτη γενικής ρευστότητας για το έτος της εξαγοράς (2008) καθώς και για τα δύο προηγούμενα (2006 και 2007).

Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας (Quick Ratio)

	2010	2009	2008	2007	2006
α/δ ειδικής ρευστότητας	1,1	0,76	0,65	0,66	0,78

Ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας ακολουθεί την ίδια αυξομειωτική πορεία με τον δείκτη γενικής ρευστότητας. Όπως και στον προηγούμενο αριθμοδείκτη έτσι και εδώ λαμβάνουμε υπ' όψιν ότι πρόκειται για εταιρία κοινής ωφέλειας, που σημαίνει ότι οι δείκτες γενικής και ειδικής ρευστότητας που διαμορφώνουν τιμές κάτω από τη μονάδα δεν προκαλούν ανησυχία. Κατά το έτος της εξαγοράς παρουσιάζει πτώση, γεγονός που οφείλεται σε έλλειψη στα ταμειακά διαθέσιμα, ενώ σταδιακή αύξηση παρουσιάζει τα δύο επόμενα έτη, γεγονός που αποδίδεται, όπως και προηγουμένως, στην αύξηση των απαιτήσεων της νέας εταιρίας. Οι τιμές του δείκτη κρίνονται και εδώ περισσότερο ικανοποιητικές για τα έτη 2006, 2007 και 2008.

Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας (Cash Flow Ratio)

	2010	2009	2008	2007	2006
α/δ ταμειακής ρευστότητας	0,44	0,24	0,11	0,05	0,07

Οι πολύ χαμηλές τιμές του δείκτη ταμειακής ρευστότητας τα έτη πριν την συγχώνευση φανερώνουν την ανεπάρκεια μετρητών στην επιχείρηση σε σχέση με τις λειτουργικές τις ανάγκες.

Σημαντική βελτίωση καταγράφει η πορεία του δείκτη κατά το έτος της συγχώνευσης καθώς και για τα δύο επόμενα. Το 2010 τα διαθέσιμα στοιχεία της νέας επιχείρησης είναι πλέον σε θέση να καλύψουν 0,44 φορές τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων (Receivables Turnover Ratio)

	2010	2009	2008	2007	2006
α/δ ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων	4,5	4,31	5,37	4,56	4,61

Διαιρώντας τον μέσο όρο των απαιτήσεων με τις καθαρές πωλήσεις και πολλαπλασιάζοντας με τις ημέρες του έτους έχουμε :

• Για το 2010 : $\frac{4,367,000}{19,630,000} * 365 = 81 \text{ ημέρες}$

• Για το 2009 : $\frac{3,455,500}{14,879,000} * 365 = 84 \text{ ημέρες}$

• Για το 2008 : $\frac{2,521,500}{13,544,000} * 365 = 68 \text{ ημέρες}$

•Για το 2007 : $\frac{2,212,500}{10,093,000} * 365 = 80 \text{ ημέρες}$

•Για το 2006 : $\frac{2,246,000}{10,348,000} * 365 = 79 \text{ ημέρες}$

Σε γενικές γραμμές ο δείκτης εμφανίζει ικανοποιητικές τιμές για όλα τα έτη κυμαινόμενος σε διάστημα περίπου 2 – 3 μηνών αναμονής από την στιγμή που γίνεται η πώληση μέχρι την στιγμή που εισπράττονται οι απαιτήσεις της επιχείρησης.

Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων (Inventories Turnover Ratio)

	2010	2009	2008	2007	2006
α/δ ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων	20,2	16,31	20,9	16,75	18,35

Διαιρώντας τις ημέρες του έτους με τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων έχουμε :

•Για το 2010 : $365 / 20,2 = 18 \text{ ημέρες}$

•Για το 2009 : $365 / 16,31 = 22 \text{ ημέρες}$

•Για το 2008 : $365 / 20,9 = 17 \text{ ημέρες}$

•Για το 2007 : $365 / 16,75 = 21 \text{ ημέρες}$

•Για το 2006 : $365 / 18,35 = 19 \text{ ημέρες}$

Η εταιρία λόγω του αντικειμένου των δραστηριοτήτων της δεν διατηρεί υψηλά αποθέματα. Αυτό αποδεικνύεται και από τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων, όπου παρατηρούμε ότι η εταιρία κατά μέσο όρο κάθε 20 περίπου ημέρες ανανεώνει τα αποθέματά της.

Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους (Gross Profit Margin Ratio)

	2010	2009	2008	2007	2006
α/δ μικτού περιθωρίου κέρδους	14,35%	19,23%	15,79%	18,73%	14,83%

Μικρές αυξομειώσεις καταγράφει ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους για όλα τα έτη. Γενικά, για τα έτη πριν και μετά την εξαγορά παρατηρούνται μεταβολές οι οποίες μπορεί να οφείλονται σε λανθασμένους χειρισμούς της διοίκησης της εταιρίας στον τομέα των αγορών και των πωλήσεων. Ενδεχόμενες επενδύσεις που έχουν πραγματοποιηθεί και δεν συμβαδίζουν με τον όγκο των πωλήσεων οδηγούν στο συμπέρασμα ότι εταιρία έχει αυξήσει το κόστος παραγωγής.

Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους (Net Profit Margin Ratio)

	2010	2009	2008	2007	2006
α/δ καθαρού περιθωρίου κέρδους	6,12%	8,03%	7,80%	9,50%	8,26%

Ανάλογες αυξομειώσεις καταγράφει και ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους. Και κατά την μελέτη αυτού του δείκτη προκύπτει με μεγαλύτερη σαφήνεια ότι η πτώση του δείκτη το 2010 οφείλεται στο υψηλότερο κόστος παραγωγής.

Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων (Return to Total Capital Employed)

	2010	2009	2008	2007	2006
α/δ αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων	5,54%	7,66%	10,96%	10,80%	10,68%

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων μετρά την αποδοτικότητα των κεφαλαίων της επιχείρησης ανεξάρτητα από την πηγή προέλευσής τους. Μετά την εξαγορά ο δείκτης μειώνεται, κυρίως λόγω των αυξημένων μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης.

Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (Return On Assets)

	2010	2009	2008	2007	2006
ROA	4,28%	5,74%	7,74%	7,92%	7,85%

Αυξημένη φαίνεται η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας τα έτη 2005 και 2006. Ο όμιλος κατορθώνει να χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τα περιουσιακά στοιχεία που διαθέτει μέχρι και το έτος της εξαγοράς. Η μετέπειτα πτωτική πορεία του δείκτη φανερώνει αδυναμία στην προσέλκυση νέων κεφαλαίων για επένδυση καθώς αυτά δεν θα μπορούσαν να ανταμειφθούν.

Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Return On Equity)

	2010	2009	2008	2007	2006
ROE	10,89%	14,01%	16,99%	16,36%	15,46%

Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων ακολουθεί σταθερά ανοδική πορεία μέχρι το 2008, το έτος δηλαδή της εξαγοράς. Η ανοδική αυτή πορεία καταδεικνύει την αποτελεσματικότητα με την οποία η επιχείρηση διαχειρίζεται τα κεφάλαια των ιδιοκτητών της. Ο δείκτης ROE επηρεάζεται από τις επιλογές της διοίκησης όσον αφορά στην αναλογία ιδίων και δανειακών κεφαλαίων καθώς και στο συνολικό ύψος των κεφαλαίων της. Έτσι λοιπόν, λόγω της αύξησης των δανειακών υποχρεώσεων της εταιρίας, ως συνέπεια της εξαγοράς της Union Fenosa, ο δείκτης εμφανίζει μειωμένη τιμή τα έτη 2009 και 2010.

**Αριθμοδείκτης Δανειακών προς Ίδια Κεφάλαια
(Long Term Debt / Equity)**

	2010	2009	2008	2007	2006
α/δ δανειακών/ ίδια κεφάλαια	164,12	178,34	73,86	56,19	51,38

Οι χαμηλές τιμές του δείκτη δανειακών προς ίδια κεφάλαια μέχρι το 2008 φανερώνουν ότι οι φορείς της επιχείρησης συμμετέχουν σε αυτήν με περισσότερα κεφάλαια από ότι οι πιστωτές της. Για τα έτη 2009 και 2010, η εικόνα αλλάζει ριζικά λόγω των υπεραυξημένων μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της νέας πλέον εταιρίας. Για τα δύο τελευταία έτη η πορεία του δείκτη δεν είναι καθόλου ενθαρρυντική καθώς για τους εξωτερικούς επενδυτές το περιθώριο ασφαλείας που παρέχει η επιχείρηση είναι πολύ μικρό.

Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων (EBIT / Interest Expense)

	2010	2009	2008	2007	2006
α/δ κάλυψης τόκων	3,04	3,21	5,77	7,35	5,65

Διακυμάνσεις παρουσιάζει η πορεία του δείκτη κατά τα έτη πριν την εξαγορά, ενώ μετά ο δείκτης καταγράφει φθίνουσα πορεία. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρία δεν είναι σε θέση να καλύπτει το ίδιο άνετα με τα προηγούμενα χρόνια τους τόκους των δανείων της.

Αριθμοδείκτης Κερδών ανά Μετοχή (Earnings Per Share)

	2010	2009	2008	2007	2006
EPS	1,24	1,42	1,92	1,74	1,56

Στον αριθμοδείκτη των κερδών ανά μετοχή αντανακλάται η κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης με βάση μία μετοχή της. Τα έτη πριν την συγχώνευση χαρακτηρίζονται από αυξημένη εμπιστοσύνη των επενδυτών απέναντι στις δραστηριότητες της εταιρίας. Αυτό συνεχίζεται και κατά το έτος της συγχώνευσης. Για τα δύο επόμενα έτη που ακολουθούν το επενδυτικό κοινό

φαίνεται να δυσπιστεί για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης, παρά τις αυξημένες πωλήσεις και συνεπώς τα καθαρά κέρδη.

Αριθμοδείκτης Μερίσματος ανά Μετοχή (Divident Per Share)

	2010	2009	2008	2007	2006
DPS	0,77	0,76	0,75	0,93	0,8

Κατά το έτος της συγχώνευσης καθώς και τα δύο επόμενα παρατηρείται κλιμακωτή αύξηση του αριθμοδείκτη μερίσματος ανά μετοχή. Αυτό κάθε άλλο παρά αποθαρρυντικό μπορεί να είναι αφού συνοδεύεται από επίσης κλιμακωτή αύξηση των πωλήσεων και των καθαρών κερδών της εταιρίας.

Τρέχουσα Μερισματική Απόδοση (Divident Yield Ratio)

	2010	2009	2008	2007	2006
α/δ τρέχουσας μερισματικής απόδοσης	7,01%	5,25%	4,75%	2,85%	3,27%

Ανάλογη είναι η πορεία του δείκτη τρέχουσας μερισματικής απόδοσης με τον δείκτη του κατά μετοχή μερίσματος. Η αυξημένη κερδοφορία της εταιρίας οδηγεί την διοίκησή της στην καταβολή υψηλότερου μερίσματος στους μετόχους της.

Αριθμοδείκτης Τιμής προς Κέρδη ανά Μετοχή (Price / Earnings Ratio)

	2010	2009	2008	2007	2006
P/E	8,84	10,19	8,17	18,7	15,7

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, τα έτη πριν την συγχώνευση, χαρακτηρίζονται από την μειωμένη εμπιστοσύνη των επενδυτών απέναντι στις δραστηριότητες της εταιρίας. Το έτος πραγματοποίησης της συναλλαγής αλλά και τα επόμενα, ακολουθούνται από μεταστροφή των αντιλήψεων των επενδυτών σχετικά με την εξαγορά της Union Fenosa. Εκτιμάται ότι πρόκειται για προσωρινή δυσπιστία

του κοινού, το οποίο αντιδρά απέναντι στους κινδύνους που συνεπάγεται η ενοποίηση της Gas Natural με την Union Fenosa.

9. ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2005-2010

ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ

- Η Ελληνική *Seb-Μπενρούμπη ΑΕ* εμπόριο οικιακών συσκευών εξαγοράστηκε από τον Γαλλικό όμιλο *Seb*, παραγωγή μικρών συσκευών, το έτος 2005.
- Η Δανέζικη *House of Prince A/S* εξαγοράστηκε από την Βρετανική *British American tobacco PLC* το έτος 2008 και οι δύο αποτελούν επιχειρήσεις καπνοβιομηχανίας.

ΑΥΤΟΚΙΝΗΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ

- Η Σουηδική *Saab Automobile AB* εξαγοράστηκε από την Ολλανδική *Spyker* το έτος 2010.
- Η Γερμανική *Porsche AG* εξαγοράστηκε από τον Γερμανικό όμιλο *Volkswagen Group* το έτος 2009.

ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ

- Απο την συγχώνευση με απορρόφηση των Ελληνικών επιχειρήσεων *Δέλτα*, *Chirita*, *Goody's* και *Γενική τροφίμων Α.Ε.* δημιουργήθηκε η *Vivartia* το έτος 2006.
- Η Γαλλική *Vin & Sprit AB* εξαγοράστηκε από την Σουηδική *Pernod Ricard SA* το έτος 2008.

ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ

- Η Γερμανική *Siemens* συμφώνησε (για τον τομέα των τηλεπικοινωνιών της) να συγχωνεύσει τις δραστηριότητές της με την Φινλανδική *Nokia* το έτος 2006.

- Η Γερμανική *Deutsche Telekom* εξαγοράζει τον Ελληνικό *ΟΤΕ* το έτος 2008.

ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ

- Η Γαλλική τράπεζα *Bnp Paribas* εξαγοράζει την Ιταλική *Banca Nazionale Del* το έτος 2006.

ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΣ

- Η Ελβετική *Novartis SA* συγχωνεύτηκε με την επίσης Ελβετική *Alcon Inc.* το έτος 2008.
- Η Ελληνική *Alaris* εξαγοράζει την επίσης Ελληνική *Φαρμαγορά* το έτος 2007.

ΠΑΡΟΧΗ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

- Η *Thomas Cook Group Plc.* του Ηνωμένου Βασιλείου εξαγοράζει την Γαλλική *Jet Tours SA* το έτος 2008.

10. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ - ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν στρατηγικές κινήσεις που πραγματοποιούνται κατά την προσπάθεια των επιχειρήσεων στην προσαρμογή των μεταβαλλόμενων συνθηκών του εξωτερικού περιβάλλοντος και του ανταγωνισμού. Η ορθή αντιμετώπιση του ανταγωνισμού επιβάλλει να ξέρει μια επιχείρηση πότε πρέπει να ανταγωνίζεται και πότε να συνεργάζεται με τους ανταγωνιστές της μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών για την επίτευξη των κοινών στόχων.

Οι σύγχρονες τάσεις, όπως η παγκοσμιοποίηση των αγορών, η συρρίκνωση των επιχειρήσεων, η ιδιωτικοποίηση όλων των κρατικών και μη κρατικών επιχειρήσεων, η υψηλή τεχνολογία, καθιστούν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές συχνό φαινόμενο.

Παρ' όλα αυτά, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν επιφέρουν πάντα τα επιθυμητά αποτελέσματα. Όπως αποκαλύπτουν διάφορες έρευνες που έχουν διεξαχθεί, ένα σημαντικό ποσοστό των συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτυγχάνει να ανταποκριθεί στις προσδοκίες των εμπλεκόμενων μερών. Έτσι λοιπόν προτού μια επιχείρηση προβεί σε συγχώνευση ή εξαγορά θα πρέπει να εξετάσει και να λάβει σοβαρά υπ' όψιν της το πλήθος διάφορων παραγόντων. Απαιτείται ανάλυση, τόσο του εξωτερικού περιβάλλοντος όσο και του εσωτερικού περιβάλλοντος.

Επιπλέον, πρέπει να εξετάζονται παράγοντες όπως οικονομικοί, πολιτικοί, κοινωνικοί, τεχνολογικοί, καθώς και παράγοντες που αφορούν την ένωση της κουλτούρας των εμπλεκόμενων μερών. Δηλαδή των συγχωνευμένων και εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων, των χρηματοοικονομικών συστημάτων και των συστημάτων ελέγχου, της ορθής αξιολόγησης των προσδοκώμενων συνεργιών, καθώς και της δυσκολίας αποτελεσματικής συνεργασίας μεταξύ των διοικητικών στελεχών.

Συχνά η επικέντρωση μόνο σε ποσοτικά μεγέθη αποβαίνει λανθασμένη, ενώ η θέσπιση ποιοτικών κριτηρίων εξασφαλίζει την μακροπρόθεσμη ευημερία της επιχείρησης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- ◆ Νιάρχος, Ν., 2004, *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*. Έβδομη έκδοση. Αθήνα : Εκδόσεις Σταμούλης Α.Ε.
- ◆ Γκίκας, Δ., 2002, *Η Ανάλυση και οι Χρήσεις των Λογιστικών Καταστάσεων*. Αθήνα : Εκδόσεις Γ. Μπένου.
- ◆ Τζωρτζάκης, Κ., Τζωρτζάκη, Α., 2002, *Οργάνωση και Διοίκηση (Μάνατζμεντ)*. Δεύτερη έκδοση. Αθήνα : Εκδόσεις Rosili.
- ◆ Παζάρκης, Μ., Καραγιώργου, Θ., Χριστοδούλου, Π., Δρογαλάς, Γ., 2007, *Συγχωνεύσεις, Εξαγορές και Επιχειρηματική Επίδοση : Μια Λογιστική Θεώρηση. Διοικητική Ενημέρωση, Vol. 10, Issue 3, σελ. 55-69.*
- ◆ Παζάρκης, Μ., 2008, *Διερεύνηση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών Επιχειρήσεων στην Ελλάδα με την Εφαρμογή Στατιστικών Μεθόδων*. Διδακτορική Διατριβή, Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.
- ◆ Τσολακίδου, Δ., 2012, *Συγχωνεύσεις και Εξαγορές. Εμπειρική Μελέτη Επίδοσης Ελληνικών Επιχειρήσεων*. Διπλωματική Εργασία.
- ◆ Κυριαζής, Δ., 2007, *Συγχωνεύσεις και Εξαγορές*. Πρώτη Έκδοση. Αθήνα : Εκδόσεις Μπατσιούλας Ν. & Σ.
- ◆ Παπαδόπουλος, Δ., 1990, *Φορολογικό-Νομικό Πλαίσιο Μετατροπής, Συγχώνευσης και Διάσπασης Επιχειρήσεων*. Θεσσαλονίκη : Εκδόσεις Παρατηρητής.

- ◆ Ρεβελά, Π., 2007, *Εξαγορές & Συγχωνεύσεις : Μελέτες Περιπτώσεων Ελληνικών Επιχειρήσεων για την Εξέταση της Λειτουργικής Αποτελεσματικότητας των Μεθόδων*. Διπλωματική Εργασία. Πανεπιστήμιο Πειραιώς.

- ◆ Βασιλική Ν. Γεωργακοπούλου, Δρ.Οικονομολόγος της εργασίας: Μεσολαβητής – Διαιτητής Ο.Μ.Ε.Δ, *Εξαγορές και Συγχωνεύσεις : Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις*.

- ◆ Σαρρής Στυλιανός, Διπλωματική Εργασία, *Συγκέντρωση και εξαγορά επιχειρήσεων*, Θεσσαλονίκη 2010.

- ◆ Βασίλης Μ. Παπαδάκης, *Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία*, Τόμος Α΄ : Θεωρία, 6^η Έκδοση , Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2012, σελ.: 527-592.

- ◆ Βασίλης Μ. Παπαδάκης, Αναπληρωτής καθηγητής Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, *Εξαγορές και Συγχωνεύσεις : Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία* , Αθήνα, Μάιος 2002.

- ◆ Σαρρή Κ., Παπαδόπουλος Δ., Ανασκόπηση, *Κριτική Ανάλυση και Κατηγοριοποίηση των θεωριών περι Αιτιών και Κινήτρων των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων ή/ και Συνασπισμών των επιχειρήσεων ,Μελέτες προς τιμή του καθηγητή Λαζαρή Α.* Τρίτος Τόμος, Πανεπιστήμιο Πειραιά.

- ◆ Τζιφά Μαρία, *Η επιχειρησιακή Ηθική στις Διεθνείς Εξαγορές και Συγχωνεύσεις*, Διπλωματική Εργασία, 2011.

ΙΣΤΟΤΟΠΟΙ

- ◆ <http://www.wikipedia.org>
- ◆ <http://www.statoil.com>
- ◆ <http://www.gasnaturalfenosa.com>
- ◆ <http://www.tovima.gr/relatedarticles/article/?aid=117657>
- ◆ www.logistis.gr/files/dlp/dlp22.doc
- ◆ <http://www.greece-lawyer.com>
- ◆ <http://www.otoe.gr>
- ◆ <https://www.thomsonone.com>
- ◆ <http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html>
- ◆ <http://platon.cc.uoa.gr/~reconweb/new2/index.php/2011-02-23-13-08-38/2011-02-23-13-13-08?start=3>
- ◆ <http://www.otoe.gr/GESS/dokimia/mergersgen.htm>
- ◆ <http://www.haygroup.com/gr/challenges/index.aspx?id=4244>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Γλωσσάριο όρων οικονομικών καταστάσεων

Ισολογισμός	Balance sheet
Ενεργητικό	Assets
Αποθέματα	Inventories
Απαιτήσεις	Receivables
Διαθέσιμα	Cash
Κυκλοφορούν ενεργητικό	Current assets
Παθητικό	Liabilities
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Current liabilities
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	Long term debt
Ίδια κεφάλαια	Shareholder's equity
Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης	Income statement
Πωλήσεις	Revenues or Net sales
Κόστος πωληθέντων	Cost of goods sold
Μικτό κέρδος	Gross profit
Αποσβέσεις	Depreciation
Χρηματοοικονομικά έξοδα	Interest expense on debt
Κέρδη προ φόρων	Pretax income
Καθαρά κέρδη	Net income
Κατάσταση ταμειακών ροών	Cash flow statement
Λειτουργικές δραστηριότητες	Operating activities
Επενδυτικές δραστηριότητες	Investing activities
Χρηματοοικονομικές δραστηριότητες	Financing activities
Μέρισμα	Divident
Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	Market price

