



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ
ΔΥΤΙΚΗΣ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ

Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων

Ενότητα 8: Μετατροπές Εταιριών

Κυριαζόπουλος Γεώργιος

Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής



Ευρωπαϊκή Ένωση
Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο



ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΠΑΙΔΕΙΑΣ & ΘΡΗΣΚΕΥΜΑΤΩΝ, ΠΟΛΙΤΙΣΜΟΥ & ΑΘΛΗΤΙΣΜΟΥ
ΕΙΔΙΚΗ ΥΠΗΡΕΣΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

Με τη συγχρηματοδότηση της Ελλάδας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης



ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ
ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ

Άδειες Χρήσης

- Το παρόν εκπαιδευτικό υλικό υπόκειται σε άδειες χρήσης Creative Commons.
- Για εκπαιδευτικό υλικό, όπως εικόνες, που υπόκειται σε άλλου τύπου άδειας χρήσης, η άδεια χρήσης αναφέρεται ρητώς.



Χρηματοδότηση

- Το παρόν εκπαιδευτικό υλικό έχει αναπτυχθεί στα πλαίσια του εκπαιδευτικού έργου του διδάσκοντα.
- Το έργο «**Ανοικτά Ακαδημαϊκά Μαθήματα στο ΤΕΙ Δυτικής Μακεδονίας**» έχει χρηματοδοτήσει μόνο τη αναδιαμόρφωση του εκπαιδευτικού υλικού.
- Το έργο υλοποιείται στο πλαίσιο του Επιχειρησιακού Προγράμματος «Εκπαίδευση και Δια Βίου Μάθηση» και συγχρηματοδοτείται από την Ευρωπαϊκή Ένωση (Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο) και από εθνικούς πόρους.



Ευρωπαϊκή Ένωση
Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο



ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ
ΕΚΠΑΙΔΕΥΣΗ ΚΑΙ ΔΙΑ ΒΙΟΥ ΜΑΘΗΣΗ
επένδυση στην κοινωνία της γνώσης
ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΠΑΙΔΕΙΑΣ ΚΑΙ ΘΡΗΣΚΕΥΜΑΤΩΝ
ΕΙΔΙΚΗ ΥΠΗΡΕΣΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

Με τη συγχρηματοδότηση της Ελλάδας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης



ΕΣΠΑ
2007-2013
πρόγραμμα για την ανάπτυξη
ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ



Σκοποί ενότητας

- Να κατανοήσει ο φοιτητής τις βασικές εννοιολογικές προσεγγίσεις των εξαγορών και των συγχωνεύσεων.



Περιεχόμενα ενότητας

- Εισαγωγικές έννοιες.
- Διαχωρισμοί.
- Κίνητρα εξαγορών και συγχωνεύσεων.
- Κίνδυνοι και αιτίες αποτυχίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων.
- Χρονικές περίοδοι συγχωνεύσεων και εξαγορών.
- Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στον Ελλαδικό χώρο.
- Μέθοδοι: μη κανονικών αποδόσεων, αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων και θεμελιακής αποτίμησης.



Εισαγωγή (1)

- Με την έλευση της νέας χιλιετίας παρατηρήθηκε το εξής φαινόμενο: οι μικρές επιχειρήσεις στην πλειοψηφία τους χρεοκοπούν και οι μεσαίες επιχειρήσεις προσπαθούν να αποκομίσουν κάποιο κέρδος ώστε να μπορέσουν να επιβιώσουν.
- Βέβαια εξαιτίας της πρωτοφανούς οικονομικής συγκυρίας τόσο οι μεγάλες επιχειρήσεις όσο και οι πολυεθνικές εταιρίες επηρεάζονται αρνητικά και μάλιστα δεν ήταν λίγες αυτές που οδηγήθηκαν σε χρεοκοπία ή κόντεψαν να χρεοκοπήσουν και σώθηκαν την τελευταία στιγμή.
- Οι επιχειρήσεις λοιπόν θεώρησαν ότι ο πιο επιτυχημένος τρόπος για να δυναμώσουν την οικονομική τους θέση είναι οι **εξαγορές** και οι **συγχωνεύσεις**.



Εισαγωγή (2)

- Τις έννοιες «Συγχώνευση» κι «Εξαγορά» ενώ είναι δύο διαφορετικές έννοιες από νομικής πλευράς, στην πράξη τις χρησιμοποιούμε για να δηλώσουν τη συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων υπό:
 - ίδια διεύθυνση,
 - ίδιο έλεγχο,
 - ίδιους οικονομικούς στόχους και
 - ίδια συμφέροντα.
- Οι δύο έννοιες στην πράξη διαφέρουν μόνο στον τρόπο πραγματοποίησης της συνένωσης.



Εισαγωγή (3)

Οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές χωρίζονται με βάση:

- Τη νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μετά τη συγχώνευση και το λογιστικό χειρισμό της συγχώνευσης.
- Με βάση τον τρόπο της προσφοράς εξαγοράς.
- Με βάση τη στάση – διάθεση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρίας.
- Με βάση τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας (βαθμός ολοκλήρωσης).



Διαχωρισμός βάσει της νομικής υπόστασης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης (1)

- **ΕΞΑΓΟΡΑ (acquisition):** είναι η διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος ή και ολόκληρης της επιχείρησης έναντι χρηματικού αντιτίμου, κατά την οποία η εταιρία Χ που αγοράζει την εταιρία Ψ αποκτά τον έλεγχο της επιχείρησης Ψ και μπορεί να εξακολουθεί να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου. Με αυτόν τον τρόπο η επιχείρηση που εξαγοράζεται (Ψ) γίνεται θυγατρική εταιρία της επιχείρησης που την εξαγοράζει (Χ).



Διαχωρισμός βάσει της νομικής υπόστασης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης (2)

- **ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ (merger):** είναι η ενοποίηση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας που απορροφάται μεταβιβάζονται στην εταιρία που την απορροφά, έναντι μετοχών βάσει μιας καθορισμένης σχέσεως ανταλλαγής. Έτσι, η εταιρία που απορροφήθηκε παύει να υφίστανται σαν υποκείμενο δικαίου, δηλαδή λύεται χωρίς περαιτέρω εκκαθάριση, και η εταιρία που την απορροφά την διαδέχεται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της.



Διαχωρισμός με βάση τη διάθεση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρείας (1)

- **ΕΧΘΡΙΚΗ (hostile):** Εχθρικές είναι οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές που προκύπτουν όταν υπάρχει μεγάλη διαφορά των δύο εμπλεκόμενων πλευρών. Σε αυτή την περίπτωση η εταιρία που εξαγοράζεται προχωράει στην υλοποίηση των σχεδίων της είτε μέσω της δημόσιας προσφοράς στους μετόχους, είτε αποκτώντας σιγά-σιγά πακέτα μετόχων της επιχείρησης που εξαγοράζεται ή με συνδυασμό και των δύο παραπάνω στρατηγικών.



Διαχωρισμός με βάση τη διάθεση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρείας (2)

- **ΦΙΛΙΚΗ (friendly):** Φιλικές είναι οι συγχωνεύσεις ή οι εξαγορές που προκύπτουν ύστερα από τη συμφωνία μεταξύ των διοικήσεων και των δύο εμπλεκόμενων πλευρών και τη δημοσιοποίηση στους μετόχους αυτών ότι εγκρίνουν αυτό το είδος συγκέντρωσης. Συνήθως γίνεται σύσταση στους μετόχους να εγκρίνουν και αυτοί τη συμφωνία, σύμφωνα με τις νόμιμες διαδικασίες, ενώ και το αντίτιμο της συμφωνίας έχει καθοριστεί από κοινού.



Διαχωρισμός με βάση τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας

ΣΥΣΧΕΤΙΣΜΕΝΕΣ (Related Mergers or Concentric Mergers): αφορούν συγχωνεύσεις που γίνονται με τη στρατηγική της συσχετισμένης διαφοροποίησης και χωρίζονται σε:

- Οριζόντιες Συγχωνεύσεις (horizontal mergers). Αφορούν τον ίδιο κλάδο δραστηριότητας.
- Κάθετες Συγχωνεύσεις (vertical mergers). Αφορούν διαφορετικά τμήματα των λειτουργιών της αλυσίδας αξίας.
- Ασυσχετίστες. Αφορούν κλάδους που δεν έχουν καμία σχέση μεταξύ τους.



Κίνητρα εξαγορών και συγχωνεύσεων (1)

1. Είσοδος τους σε νέες αγορές.
2. Επέκταση επιχειρηματικής τους δραστηριότητας σε κερδοφόρες κατηγορίες προϊόντων ή καθετοποίηση της παραγωγικής τους διαδικασίας.
3. Φορολογικά οφέλη.
4. Μη δημιουργία ανταγωνισμού.
5. Η επιχείρηση που εξαγοράζετε προφανώς σκοπεύει να ισχυροποιήσει τη θέση της στην αγορά, προλαμβάνοντας, ώστε να μην εξαγοραστεί μελλοντικά από κάποια ανταγωνίστρια.



Κίνητρα εξαγορών και συγχωνεύσεων (2)

6. Η επιχείρηση που προβαίνει στην εξαγορά κάποιας άλλης επιχείρησης, προβαίνει στην εν λόγω εξαγορά για να μην προλάβει η εξαγοράζουσα επιχείρηση να καταστεί ανταγωνίστρια της αποφεύγοντας έτσι την ισχυροποίηση της θέσης της ανταγωνίστριας στην αγορά.
7. Εκμετάλλευση οικονομικών κλίμακας.
8. Μεγιστοποίηση αξίας των μετοχών της επιχείρησης.



Κίνδυνοι και αιτίες αποτυχίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων (1)

Για να πετύχει μια Εξαγορά ή μια Συγχώνευση πρέπει:

1. Να γίνει σωστή αξιολόγηση της επιχείρησης που πρόκειται να εξαγοραστεί ή συγχωνευθεί (επιχείρηση στόχος).
2. Να υπάρχουν έμπειρα και ικανά στελέχη τα οποία θα έχουν τις κατάλληλες γνώσεις και εμπειρίες και θα έχουν σωστή κρίση προκειμένου να παίρνουν τις σωστές αποφάσεις ώστε η ενέργεια που θα αποφασίσουν να κάνουν να επιφέρει στην επιχείρηση κέρδη (Δημιουργία υπεραξίας και συγκριτικού ή συγκριτικών πλεονεκτημάτων).



Κίνδυνοι και αιτίες αποτυχίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων (2)

3. Οι επιχειρήσεις που πρόκειται να εξαγοραστούν ή να συγχωνευθούν πρέπει να έχουν τέτοια χαρακτηριστικά που να αλληλοσυμπληρώνονται.

Παραδείγματος χάριν, αν μια επιχείρηση έχει κεφαλαιακή επάρκεια και κατέχει μηχανήματα και μηχανολογικό εξοπλισμό τελευταίας τεχνολογίας αλλά υστερεί σε πελατολόγιο, θα μπορούσε να συνάψει συνεργασία με μια εταιρία ή με μια επιχείρηση που έχει μεγάλη πελατειακή βάση αλλά υστερεί σε κεφάλαιο και εξοπλισμό.



Πλεονεκτήματα εξαγορών και συγχωνεύσεων

Τα βασικά πλεονεκτήματα συνοψίζονται στα εξής:

1. Η μεγιστοποίηση της αξίας και της απόδοσης των μετοχών.
2. Προσφορά νέων διαφοροποιημένων προϊόντων, υψηλής ποιότητας και σε εξαιρετικά ανταγωνιστικές τιμές.
3. Μείωση λειτουργικού και μισθολογικού κόστους.



Μειονεκτήματα εξαγορών και συγχωνεύσεων

1. Η προσαρμογή του προσωπικού του νέου οργανισμού που προκύπτει, είναι μια δύσκολη διαδικασία.
2. Επίσης, συχνά μεταξύ των εργαζομένων των δύο επιχειρήσεων που συγχωνεύθηκαν, αναπτύσσεται έντονο αίσθημα ανταγωνισμού.
3. Απολύσεις προσωπικού, συγχώνευσης καταστημάτων, περικοπή υφιστάμενων θέσεων εργασίας (οικονομίες κλίμακας).
4. Συνήθως οι μέτοχοι της επιχείρησης στόχου έχουν μεγάλες απώλειες σε σχέση με τους μετόχους της μητρικής επιχείρησης.



Χρονικές περίοδοι συγχωνεύσεων και εξαγορών

- Πρώτη Περίοδος : 1893 – 1904.
- Δεύτερη Περίοδος : 1920 – 1929.
- Τρίτη Περίοδος : 1955 – 1969.
- Τέταρτη Περίοδος : 1981 – 1990.
- Πέμπτη Περίοδος : μέσα 1992 – σήμερα.



Πρώτη περίοδος: 1893-1904

- Θεωρείται η πρώτη περίοδος κατά την οποία παρατηρήθηκαν συνεργασίες επιχειρήσεων και οργανισμών, δηλαδή συγχωνεύσεις.
- Κατά κύριο λόγο οι συγχωνεύσεις αυτές πραγματοποιήθηκαν στην Αμερική, στη δευτερογενή αγορά, όπου εξαιτίας της εμφάνισης βαριών βιομηχανιών δημιουργήθηκαν μεγάλα βιομηχανικά σωματεία τα οποία υφίστανται μέχρι τις μέρες μας.



Δεύτερη περίοδος: 1920-1929 (1)

- Αυτή την περίοδο παρατηρούνται κάθετες συγχωνεύσεις σε σχέση τόσο με τους προμηθευτές όσο και με τους πελάτες.
- Επίσης αυτή την περίοδο παρατηρήθηκαν πολλές διακλαδικές επαφές που όμως δεν οδήγησαν τελικά σε μονοπώλια αλλά σε ολιγοπωλιακές καταστάσεις («Συγχωνεύσεις για Ολιγοπώλια», Mergers for Oligopoly, George Stigler).



Δεύτερη περίοδος: 1920-1929 (2)

Αυτή η χρονική περίοδος χαρακτηρίζεται από:

- Εκμετάλλευση εθνικών πόρων.
- Μαζική παραγωγική δραστηριότητα.
- Ανάπτυξη έρευνας και τεχνολογίας στις βιομηχανικές μονάδες.
- Οι συγχωνεύσεις που ξεκίνησαν αυτή την περίοδο δυστυχώς διακόπτονται από την οικονομική κρίση του 1930 και την αρχή του Δεύτερου Παγκοσμίου Πολέμου.



Τρίτη περίοδος: 1955-1969

Η Τρίτη αυτή χρονική περίοδος χαρακτηρίζεται από:

- Αύξηση παραγωγής.
- Έντονη διαφοροποίηση προϊόντων.
- Διασπορά επιχειρηματικού κινδύνου.
- Εξαγορές μεταξύ επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικά επιχειρηματικά πεδία (conglomerates) δημιουργώντας πολυεθνικούς κολοσσούς.



Τέταρτη περίοδος: 1981-1990

- Από το 1981 παρατηρείται ένα μεγάλο κύμα συγχωνεύσεων στην Ευρώπη.
- Οι συγχωνεύσεις γίνονται κυρίως μεταξύ τεχνολογικών εταιριών, και σκοπεύουν στη συνένωση των ευρωπαϊκών αγορών.
- Η οικονομία βρίσκεται σε βαθιά ύφεση για αυτό και είναι αδύνατη η αγορά πάγιου εξοπλισμού καθώς και η δημιουργία μιας εξ ολοκλήρου νέας επιχείρησης.
- Αυτή η περίοδος χαρακτηρίζεται ως « Περίοδος της Μανίας Συγχωνεύσεων» (merger mania).
- Κατά την περίοδο αυτή παρατηρείται μεγάλος αριθμός διεθνών συγχωνεύσεων και συνενώσεων μεγάλων επιχειρήσεων.



Πέμπτη περίοδος: 1992-Σήμερα

- Βασικό χαρακτηριστικό αυτής της περιόδου είναι η παγκοσμιοποιημένη οικονομία (globalization) και οι νομοθετικές αλλαγές στα μονοπώλια και τις εταιρικές συγκεντρώσεις.
- Οι επιχειρήσεις επεκτείνονται διεθνώς με συγχωνεύσεις και εξαγορές επιδιώκοντας τη μεγέθυνση τους ώστε να ανταποκριθούν στην νέα πραγματικότητα.
- Οι μεγαλύτερες εξαγορές γίνονται από αυτοκινητοβιομηχανίες, τηλεπικοινωνίες, τράπεζες και εταιρίες εμπορίας πετρελαίου.



Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στον Ελλαδικό χώρο (1)

- Το πρώτο μεγάλο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα παρατηρήθηκε στις αρχές της δεκαετίας του '90.
- Ένας βασικός λόγος που παρατηρήθηκαν στις αρχές του 1990 μεγάλος αριθμός συγχωνεύσεων και εξαγορών ήταν ότι οι επιχειρήσεις ήθελαν να ισχυροποιήσουν τη θέση τους τόσο σε διεθνές όσο και σε εθνικό επίπεδο εξαιτίας της επικείμενης οικονομικής ενοποίησης των χωρών της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας (ΕΟΚ).



Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στον Ελλαδικό χώρο (2)

- Στα μέσα της δεκαετίας του 1990 ο ρυθμός των εξαγορών μειώθηκε αισθητά.
- Όμως από το 1998 και μετά εξαιτίας της μεγάλης άνθησης που γνώρισε η ελληνική κεφαλαιαγορά παρατηρήθηκε το μεγαλύτερο μέχρι τότε ρεύμα εξαγορών, αφού οι ελληνικές επιχειρήσεις μπορούσαν πλέον να αντλήσουν υψηλά κεφάλαια τα οποία χρησιμοποιούσαν για εξαγορές και συγχωνεύσεις επιχειρήσεων, και έτσι μπορούσαν να βοηθηθούν και να προσαρμοστούν καλύτερα στις παγκοσμιοποιημένες, πλέον, αγορές χρήματος, κεφαλαίου, αγαθών και υπηρεσιών.



Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στον Ελλαδικό χώρο (3)

- Πάρα τον σχετικά μικρό αριθμό εξαγορών και συγχωνεύσεων που έγιναν στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια, πάντα σε σχέση με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες, φαίνεται ότι οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα έχουν αρχίσει να αντιλαμβάνονται την πίεση του ανταγωνισμού των επιχειρήσεων του εξωτερικού και να κατανοούν ότι η δράση τους ξεφεύγει κατά πολύ από τα εγχώρια όρια.
- Εξαιτίας του ότι στην Ελληνική σκηνή υπάρχουν πολλές μικρές επιχειρήσεις, γίνεται έντονη η ανάγκη για συνένωση αυτών των μικρών επιχειρήσεων ώστε να προκύψουν μεγαλύτεροι όμιλοι.



Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στον Ελλαδικό χώρο (4)

- Η αγορά της Ελλάδας βρίσκεται ακόμη σε πολύ αρχικό στάδιο και αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι βρίσκεται σε φάση εσωτερικής εταιρικής ανασυγκρότησης των δυνάμεων της. Έτσι δεν μπορεί ακόμα να ξεκαθαριστεί το ποσοστό αποδοτικότητας τέτοιων κινήσεων.
- Την τελευταία δεκαετία κυρίως σε πολλές χώρες του εξωτερικού, κυρίως στην Αμερική, εφαρμόζεται μια στρατηγική που στην Ελλάδα άρχισε μόλις να γίνεται γνωστή. Η στρατηγική αυτή ονομάζεται «Στρατηγική Επιθετικής Εξαγοράς».



Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στον Ελλαδικό χώρο (5)

Ελληνικές εταιρίες που χρησιμοποίησαν ακριβώς αυτή τη στρατηγική, δηλαδή τη στρατηγική της επιθετικής εξαγοράς είναι οι παρακάτω:

- Η ΜΕΤΚΑ (κλάδος μεταλλικών κατασκευών) εξαγοράστηκε από τον Όμιλο Μυτιληναίου.
- Η αλευροβιομηχανία Μύλοι Αγίου Γεωργίου εξαγοράστηκε μέσω χρηματιστηρίου από την αλευροβιομηχανία Κυλινδρόμυλοι Λούλη.
- Η Goody's εξαγοράστηκε από τη ΔΕΛΤΑ.



Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στον Ελλαδικό χώρο (6)

- Συμπερασματικά λοιπόν μπορούμε να πούμε ότι στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια έχουν επιτευχθεί σημαντικές εξαγορές και συγχωνεύσεις, οι οποίες είναι σε θέση να αλλάξουν ακόμα και την επιχειρηματική χάρτα ολόκληρης της χώρας.



Μέθοδοι για τον υπολογισμό της αποδοτικότητας των εξαγορών και των συγχωνεύσεων

Κατά πόσο θα είναι αποδοτική η εξαγορά ή η συγχώνευση δύο επιχειρήσεων μπορούμε να το υπολογίσουμε με τρεις μεθόδους θεωρητικά:

- Μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων (Abnormal Return).
- Μέθοδος αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (Accounting Based Operational Performance Evaluation).
- Μέθοδος Θεμελιακής Αποτίμησης (Fundamental Valuation Techniques).



Μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων (1)

- Η **Μέθοδος των Μη Κανονικών Αποδόσεων** συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις των μετοχών των δύο εταιριών προς συγχώνευση ή εξαγορά κατά τη χρονική διάρκεια της ανακοίνωσης του γεγονότος αυτού μέχρι και την ολοκλήρωση του, με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις στην ίδια χρονική διάρκεια που έχουν υπολογιστεί με βάση τα ιστορικά στοιχεία μιας χρονικής περιόδου, συνήθως 3-5 χρόνια πριν την εξαγορά ή συγχώνευση. Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων λέγεται AR (Abnormal Returns) και οφείλεται στο συγκεκριμένο γεγονός (Fama, Fisher, Jensen & Roll, 1969).



Μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων (2)

- Εάν η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων (AR) είναι αρνητική τότε η συγχώνευση δεν δημιουργεί αξία.
- Εάν η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων (AR) είναι μηδενική τότε η συγχώνευση είναι ουδέτερη και δεν επιφέρει σημαντικές αλλαγές.
- Εάν η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων (AR) είναι θετική τότε η συγχώνευση δημιουργεί αξία.



Μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων (3)

Τύπος μη κανονικής απόδοσης (AR):

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

Όπου

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

$t = 1, 2, 3, \dots, T$ μήνες ή ημέρες

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



Μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων (4)

Οι χρονικές περίοδοι χωρίζονται σε δύο:

- Περίοδο Υπολογισμού (estimator period) και
- Περίοδο Παρατηρήσεως (observation period).

Ημερομηνία γεγονότος νοείται η ημέρα ή ο μήνας της δημόσιας ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Συνήθως λέγεται event day/ month και τοποθετείται στη χρονική περίοδο «0» (μηδέν).



Μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων (5)

- Η Περίοδος Υπολογισμού συνήθως καθορίζεται από έναν έως τρεις μήνες πριν από το σημείο μηδέν για να μπορέσουμε να αντιμετωπίσουμε το φαινόμενο της προεξόφλησης της προσφοράς από την αγορά που πιθανόν να ωφελείται σε διαρροή πληροφοριών.
- Οι πραγματικές αποδόσεις υπολογίζονται με βάση τις τιμές των μετοχών και τα μερίσματα τα οποία υποχρεωτικά πρέπει να επενδύονται εκ νέου κάθε φορά.



Μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων (6)

- Ο υπολογισμός των προβλεπόμενων αποδόσεων γίνεται με την ανάλυση παλινδρομήσεων, δηλαδή με τη χρήση διάφορων υποδειγμάτων. Ένα από τα πιο γνωστά υποδείγματα είναι το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM).



Μέθοδος αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (1)

- Αυτή η μέθοδος υπολογίζει την απόδοση μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς με τη βοήθεια λογιστικών στοιχείων.
- Τέτοια λογιστικά στοιχεία είναι παραδείγματος χάρη τα λειτουργικά κέρδη (EBIT), πωλήσεις, ταμειακές ροές, ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, (ROE), κλπ.



Μέθοδος αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (2)

Με τη μέθοδο αυτή:

- Μπορεί να αναλυθούν εκ βαθέων τα αποτελέσματα, αρνητικά ή θετικά, μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης, αφού η ανάλυση γίνεται σύμφωνα με τις λογιστικές καταστάσεις των εκάστοτε εταιριών.
- Για τις μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες δεν προκύπτουν προβλήματα από την έλλειψη στοιχείων.



Μέθοδος θεμελιακής αποτίμησης (1)

- Με τη μέθοδο αυτή ουσιαστικά γίνεται θεμελιώδης αποτίμηση των προνομιούχων μετοχών.
- Η θεμελιώδης αποτίμηση των προνομιούχων μετοχών γίνεται με την ανάλυση ιστορικών οικονομικών στοιχείων καθώς και με την αξιολόγηση των προοπτικών της επιχείρησης από έναν εκδότη ομολογιακών δανείων.
- Από τα ιστορικά στοιχεία μπορούμε να καταλάβουμε την πορεία της επιχείρησης καθώς και τον τρόπο διοίκησης της.



Μέθοδος θεμελιακής αποτίμησης (2)

Η οικονομική ανάλυση μιας επιχείρησης περιλαμβάνει την ανάλυση δεικτών, από τους οποίους οι πιο σημαντικοί είναι:

- Ακαθάριστο και Καθαρό Περιθώριο Κέρδους.
- Κύκλος Εργασιών.
- Επενδυτική κάλυψη τρεχουσών και άμεσων δεικτών.



Μέθοδος θεμελιακής αποτίμησης (3)

Η αποτίμηση μιας επιχείρησης περιλαμβάνει την ανάλυση των εξής δεικτών:

- Τιμή/ Αποδοχές.
- Λογιστική Αξία/ Μερίδιο.
- Απόδοση Κερδών.
- Απόδοση Μερισμάτων.
- Δείκτες Αποδοτικότητας.



Μέθοδος θεμελιακής αποτίμησης (4)

Η αξιολόγηση της επιχειρησιακής προοπτικής μιας επιχείρησης περιλαμβάνει:

- Εξέταση όλων των διαθέσιμων πληροφοριών.
- Συνεντεύξεις με τα ανώτερα στελέχη.
- Συζητήσεις με τους προμηθευτές.
- Συζητήσεις με το προσωπικό των ανταγωνιστριών εταιριών, κλπ.



Βιβλιογραφία

- Ζαχαριάδης–Σούρας, Δ. (2002). Χρήμα–Πίστη–Τράπεζες (Β΄ Έκδοση). Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα.
- Κιόχου, Π. & Παπανικολάου, Γ. (2011). Χρήμα–Πίστη–Τράπεζες. Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα, Αθήνα.
- Λαζαρίδης, Ι. (2007). Σύγχρονες Μορφές Χρηματοδότησης (Τεύχος Α΄ και Β΄). Εκδόσεις Ι. Λαζαρίδης, Θεσσαλονίκη.



Τέλος Ενότητας



Σημείωμα Αναφοράς

Copyright ΤΕΙ Δυτικής Μακεδονίας,
Κυριαζόπουλος Γεώργιος. «Ανάλυση
Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων».
Έκδοση: 1.0. Κοζάνη 2015.



Σημείωμα Αδειοδότησης

Το παρόν υλικό διατίθεται με τους όρους της άδειας χρήσης Creative Commons Αναφορά, Μη Εμπορική Χρήση Παρόμοια Διανομή 4.0 [1] ή μεταγενέστερη, Διεθνής Έκδοση. Εξαιρούνται τα αυτοτελή έργα τρίτων π.χ. φωτογραφίες, διαγράμματα κ.λ.π., τα οποία εμπεριέχονται σε αυτό και τα οποία αναφέρονται μαζί με τους όρους χρήσης τους στο «Σημείωμα Χρήσης Έργων Τρίτων».

[1] <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>



Ως **Μη Εμπορική** ορίζεται η χρήση:

- που δεν περιλαμβάνει άμεσο ή έμμεσο οικονομικό όφελος από την χρήση του έργου, για το διανομέα του έργου και αδειοδόχο.
- που δεν περιλαμβάνει οικονομική συναλλαγή ως προϋπόθεση για τη χρήση ή πρόσβαση στο έργο.
- που δεν προσπορίζει στο διανομέα του έργου και αδειοδόχο έμμεσο οικονομικό όφελος (π.χ. διαφημίσεις) από την προβολή του έργου σε διαδικτυακό τόπο.

Ο δικαιούχος μπορεί να παρέχει στον αδειοδόχο ξεχωριστή άδεια να χρησιμοποιεί το έργο για εμπορική χρήση, εφόσον αυτό του ζητηθεί.



Διατήρηση Σημειωμάτων

Οποιαδήποτε αναπαραγωγή ή διασκευή του υλικού θα πρέπει να συμπεριλαμβάνει:

- το Σημείωμα Αναφοράς.
- το Σημείωμα Αδειοδότησης.
- τη δήλωση Διατήρησης Σημειωμάτων.
- το Σημείωμα Χρήσης Έργων Τρίτων (εφόσον υπάρχει).

μαζί με τους συνοδευόμενους υπερσυνδέσμους.

