



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

Αποτιμήσεις, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Ομίλων και Εταιρειών, Θεωρητική και
Πρακτική Προσέγγιση

της

ΜΑΚΕΔΟΥ ΑΓΝΗ

Επιβλέπων Καθηγητής: Ταχυνάκης Παναγιώτης

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος
στην

Εφαρμοσμένη Λογιστική και Ελεγκτική

Οκτώβριος 2022

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία αφορά την διευκρίνηση των όρων των εξαγορών και των συγχωνεύσεων κάτω από το πρίσμα των υποδειγμάτων αποτίμησης. Ο λόγος για την συγγραφή της αποτελεί το γεγονός ότι η οικονομία κινείται με ραγδαίους ρυθμούς και δημιουργούνται κίνητρα τόσο για συγχωνεύσεις μεταξύ των εταιρειών όσο και για εξαγορές άλλων επιχειρήσεων. Τόσο οι συγχωνεύσεις όσο και οι εξαγορές είναι πολύπλοκες καθώς εμπλέκονται τα επιστημονικά αντικείμενα της λογιστικής, υψ χρηματοοικονομικής και της διοίκησης επιχειρήσεων. Η διαδικασία των εξαγορών και των συγχωνεύσεων απαιτεί την εφαρμογή εργαλείων αποτίμησης τα οποία πριν την πραγματοποίησή τους ελέγχονται από Επιτροπές Ανταγωνισμού με σκοπό την τήρηση υγιούς ανταγωνισμού. Η εργασία επεξεργάζεται αρχικά τις διαθέσιμες βιβλιογραφικές αναφορές στα αντικείμενα της αποτίμησης μιας εταιρείας καθώς και στα κίνητρα και την καθιερωμένη επιστημονικά διαδικασία απορροφήσεων. Στη συνέχεια ασχολείται με την αποτίμηση εταιρειών, παρέχοντας όλες τις καθιερωμένες μεθόδους αποτίμησης. Αναπτύσσεται η μεθοδολογία για την εύρεση της μελλοντικής αξίας μιας επιχείρηση μέσω της δημιουργίας pro-forma οικονομικών καταστάσεων, γιατί η παρούσα και η μελλοντική αξία μιας επιχείρησης ποσοτικοποιούν τη συνολική της αξία. Η εύρεση της αξίας αποτίμησης μιας εταιρείας είναι απαραίτητη για να πραγματοποιηθούν τα επόμενα βήματα τόσο των συγχωνεύσεων όσο και των εξαγορών ώστε να οριστούν τόσο τα τιμήματα εξαγοράς όσο και οι όροι ανταλλαγής. Στα επιμέρους κεφάλαια πραγματοποιείται ανάπτυξη υποδειγμάτων, τόσο για την διαδικασία της αποτίμησης όσο και συγχώνευσης – απορρόφησης. Για να ελεγχθούν τα αποτελέσματα μετά την συγχώνευση δύο εταιρειών προβάλλονται τα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας που προκύπτει μετά τον μετασχηματισμό για μια χρονιά ακόμα. Ο λόγος που πραγματοποιείται το παραπάνω είναι για να ελέξουμε αν οι αρχικοί στόχοι συγχωνεύσεων και απορροφήσεων τηρούνται και αν εμφανίζεται bootstrapping effect και πως αυτό ποσοτικοποιείται. Τέλος ελέγχουμε την αβεβαιότητα με τη χρήση της τεχνικής mode Carlo στο υπόδειγμα αποτίμησης με βάση τα διεθνή λογιστικά πρότυπα αλλά και συνολικό υπόδειγμα απορρόφησης. Από αυτή την εργασία παρέχονται πολλές επισημάνσεις για τις εξαγορές και συγχωνεύσεις καθώς και για τα αποτελέσματα που αυτές επιφέρουν, με τα υποδείγματα που αναπτύχθηκαν να αποτελούν μια επιπλέον καλή πρακτική για ποσοτικές μετρήσεις όταν πραγματοποιούνται συγχωνεύσεις επιχειρήσεων.

Contents

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	1
Υπόδειγμα Πινάκων	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΣΚΟΠΟΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	4
Εισαγωγή.....	4
Αντικείμενο και σκοπός	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΙΣΗ.....	7
Εισαγωγικά.....	7
Αναλυτική Βιβλιογραφία	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	12
Εισαγωγικά.....	12
3.1 Αποτιμήσεις Βασισμένες Στον Ισολογισμό	13
3.2 Αποτιμήσεις Βασισμένες Στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης	15
3.3 Αποτιμήσεις Βασισμένες Στην Υπεραξία (Goodwill-Based Methods).....	17
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΣΧΕΔΙΑ ΚΑΙ ΠΡΟΒΟΛΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ	23
Εισαγωγικά.....	23
4.2 Ο Σχεδιασμός - Κεντρικό Εργαλείο Για Την Απόδοση	24
4.3 Προϋπολογισμός Και Προϋπολογιστικός Έλεγχος.....	25
4.4 Επιχειρηματικά Σχέδια	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Η ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΙΣ	41
Εισαγωγικά.....	41
5.2 Επιστημονικό – Λογιστικό Πλαίσιο Αναφοράς	42
5.3 Τα Τρία Επίπεδα Στοιχείων Στην «Ιεραρχίας Εύλογης Αξίας»	46
5.4 Δεδομένα Επιπέδου 3 Και Αξία Σε Χρήση	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΟΙ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΙ	55
Εισαγωγικά.....	55
6.2 Ορισμοί Συγχωνεύσεων Και Εξαγορών	56
6.3 Μέρη Των Εξαγορών	57
6.4 Λογιστική Εξαγορών Και Συγχωνεύσεων Μέσω Του ΔΠΧΑ 3	57
6.5 Φιλική Εξαγορά (Friendly Takeover).....	63
6.6 Εχθρική Εξαγορά (Hostile Takeover)	63
6.7 Εξαγορά Διάσωσης (Bailout Takeover).....	64
6.8 Αντίστροφη Εξαγορά (Reserve Takeover).....	64
6.9 Εξαγορά Backflip	64
6.10 Είδη Συγχωνεύσεων	67
6.11 Στάδια Συγχώνευσης	70
6.12 Σύγκριση Συγχωνεύσεων Και Εξαγορών	75

6.13 Λόγοι Για Τους Οποίους Πραγματοποιούνται Συγχωνεύσεις Και Εξαγορές	76
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ	91
Βιβλιογραφία.....	Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.

Υπόδειγμα Πινάκων

Πίνακας 1 : Δεδομένα μοντέλου εταιρείας Α	32
Πίνακας 2 : ΚΑΧ εταιρείας Α	34
Πίνακας 3 : Ισολογισμός εταιρείας Α.....	34
Πίνακας 4 : Κατάσταση Ταμειοροών εταιρείας Α	35
Πίνακας 5 : Δεδομένα μοντέλου εταιρείας Β	36
Πίνακας 6 : Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης εταιρείας Β	37
Πίνακας 7 : Ισολογισμός εταιρείας Β.....	37
Πίνακας 8 : Κατάσταση Ταμειοροών εταιρείας Β	38
Πίνακας 9 : Μέθοδοι αποτίμησης εταιρειών Α & Β	39
Πίνακας 10 : Υπολογισμός εύλογης αξίας σύμφωνα με τα IFRS	42
Πίνακας 11 : Υποθέσεις υποδείγματος VIU.....	52
Πίνακας 12 : Υπολογισμός Ταμειακών ροών	53
Πίνακας 13 : Υπολογισμός Αξίας σε Χρήση (VIU).....	53
Πίνακας 14 : Υπολογισμός αβεβαιότητας.....	54
Πίνακας 15 : Διάγραμμα αράχνης.....	54
Πίνακας 16 : Όροι ανταλλαγής μετοχών Α & Β	80
Πίνακας 17 : ΑΜΚ εταιρείας Α κατά την απορρόφηση και μεταβολές κεφαλαίων από αυτή	81
Πίνακας 18 : Εγγραφές ενοποίησης Μετοχικού Κεφαλαίου.....	82
Πίνακας 19 : Δεδομένα νέας εταιρείας Α μετά την απορρόφηση της Β	84
Πίνακας 20 : ΚΑΧ νέας εταιρείας μετά την απορρόφηση	85
Πίνακας 21 : Ισολογισμός νέας εταιρείας μετά την απορρόφηση.....	85
Πίνακας 22 : Κατάσταση Ταμειοροών μετά την απορρόφηση	86
Πίνακας 23 : Ανάλυση ευαισθησίας Premium / Discount	87
Πίνακας 24 : Μεταβλητές που επηρεάζουν το premium / discount των μετόχων της εταιρείας Β σε φθίνουσα σειρά	88
Πίνακας 25 : Spider Graph of Premium	89
Πίνακας 26 : Tornado Graph of Profit t+2	89
Πίνακας 27 : Spider Graph of Profit t+2	90

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΣΚΟΠΟΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Εισαγωγή

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι από τους πιο αποτελεσματικούς τρόπους για την επιτάχυνση της υλοποίησης ενός σχεδίου ταχείας ανάπτυξης. Οι διαδικασίες συγχωνεύσεων, αγορών, εκποίησης οντοτήτων ή περιουσιακών στοιχείων και αναδιάρθρωσης επιχειρήσεων είναι όλες σημαντικές μέθοδοι για την παροχή ανάπτυξης και αξίας τόσο σε μεγάλες όσο και σε μικρές επιχειρήσεις.

Η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών ξεκίνησαν ως ευρύτερο επιχειρηματικό στρατηγικό φαινόμενο το δέκατο ένατο αιώνα σε μια περίοδο γνωστή ως "Το μεγάλο κίνημα των συγχωνεύσεων". Την εποχή αυτή πολύ μικρές επιχειρήσεις ενοποιήθηκαν σε μεγάλες δημόσιες οντότητες που κυριαρχούσαν στις αγορές. Εταιρείες όπως η U.S. Steel, η International Paper, και η Standard Oil δημιούργησαν σχεδόν μονοπωλιακές οντότητες. Σήμερα οι συγχωνεύσεις και εξαγορές έχουν εξελιχθεί και αλλάζουν ανάλογα με τη νομοθεσία, την αγορά και τη βιομηχανία.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι από τους πιο αποτελεσματικούς τρόπους για την επιτάχυνση της υλοποίησης ενός σχεδίου ταχείας ανάπτυξης. Εταιρείες σε όλους τους κλάδους έχουν αναπτυχθεί με αστραπιαία ταχύτητα. Ο αντίκτυπος της τεχνολογίας και του Διαδικτύου έχει αυξήσει περαιτέρω τον ρυθμό και το μέγεθος των συμφωνιών. Οι αγοραστές όλων των μορφών και μεγεθών έχουν τους ίδιους στρατηγικούς στόχους - να δημιουργήσουν μακροπρόθεσμη αξία για τους μετόχους και να επωφεληθούν από τις συνέργειες που θα δημιουργήσουν οι συνδυασμένες επιχειρήσεις- αν και κάθε κλάδος έχει τους δικούς του ειδικούς στόχους.

Μια συγχώνευση ή εξαγορά είναι η αγορά ή ο συνδυασμός τουλάχιστον ενός επιχειρηματικού περιουσιακού στοιχείου μεταξύ δύο οικονομικών οντοτήτων. Ο ορισμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών, αν και δεν αναφέρεται ευθέως, συχνά ενσωματώνει επιπλέον αναδιρθρώσεις, η ανάλυση των οποίων βοηθάει τον προσδιορισμό του αντίκτυπου της εν λόγω στρατηγικής. Τέτοιες αναλύσεις είναι σημαντικές για τον καθορισμό της αξίας μετά τη συναλλαγή και βοηθούν να προσδιοριστεί εάν η συναλλαγή αξίζει να πραγματοποιηθεί.

Επί πολλές δεκαετίες, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές έχουν συμβάλει σημαντικά στην παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη, και ιδίως στη δραστηριότητα στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές.

Ο στόχος της παραπάνω στρατηγικής πρέπει να είναι - και συνήθως είναι - η αύξηση της αξίας των μετόχων. Στην απλούστερη εκδοχή του, αυτό σημαίνει ότι ο αγοραστής πρέπει να είναι σε θέση να παράγει καλύτερη απόδοση των κεφαλαίων του από ό,τι θα πετύχαινε διαφορετικά. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί μέσω της αύξησης των εσόδων, της μείωσης του κόστους, της αποτελεσματικότερης λειτουργίας των περιουσιακών στοιχείων του, της επίλυσης προβλημάτων με τους προμηθευτές του ή της πρόσβασης σε περισσότερες ευκαιρίες ανάπτυξης-, ή μέσω μιας κίνησης απόκτησης ή συνένωσης περιουσιακών στοιχείων από κάποια άλλη οικονομική οντότητα.

Η αύξηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει δημιουργήσει έντονο ανταγωνισμό για τις ίδιες εταιρείες - στόχους, όπου η τιμή και η ταχύτητα πριμοδοτούνται. Ο φόβος σε πολλά διοικητικά συμβούλια είναι ότι η εταιρεία θα μείνει εκτός ή θα μείνει πίσω αν δεν κινηθεί γρήγορα για την εξαγορά άλλων επιχειρήσεων. Συναλλαγές που παλαιότερα χρειάζονταν μήνες για να ολοκληρωθούν, τώρα κλείνουν μέσα σε λίγες ημέρες, ιδίως αν δεν χρειάζεται να ληφθούν ρυθμιστικές εγκρίσεις και δεν λάβουν χώρα μάχες μετόχων ως προϋπόθεση για να ολοκληρωθεί η συμφωνία. Σε αυτό το περιβάλλον, οι εξαγορές κινούνται τόσο γρήγορα ώστε η πιθανότητα προβλημάτων και σφαλμάτων έχει μειωθεί δραματικά.

Είναι πολύ σημαντικό πριν από μία τέτοια στρατηγική να πραγματοποιηθεί από τα ενδιαφερόμενα μέρη μία λεπτομερής έρευνα σχετικά με τα μελλοντικά αποτελέσματα/οφέλη που θα προκύψουν. Παρόλο που οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν μία αρκετά διαδεδομένη τεχνική μεταξύ των εταιρειών, εν τούτοις έχουν εμφανιστεί αρκετές αποτυχίες. Στην συγκεκριμένη εργασία γίνεται μία προσπάθεια αποτύπωσης των διαδικασιών που χρησιμοποιούνται, και εν τέλει να δοθεί μια απάντηση στο ερώτημα κατά πόσο δημιουργείτε πραγματική αξία, ποιοι την αποκομίζουν και πως εδραιώνεται η θέση της νέας εταιρείας.

Η εργασία αποτελείται από έξι (6) κεφάλαια. Στο κεφάλαιο ένα (1) γίνεται αναφορά στο αντικείμενο και τον σκοπό της διπλωματικής. Στο κεφάλαιο δύο (2) παρουσιάζεται η βιβλιογραφική ανασκόπηση πάνω στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές. Το κεφάλαιο τρία (3) μελετώνται οι μέθοδοι αποτίμησης των επιχειρήσεων, δηλαδή στους τρόπους

με τους οποίους υπολογίζεται η εύλογη αξία μιας οικονομικής οντότητας. Στο κεφάλαιο τέσσερα (4) παρουσιάζεται η έννοια του επιχειρηματικού σχεδίου που αποτελεί το υπόβαθρο ενός στρατηγικού σχεδιασμού και από το οποίο εξάγονται συμπεράσματα σχετικά με τον μελλοντικό στρατηγικό σχεδιασμό μιας εταιρείας. Στο κεφάλαιο αυτό με χρήση προσαρμοσμένων χρηματοοικονομικών στοιχείων δύο πραγματικών εταιρειών, δημιουργούνται και ποσοτικοποιούνται υποδείγματα τύπου AFN από την ιστορική χρονιά t στην χρονιά προγραμματισμού $t+1$. Στο κεφάλαιο πέντε (5) παρουσιάζονται οι μέθοδοι και η διαδικασία αποτίμησης μιας εταιρείας με βάση τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Στο ίδιο κεφάλαιο αναπτύσσεται υπόδειγμα εύρεσης της αξίας σε χρήση (VIU) που προτείνεται από τα πρότυπα και ακολουθείτε από τους ορκωτούς ελεγκτές. Επιπρόσθετα παρέχεται και ένας τρόπος ελέγχου της αβεβαιότητας των λογιστικών εκτιμήσεων μέσω ανάλυσης ευαισθησίας. Τέλος στο κεφάλαιο έξι (6) παρέχεται μία αναλυτική παρουσίαση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, οι διάφορες μορφές τους καθώς και τα πλεονεκτήματα ή μειονεκτήματα που απορρέουν από αυτές. Στο κεφάλαιο αυτό, στηριζόμενη στις αποτιμήσεις των προηγούμενων κεφαλαίων τέσσερα και πέντε παρουσιάζεται το μοντέλο απορρόφησης μεταξύ των εν λόγω εταιρειών ενώ εξάγονται συμπεράσματα με την χρήση ανάλυση ευαισθησίας.

Αντικείμενο και σκοπός

Η παρούσα εργασία στοχεύει στον εντοπισμό και την ανάλυση των βασικών διαδικασιών όπου επικεντρώνονται οι εταιρείες που επιδιώκουν συγχωνεύσεις και εξαγορές. Αυτό πραγματοποιείται μέσω μιας εκτενής παρουσίασης στους τεχνικούς παράγοντες που λαμβάνουν χώρα, ώστε να αποδειχτεί η πολυπλοκότητα και η χρονική διάρκεια που απαιτείται για να ολοκληρωθεί μια τέτοια στρατηγική.

Με τον εντοπισμό αυτών των διαδικασιών, θα εντοπιστεί η συσχέτιση μεταξύ ορισμένων κινητήριων δυνάμεων της δραστηριότητας συγχωνεύσεων και εξαγορών και του πραγματικού πλούτου των μετόχων που δημιουργείται σε αυτές τις εταιρείες. Σκοπός είναι να παρουσιαστούν με όσο πιο αναλυτικό τρόπο τα βήματα, οι στρατηγικές και η μοντελοποίηση μιας τέτοιας στρατηγικής κίνησης. Μέσω της παρουσίασης όλων αυτών των στοιχείων, η εργασία προσπαθεί να απαντήσει σε τρία βασικά ερωτήματα που ταλανίζουν την βιβλιογραφία που ασχολείται με το συγκεκριμένο θέμα.

Πρώτον : Ποιοι είναι εκείνοι οι παράγοντες που καθορίζουν την τιμή ανταλλαγής μεταξύ των μετοχών των εταιρειών και κατά πόσο αυτή η τιμή ευνοεί ή όχι όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη. Εδώ εισέρχεται το θέμα της ορθής αποτίμησης που διαπραγματεύεται η εργασία μας. Δεύτερον, ποια τα αποτελέσματα μιας τέτοιας διαδικασίας και κάτω από ποιες συνθήκες διαμορφώνεται το μέλλον της νέας εταιρείας. Εδώ εισέρχεται το θέμα των pro-forma οικονομικών καταστάσεων, η τεχνική της απορρόφησης και η pro-forma οικονομική κατάσταση της εταιρείας που προκύπτει από τον μετασχηματισμό. Τέλος, ποια είναι η πραγματική αξία που δημιουργείτε και ποιοι παράγοντες επηρεάζουν περισσότερο τα νέα οικονομικά δεδομένα. Εδώ εισέρχεται το είδος της απορρόφησης (κάθετες, οριζόντιες, ανεξάρτητες) και το αποτέλεσμα συμπαράσυρσης της απορροφούμενης από την απορροφώσα (bootstrapping effect).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΙΣΗ

Εισαγωγικά

Τις τελευταίες δύο δεκαετίες στην διεθνή βιβλιογραφία και ιδιαίτερα στον κλάδο των εταιρικών στρατηγικών και χρηματοδοτήσεων κυριαρχεί ο τομέας των συγχωνεύσεων και εξαγορών (Mergers & Acquisitions). Αποτελεί πλέον την πιο διαδεδομένη στρατηγική επέκτασης και μεγένθυσης των εταιρειών σε παγκόσμιο επίπεδο. Επιπλέον, η παγκοσμιοποίηση και η τεχνολογική πρόοδος έχουν εξαλείψει τα όποια εμπόδια υπήρχαν στο παρελθόν και έχουν δημιουργήσει νέους ορίζοντες ιδιαίτερα στις συνεργασίες εταιρειών που ανήκουν σε άλλες γεωγραφικές περιοχές. Παρ'όλα αυτά, όπως έχουν δείξει αρκετές μελέτες, αποτελεί μια στρατηγική όπου δεν αποφέρει πάντα τα επιθυμητά αποτελέσματα. Αυτό συμβαίνει γιατί αποτελεί μια αρκετά περίπλοκη κατάσταση όπου επηρεάζεται κάθε φορά από διαφορετικούς παράγοντες, ανάλογα με την εταιρεία, την αγορά, το είδος και τα συμβαλλόμενα μέρη.

Αναλυτική Βιβλιογραφία

Η παρούσα εργασία στηρίζεται κυρίως στα βιβλία του επαγγελματικού οργανισμού CFA level I & II (2021) που αφορούν το corporate finance και αναλύουν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές. Για τα θέματα αποτιμήσεων στηρίζεται στις εργασίες των Fernandez P. (2021), Damodaran (2020) και Fernandez P. (2007). Για τις pro forma οικονομικές καταστάσεις στα βιβλία των Penman, S. H.(2010) και MacKenzie, D. (2008) καθώς και στα άρθρα των Jalbert, T. (2019) και Crum, M., & Rayhorn, C.

(2019). Για τα λογιστικά πρότυπα και την λογιστική τεχνική της αποτίμησης και της απορρόφησης στα αντίστοιχα τμήματα που αναλύονται ανα αριθμό λογιστικού προτύπου στα βιβλία των διεθνών λογιστικών προτύπων IFRS® Standards (2022) και στο εκπαιδευτικό υλικό Educational material on fair value measurement, IFRS Foundation (2013), καθώς και στις εκδόσεις των πέντε μεγαλύτερων ελεγκτικών εταιρειών. Τέλος για το bootstrapping στα M&As έχουν αναφερθεί εκτενώς οι Chaimowitz, K. (2021), de Bodt, E., Cousin, J. G., & Officer, M. S. (2019) στα άρθρα τους και ο Shimizu, M. (2012) στο βιβλίο του Project Management Institute.

Για την πληρότητα του θεωρητικού τμήματος των κεφαλαίων της παρούσας διπλωματικής στηριχθήκαμε και στα πορίσματα επιστημονικών εργασιών σχετικά με τον σκοπό των M&As, τα κίνητρα των εταιρειών προς συγχώνευση ή απορρόφηση, τα αποτελέσματα τέτοιων στρατηγικών καθώς και την έρευνα για την αξία που δημιουργείτε στην νέα εταιρεία.

Η στρατηγική που μελετάται διασφαλίζει ότι οι καλύτερες διαδικασίες και συστήματα εφαρμόζονται στο πλαίσιο ενός οργανισμού, προκειμένου να επιτευχθούν μετρήσιμες βελτιώσεις στην αποδοτικότητα, την αποτελεσματικότητα και φυσικά την ικανοποίηση των μετόχων (Hassan et. Al, 2018).

Το ενδιαφέρον για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές απορρέει τόσο από την επικράτηση όσο και από την ευρεία διάδοσή τους. Η δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι μαζική – το 2021 καταγράφηκαν συνολικά 2.120 εξαγορές αξίας 990,8 δισ. (Dealogic.com). Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές λαμβάνουν χώρα σε ένα πλαίσιο συμβάντων, δραστηριοτήτων και δράσεων που εκτυλίσσονται συνεχώς και πρέπει να κατανοηθούν ως τέτοιες για να κατανοηθούν οι επιπτώσεις τους (Meglio, 2015, σ. 165).

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές έχουν επίσης δραματικές και ανατρεπτικές συνέπειες στην οργανωτική ζωή μιας επιχείρησης, την ικανότητα να ανταποκρίνονται στις προκλήσεις της αγοράς (Agrawal et al., 2015- Reis et al., 2015), στις εταιρικές στρατηγικής ανάπτυξης και μορφές αλλαγής (Cartwright et al., 2012) καθώς και στη στρατηγική ανανέωση (Bruner, 2004). Στρατηγικά, αναδιαμορφώνουν τους κλάδους, αναδιαμορφώνουν τις εταιρικές δομές, μετασχηματίζουν οργανωτικές κουλτούρες και επηρεάζουν τις ατομικές σταδιοδρομίες (Marks & Mirvis, 2001).

Επιπλέον υπάρχει αυξανόμενη συνειδητοποίηση ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές επηρεάζονται από τους ενδιαφερόμενους (Meglio, 2016). Ο Hughes, (2016) σημειώνει ότι η οικονομική παγκοσμιοποίηση σήμερα λαμβάνει χώρα με ιλιγγιώδες ρυθμό, απαιτώντας ένα επίπεδο ολοκλήρωσης και ευθυγράμμισης που πολλές οντότητες δεν

είναι έτοιμες να χειριστούν. Υπάρχουν παράγοντες που μια εταιρεία πρέπει να διαχειριστεί και να είναι σε θέση να διατηρήσει μια λεπτή ισορροπία στη μετάβαση από το παλιό σύστημα στο νέο, έτσι, μακροπρόθεσμα να μπορεί να απορροφήσει όλα τα πλεονεκτήματα που προσφέρουν. Οι Ταχινάκης και Σαμαρίνας (2013) σε έρευνα τους έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις που επενδύουν σε καινοτομίες είναι λιγότερο ελκυστικές από τους επενδυτές. Η επέκταση του πλαισίου της έρευνας για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στις συνέπειες των ενδιαφερομένων μερών βοηθά στην κατανόηση της πολυπλοκότητας, των ευκαιριών και των εμποδίων γύρω από αυτές (Anderson et al., 2013), οι οποίες είναι γεμάτες αστάθεια, ασάφεια, πολιτικοποίηση και κατακερματισμό που οι παραδοσιακές ερευνητικές προσεγγίσεις δεν μπορούν να αποδώσουν (Meglio and Risberg, 2010). Οι Kötzle και Meibner, (2009) έχουν κατατάξει τους Εταιρικούς Μετασχηματισμούς ως το κυρίαρχο μέρος του κύκλου ζωής των επιχειρήσεων, δίνοντας στις εταιρείες την ευκαιρία να επαναπροσδιοριστούν με ένα νέο όραμα, νέες αξίες και νέους τρόπους λειτουργίας. Στον επιχειρηματικό κόσμο, οι χρηματοπιστωτικές οντότητες βρίσκονται επανειλημμένα αντιμέτωπες με τέτοιες αποφάσεις, καθώς, δίνουν τη δυνατότητα και την ευκαιρία σε μια εταιρεία να αναπτυχθεί άμεσα, να επεκταθεί σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα, να ελαχιστοποιήσει το κόστος της παραγωγής της, να αναπτύξει νέες τεχνολογίες και να αποκτήσει ακόμα περισσότερα οφέλη. (Krishnamurti and Vishwanath, 2008).

Σύμφωνα με τους Florio et al. (2018) σε μια μεγάλη έρευνα που πραγματοποίησε σχετικά με τα κίνητρα υπάρχουν δύο κύριες κατηγορίες, με την πρώτη να αναφέρεται στην μεγιστοποίηση της αξίας, όπου στόχος είναι η αύξηση του πλούτου και της οικονομικής συνέργειας των μετόχων, ενώ η δεύτερη βασίζεται σε διευθυντικά κίνητρα, τα οποία προκύπτουν κυρίως για άλλους στρατηγικούς σκοπούς, όπως η αύξηση του μεριδίου αγοράς μιας εταιρείας. Για να δημιουργηθεί αυτή η επιτυχία η ανώτερη διοίκηση/οι διευθύνοντες σύμβουλοι έχουν τεράστιο ρόλο σύμφωνα με τον Hanley (2014). Σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν επίσης περιπτώσεις ψυχολογικών κινήτρων πίσω από μια απόφαση εταιρικού μετασχηματισμού, αλλά όχι στον βαθμό των ανωτέρων. Μια μελέτη που διεξήχθη με τίτλο "Γιατί αποτυγχάνουν οι συγχωνεύσεις και πώς να τις αποτρέψετε", επεσήμανε ότι τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών "συνδέονται στενά με τον βαθμό στον οποίο η διοίκηση είναι σε θέση να ενσωματώσει τα μέλη των οργανισμών και τις κουλτούρες τους" (Cartwright 2012). Και πάλι ο "ανθρώπινος παράγοντας" διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στις ενεργοποίηση μιας επιτυχημένης εταιρικής σχέσης. Αυτό επιτρέπει στη

συνέχεια να τεθούν σε εφαρμογή σαφή κίνητρα σε ολόκληρη την εταιρεία με την ενσωμάτωση μιας καλής οργανωτικής στρατηγικής που καθορίζει τους βασικούς οικονομικούς και διαχειριστικούς στόχους (Romig, 2009).

Θεωρητικά, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να βοηθήσουν τις επιχειρήσεις να αυξήσουν την αποδοτικότητα μειώνοντας τις οικονομίες κλίμακας, αυξάνοντας την ταχύτητα ανάπτυξης και ενισχύοντας την αποτελεσματικότητα των λειτουργιών σε συνδυασμό κοινών εταιρικών συμφερόντων αποκομίζοντας μεγαλύτερα έσοδα. Ωστόσο, παρά την χρηματοοικονομική εμπειρογνωμοσύνη που είναι διαθέσιμη για την εξακρίβωση της βιωσιμότητας τέτοιων επιχειρηματικών συναλλαγών, πολλά από αυτά τα επιχειρηματικά εγχειρήματα αποτυγχάνουν. Η σχολή Wharton του πανεπιστημίου της Πενσυλβάνια και το Χάρβαρντ University έχουν δημοσιεύσει πρόσφατα μελέτες που αναφέρουν ότι το επίπεδο αποτυχίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι τόσο υψηλό όσο 90% (Shea & Solomon, 2013), ενώ σύμφωνα με μια παλαιότερη μελέτη του Sher (2012) οι περισσότερες έρευνες δείχνουν ότι η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει συνολικό ποσοστό επιτυχίας περίπου 50%. Οι Steger & Kummer (2007) υποστηρίζουν ότι από ακαδημαϊκή έρευνα είναι σαφές ότι μια συγχώνευση και εξαγορά ως στρατηγική εξωτερικής ανάπτυξης είναι ιδιαίτερα επικίνδυνη, αλλά ταυτόχρονα μια ολοένα και πιο δημοφιλής μέθοδος στρατηγικής ανάπτυξης.

Οι αποτυχίες συγχωνεύσεων και εξαγορών χαρακτηρίζονται κυρίως λόγω έλλειψης οργάνωσης και υπερεκτίμησης των αποτελεσμάτων. Τυχόν αναμενόμενες συνέργειες κατά την ανακοίνωση της συμφωνίας μπορεί να υπερεκτιμηθούν λόγω π.χ. συμπεριφορικών μεροληψιών, πιέσεων στις τιμές, τριβών ενσωμάτωσης των συγχωνεύσεων ή απρόβλεπτων αλλαγών στο οικονομικό περιβάλλον, καθώς οι θετικές βραχυπρόθεσμες αποδόσεις ανακοίνωσης συχνά δεν υλοποιούνται μακροπρόθεσμα (Malmendier et al., 2018). Επιπλέον έχουν παρατηρηθεί ελλείψεις στον σχεδιασμό, διαφορές της διοίκησης και οργανωτικής κουλτούρας, έλλειψη συνεργειών, κακή προσέγγιση ενσωμάτωσης, λάθη στις διαπραγματεύσεις και περιορισμένες γνώσεις μεταξύ των ανώτερων στελεχών (Weber et al., 2014). Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές περιγράφονται συχνά ως ένας τομέας όπου τα συμφέροντα των μετόχων έχουν προτεραιότητα έναντι των συμφερόντων άλλων ενδιαφερόμενων μερών. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι εταιρείες συχνά εκφράζουν ρητορικά τη σημασία της αξίας των μετόχων και υποστηρίζουν ότι η συναλλαγή θα αποφέρει μεγαλύτερη χρηματοοικονομική αξία αργότερα. Έτσι, τα συμφέροντα άλλων ενδιαφερόμενων

μερών, όπως οι εργαζόμενοι, οι πελάτες και οι τοπικές κοινότητες, τείνουν να υποβαθμίζονται προς όφελος των μετόχων (Borglund, T., 2012). Κάτι τέτοιο έχει επιβεβαιωθεί και από τους Agrawal and Jaffe (2000) όπου σε έρευνα τους παρατήρησαν διαφορετική επικοινωνία τόσο μεταξύ των εργαζομένων και των μετόχων όσο και μεταξύ των εταιρειών που συγχωνεύονται.

Η μέτρηση των επιδόσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι ένας καλά διερευνημένος τομέας και μια ποικιλία παραγόντων χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση τέτοιων συμφωνιών: η χρηματιστηριακή αξία των αγοραστών πριν και μετά την ανακοίνωση της πράξης, χρηματοοικονομικοί δείκτες (π.χ. απόδοση ενεργητικού, απόδοση επί των ιδίων κεφαλαίων), μεταβολές στον όγκο των πωλήσεων, στα κέρδη κ.ο.κ. (Chalencou et al., 2017). Οι Franceschini, Galetto και Turina (2013) αποθαρρύνουν τη χρήση τυποποιημένων μεθόδων για την αξιολόγηση των επιδόσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών, λαμβάνοντας υπόψη τους διαφορετικούς στόχους που θέτουν οι αγοραστές. Στην πραγματικότητα, τα οφέλη από τέτοιου είδους πράξεις μπορούν να είναι τόσο απτά όσο και άυλα (Zueva-Owens et al., 2012).

Περαιτέρω έρευνα και βιβλιογραφία υποστηρίζει ότι μόνο οι μέτοχοι της εξαγορασθείσας εταιρείας επωφελούνται. Σε αυτό το πλαίσιο εξηγείται από το απλό γεγονός ότι η εξαγοράζουσα εταιρεία πληρώνει πάνω από την αξία της εξαγορασθείσας εταιρείας (Weber et al., 2014). Σε αντίθεση με τον σημαντικό όγκο των συναλλαγών που λαμβάνουν χώρα σε ολόκληρο τον κόσμο, οι διαθέσιμες μελέτες δείχνουν ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν ενισχύουν κατ' ανάγκη την αξία της εξαγοράζουσας επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, οι Bertrand και Betschinger (2012) δείχνουν ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αυξάνουν την αξία των επιχειρήσεων-στόχων, ενώ το αποτέλεσμα είναι λιγότερο ξεκάθαρο για τις εξαγοράζουσες εταιρείες.

Η αποτίμηση μιας εταιρείας και των δραστηριοτήτων της, ώστε να εξαχθούν τα απαραίτητα αποτελέσματα, έχει μεγάλη σημασία. (Damodaran, 2020, 2011, 2002) Δεν υπάρχει εύκολος τρόπος ούτε μια τυπική μέθοδος. Οι περισσότεροι αρθρογράφοι καταλήγουν στην πιο διαδεδομένη μέθοδο αυτή των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Παλαιότερα ο Νεγκακης (2005) είχε δείξει μια βαθιά σχέση μεταξύ του υπολοίπου εισοδήματος και της αξίας αγοράς. Έχουν συμβεί πολλές αποτυχίες λόγω της αδυναμίας σωστής αξιολόγησης της επιχείρησης καθώς και στην εφαρμογή της σωστής μεθόδου. Μερικές φορές, τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται δεν επαρκούν για τη σωστή αξιολόγηση, έτσι είτε η μέθοδος εγκαταλείπεται είτε ορισμένα σημαντικά βήματα παραλείπονται στην τελική εξαγωγή των αποτελεσμάτων. Κατά τη

μελέτη της εξέλιξης της τιμής της μετοχής ή των λειτουργικών επιδόσεων της συγχωνευμένης επιχείρησης για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα (2-3 έτη μετά τη συναλλαγή), πολλές μελέτες δείχνουν ότι οι μέτοχοι λαμβάνουν μικρή ή και καθόλου θετική απόδοση από τις συμφωνίες εξαγοράς (Moeller et al., 2004-Andrade et al., 2001).

Από την άλλη μεριά, η επιτυχία των συγχωνεύσεων και εξαγορών εξαρτάται από τρεις βασικούς τομείς που πρέπει να αντιμετωπίσει μια εταιρεία με τρόπο που να θέτει και τους τρεις τομείς σε υψηλή προτεραιότητα. Οι υγιείς επιχειρηματικές στρατηγικές είναι η βάση στην οποία οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να αποδώσουν τους παράγοντες της επιτυχίας τους. Συνδέοντας την πλειονότητα της βιβλιογραφίας σχετικά με τις επιτυχημένες συγχωνεύσεις και εξαγορές η Bain & company (2015) δημιούργησαν ένα μοντέλο που περιγράφει την πορεία προς μια επιτυχημένη συγχώνευση και εξαγορά. Ο συνδυασμός γνώσεων από τα οικονομικά και τα χρηματοοικονομικά, καθώς και η στρατηγική διαχείριση και οργανωτική συμπεριφοράς μπορεί να φέρει την επιτυχία στις συγχωνεύσεις και εξαγορές (Weber et al, 2014).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Εισαγωγικά

Σε αυτό το κεφάλαιο θα αναλύσουμε τους τρόπους αποτίμησης της αξίας των εταιρειών. Με τον όρο αποτίμηση νοείται η πραγματική περιουσιακή αξία της επιχείρησης και αποτελείται από δύο σημαντικούς παράγοντες. Ο πρώτος είναι η τωρινή της αξία και ο δεύτερος η αξία που θα έχει στο μέλλον προεξοφλημένη στο σήμερα. Η αύξηση της αξίας μια εταιρείας αποτελεί ίσως τον πιο σημαντικό στόχο της, μια πιθανή αύξηση της αξίας μιας εταιρείας να οδηγεί σε παράλληλη αύξηση των κερδών των μετόχων της¹.

Οι μέθοδοι αποτίμησης συνοπτικά χωρίζονται σε:

1. Αποτιμήσεις Βασισμένες στον Ισολογισμό
2. Αποτιμήσεις βάσει της Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης Κ.Α.Χ. (Income-Statement-Based Methods)

¹ Οι μέθοδοι αποτίμησης έχουν συλλεχθεί και κατηγοριοποιηθεί από την συνεισφορά των Damodaran & Fernandez και αναφέρονται τόσο στα βιβλία του CFA όσο και στα βιβλία των IFRS.

3. Μέθοδοι Αποτίμησης βασισμένες στην υπεραξία (Goodwill-based methods)

3.1 Αποτιμήσεις Βασισμένες Στον Ισολογισμό

Λογιστική Αξία (Book Value)

Μπορούμε να αποτιμήσουμε μια εταιρεία βασιζόμενοι στα στοιχεία του ισολογισμού της. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τον ορισμό της μεθόδου, η Λογιστική αξία μιας εταιρείας, ή η καθαρή θέση, είναι η αξία των ιδίων κεφαλαίων των μετόχων που αναφέρεται στον ισολογισμό (κεφάλαιο και αποθεματικά). Η ποσοτικοποίηση του ορισμού αυτού είναι πρακτικά η διαφορά μεταξύ του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού, δηλαδή, το πλεόνασμα του συνόλου των αγαθών και των δικαιωμάτων της εταιρείας επί του συνόλου των χρεών της με τρίτους.

Σαν μέθοδος της λογιστικής αξίας δεν αποτελεί την πιο ενδεικτική μέθοδο αποτίμησης καθώς λόγω του γεγονότος ότι βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας ενδέχεται να ανακύψουν δυσκολίες στον υπολογισμό της αξίας αύλων περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού. Επιπλέον υπάρχει η περίπτωση μερικά στοιχεία να απουσιάζουν από τον ισολογισμό όπως είναι τα οικόπεδα στα στοιχεία του ενεργητικού ή μετά την σύνταξη των εργαζομένων κόστη ασφάλισης, απρόβλεπτα έξοδα για περιβαλλοντικές βλάβες σαν στοιχεία του παθητικού. Ο βασικός λόγος που μπορεί όλα αυτά τα στοιχεία απλά μπορεί να μην χρειάζονται καταγραφή με βάση τα λογιστικά πρότυπα κάθε χώρας .

Ως αγοραία τιμή ορίζεται η αξία μια επιχείρησης με βάση την οποία, πωλείται στην αγορά. Η εταιρεία θα πρέπει να ελέγξει την αγορά για παρόμοιες εταιρείες και θα προσπαθήσει να προσαρμόσει την αξία της σύμφωνα με την αγορά. Είναι προφανές ότι αγοραία αξία μιας επιχείρησης είναι αρκετά πιο αντιπροσωπευτική από τη λογιστική αξία καθώς είναι ενδεικτική της αξίας της επιχείρησης στην αγορά και δείχνει ουσιαστικά τη δυναμική της επιχείρησης ενώ η λογιστική αξία μιας επιχείρησης είναι εικονική και προκύπτει μέσω των βιβλίων της.

Μέθοδος Της Προσαρμοσμένης Λογιστικής Αξίας

Ουσιαστικά η μέθοδος της προσαρμοσμένης λογιστικής αξίας προσπαθεί να αξιολογήσει τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας με την πραγματική αξία τους

σύμφωνα με την αγορά. Έτσι έχουμε μια πιο αντικειμενική αξιολόγηση της εταιρείας, πιο κοντά στα πρότυπα της αγοράς. Η μέθοδος αυτή επιδιώκει να ξεπεραστούν οι αδυναμίες που εμφανίζονται όταν τα καθαρά κριτήρια της λογιστικής και κυρίως των «σταθερών και ιστορικών τιμών» (stable dollar and historical values) εφαρμόζονται στην αποτίμηση.

Αξία Ρευστοποίησης (Liquidation Value)

Ως αξία ρευστοποίησης ορίζουμε την αξία της επιχείρησης όταν εκείνη εκκαθαρίζεται δηλαδή όταν εκείνη λύεται για κάποιους λόγους. Τέτοιοι λόγοι είναι πιθανώς η πτώχευση, η αποτυχία εκπλήρωσης του σκοπού της ίδρυσης της, ή όταν έχει παρθεί απλά η απόφαση να σταματήσει η ύπαρξη της εταιρείας. Όταν η εταιρεία εκκαθαρίζεται πωλούνται τα περιουσιακά της στοιχεία της ρευστοποιούνται δηλαδή πωλούνται με σκοπό να καλυφθούν τα χρέη και οι υποχρεώσεις της προς τρίτους. Μπορούμε να υπολογίσουμε την αξία ρευστοποίησης εάν αφαιρέσουμε το κόστος εκκαθάρισης της εταιρείας από την προσαρμοσμένη καθαρή της θέση.

Προφανώς, η χρησιμότητα αυτής της μεθόδου περιορίζεται σε μια πολύ συγκεκριμένη κατάσταση, δηλαδή, όταν η εταιρεία αγοράστηκε με σκοπό την ρευστοποίηση της σε μεταγενέστερη ημερομηνία. Ωστόσο, αυτό αντιπροσωπεύει πάντα την ελάχιστη αξία της εταιρείας, καθώς η αξία μιας επιχείρησης, που υποτίθεται ότι συνεχίζει να λειτουργεί, είναι μεγαλύτερη από την αξία ρευστοποίησης της.

Πραγματική Αξία (Substantial Value)

Θα πρέπει να ορίσουμε την πραγματική αξία μια επιχείρησης πριν περάσουμε στην αποτίμηση της με βάση αυτή. Σαν πραγματική αξία ορίζουμε την αξία που θα πρέπει να καταβληθεί για να δημιουργηθεί η εταιρεία από μηδενική βάση έχοντας παρόμοια οικονομικά δεδομένα με την προς εκτίμηση εταιρεία. Επιπλέον θα μπορούσαμε να ορίσουμε σαν πραγματική αξία την αξία αντικατάστασης- Replacement Cost δηλαδή το κόστος αντικατάστασης κτιρίων, εγκαταστάσεων, στοιχείων παραγωγής από σύγχρονα υποκατάστατα χρησιμοποιώντας νέες τεχνολογίες που εξυπηρετούν τις ίδιες λειτουργίες με πριν.

Εάν ένα στοιχείο ενός asset είναι απαραίτητο για την συνέχιση της επιχείρησης τότε αυτό αξίζει όσο θα άξιζε στην επιχείρηση να το αντικαταστήσει με ένα που θα είχε την

ίδια παραγωγική ικανότητα. Επιπλέον εάν δεν έχει αξία για τη συνέχιση της επιχείρησης τότε αυτό κοστίζει όσο η αγοραία αξία του. Ακόμη πραγματική αξία χωρίζεται σε:

- a) Μικτή πραγματική αξία: αυτή είναι η αξία του περιουσιακού στοιχείου σε τιμή αγοράς
- b) Καθαρή πραγματική αξία ή διόρθωση καθαρών περιουσιακών στοιχείων: αυτό είναι η μικτή πραγματική αξία μείον τις υποχρεώσεις. Είναι επίσης γνωστή ως προσαρμοσμένη καθαρή θέση
- c) Μειωμένη μικτή πραγματική αξία: αυτή είναι η μικτή πραγματική αξία μειωμένη μόνο κατά την αξία του cost-free debt.

3.2 Αποτιμήσεις Βασισμένες Στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης

Ο ισολογισμός μιας εταιρείας μπορεί να μας βοηθήσει να αποτιμήσουμε την αξία της, όμως μπορούμε να αποτιμήσουμε την αξία μιας εταιρείας βασιζόμενοι στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Μπορούμε να υπολογίσουμε την αξία μιας εταιρείας στηριζόμενοι στον κύκλο εργασιών της δηλαδή στο ύψος των πωλήσεων (sales), το κέρδος της εταιρείας, τα μερίσματα (dividends) κοκ. Συνοπτικά οι μέθοδοι που θα αναλύσουμε είναι:

- A. Αποτίμηση με βάση τον πολλαπλασιαστή κερδών PER
- B. Αποτίμηση με βάση τα μερίσματα DPS
- C. Αποτίμηση με βάση Πολλαπλασιαστές Πωλήσεων (Sales multiples)

Αυτή η κατηγορία αποτιμήσεων περιλαμβάνει τις μεθόδους που βασίζονται στην PER: σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο, η τιμή της μετοχής είναι πολλαπλάσιο των κερδών.

Αποτίμηση Με Βάση Τον Πολλαπλασιαστή Κερδών PER

Μπορούμε να υπολογίσουμε την αξία της μετοχής εάν πολλαπλασιάσουμε το καθαρό ετήσιο εισόδημα της εταιρείας με το δείκτη PER (price earnings ratio) και έτσι οδηγούμαστε σε μια αποτίμηση της αξίας της εταιρείας. Ουσιαστικά ο PER δείχνει τον αριθμό των χρηματικών μονάδων που είναι διατεθειμένη η αγορά να πληρώσει για κάθε χρηματική μονάδα κέρδους της επιχείρησης και έτσι έχουμε μια αποτίμηση της

αξίας της εταιρείας μέσω της αγοραίας χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής (AICPA 2012²)).

Αποτίμηση Με Βάση Τα Μερίσματα DPS

Προτού αναλύσουμε την αποτίμηση με βάση τα μερίσματα, θα πρέπει να ορίσουμε το Μέρισμα σαν οικονομική έννοια. Μέρισμα (dividend) είναι το μερίδιο -ποσοστό ανά μετοχή των καθαρών κερδών μιας εισηγμένης εταιρείας. Τα μερίσματα μπορούν να αποδοθούν στους μετόχους της εταιρείας με διάφορες μορφές για παράδειγμα σαν μετρητά (cash dividends), σαν νέες μετοχές (stock dividends), σαν ομόλογα (bond dividends) κ.ο.κ. Το μέρισμα συνήθως προσδιορίζεται από τη χρηματιστηριακή αξία, δηλαδή από το σύνολο των χρηματικών μονάδων που αποδίδει ανά μετοχή.

Καταλαβαίνουμε λοιπόν ότι η αποτίμηση της εταιρείας με βάση τα μερίσματα θεωρείται αρκετά σημαντική για πιθανούς μελλοντικούς επενδυτές. Σε αυτή τη μέθοδο αποτίμησης υπολογίζουμε την αξία της μετοχής σαν την καθαρή παρούσα αξία (net present values) των μερισμάτων που αναμένεται να αποδώσει η εταιρεία. Ο Λιάπης Κωνσταντίνος (2019)³ επισημαίνει παρόλα αυτά ότι: Τα εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι οι εταιρείες που πληρώνουν περισσότερα μερίσματα (ως ποσοστό των κερδών τους) δεν αποκτούν ως αποτέλεσμα αύξηση της τιμής της μετοχής τους. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι όταν μια εταιρεία διανέμει περισσότερο τα μερίσματα, συνήθως μειώνει την ανάπτυξή της, διότι διανέμει τα χρήματα στους μετόχους της, αντί να τα γυρίσει πίσω σε νέες επενδύσεις.

Αποτίμηση Με Βάση Πολλαπλασιαστές Πωλήσεων (Sales Multiples)

Μια αποτίμηση μιας εταιρείας με βάση τον πολλαπλασιαστή πωλήσεων προκύπτει εάν πολλαπλασιάσουμε της πωλήσεις (sales) με έναν αριθμό, ο οποίος μπορεί να ποικίλει ανάλογα με τον κλάδο και με την κατάσταση στην οποία βρίσκεται η αγορά. Πρώτον, αυτή η μέθοδος αποτίμησης δεν λαμβάνει υπόψη σημαντικούς παράγοντες, όπως η κερδοφορία της επιχείρησης και οι δείκτες ταμειακών ροών για την εταιρεία. Δεύτερον, δεδομένου ότι αυτή η αποτίμηση βασίζεται στους μέσους όρους του κλάδου, δεν συνυπολογίζει τις σημαντικές διαφορές μεταξύ των εταιρειών ενός κλάδου, οι οποίες

² <https://us.aicpa.org/content/dam/aicpa/about/annualreports/downloadabledocuments/2012-13-aicpa-annual-report-narrative.pdf>

³ Λιάπης Κωνσταντίνος Σημειώσεις ΠΜΣ Τραπεζική και Χρηματοοικονομική

μπορεί να είναι πολύ διαφορετικές σε μέγεθος, αξία επωνυμίας, πελατειακή βάση, αποδοτικότητα διαχείρισης. Οι παραπάνω διαφορές, καθιστούν δύσκολη την τεκμηρίωση της εγκυρότητας ενός πολλαπλασιαστή, ο οποίος μπορεί να μειώσει την ακρίβεια της αποτίμησης (AICPA 2012)).

Άλλοι Πολλαπλασιαστές (Other Multiples)

Εκτός από το PER και τον λόγο τιμή/πωλήσεις, οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενοι πολλαπλασιαστές είναι:

- Value of the company / earnings before interest and taxes (EBIT)
- Value of the company / earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (EBITDA)
- Value of the company / operating cash flow
- Value of the equity / book value (AICPA (2012))

3.3 Αποτιμήσεις Βασισμένες Στην Υπεραξία (Goodwill-Based Methods)

Σε αυτό το κεφάλαιο θα αναλύσουμε τις μεθόδους αποτίμησης που βασίζονται στην υπεραξία. Σαν υπεραξία ορίζουμε την φήμη που απολαμβάνει η επιχείρηση και η σχέση με τους πελάτες της, η οποία της παρέχει παραπάνω αξία από την πραγματική αξία των περιουσιακών της στοιχείων. Οι μέθοδοι αποτίμησης μιας εταιρείας, που στηρίζονται στην υπεραξία, που θα αναλύσουμε είναι οι εξής:

- A. Η κλασική μέθοδος της υπεραξίας (The “classic” valuation method)
- B. Η απλοποιημένη μέθοδος του εισοδήματος υπεραξίας (The simplified “abbreviated goodwill income” method or the simplified UEC10 method)
- C. Μέθοδος των αγοραζόμενων ετησίων κερδών (Annual profit purchase method)
- D. Έμμεση Μέθοδος (Indirect method)
- E. Αγγλοσαξονική ή Άμεση Μέθοδος (Anglo-Saxon or Direct method)
- F. Μέθοδος του κινδύνου και του χωρίς κινδύνου (Risk-bearing and risk-free rate method)

Πιο αναλυτικά, η κάθε από τις ανωτέρω μεθόδους παρουσιάζεται κατωτέρω.

Η Κλασική Μέθοδος Της Υπεραξίας (The “classic” valuation method)

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή η συνολική αξία μιας επιχείρησης είναι ίση με την καθαρή προσαρμοσμένη αξία της (net substantial value) συν την αξία της υπεραξίας της. Η υπεραξία μιας επιχείρησης προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό των κερδών της με ένα πολλαπλασιαστή. Πιο συγκεκριμένα εάν θέλουμε να μαθηματικοποιήσουμε την παραπάνω μέθοδο τότε έχουμε:

$$V=A+(n*B), \quad (1)$$

Όπου A έχει οριστεί η καθαρή αξία του ενεργητικού, το n είναι ένας παράγοντας που λαμβάνει τιμές μεταξύ του 1,5 και του 3 και το B είναι το καθαρό εισόδημα της επιχείρησης.

Η Απλοποιημένη Μέθοδος Του Εισοδήματος Υπεραξίας

Η βασική ιδέα της μεθόδου είναι ότι η αξία της εταιρείας υπολογίζεται σαν το άθροισμα της αξίας της προσαρμοσμένης καθαρής θέσης επιχείρησης και της αξίας υπεραξίας. Αυτή η μέθοδος υπολογίζει την αξία της υπεραξίας σαν την παρούσα αξία (present value) μιας ράντας με όρο $(B-iA)$, όπου B είναι το καθαρό εισόδημα της εταιρίας για την προηγούμενη χρονιά ή το αναμενόμενο εισόδημα της επόμενης, i είναι το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk free rate) και A η διορθωμένη καθαρή αξία του ενεργητικού. “ Η αξία της υπεραξίας προκύπτει από την κεφαλαιοποίηση, από την εφαρμογή ενός συντελεστή an, ενός ετήσιου υπερβάλλοντος κέρδους "super profit" που είναι ίσο με τη διαφορά μεταξύ των καθαρών κερδών της επιχείρησης από μια υποτιθέμενη επένδυση των καθαρών περιουσιακών στοιχείων "A" με επιτόκιο "i" που αντιστοιχεί στο επιτόκιο μηδενικού κινδύνου η μιας εναλλακτικής επένδυσης”. Συνολικά αυτή η μέθοδος αποτίμησης υπολογίζει την αξία μιας επιχείρησης ως εξής:

$$V = A + an (B - iA), \quad (2)$$

Όπου A ορίζεται η διορθωμένη αξία των στοιχείων ενεργητικού της εταιρείας, an = Πολλαπλασιαστικής δόσης στην παρούσα αξία ράντα για n χρονικές περιόδους μεταξύ 5 και 8 ετών, B είναι το καθαρό εισόδημα της εταιρίας για την προηγούμενη χρονιά ή το αναμενόμενο εισόδημα της επόμενης και i το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.

Μέθοδος Των Αγοραζόμενων Ετησίων Κερδών

Σε αυτή τη μέθοδο αποτίμησης υπολογίζουμε την υπεραξία της επιχείρησης σαν άθροισμα της προσαρμοσμένης της αξίας και ενός αριθμού ετών επί των

superprofits. “Ο αγοραστής είναι διατεθειμένος να πληρώσει στον πωλητή την αξία των καθαρών περιουσιακών στοιχείων συν m χρόνια τα superprofits. Σύμφωνα με τα παραπάνω η αξία της εταιρείας υπολογίζεται σαν:

$$V = A + m (B - iA), \quad (3)$$

Όπου A ορίζεται η διορθωμένη αξία των στοιχείων ενεργητικού της εταιρείας, m ο αριθμός των χρόνων που συνηθίζεται να κυμαίνεται μεταξύ των 3 και 5 ετών, i είναι το επιτόκιο δανείων του αγοραστή, με τα οποία χρηματοδοτεί την επένδυσή στην οποία υποθετικά προχωρεί και B είναι το καθαρό εισόδημα της εταιρείας για την προηγούμενη χρονιά ή το αναμενόμενο εισόδημα της επόμενης.

Τέλος θα επισημάνουμε ότι υπάρχουν και μέθοδοι αποτίμησης με βάση τις προεξοφλημένες Ταμειοροές (Cash flow discounting-based methods). Τέτοιες μέθοδοι είναι η μέθοδος αποτίμησης με ελεύθερες ταμειοροές (free cash flows), η μέθοδος υπολογισμού της αξίας με τον υπολογισμό της προεξόφλησης των ταμειοροών των κεφαλαίων (equity cash flows), η μέθοδος υπολογισμού της αξίας της επιχείρησης με την προεξόφληση του συνόλου των κεφαλαιακών ταμειοροών (capital cash flows) κ.ο.κ. Τέτοιους είδους αποτιμήσεις θεωρούνται πιο ακριβείς και συμμορφώνονται με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα (IFRS).

Έμμεση Μέθοδος (Indirect method)

Ο τύπος για την εύρεση της αξίας μιας εταιρείας σύμφωνα με την μέθοδο αυτή είναι:

$$V = (A + B / i) / 2,$$

Το ποσοστό i χρησιμοποιείται συνήθως σαν το επιτόκιο που καταβάλλεται για τα μακροπρόθεσμα ομόλογα του Δημοσίου. Όπως μπορεί να φανεί στον πρώτο τύπο, η μέθοδος αυτή δίνει την ίδια βαρύτητα στην αξία των καθαρών περιουσιακών στοιχείων (πραγματική αξία) και στην αξία της απόδοσης.

Αγγλοσαξονική ή Άμεση Μέθοδος (Anglo-Saxon or Direct Method)

Η αξία της επιχείρησης με την μέθοδο αυτή προκύπτει από τον τύπο:

$$V = A + (B - iA) / tm$$

Στην περίπτωση αυτή, η αξία της υπεραξίας προκύπτει από την χρήση της διηνεκούς ράντας της αξίας του superprofit της εταιρείας. Το superprofit είναι η διαφορά μεταξύ του καθαρού κέρδους και του τι θα μπορούσε να προκύψει από την

τοποθέτηση στο i επιτόκιο, ενός κεφαλαίου ίσου με την αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας.

Το ποσοστό που ανάγει την ταμειοροή των υπερκερδών στο διηνεκές tm είναι το επιτόκιο για βραχυπρόθεσμους τίτλους σταθερού εισοδήματος πολλαπλασιασμένο με ένα συντελεστή μεταξύ 1,25 και 1,5 για την προσαρμογή στον κίνδυνο.

Μέθοδος Του Κινδύνου Και Του Χωρίς Κινδύνου (Risk-Bearing And Risk-Free Rate Method)

Η μέθοδος αυτή καθορίζει την αξία μιας εταιρείας χρησιμοποιώντας τον ακόλουθο τύπο:

$$V = A + (B - iV) / t$$

Το επιτόκιο i είναι ο επιτόκιο ελευθέρου κινδύνου και το t είναι το επιτόκιο με κίνδυνο το οποίο είναι το επιτόκιο ελευθέρου κινδύνου συν ένα περιθώριο για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής επενδύοντας στην εταιρεία αυτή.

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία μιας επιχείρησης είναι ίση με το καθαρό προσαρμοσμένο ενεργητικό (προσαρμοσμένη καθαρή θέση) αυξημένο κατά το επαναδιατυπωμένο *superprofit*. Όπως μπορεί να φανεί, ο τύπος είναι μια παραλλαγή της μεθόδου της UEC όταν ο αριθμός των ετών τείνει προς το άπειρο.

2.4.Αποτιμήσει βασισμένες στις ταμειοροές

Οι διάφορες μέθοδοι προεξόφλησης ταμειοροών ξεκινούν από την εξίσωση:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

Όπου:

CF_i = Ταμειοροές εταιρείας την περίοδο i ,

VR_n = Ταμειοροεί εταιρείας στο άπειρο

k = βαθμός προεξόφλησης.

Μολονότι εκ πρώτης όψεως μπορεί να φαίνεται ότι ο ανωτέρω τύπος εξετάζει μια προσωρινή διάρκεια των ροών, αυτό δεν είναι απαραίτητο γιατί η υπολειμματική αξία της εταιρείας κατά το έτος n (V_n) μπορεί να υπολογιστεί με προεξόφληση των μελλοντικών ροών μετά την περίοδο αυτή. Μια απλοποιημένη διαδικασία για την εξέταση στο διηνεκές δηλαδή για αόριστο χρόνο των μελλοντικών ροών μετά το έτος n είναι να υποθέσουμε ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης (g) των ροών μετά την περίοδο αυτή. Στη συνέχεια, η υπολειμματική αξία κατά το έτος n είναι :

$$VR_n = \frac{CF_n * (1 + g)}{(k - g)}$$

Παρά το γεγονός ότι οι ροές μπορεί να έχουν αόριστη διάρκεια, μπορεί να είναι αποδεκτό να αγνοείται η αξία τους μετά από ένα ορισμένο χρονικό διάστημα, καθώς η παρούσα αξία τους μειώνεται σταδιακά σε μεγαλύτερους χρονικούς ορίζοντες. Επιπλέον, το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα πολλών επιχειρήσεων τείνει να εξαφανιστεί μετά από λίγα χρόνια.

Πριν εξετάσουμε με περισσότερες λεπτομέρειες τις διάφορες μεθόδους αποτίμησης με βάση την προεξόφληση ταμειακών ροών, θα πρέπει πρώτα να καθορίσουμε τα διάφορα είδη των ταμειακών ροών που μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε μια αποτίμηση.

Υπάρχουν οι τρεις βασικές ταμειακές ροές (ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ Γ. ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ, 2017⁴)

- ✓ Η ελεύθερη ταμειακή ροή (FCF Free cash flow),
- ✓ Η ταμειακή ροή κεφαλαίων (ECF Equity cash flow), και
- ✓ Η ταμειακή ροή του χρέους ή των δανείων (CFd Debt cash flow).

Το πιο εύκολο να κατανοήσουμε είναι οι ταμειακές ροές του χρέους ή των δανείων (CFd), που είναι το άθροισμα των τόκων που πρέπει να καταβληθούν για το χρέος συν τα χρεολύσια. Προκειμένου να προσδιοριστεί η παρούσα αξία της αγοράς του υφιστάμενου χρέους, αυτή η ροή πρέπει να προεξοφληθεί με το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης του χρέους ή δανείου (κόστος του χρέους ή του δανείου).

Σε πολλές περιπτώσεις, η αγοραία αξία του χρέους είναι ίση με τη λογιστική αξία του, όπου είναι και ο λόγος γιατί η λογιστική της αξία συχνά θεωρηθεί ως επαρκής προσέγγιση της αγοραίας αξίας και δεν απαιτείται πολλές φορές προσαρμογή των στοιχείων του Παθητικού στις αγοραίες τιμές.

Η ελεύθερη ταμειακή ροή (FCF), δίνει τη δυνατότητα εκτίμησης της συνολικής αξίας της εταιρείας (debt +equity:D+E).

Η ταμειακή ροή κεφαλαίων (ECF), δίνει τη δυνατότητα να προκύψει η αξία της καθαρής θέσης η οποία, σε συνδυασμό με την αξία του χρέους, θα δώσει επίσης την δυνατότητα να καθορισθεί η συνολική αξία της εταιρείας.

Σύνοψη

⁴ Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, Αποτίμηση Επιχειρήσεων, 2020

Βασικός σκοπός αυτού του κεφαλαίου ήταν να αναπτυχθούν οι βασικές μέθοδοι με τους οποίους υπολογίζεται η αξία μιας εταιρείας⁵. Η αποτίμηση μια εταιρείας είναι μια σημαντική και τεχνική διαδικασία, αλλά απαραίτητη για σκοπούς συγχωνεύσεων, εξαγορών, αποσχίσεων, εισαγωγή εταιρείας στο χρηματιστήριο κ.α. Πριν την πραγματοποίηση της αποτίμηση θα πρέπει να έχει σχεδιαστεί με λεπτομέρεια ένα επιχειρηματικό σχέδιο πάνω στα αποτελέσματα του οποίου θα βασιστούν οι μέθοδοι αποτίμησης. Ο σκοπός και ο τρόπος σχεδιασμού ενός τέτοιου σχεδίου παρουσιάζεται στο επόμενο κεφάλαιο.

⁵ Εφαρμογή των μεθόδων αποτίμησης που στηρίζονται σε ιστορικά μεγέθη ή στην υπεραξία πραγματοποιείται στο επόμενο κεφάλαιο μαζί με τις μεθόδους αποτίμησης που βασίζονται στις μελλοντικές ταμειακές ροές

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΣΧΕΔΙΑ ΚΑΙ ΠΡΟΒΟΛΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ

Εισαγωγικά

Η απόδοση είναι μια σύνθετη έννοια η οποία αφορά τόσο ποιοτικά όσο και ποσοτικά χαρακτηριστικά. Σχετίζεται άμεσα με της έννοιες του σχεδιασμού, του προγραμματισμού, της οργάνωσης, της παραγωγής και της ποιότητας των προϊόντων ή υπηρεσιών ενός οργανισμού. Η απόδοση ως μέτρο αξιολόγησης της δράσης ενός οργανισμού πρέπει να είναι μετρήσιμη . Η μέτρηση της μπορεί να γίνει είτε σε χρηματοοικονομικές μονάδες είτε με την χρήση κατάλληλων δεικτών. Τέλος η απόδοση ενός οργανισμού επηρεάζεται τόσο από εσωτερικές παραμέτρους (πχ βελτίωση παραγωγικότητας) όσο και από εξωτερικούς παράγοντες (πχ συνθήκες ανταγωνισμού, μακροοικονομικά μεγέθη οικονομίας κ.λπ.) (Allen, D., & Mizuno, H. (1989⁶)).

Ο έλεγχος επί της απόδοσης επικεντρώνεται σε θέματα ευθύνης των διάφορων παραγόντων στην επίτευξη της απόδοσης καθώς και στον κίνδυνο μείωσης της απόδοσης από λανθασμένες πολιτικές και διαδικασίες που ανακύπτουν από το εσωτερικό ή το εξωτερικό περιβάλλον δράσης ενός οργανισμού

Το βασικό εργαλείο του ελέγχου αποτελεί κυρίως η σύγκριση των διάφορων πραγματοποιηθέντων χρηματοοικονομικών μεγεθών με χρηματοοικονομικά μεγέθη σχεδιασμών ή προγραμματισμών δράσης. Ως εκ τούτου η δράση του ελέγχου πραγματοποιείται εκ των υστερών. Η σύγχρονη αντίληψη στις μέρες μας θέλει τον έλεγχο συμμετοχο και στην αξιολόγηση των διάφορων σχεδιασμών ή προγραμματισμών δράσης σε έναν οργανισμό. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται η βέλτιστη δράση του στην επίτευξη της απόδοσης καθώς και στην δυνατότητα του προς εύρεση των λανθασμένων ή μη παραγωγικών επιμέρους συντελεστών της απόδοσης

⁶ Έχει δημιουργηθεί και εφαρμοστεί στην βιβλιογραφία πλήθος δεικτών, άλλοι ποιοτικοί και άλλοι ποσοτικοί. Αυτό που ενδιαφέρει τους αναλυτές είναι η ποσοτική ανάλυση ενώ το management μιας εταιρείας χρησιμοποιεί τις περισσότερες φορές ποιοτικά στοιχεία

4.2 Ο Σχεδιασμός - Κεντρικό Εργαλείο Για Την Απόδοση

Ο σχεδιασμός αποτελεί την διαδικασία:

- Κατανομής των πόρων σε έναν οργανισμό
- Της μέτρησης και του τρόπου επίτευξης της απόδοσης
- Της παρακολούθησης των παραγόντων που επηρεάζουν την οικονομική μονάδα από το εσωτερικό ή το εξωτερικό της περιβάλλον.

Ο σχεδιασμός διακρίνεται:

- Στρατηγικό σχεδιασμό – μακροπρόθεσμο σχεδιασμό
- Λειτουργικό σχεδιασμό – βραχυπρόθεσμο σχεδιασμό

Με τους ανωτέρω σχεδιασμούς εξειδικεύονται οι στόχοι ενός οργανισμού ο οποίος με την σειρά τους εξειδικεύουν την αρκούμενη πολιτική στον οργανισμό.

Ο στρατηγικός σχεδιασμός αποτελεί ουσιαστικά έναν μακροπρόθεσμο προϋπολογισμό ο οποίος αφορά ειδικούς-μεγάλους στόχους ενός οργανισμού όπως:

- Αποδοτικότητα του απασχολούμενου κεφαλαίου
- Μεγέθυνση - μερίδιο αγοράς – επέκταση στα χρησιμοποιούμενα κεφαλαία - στην παραγωγή και στις πωλήσεις
- Γεωγραφικές επεκτάσεις της δράσης
- Αλλαγές στρατηγικής ή στρατηγικές αύξησης ή διατήρησης της απόδοσης

Ο λειτουργικός σχεδιασμός αποτελεί ουσιαστικά έναν βραχυπρόθεσμο προϋπολογισμό (6 έως 12 μηνών) και ουσιαστικά κατασκευάζεται για σκοπούς ελέγχου της δράσης του οργανισμού. Στον προϋπολογισμό αυτό οι δυνατότητες παραγωγής και ζήτησης είναι περιορισμένες και συνήθως χωρίς μεγάλες αποκλίσεις μπορούν να προϋπολογισθούν εξ αρχής.

Πολιτική Δράσης. Με την έννοια της πολιτικής δράσης σε έναν οργανισμό δηλώνεται το ποιοι από τους στόχους πρέπει να επιτευχθούν. Οι πολιτικές δράσης σε έναν οργανισμό μπορούν να σχετίζονται:

- Με την ποιότητα προϊόντων και υπηρεσιών
- Με την διάθεση προϊόντων και υπηρεσιών- προσέλκυση πελατείας
- Με την ερευνά και την ανάπτυξη
- Με την μερισματική πολιτική

- Με την χρηματοδότηση – μέρος των αντλούμενων ξένων κεφαλαίων
- Με την τιμολόγηση
- Με λοιπές αλλαγές της υφισταμένης κατάστασης λειτουργίας του οργανισμού

4.3 Προϋπολογισμός Και Προϋπολογιστικός Έλεγχος

Προϋπολογισμός (ICMA) είναι μια εκ των προτέρων κατασκευασμένη χρηματοοικονομική και/ή ποσοτικοποιημένη κατάσταση και αφορά την πολιτική που απαιτείται για την επίτευξη δεδομένων στόχων σε δεδομένη χρονική περίοδο.

Προϋπολογιστικός έλεγχος (ICMA) σε δεδομένο προϋπολογισμό σχετίζεται με τις ευθύνες των αρμόδιων, έναντι των απαιτήσεων μιας πολιτικής. Ο προϋπολογιστικός έλεγχος με συνεχείς συγκριτικές αναλύσεις των πραγματοποιηθέντων με τα προϋπολογισθέντα αποτελέσματα εξασφαλίζει ότι με τις διάφορες δράσεις εκπληρώνονται οι στόχοι της πολιτικής ή δημιουργεί την βάση για την αναθεώρηση της στην περίπτωση που η πολιτική αυτή χαρακτηρίζεται ως άστοχη ή ως μη εφικτή.

Τύποι Προϋπολογισμών (CFA Program Level I II , Financial Reporting , (2021))⁷. Οι προϋπολογισμοί ανάλογα με τον λόγο και τον τρόπο κατασκευής των διακρίνονται σε:

- Κύριο προϋπολογισμό ή σχεδιασμό κερδών.
- Προϋπολογισμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις ή προσωρινές, χρηματοοικονομικές καταστάσεις – ισολογισμού – αποτελεσμάτων χρήσης – πίνακα ρευστότητας.
- Προϋπολογισμό κεφαλαίων – προϋπολογισμό αναγκαίων κεφαλαίων για τις επιμέρους δράσεις που προϋπολογίζονται.
- Αναλυτικούς και συγκεντρωτικούς προϋπολογισμούς.
- Ευέλικτους προϋπολογισμούς ή προϋπολογισμούς ανάλογα με το επίπεδο της δραστηριοποίησης του οργανισμού.
- Μακροπρόθεσμους προϋπολογισμούς.
- Βραχυπρόθεσμους προϋπολογισμούς.
- Κυκλικούς ή περιστροφικούς ή συνεχείς προϋπολογισμούς.

⁷ <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/capital-budgeting>

Ο προϋπολογιστικός έλεγχος στηρίζεται πάνω στην ικανότητα και την δραστηριότητα του ελεγκτή. Ο ελεγκτής πρέπει:

- Να εξασφαλίζει την συνεργασία και συνεισφορά του προσωπικού που απαιτείται.
- Να κατασκευάζει τον προϋπολογισμό στον αναγκαίο χρόνο.
- Να οργανώνει συναντήσεις για την κατασκευή και την πορεία του προϋπολογισμού.
- Να παρέχει πληροφορίες σε διάφορα άτομα έτσι ώστε να τα βοήθη τόσο στην άσκηση των καθηκόντων τους όσο και στην προετοιμασία του μέρους του προϋπολογισμού που τα αφορά.

Ο ρόλος του ελέγχου στην οργάνωση και παρακολούθηση των προϋπολογισμών είναι να επικοινωνεί καθαρά και να συντονίζει εκείνους που εμπλέκονται με την κατασκευή, παρακολούθηση, ανασκόπηση, αναθεώρηση των προϋπολογισμών.

Να παρακολουθεί ποιοι από τους λειτουργικούς προϋπολογισμούς είναι έτοιμοι να εφαρμοσθούν για την περίοδο που αφορούν.

Τόσο ο ελεγκτής όσο και όσοι ασχολούνται με τον προϋπολογιστικό σχεδιασμό και οργάνωση πρέπει να προσπαθούν να εντάσσουν τις κάτωθι παραμέτρους έτσι ώστε οι προϋπολογισμοί τους να είναι αποτελεσματικοί:

- Συμμετοχή. Με την αύξηση της συμμετοχής στην κατασκευή και την παρακολούθηση οι προϋπολογισμοί γίνονται πιο ρεαλιστικοί, εφαρμόσιμοι και αποδεκτοί.
- Επικοινωνία, αφορά τα άτομα που εμπλέκονται στην προετοιμασία των προϋπολογισμών. Τα άτομα αυτά πρέπει να δουλεύουν από κοινού, με καθαρή επικοινωνία και να μεταφέρουν γνώσεις ο ένας στον άλλο. Εάν δεν συμβεί αυτό τότε υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να τεθούν μη ρεαλιστικοί στόχοι, οι οποίοι αν προκύπτουν από κακές συμβουλές είναι ότι το χειρότερο.
- Τήρηση των περιορισμών, αφορά την σύνταξη του προϋπολογισμού όπου ο ελεγκτής πρέπει να επιτηρεί την τήρηση των περιορισμών πχ η αύξηση των εργασιών μιας τράπεζας είναι συνάρτηση των καταστημάτων της, της τιμολογιακής της πολιτικής κ.λπ. .

Ο προϋπολογιστικός έλεγχος λειτουργεί με την άσκηση – εφαρμογή της ευθύνης. Ο έλεγχος με απόδοση ευθύνης λειτουργεί κάνοντας ένα άτομο ή μια ομάδα ατόμων υπεύθυνους για την επίτευξη ενός συγκεκριμένου στόχου.

Ένα προϋπολογιστικό σύστημα απαιτεί θεσμοθέτηση καθαρών γραμμών εξουσίας. Από ελεγκτική άποψη η εξουσία αποτελεί την λέξη κλειδί της απόδοσης. Η εξουσία πρέπει να είναι δεδομένη για τις διαδικασίες:

- Προετοιμασίας του προϋπολογισμού
- Διάθεσης πόρων
- Διαχειρίσεις διαθεσίμων
- Διαχειρίσεις δαπανών
- Και τέλος για την ανάληψη συγκεκριμένων δράσεων έναντι των αποκλίσεων που μπορεί να εμφανισθούν μεταξύ των προϋπολογιστικών και πραγματοποιηθέντων οικονομικών μεγεθών δράσης του οργανισμού

Αναφορά αποκλίσεων. Είναι γνωστή και ως διοικητική των αποκλίσεων. Αρχικά πραγματοποιείται με την κατασκευή μιας κατάστασης που περιλαμβάνει μόνο τις αποκλίσεις των προϋπολογισμένων από τα πραγματοποιημένα μεγέθη. Η χρησιμότητα μιας τέτοιας κατάστασης είναι ότι οδηγεί την προσοχή της διοίκησης στις συγκεκριμένες προβληματικές περιοχές δράσης

Προϋπολογιστικές απολογιστικές καταστάσεις. Οι αναφορές αυτές σε έναν σύγχρονο οργανισμό πρέπει να εκδίδονται σε κανονική βάση (μήνας, εβδομάδα, ημέρα). Οι καταστάσεις αυτές παρουσιάζουν τις αποκλίσεις σε μεγέθη, αποδόσεις και δείκτες των προϋπολογιστικών από τα απολογιστικά στοιχεία. Σύμφωνα με την διεθνή πρακτική οι καταστάσεις αυτές πρέπει να συνοδεύονται από ανάλυση των λόγων στους οποίους οφείλονται οι αποκλίσεις έτσι ώστε η διοίκηση κατά την διαδικασία λήψης αποφάσεων να μην καθυστερεί στα τεχνικά μέρη και να επικεντρώνει την προσοχή της στις πραγματικές αιτίες των αποκλίσεων.

Καταστάσεις παρακολούθησης του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος δράσης του οργανισμού. Οι καταστάσεις αυτές καταγράφουν την πορεία των μεγεθών του εξωτερικού περιβάλλοντος (οικονομικής συγκυρίας, ανταγωνισμού, κλαδικά μεγέθη κ.λπ.) και συγκρίνουν την πορεία αυτή με τις αρχικές υποθέσεις της σύνταξης του προϋπολογισμού. Στην περίπτωση αποκλίσεων αναλύουν τις σπιτώσεις επί των μεγεθών του προϋπολογισμού και προβλέπουν την διαμόρφωση της απόδοσης έναντι

των νέων συνθηκών. Τέλος για το εσωτερικό περιβάλλον ενός οργανισμού ένα σύστημα ελέγχου πρέπει να καταγράφει και να παρακολουθεί ότι όλοι δουλεύουν ικανοποιητικά και εκπληρώνουν τα καθήκοντα τους.

Ανασκόπηση, επαναφορά. Είναι λογικό ότι, εκείνοι που σχεδίασαν, ετοίμασαν ή χρησιμοποίησαν προϋπολογισμούς, πρέπει να πραγματοποιούν ανασκόπησης για τους προϋπολογισμούς αυτούς ανά τακτά χρονικά διαστήματα.

Ευέλικτοι προϋπολογισμοί. Οι προϋπολογισμοί πρέπει να σχεδιάζονται έτσι ώστε να αλλάζουν ανάλογα με το επίπεδο της δραστηριοποίησης ενός οργανισμού. Οι ευέλικτοι προϋπολογισμοί είναι καλλίτεροι για την άσκηση ελέγχου. πχ δεν κατέστη εφικτός ο στόχος επί των πωλήσεων τότε ο ευέλικτος προϋπολογισμός θα μας δώσει το επίπεδο των υπόλοιπων μεγεθών (πχ των αγορών) που βάσει του σχεδιασμού απαιτούνται για την πραγματοποίηση του νέου επιπέδου πωλήσεων και επιτρέπει ομοιογενείς συγκρίσεις για τα αλλά μεγέθη πχ για τις δαπάνες προσωπικού ή τα έξοδα προώθησης των προϊόντων κ.λπ. Οι ευέλικτοι προϋπολογισμοί επιτρέπουν την σύγκριση προϋπολογιστικών – απολογιστικών μεγεθών ανάλογα με το επίπεδο δραστηριότητας του οργανισμού.

Ταυτοποίηση υπολογιστικών διαδικασιών. Τα απολογιστικά στοιχεία πρέπει τεχνικά να προσδιορίζονται από τις ίδιες ακριβώς μεθοδολογίες και υπολογισμούς που ασκήθηκαν για την κατασκευή του προϋπολογισμού πχ τρόπος υπολογισμού του κόστους παραγωγής.

Το τελευταίο στάδιο ελέγχου συνίσταται στην λήψη της ικανής και αναγκαίας, της σωστής και συνεπούς δράσης σε σχέση με τις πληροφορίες που προσφέρονται από τις διάφορες καταστάσεις και αναφορές.

Για την διευκόλυνση του ελέγχου της απόδοσης ενός οργανισμού σύμφωνα με την διεθνή πρακτική απαιτείται η εφαρμογή την λογιστικής της ευθύνης. Ο κλάδος αυτός της επιστήμης της λογιστικής αναφέρεται στην θεσμοθέτηση λογιστικού συστήματος και διαδικασιών οι οποίες να επιτρέπουν την απόδοση του κόστους και των εσόδων σε σφαίρες διοικητικής ευθύνης έτσι ώστε η απόδοση να αποδίδεται σε εκείνους τους διαχειριστές που έχουν την ευθύνη του συγκεκριμένου αντικειμένου.

Οι σφαίρες αυτές της διοικητικής ευθύνης στην επιστήμη της λογιστικής καλούνται κέντρα ευθύνης και διακρίνονται όπως αναφέρθηκε και σε άλλες ενότητες σε:

Κέντρα κόστους. Είναι οι περιοχές ευθύνης στις οποίες χρεώνεται το κόστος ενός οργανισμού για σκοπούς ελέγχου και συλλογής των εξόδων.

Κέντρα κέρδους. Είναι οι περιοχές ευθύνης στις οποίες χρεώνεται το κόστος και αποδίδονται τα έσοδα που πραγματοποιούν για σκοπούς ελέγχου και εκτίμησης της απόδοσης των.

Κέντρα επενδύσεων. Είναι η περιοχή ευθύνης όπου ο διαχειριστής της έχει την ευθύνη για την αποτελεσματικότητα των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί.

Τεχνικές μέτρησης της απόδοσης των τμημάτων μιας επιχείρησης. Ως τεχνικές μέτρησης της απόδοσης των διάφορων τμημάτων ενός οργανισμού αναφέρονται το ποσοστό απόδοσης των χρησιμοποιούμενων κεφαλαίων και η τεχνική του καθαρού υπολειμματικού εισοδήματος. Με την πρώτη μέθοδο η απόδοση εκτιμάται ως ποσοστό επί των χρησιμοποιημένων κεφαλαίων. Τα κέρδη αυτά διαιρούμενα με τα χρησιμοποιημένα κεφαλαία δίδουν την απόδοση των χρησιμοποιούμενων κεφαλαίων για το κατάστημα. Στην πράξη έχουν εξειδικευθεί πολλές τεχνικές απόδοσης των εσόδων και των εξόδων στα κέντρα κέρδους. Στην κατηγορία αυτή ανήκουν και τα υποδείγματα ανάλυσης ROE, ROA για κάθε τμήμα ή μονάδα.

Με την δεύτερη μέθοδο αποδίδεται ένα προσθετό λογιστικό κόστος στον υπολογισμό του κέρδους αντιπροσωπεύοντας την χωρίς επιπρόσθετο κόστος χρήση των κεφαλαίων ή την χαμηλότερη απόδοση που δικαιούνται να πάρουν ως μέρος οι μέτοχοι ενός οργανισμού.

4.4 Επιχειρηματικά Σχέδια

Υπόδειγμα AFN

Οι χρηματοοικονομικές προβλέψεις (Financial Forecasting), τις περισσότερες φορές, ξεκινούν από τη διεύρυνση του Τζίρου που θέλουν να επιτύχουν οι επιχειρήσεις. Είτε προβλεπόμενες (forecasted), ή προ-φόρμα (pro-forma), χρηματοοικονομικές καταστάσεις (financial statement method) ή η μέθοδος του υπολογισμού των προσθέτων αναγκαίων κεφαλαίων (AFN formula method) μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να προβλέψουν τις χρηματοοικονομικές ανάγκες σε μια επιχείρηση.

Μια επιχείρηση μπορεί να προσδιορίσει τα πρόσθετα αναγκαία κεφάλαια **(additional funds needed (AFN)) που χρειάζεται για να επιτύχει μεγαλύτερο Τζίρο – κύκλο εργασιών ακολουθώντας τον πιο κάτω τύπο:**

Additional funds Needed	Increase Required asset	Increase Spontaneous Liability increase	Increase in retained earnings
=	+	-	-
AFN	$(A^*/S_0)\Delta S$	$(L^*/S_0)\Delta S$	$MS_1(RR)$

AFN = πρόσθετα αναγκαία κεφάλαια (Additional funds needed).

A^* = Περιουσιακά στοιχεία που δημιουργούν ή άμεσα συμμετέχουν στην δημιουργία του κύκλου εργασιών μιας επιχείρησης.

S_0 = Κύκλος εργασιών τελευταίου έτους (Sales during last year).

A^*/S_0 = Το ποσοστό των απαιτούμενων περιουσιακών στοιχείων για τη δημιουργία του κύκλου εργασιών

L^* = Οι υποχρεώσεις που δημιουργούνται από τον κύκλο εργασιών, είναι λογαριασμοί πληρωτέοι και δεδουλευμένα έσοδα αλλά όχι τραπεζικά δάνεια και άλλες μορφές χρηματοδότησης όπως τα ομόλογα.

L^*/S_0 = Το ποσοστό της αύξησης των υποχρεώσεων που προκύπτει από την αύξηση του κύκλου εργασιών της επιχείρησης

S_1 = Προβλεπόμενος κύκλος εργασιών – τζίρος για το επόμενο έτος ή την επόμενη περίοδο γενικά.

ΔS = Μεταβολή στο κύκλο εργασιών

M = Ποσοστό καθαρών κερδών επί του κύκλου εργασιών – πωλήσεων

RR = Ποσοστό επανεπένδυσης κερδών (Retention ration), είναι η διαφορά από την μονάδα του ποσοστού διανομής κερδών (payout ratio) έτσι $RR = (1 - \text{payout ratio})$.

Κατασκευή Επιχειρηματικού Σχεδίου Με Βάση Τα Ιστορικά Στοιχεία Οικονομικών Καταστάσεων Για Επιχειρήσεις

Με την χρήση των ιστορικών στοιχείων της περιόδου t για ποσά και αριθμοδείκτες και επί αυτών μπορούμε αρχικά να θέσουμε τις υποθέσεις μας για την περίοδο προγραμματισμού $t+1$.

Από τα ιστορικά στοιχεία και από τις τιμές που έχουμε θέσει για ποσά και αριθμοδείκτες και με την αρχή των υποδειγμάτων AFN όπου η διαφορά Πηγών και Χρήσεων κλείνει με πρόσθετη χρηματοδότηση ή με μείωση των ξένων κεφαλαίων σε αντίθετη περίπτωση, παράγονται οι οικονομικές καταστάσεις για την περίοδο προγραμματισμού. Στη συνέχεια μπορούμε να εξάγουμε τους δείκτες των αποτελεσμάτων μας για την περίοδο προγραμματισμού:

Στην συνέχεια παρέχουμε τα υποδείγματα και τις εκτιμήσεις που αναπτύξαμε στην παρούσα διπλωματική όπου παρέχονται αναλυτικά στοιχεία υποδείγματος pro forma οικονομικών καταστάσεων τύπου AFN⁸ για τις δύο εταιρείες⁹ (Damodaran, A. (2011)).

Υποδείγματα και Εκτιμήσεις

Για την εταιρεία A

Τα προσαρμοσμένα χρηματοοικονομικά στοιχεία της εταιρείας A για την περίοδο t και $t+1$ παρέχονται στον πίνακα 1. Στην περίοδο t τα στοιχεία είναι ιστορικά (λογιστικά, προερχόμενα από τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις) και περιλαμβάνουν αριθμοδείκτες κοινού μεγέθους με βάση τις πωλήσεις και χρηματοοικονομικά στοιχεία λογαριασμών. Η περίοδος $t+1$ περιλαμβάνει τις εκτιμήσεις της εταιρείας για την

⁸ Σημειώνεται ότι τέτοιου τύπου υποδείγματα έχουν αναπτυχθεί από εταιρείες οικονομικών συμβούλων και από εταιρείες ορκωτών ελεγκτών. Για την εργασία τροποποιήσαμε και μεταφράσαμε στην Ελληνική Γλώσσα το υπόδειγμά μας, έτσι ώστε να είναι συμβατό και με άλλες εσωτερικές εφαρμογές των επαγγελματιών στον κλάδο. Το υπόδειγμα, είναι ανεξάρτητο, δεν δεσμεύεται από copyrights και αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι της παρούσας εργασίας.

⁹ Τα υποδείγματα στηρίχθηκαν σε στοιχεία δύο εταιρειών για την ιστορική περίοδο t και την περίοδο προγραμματισμού ή μετασχηματισμού $t+1$. Σε επόμενο κεφάλαιο με την χρήση των pro forma στοιχείων της περιόδου $t+1$ προχωράμε σε υπόδειγμα απορρόφησης της εταιρείας B από την A. Στα υποδείγματα αυτά παρέχεται και η αποτίμηση των εταιρειών με τις μεθόδους που αναλύθηκαν στο κεφάλαιο 3.

επόμενη χρονιά και αποτελούν τη βάση για την κατασκευή των pro forma οικονομικών καταστάσεων.

Δεδομένα Μοντέλου	t	t+1
Στόχος Πωλήσεων		5.00%
Κόστος Πωληθέντων - % επί των πωλήσεων	72.73%	72.00%
Αποσβέσεις - ποσοστό επί των Παγίων	13%	13.00%
Διοικητικά Έξοδα	9%	9.00%
Προβλέψεις	1%	1.00%
Επιτόκιο Δανείων	-6.04%	-6.00%
Επιτόκιο Καταθέσεων	10%	10.00%
Ζημίες από Παράγωγα	-14%	-14.00%
Έσοδα από θυγατρικές και συνεργαζόμενες εταιρείες	6%	6.00%
Φορολογικός Συντελεστής	24%	22.00%
Στόχος Διαθεσίμων		120,000
Απαιτήσεις από πελάτες	3.20%	3.20%
Γραμμάτια Εισπρακτέα	2.00%	2.00%
Χρεόγραφα	132,000	150,000
Απαιτήσεις ως % επί των πωλήσεων		
Αποθεματικά ως % επί των πωλήσεων	12.70%	12.70%
Δεδουλευμένα Έσοδα ως % των πωλήσεων	0.40%	0.40%
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	275,000	300,000
Πάγια	1,881,000	2,000,000
Πάγια υπό κατασκευή	44,000	50,000
Μακροπρόθεσμες Επενδύσεις	55,000	100,000
Επενδύσεις σε θυγατρικές	250,000	250,000
Λογαριασμοί πληρωτέοι ως % επί των πωλήσεων	6.00%	6.00%
Γραμμάτια πληρωτέα ως % επί των πωλήσεων	2.61%	2.60%
Δεδουλευμένες υποχρεώσεις ως % επί των πωλήσεων	0.24%	0.24%
Άλλες Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	0.65%	0.65%
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός και Ομολογίες	1,100,000	500,000
Άλλες Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	26,400	30,000
Παράγωγα στην εύλογη αξία	15,400	20,000
Μερίσματα		
Κοινλες Μετοχές	220,000	250,000
Αποθεματικά	660,000	750,000
Άλλα αποθεματικά	220,000	100,000

Πίνακας 1 : Δεδομένα μοντέλου εταιρείας Α

Πηγή : Υπολογισμοί Υποδειγματος

Όπως παρατηρούμαι στον παραπάνω πίνακα στην επόμενη χρονιά η εταιρεία έχει προγραμματίσει μια μεγέθυνση του τζίρου της κατά 5%¹⁰, τις επενδύσεις της σε πάγια στοιχεία, μια μικρή αύξηση μετοχικού κεφαλαίου υπερ το άρτιο με χρήση των άλλων αποθεματικών (Κέρδη εις νέο) και μειώνει τον μακροπρόθεσμο δανεισμό. Οι αριθμοδείκτες κοινού μεγέθους παραμένουν σχετικά σταθεροί.

¹⁰ Με κίτρινο χρώμα συμβολίζονται οι συμμετοχές που έχει η εταιρεία έναμέρος των οποίων αφορά την εταιρεία Β, το οποίο και θα απαληφθεί κατά την διαδικασία της απορρόφησης όπως θα δούμε παρακάτω

Προκειμένου να είναι περισσότερο κατανοητό το παραπάνω ακολουθεί περιληπτική ανάλυση: Γνωρίζουμε, σύμφωνα με τον πίνακα 1, ότι ο στόχος της επόμενης χρονιάς για τον τζίρο της εταιρείας είναι 5%, βλ. 1η γραμμή πίνακα1. Επομένως, ο τζίρος της χρονιάς t+1 είναι

$$\text{Sales}_{t+1} = \text{Sales}_t * (1 + 5\%)$$

Εφόσον λοιπόν, έχει υπολογισθεί ο τζίρος μπορούμε να παράγουμε τα υπόλοιπα στοιχεία της ΚΑΧ, καθώς τα περισσότερα έχουν αποτυπωθεί στον πίνακα 1 ως ποσοστό τους τζίρου.

Στον πίνακα 3 παρουσιάζεται ο ισολογισμός με ανάλογο τρόπο όπως της ΚΑΧ. Είναι λογικό και κατανοητό ότι κάποιοι λογαριασμοί του ισολογισμού βασίζονται σε μετρήσεις της ΚΑΧ και το αντίστροφο. Για τον αναλυτικό υπολογισμό των λογαριασμών του πίνακα 3 δεν κρίνεται απαραίτητο για αναφορά, λόγω της μη περιπλοκότητας που περιέχουν. Ωστόσο, κρίνεται αναγκαίο η αναφορά για τον υπολογισμό των βραχυχρόνιων δανείων για τη χρονιά t+1, όπου λαμβάνει υπόψη της προηγούμενη χρονιάς τα βραχ. Δάνεια συν όποιο είναι το αποτέλεσμα από του AFN. Το αποτέλεσμα του AFN:

$$AFN = \text{Σύνολο Ενεργητικού} - (\text{IK} + \text{Μακρ.Υποχρεώσεις} + \text{Βραχ.Υποχρεώσεις})$$

Όπου στις βραχ, υποχρεώσεις έχουμε λάβει υπόψη το ποσό των βραχ. Δανείων της προηγούμενης χρήσης. Αυτό γιατί θέλουμε να δούμε πόσο επιπλέον ή λιγότερα κεφάλαια χρειαζόμαστε από τα δυνητικά που θα έχουμε. Επομένως, θα πρέπει να τροποποιηθούν ανάλογα τα βραχυχρόνια δάνεια.

Στον 4ο πίνακα υπολογίζεται ανάλογα οι μελλοντικές ταμειακές ροές της εταιρείας Α για την χρονιά t+1.

Με την χρήση των ανωτέρω στοιχείων παράγεται η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, ο ισολογισμός της επιχείρησης και η κατάσταση ταμειοροών της επιχείρησης Α.

	t	t+1
Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης		
Πωλήσεις	5,500,000	5,775,000
Κόστος Πωληθέντων	4,000,000	4,158,000
Αποσβέσεις	275,000	289,640
Διοικητικά Έξοδα	495,000	519,750
Προβλέψεις	77,000	57,750
ΕΒΙΤ	653,000	749,860
Τόκοι Χρεωστικοί	-85,800	-62,495
Τόκοι Πιστωτικοί	13,200	14,100
Ζημιές από Παράγωγα	-2,200	-2,478
Έσοδα από θυγατρικές	19,800	19,650
Σύνολο	-55,000	-31,223
Έσοδα προ τόκων και φόρων	598,000	718,637
Φόρος Εισοδήματος	-143,520	-158,100
Αποτέλεσμα μετά Φόρων	454,480	560,537

Πίνακας 2 : ΚΑΧ εταιρείας Α

Πηγή : Υπολογισμοί Υποδειγματος

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	t	ΔΙΑΦΟΡΕΣ	t+1
Κυκλοφορούν Ενεργητικό			
Ταμειακά Διαθέσιμα	93,500	26,500	120,000
Απαιτήσεις από πελάτες	176,000	8,800	184,800
Γραμμάτια Εισπρακτέα	110,000	5,500	115,500
Αποθέματα	698,500	34,925	733,425
Χρεόγραφα	132,000	18,000	150,000
Δεδουλευμένα Έσοδα	22,000	1,100	23,100
Σύνολο Κυκλοφορούν	1,232,000		1,326,825
Μη Κυκλοφορούν Ενεργητικό			
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	275,000	25,000	300,000
Πάγια	1,881,000	119,000	2,000,000
Σωρευτικές Αποσβέσεις	-462,000	-308,360	-770,360
Σύνολο Παγίων	1,419,000		1,229,640
Πάγια υπό κατασκευή	44,000	6,000	50,000
Σύνολο	1,738,000		1,579,640
Άλλο μη κυκλοφορούν ενεργητικό			
Μακροπρόθεσμες Επενδύσεις	55,000	45,000	100,000
Επενδύσεις σε θυγατρικές	250,000	0	250,000
Σύνολο Ενεργητικού	3,275,000		3,256,465
Υποχρεώσεις			
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Βραχυπρόθεσμο Χρέος και κεφάλαια επιπλέον χρηματοδότησης	320,100	-157,019	163,081
Λογαριασμοί Πληρωτέοι	330,000	16,500	346,500
Φορολογικές Υποχρεώσεις	17,600	61,450	79,050
Γραμμάτια Πληρωτέα	143,550	6,600	150,150
Δεδουλευμένες Υποχρεώσεις	13,200	660	13,860
Άλλες Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	35750	1,788	37537.5
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	860,200		790,178
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός και Ομολογίες	1,100,000	-600,000	500,000
Προβλέψεις	88,000	57,750	145,750
Άλλες Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	26,400	3,600	30,000
Παράγωγα στην εύλογη αξία	15,400	4,600	20,000
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	1,229,800		695,750
Ίδια Κεφάλαια			
Κοινές Μετοχές	220,000	30,000	250,000
Αποθεματικά	660,000	90,000	750,000
Άλλα Αποθεματικά	220,000	-120,000	100,000
Παρακρατηθέντα Κέρδη/Ζημιές	110,000	560,537	670,537
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	1,210,000	560,537	1,770,537
Σύνολο Υποχρεώσεων και Ιδίων Κεφαλαίων	3,300,000		3,256,465
		Απαιτούμενο Ενεργητικό	3,256,465
		Πηγές Χρηματοδότησης	3,413,484
		Κεφάλαια για επιπλέον χρηματοδότηση	-157,019

Πίνακας 3 : Ισολογισμός εταιρείας Α

Πηγή : Υπολογισμοί Υποδειγματος

Κατάσταση Ταμειοροών		
		t+1
Λειτουργικές Ταμειοροές		
Έσοδα προ τόκων και φόρων		718,637
Προσαρμογές για :		
Αποσβέσεις		289,640
Ζημίες από Παράγωγα		2,478
Έσοδα από θυγατρικές		-19,650
Προβλέψεις		57,750
Τόκοι Χρεωστικοί & Πιστωτικοί		48,395
Αύξηση / Μείωση		
Απαιτήσεις από πελάτες		-8,800
Γραμμάτια Εισπρακτέα		-5,500
Αποθέματα		-34,925
Δεδουλευμένα Έσοδα		-1,100
Αύξηση / Μείωση		
Λογαριασμοί Πληρωτέοι		16,500
Φορολογικές Υποχρεώσεις		61,450
Γραμμάτια Πληρωτέα		6,600
Δεδουλευμένες Υποχρεώσεις		660
Short and Long Term Liabilities		5,388
Ταμειοροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες		1,137,523
Επενδυτικές Χρηματοροές		
		t+1
Άυλα περιουσιακά στοιχεία		-25,000
Πάγια		-119,000
Επενδύσεις σε θυγατρικές		0
Πάγια υπό κατασκευή		-6,000
Μακροπρόθεσμες Επενδύσεις		-45,000
Χρεόγραφα		-18,000
Ταμειοροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες		-213,000
Χρηματοδοτικές Ταμειοροές		
Αύξηση / Μείωση Δανείων		-757,019
Μεταβολές στα Κεφάλαια		120,000
Άλλες Χρηματοδοτικές Διαφορές		-286,003
Ταμειοροές από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες		-923,023
Καθαρή αύξηση / μείωση ταμειοροών		1,500
Ταμειακά Διαθέσιμα - Έναρξη Χρήσης		93,500
Ταμειακά Διαθέσιμα - Τέλος Χρήσης		95,000
Control point		
	1,097,250	1,097,250

Πίνακας 4 : Κατάσταση Ταμειοροών εταιρείας Α

Πηγή : Υπολογισμοί Υποδειγματος

Τα στοιχεία της περιόδου t+1 παράγονται αυτόματα με την χρήση των αριθμοδεικτών κοινού μεγέθους και χρηματοοικονομικών ποών του πίνακα 1 όπως αποτυπώθηκε ανωτέρω.

Σε γενικές γραμμές η εταιρεία Α είναι μια πολύ καλή εταιρεία έχοντας διαμορφώσει πολύ καλούς δείκτες αποδοτικότητας και μόχλευσης

Για την εταιρεία Β

Τα προσαρμοσμένα χρηματοοικονομικά στοιχεία της εταιρείας Β για την περίοδο t και t+1 παρέχονται στον πίνακα 5. Στην περίοδο t τα στοιχεία είναι ιστορικά (λογιστικά, προερχόμενα από τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις) και περιλαμβάνουν αριθμοδείκτες κοινού μεγέθους με βάση τις πωλήσεις και χρηματοοικονομικά στοιχεία λογαριασμών. Η περίοδος t+1 περιλαμβάνει τις εκτιμήσεις της εταιρείας για την

επόμενη χρονιά και αποτελούν τη βάση για την κατασκευή των pro forma οικονομικών καταστάσεων.

Δεδομένα Μοντέλου	t	t+1
Στόχος Πωλήσεων		1%
Κόστος Πωληθέντων - % επι των πωλήσεων	77.63%	77.70%
Αποσβέσεις - ποσοστό επί των Παγίων	11%	11.00%
Διοικητικά Έξοδα	16%	16.00%
Προβλέψεις	1%	1.00%
Επιτόκιο Δανείων	-10.00%	-10.00%
Επιτόκιο Καταθέσεων	3%	3.00%
Ζημίες από Παράγωγα	-10%	-10.00%
Έσοδα από θυγατρικές και συνεργαζόμενες εταιρείες	24%	24.00%
Φορολογικός Συντελεστής	25%	25.00%
Στόχος Ταμείου		50,000
Απαιτήσεις από πελάτες	2.63%	2.63%
Γραμμάτια Εισπρακτέα	3.16%	3.16%
Χρεόγραφα	80,000	80,000
Απαιτήσεις ως % επι των πωλήσεων		
Αποθεματικά ως % επι των πωλήσεων	6.58%	6.50%
Δεδουλευμένα Έσοδα ως % των πωλήσεων	0.53%	0.53%
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	100,000	110,000
Πάγια	1,290,000	1,450,000
Πάγια υπό κατασκευή	10,000	10,000
Μακροπρόθεσμες Επενδύσεις	30,000	30,000
Επενδύσεις σε θυγατρικές	40,000	40,000
Λογαριασμοί πληρωτέοι ως % επι των πωλήσεων	5.26%	5.26%
Γραμμάτια πληρωτέα ως % επί των πωλήσεων	2.11%	2.11%
Δεδουλευμένες υποχρεώσεις ως % επί των πωλήσεων	0.66%	0.66%
Άλλες Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	0.53%	0.53%
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός και Ομολογίες	300,000	250,000
Άλλες Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	20,000	20,000
Παράγωγα στην εύλογη αξία	50,000	50,000
Μερίσματα		-
Κοινλες Μετοχές	50,000	50,000
Αποθεματικά	150,000	150,000
Άλλα αποθεματικά	70,000	70,000

Υπολογισμοί υποδείγματος	t	t+1
NOPAT	41,250	30,873
Κεφάλαιο κίνησης	255,000	291,681
Λειτουργικό κεφάλαιο	875,000	900,731
Ελεύθερες Ταμειακές Ροές		5,142
Κεφάλαια για επιπλέον χρηματοδότηση		26,445
Αριθμοδείκτες		
Δείκτης Ρευστότητας	1.27	1.30
Κύκλος Εργασιών Αποθεμάτων	11.80	11.95
Εκκρεμείς ημέρες πωλήσεων	21.13	21.13
Κύκλος Εργασιών Ενεργητικού	3.04	3.12
Δείκτης Χρέους	55.63%	53.40%
Περιθώριο Κέρδους	0.54%	0.28%
Απόδοση Ενεργητικού	1.64%	0.89%
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	6.11%	3.15%
(NOPAT/Total operating capital)	4.71%	3.43%

Πίνακας 5 : Δεδομένα μοντέλου εταιρείας Β

Πηγή : Υπολογισμοί Υποδείγματος

Όπως παρατηρούμαι στον παραπάνω πίνακα στην επόμενη χρονιά η εταιρεία Β έχει προγραμματίσει μια μεγέθυνση του τζίρου της κατά 1%, τις επενδύσεις της σε πάγια στοιχεία, αλλά και μία αύξηση των εξόδων της. Οι αριθμοδείκτες κοινού μεγέθους προβλέπονται μειωμένοι το οποίο αποτυπώνεται και από τις οικονομικές καταστάσεις.

Ομοίως με την παραπάνω διαδικασία που περιγράφηκε στην εταιρεία Α, αναπτύσσονται οι οικονομικές καταστάσεις και για την εταιρεία Β.

	t	t+1
Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης		
Πωλήσεις	3,800,000	3,838,000
Κόστος Πωληθέντων	2,950,000	2,982,126
Αποσβέσεις	150,000	162,250
Διοικητικά Έξοδα	600,000	614,080
Προβλέψεις	45,000	38,380
ΕΒΙΤ	55,000	41,164
Τόκοι Χρεωστικοί	-42,000	-40,822
Τόκοι Πιστωτικοί	2,500	2,400
Ζημιές από Παράγωγα	-4,800	-5,000
Έσοδα από θυγατρικές	16,600	16,800
Σύνολο	-27,700	-26,622
Έσοδα προ τόκων και φόρων	27,300	14,542
Φόρος Εισοδήματος	-6,825	-3,635
Αποτέλεσμα μετά Φόρων	20,475	10,906

Πίνακας 6 : Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης εταιρείας Β

Πηγή : Υπολογισμοί Υποδειγματος

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	t	ΔΙΑΦΟΡΕΣ	t+1
Κυκλοφορούν Ενεργητικό			
Ταμειακά Διαθέσιμα	60,000	-10,000	50,000
Απαιτήσεις από πελάτες	100,000	939	100,939
Γραμμάτια Εισπρακτέα	120,000	1,281	121,281
Αποθέματα	250,000	-530	249,470
Χρεόγραφα	80,000	0	80,000
Δεδουλευμένα Έσοδα	20,000	341	20,341
Σύνολο Κυκλοφορούν	630,000		622,032
Μη Κυκλοφορούν Ενεργητικό			
Αύλα περιουσιακά στοιχεία	100,000	10,000	110,000
Πάγια	1,290,000	160,000	1,450,000
Σωρευτικές Αποσβέσεις	-850,000	-180,950	-1,030,950
Σύνολο Παγίων	440,000		419,050
Πάγια υπό κατασκευή	10,000	0	10,000
Σύνολο	550,000		539,050
Άλλο μη κυκλοφορούν ενεργητικό			
Μακροπρόθεσμες Επενδύσεις	30,000	0	30,000
Επενδύσεις σε θυγατρικές	40,000	0	40,000
Σύνολο Ενεργητικού	1,250,000		1,231,082
Υποχρεώσεις			
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Βραχυπρόθεσμο Χρέος και κεφάλαια επιπλέον χρηματοδότησης	120,000	26,445	146,445
Λογαριασμοί Πληρωτέοι	200,000	1,879	201,879
Φορολογικές Υποχρεώσεις	50,000	-48,182	1,818
Γραμμάτια Πληρωτέα	80,000	982	80,982
Δεδουλευμένες Υποχρεώσεις	25,000	331	25,331
Άλλες Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	20,000	341	20,341
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	495,000		476,795
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός και Ομολογίες	300,000	-50,000	250,000
Προβλέψεις	50,000	38,380	88,380
Άλλες Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	20,000	0	20,000
Παράγωγα στην εύλογη αξία	50,000	0	50,000
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	420,000		408,380
Ίδια Κεφάλαια			
Κοινές Μετοχές	50,000	0	50,000
Αποθεματικά	150,000	0	150,000
Άλλα Αποθεματικά	70,000	0	70,000
Παρακρατηθέντα Κέρδη/Ζημιές	65,000	10,906	75,906
Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων	335,000	10,906	345,906
Σύνολο Υποχρεώσεων και Ιδίων Κεφαλαίων	1,250,000		1,231,082
		Απαιτούμενο Ενεργητικό	1,231,082
		Πηγές Χρηματοδότησης	1,204,637
		Κεφάλαια για επιπλέον χρηματοδότηση	26,445

Πίνακας 7 : Ισολογισμός εταιρείας Β

Πηγή : Υπολογισμοί Υποδειγματος

Κατάσταση Ταμειοροών		
		t+1
Λειτουργικές Ταμειοροές		
Έσοδα προ τόκων και φόρων		14,542
Προσαρμογές για :		
Αποσβέσεις		162,250
Ζημίες από Παράγωγα		5,000
Έσοδα από θυγατρικές		-16,800
Προβλέψεις		38,380
Τόκοι Χρεωστικοί & Πιστωτικοί		38,422
Αύξηση / Μείωση		
Απαιτήσεις από πελάτες		-939
Γραμμάτια Εισπρακτέα		-1,281
Αποθέματα		530
Δεδουλευμένα Έσοδα		-341
Αύξηση / Μείωση		
Λογαριασμοί Πληρωτέοι		1,879
Φορολογικές Υποχρεώσεις		-48,182
Γραμμάτια Πληρωτέα		982
Δεδουλευμένες Υποχρεώσεις		331
Short and Long Term Liabilities		341
Ταμειοροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες		195,113
Επενδυτικές Χρηματοροές		
		t+1
Άυλα περιουσιακά στοιχεία		-10,000
Πάγια		-160,000
Επενδύσεις σε θυγατρικές		0
Πάγια υπό κατασκευή		0
Μακροπρόθεσμες Επενδύσεις		0
Χρεόγραφα		0
Ταμειοροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες		-170,000
Χρηματοδοτικές Ταμειοροές		
Αύξηση / Μείωση Δανείων		-23,555
Μεταβολές στα Κεφάλαια		0
Άλλες Χρηματοδοτικές Διαφορές		-867,014
Ταμειοροές από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες		-890,569
Καθαρή αύξηση / μείωση ταμειοροών		-865,456
Ταμειακά Διαθέσιμα - Έναρξη Χρήσης		60,000
Ταμειακά Διαθέσιμα - Τέλος Χρήσης		-805,456
	Control point	
		1,097,250 241,794

Πίνακας 8 : Κατάσταση Ταμειοροών εταιρείας Β

Πηγή : Υπολογισμοί Υποδειγματος

Σε γενικές γραμμές η εταιρεία Β αντιμετωπίζει προβλήματα χαμηλής κερδοφορίας ενώ οι δείκτες απόδοσής της είναι πολύ χαμηλοί.

Σύγκριση Εταιρειών Α & Β

Μετά την παρατήρηση των παραπάνω εταιρειών είναι σημαντικό να αναφερθούμε στις διαφορές τους, κάνοντας μια σύγκριση. Η εταιρεία Α παρουσιάζει ένα υψηλότερο κύκλο εργασιών κατά €1,9 εκ. , ενώ η εταιρεία Β εμφανίζει υψηλότερο κόστος πωληθέντων ως ποσοστό του κύκλου εργασιών (77,7% έναντι της εταιρείας Α που για την ίδια περίοδο ανέρχεται στο 72%). Ταυτόχρονα, η εταιρεία Α παρουσιάζει υψηλότερα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα ύψους €120 χιλ., σε αντίθεση με την

εταιρεία Β που κατά την υπό εξέταση περίοδο τα ταμειακά της διαθέσιμα ανέρχονται στις €50 χιλ. Τόσο η εταιρεία Α όσο και η Β έχουν διατηρήσει σταθερά τα Διοικητικά τους έξοδα σε ποσοστά του τζίρου 9% και 1% αντίστοιχα. Ο δείκτης καθαρού χρέους προς τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων δείχνει το χρονικό διάστημα που χρειάζεται μια εταιρεία για να αποπληρώσει τα χρέη της και μετριέται σε έτη αποπληρωμής. Στην εταιρεία Β ο δείκτης παρέμεινε σταθερός στα 2 έτη ενώ της εταιρείας Α από 2 σε 1. Η μείωση του δείκτη για την εταιρεία Α προήλθε τόσο από την μείωση των δανειακών της υποχρεώσεων όσο και από την αύξηση την κερδοφορίας της. Τέλος, η εταιρεία Α συμμετέχει σε ποσοστό 40% στην εταιρεία Β (ήτοι €250 χιλ. συμμετοχές).

Αποτιμήσεις Εταιρειών Α & Β

Αποτιμήσεις Εταιριών Α και Β		
	Firm A	Firm B
Λογιστική Αξία	1,210,000	335,000
Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία	1,770,537	345,906
Αξία Παγίων	2,000,000	1,450,000
Προσαρμοσμένη Αξία Ενεργητικού	3,256,465	1,231,082
M.O. Μεθόδων Ισολογισμού	2,059,250	840,497
MARKET P/BV	1,150,849	224,839
MARKET P/E	8,773,362	463,095
MARKET DIV without g	6,653,133	351,180
MARKET DIV with g	9,048,261	477,605
M.O. Μεθόδων Αποτελεσμάτων	6,406,401	379,180
The "classic" valuation method	2,940,318	407,652
the simplified UEC10 method	2,655,685	370,119
European Accounting Experts	2,583,223	368,137
Indirect method	6,734,176	481,683
Anglo-Saxon or direct method	10,043,269	572,201
Annual profit purchase method	2,763,264	373,062
Risk-bearing and risk-free rate method	4,690,325	425,775
M.O. Μεθόδων Υπεραξίας	4,630,037	428,376
Μέθοδος DCF - FCF (Cash flow discounting-based)	9,943,144	524,841
Μέσος όρος κατηγοριών μεθόδων	5,997,395	419,365
M.O όλων των μεθόδων ανεξάρτητα κατηγορίας	4,763,501	525,136
Εταιρικός Φόρος	164,969	10,291
Κέρδη μετά φόρων	584,891	30,873
Φόροι Μερισιμάτων	52,640	2,779
Κέρδη μετά από φόρο νμερισμάτων	532,251	28,094
ap	1.783264746	
t=2	2	
ke=8%	8%	
i=5%	5%	
tm=6%	6%	
tr=12%	12%	
g=2%	2%	

Πίνακας 9 : Μέθοδοι αποτίμησης εταιρειών Α & Β

Πηγή : Υπολογισμοί Υποδείγματος

Ο πίνακας με τις αποτιμήσεις των εταιρειών που στηρίχθηκε στις μεθοδολογίες που αναφέρθηκαν στο κεφάλαιο 3 και 4 παρατηρούμε ότι:

1. Η εταιρεία Α με όλες τις μεθόδους αποτίμησης και με τις ίδιες παραδοχές διαμορφώνει αισθητά μεγαλύτερη αξία αποτίμησης από την εταιρεία Β

2. Η εταιρεία Β είναι μια εταιρεία μικρή και αντιμετωπίζει προβλήματα αποδοτικότητας με αποτέλεσμα η αξία αποτίμησης της εταιρείας είναι πολύ χαμηλή.

Οι όροι ανταλλαγής μετοχών¹¹ κατά την απορρόφηση διαμορφώνονται με βάση την διαίρεση της αξίας αποτίμησης των ιδίων κεφαλαίων της Α με τα ίδια κεφάλαια της Β. Υποθέτουμε ότι δεν θα δοθούν μετρητά κατά την απορρόφηση στους μετόχους της Β.

Στο επόμενο κεφάλαιο θα δούμε την διαδικασία απορρόφησης και τους όρους ανταλλαγής.

Σύνοψη

Σκοπός του κεφαλαίου ήταν η περιγραφή των βασικών στοιχείων που απαρτίζουν ένα επιχειρηματικό σχέδιο. Ένα αναπόσπαστο κομμάτι των επιχειρηματικών σχεδίων αποτελεί η εύλογη αξία των ιστορικών στοιχείων της εταιρείας ιδιαίτερα όταν αυτά αφορούν περιουσιακά της στοιχεία. Η λογιστική της εύλογης αξίας (Fair Value Measurement) οδηγεί στην σωστή και εύλογη αποτίμηση μια επιχείρησης. Σκοπός είναι η αναπροσαρμογή των στοιχείων της εταιρείας ώστε να απεικονίζουν την πραγματική τους αξία βάση την αγορά και όχι την αξία κτίσης τους μετά τις όποιες λογιστικές προσαρμογές. Για να υπάρχει μια πλήρης και σαφή εικόνα της αξίας μιας εταιρείας θα πρέπει πρώτα να εκτιμηθούν και συμπεριληφθούν οι όποιες προσαρμογές των στοιχείων της, είτε αυτές είναι θετικές είτε αρνητικές. Με αυτό τον τρόπο καταρτίζεται ένα επιχειρηματικό σχέδιο που πλέον βασίζεται στους όρους της αγοράς, συμπεριλαμβάνοντας μακροοικονομικές υποθέσεις που θα το επηρεάσουν.

¹¹ Δείτε κεφάλαιο 6

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Η ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΙΣ

Εισαγωγικά

Στην ακαδημαϊκή κοινότητα αλλά και μεταξύ των επαγγελματιών του κλάδου της λογιστικής έχει αναπτυχθεί ένας έντονος διάλογος σε σχέση με τη μέτρηση της εύλογης αξίας και ειδικότερα μετά την θεσμοθέτηση του ΔΠΧΑ 13 και στην αλληλεπίδρασή του με το ΔΛΠ 36 και το ΔΠΧΑ 9.

Η αποτίμηση της εύλογης αξίας μιας επιχείρησης είναι κυρίαρχης σημασίας στις επιστήμες της λογιστικής, της χρηματοοικονομικής, της διοίκησης επιχειρήσεων, στο κλάδο των εξαγορών συγχωνεύσεων και απορροφήσεων, της επιχειρηματικής στρατηγικής και της λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Απαιτείται δε να γίνεται συνεχώς στην αγορά και από αυτή εξαρτώνται οι μετρήσεις της χρηματοοικονομικής υγείας και της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων.

Στο παρόν κεφάλαιο επικεντρωνόμαστε αρχικά στο πλαίσιο της διενέργειας των αποτιμήσεων που αποτελεί το εκάστοτε θεσμοθετημένο Λογιστικό Πλαίσιο Αναφοράς για τις επιχειρήσεις όπως τα ΔΠΧΑ και τα αμερικανικά λογιστικά πρότυπα αναφοράς. Στο τμήμα αυτό παρέχεται η απαιτούμενη ορολογία και η διαδικασία αποτίμησης επιχειρήσεων κατά περίπτωση.

Στη συνέχεια παρέχεται η βιβλιογραφική επισκόπηση και η σύνδεση που παρατηρείται στις μέρες μας της λογιστικής με τη χρηματοοικονομική και με τις μαθηματικές τεχνικές επιχειρησιακής έρευνας όπως η ανάλυση ευαισθησίας, ο μαθηματικός προγραμματισμός, οι προσομοιώσεις Monte Carlo.

Τέλος αναπτύσσονται μελέτες περίπτωσης προσομοιώνονται με οικονομική μοντελοποίηση και εφαρμόζονται σε αυτές αναλύσεις ευαισθησίας ειδικά στις περιπτώσεις που τα εισερχόμενα στοιχεία στην αποτίμηση είναι επιπέδου 3.

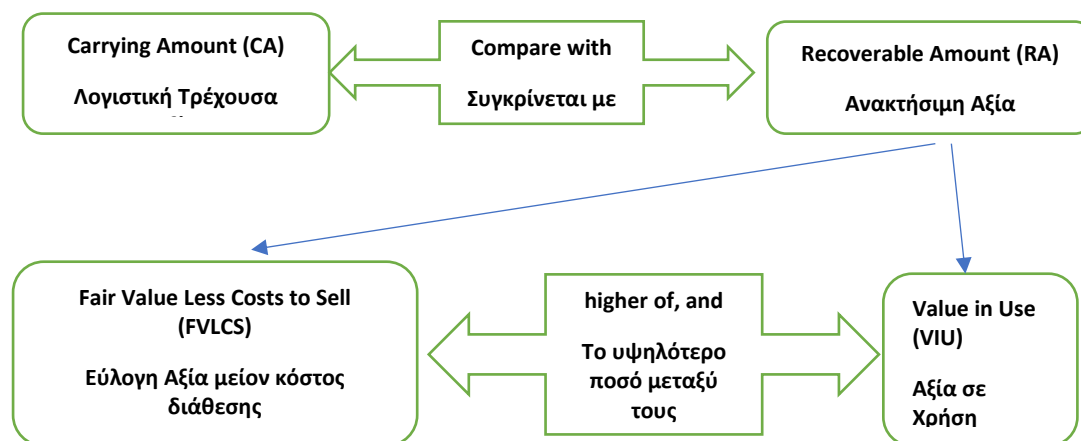
5.2 Επιστημονικό – Λογιστικό Πλαίσιο Αναφοράς

Με την αποτίμηση μιας εταιρείας επέρχεται απομείωση της λογιστικής τρέχουσας αξίας στα βιβλία της μητρικής εταιρείας με το ανακτήσιμο ποσό ή με την αξία σε χρήση που η αποτίμηση παρέχει, εφόσον η αξία αυτή είναι χαμηλότερη της λογιστικής τρέχουσας αξία, προσαρμόζοντας καταλλήλως και τα βιβλία τόσο της μητρικής όσο και του ομίλου με βάση τον συνδυασμό των διατάξεων των ΔΛΠ 27 & 28 καθώς και του ΔΠΧΑ 10¹².

Σε μια αποτίμηση μη εισηγμένης εταιρείας – δηλαδή εταιρείας μη εισηγμένης προς διαπραγμάτευση των μετοχικών της τίτλων σε οργανωμένη αγορά (Χρηματιστηριακή) η αξία της υπολογίζεται με βάση τις διατάξεις των ΔΛΠ 36, ΔΠΧΑ 13 και κατ' επιταγή του ΔΠΧΑ 9.

Το ΔΠΧΑ 9 απαιτεί από τις οντότητες να αποτιμούν όλες τις επενδύσεις σε συμμετοχικούς τίτλους στην εύλογη αξία, ακόμη και αν αυτά τα μέσα δεν είναι εισηγμένα σε ενεργή αγορά.

Το παρακάτω σχήμα δίδει την διαδικασία προσαρμογής στα βιβλία μιας μητρικής επιχείρησης της αξίας μια θυγατρικής μη εισηγμένης εταιρείας.



Πίνακας 10 : Υπολογισμός εύλογης αξίας σύμφωνα με τα IFRS

Πηγή : <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias36>

¹² Οι συμβολισμοί ΔΛΠ, ΔΠΧΠ αντιστοιχούν στα IAS και IFRS αντίστοιχα ενώ οι αριθμοί τους είναι αυτοί που αναφέρονται στο βιβλίο του board των IFRS : IFRS® Standards Issued at 1 January 2022. Σε όλο το παρών κεφάλαιο, λόγω του λογιστικού του χαρακτήρα αναφέρονται συνεχώς οι αριθμοί των προτύπων και σε κάποιες περιπτώσεις οι παράγραφοι που αναφέρουν την συγκεκριμένη ανάλυση.

Έτσι αν $CA < RA$ τότε δεν γίνεται καμιά προσαρμογή στην CA αξία ενώ αν $CA > RA$ τότε η CA προσαρμόζεται (μειώνεται) με την διαφορά $[RA - CA]$.

Το λογιστικό πρότυπο ΔΠΧΑ 9 επιτάσσει τον έλεγχο απομείωσης με βάση ΔΛΠ 36 το οποίο εκτός από μεμονωμένα περιουσιακά στοιχεία (Individual Assets) επιτρέπει και έλεγχο απομείωσης σε ομάδα περιουσιακών στοιχείων (Cash-Generating Unit, CGU) και τελικά επιχειρηματικών οντοτήτων. Η εύλογη αξία μείον το κόστος πώλησης (FVLCS) είναι το ποσό που μπορεί να ληφθεί από την πώληση του περιουσιακού στοιχείου σε μια συναλλαγή μεταξύ των συναλλαγών μεταξύ γνωστά και πρόθυμα μέρη, μείον το κόστος διάθεσης.

Οι αποτιμήσεις μη εισηγμένων εταιρειών για τον προσδιορισμό κυρίως της Αξίας σε Χρήση (VIU) με βάση τα λογιστικά πρότυπα πρέπει να γίνονται σύμφωνα με τις πρόνοιες του ΔΠΧΑ 13. Ο υπολογισμός της τιμής χρήσης πρέπει να αντικατοπτρίζει τα ακόλουθα στοιχεία: [ΔΛΠ 36.30] μια εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών που η οντότητα αναμένει να αντλήσει από τις προσδοκίες των περιουσιακών στοιχείων σχετικά με πιθανές διακυμάνσεις στο ποσό ή το χρονικό διάστημα αυτών των μελλοντικών ταμειακών ροών τη χρονική αξία του χρήματος, που αντιπροσωπεύεται από το τρέχον επιτόκιο χωρίς κίνδυνο της αγοράς, το τίμημα που φέρει την αβεβαιότητα που υπάρχει στο περιουσιακό στοιχείο και άλλοι παράγοντες, όπως η ρευστότητα, που οι συμμετέχοντες στην αγορά θα αντικατοπτρίζουν στην τιμολόγηση των μελλοντικών ταμειακών ροών που η οντότητα αναμένει να αντλήσει από το περιουσιακό στοιχείο. Οι προβλέψεις ταμειακών ροών θα πρέπει να βασίζονται σε εύλογες και υποστηριζόμενες παραδοχές, στους πιο πρόσφατους προϋπολογισμούς και προβλέψεις, και στην παρέκταση για περιόδους πέραν των προβλεπόμενων προϋπολογισμών. [ΔΛΠ 36.33] Το ΔΛΠ 36 προϋποθέτει ότι οι προϋπολογισμοί και οι προβλέψεις δεν πρέπει να υπερβαίνουν τα πέντε χρόνια, για περιόδους μετά από πέντε χρόνια, παρέκταση από τους προηγούμενους προϋπολογισμούς. [ΔΛΠ 36.35] Η Διοίκηση πρέπει να εκτιμήσει το εύλογο των παραδοχών της εξετάζοντας τα αίτια των διαφορών μεταξύ των προηγούμενων προβλέψεων ταμειακών ροών και των πραγματικών ταμειακών ροών. [ΔΛΠ 36.34]. Οι προβλέψεις ταμειακών ροών θα πρέπει να σχετίζονται με το περιουσιακό στοιχείο στην τρέχουσα κατάστασή του - μελλοντικές αναδιαρθρώσεις στις οποίες η οικονομική οντότητα δεν έχει δεσμευτεί και δεν πρέπει να προβλέπονται δαπάνες για βελτίωση ή βελτίωση της απόδοσης του περιουσιακού στοιχείου. [ΔΛΠ 36.44]. Οι εκτιμήσεις των μελλοντικών ταμειακών

ροών δεν θα πρέπει να περιλαμβάνουν εισροές ή εκροές από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες ή εισπράξεις ή πληρωμές φόρου εισοδήματος. [ΔΛΠ 36.50]

Κατά τη μέτρηση της αξίας σε χρήση, το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται θα πρέπει να είναι το ποσοστό προ φόρων που αντικατοπτρίζει τις τρέχουσες εκτιμήσεις της αγοράς για τη χρονική αξία του χρήματος και τους ειδικούς κινδύνους για το περιουσιακό στοιχείο. [ΔΛΠ 36.55]. Το προεξοφλητικό επιτόκιο δεν πρέπει να αντικατοπτρίζει κινδύνους για τους οποίους οι μελλοντικές ταμειακές ροές έχουν προσαρμοστεί και πρέπει να ισούται με το ποσοστό απόδοσης που θα απαιτούσαν οι επενδυτές εάν επιλέγουν μια επένδυση που θα δημιουργούσε ταμειακές ροές ισοδύναμες με αυτές που αναμένονταν από το περιουσιακό στοιχείο. [ΔΛΠ 36.56]. Για απομείωση ενός μεμονωμένου περιουσιακού στοιχείου ή χαρτοφυλακίου περιουσιακών στοιχείων, το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι το επιτόκιο που θα πληρώσει η οντότητα σε μια τρέχουσα συναλλαγή στην αγορά για να δανειστεί χρήματα για να αγοράσει το συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο ή χαρτοφυλάκιο. Εάν δεν υπάρχει διαθέσιμη τιμή που καθορίζεται από την αγορά για συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία, πρέπει να χρησιμοποιηθεί ένα υποκατάστατο που αντικατοπτρίζει τη χρονική αξία του χρήματος κατά τη διάρκεια ζωής του περιουσιακού στοιχείου, καθώς και τον κίνδυνο χώρας, τον συναλλαγματικό κίνδυνο, τον κίνδυνο τιμών και τον κίνδυνο ταμειακών ροών. Κανονικά θα λαμβάνονται υπόψη τα ακόλουθα: [ΔΛΠ 36.57], το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της οντότητας, το αυξητικό επιτόκιο δανεισμού της οντότητας, άλλα επιτόκια δανεισμού στην αγορά.

Παρόλο που μπορεί να είναι αρκετά εύκολο να δικαιολογηθεί ότι το κόστος προσεγγίζει τις εύλογες αξίες κατά την έναρξη, θα χρειαζόταν πιο λεπτομερής αξιολόγηση σε επόμενες περιόδους για να προσδιοριστεί εάν το κόστος εξακολουθεί να προσεγγίζει την εύλογη αξία.

Η εύλογη αξία πρέπει να προσδιορίζεται σε συνεχή βάση σε κάθε περίοδο αναφοράς.

Η αποτίμηση των μη εισηγμένων μετοχικών τίτλων είναι περίπλοκη και η συμβολή εμπειρογνομώνων αποτίμησης ενδέχεται να χρειαστεί για τον προσδιορισμό της εύλογης αξίας για μεταγενέστερη επιμέτρηση της αξίας μιας επιχείρησης.

Το παραπάνω εκφράζει και την ανάγκη για την πραγματοποίηση της παρούσας έκθεσης αποτίμησης η οποία δηλώνει ότι θα χρησιμοποιηθεί το ΔΠΧΑ 13 «Μέτρηση

εύλογης αξίας» για τον προσδιορισμό της εύλογης αξίας κυρίως όταν αυτό απαιτείται από το ΔΠΧΑ 9.

Με βάση το ΔΠΧΑ 13 οι τεχνικές αποτίμησης πρέπει να εφαρμόζονται με συνέπεια (παραγράφους 65–66 του ΔΠΧΑ 13).

Η αποτίμηση περιλαμβάνει σημαντική κρίση και είναι πιθανό ότι αποτιμήσεις με διαφορετικές τεχνικές θα παρέχουν διαφορετικά αποτελέσματα. Αυτό συμβαίνει επειδή τα στοιχεία και οι υποθέσεις που χρησιμοποιήθηκαν, και οποιεσδήποτε οι προσαρμογές σε αυτά τα στοιχεία, ενδέχεται να διαφέρουν ανάλογα με την τεχνική που χρησιμοποιείται. Η ύπαρξη τέτοιων διαφορών δεν σημαίνει ότι οποιαδήποτε από τις τεχνικές είναι ανακριβής.

Αν και το ΔΠΧΑ 13 δεν απαιτεί ρητά από έναν επενδυτή να χρησιμοποιήσει μια ποικιλία τεχνικών αποτίμησης, η επιλογή της καταλληλότερης τεχνική αποτίμησης, ανάλογα με τα γεγονότα και τις περιστάσεις, θα απαιτήσει εξέταση περισσότερων από μία τεχνικών έτσι ώστε τα αποτελέσματα από την εφαρμογή πολλαπλών τεχνικών να μπορούν συγκριθούν. Κατά την εκτέλεση αυτής της άσκησης, ο επενδυτής πρέπει να καθορίσει πόσο βάρος να δώσει στα αποτελέσματα κάθε τεχνικής αποτίμησης λαμβάνοντας υπόψη το εύλογο εύρος των τιμών που υποδεικνύονται από τις διάφορες τεχνικές και τη σχετική υποκειμενικότητα των χρησιμοποιούμενων στοιχείων (βλέπε παραγράφους 61 και 74 του ΔΠΧΑ 13) καθώς και τα συγκεκριμένα γεγονότα και περιστάσεις.

Κατά την εκτίμηση της τιμής που είναι πιο αντιπροσωπευτική της εύλογης αξίας, ένας επενδυτής πρέπει να λάβετε υπόψη:

- a) ποια τεχνική αποτίμησης πραγματοποιεί τις λιγότερο υποκειμενικές προσαρμογές στα χρησιμοποιούμενα στοιχεία και υποθέσεις (δηλαδή ποια τεχνική μεγιστοποιεί τη χρήση σχετικών παρατηρήσιμων στοιχείων και ελαχιστοποιεί τη χρήση μη παρατηρήσιμων στοιχείων).
- b) τα εύρη τιμών που υποδεικνύονται από τις τεχνικές που χρησιμοποιούνται και αν αυτές επικαλύπτονται; Και
- c) τους λόγους για τις διαφορές στην αξία που προκύπτουν από την εφαρμογή διαφορετικών τεχνικών.

Το ΔΠΧΑ 13 δηλώνει ότι η εύλογη αξία είναι μια επιμέτρηση που βασίζεται στην αγορά, αν και αναγνωρίζει ότι σε ορισμένες περιπτώσεις συναλλαγές στην αγορά ή άλλες πληροφορίες αγοράς ενδέχεται να μην είναι διαθέσιμες.

Το ΔΠΧΑ 13 επιδιώκει να αυξήσει την εμπιστοσύνη αλλά και την ευελιξία στη χρήση διαφόρων μεθοδολογιών προσέγγισης της εύλογης αξίας για να παράγονται ομοιογενείς και συναφείς εκθέσεις αναφοράς μέσω της θεσμοθέτησης μιας «ιεραρχίας εύλογης αξίας». Η ιεραρχία αυτή κατηγοριοποιεί τα προς χρήση στοιχεία δηλαδή τις εισροές που χρησιμοποιούνται στις τεχνικές αποτίμησης σε τρία επίπεδα. Η ιεραρχία αυτή δίνει την υψηλότερη προτεραιότητα στις (μη προσαρμοσμένες) αποτιμήσεις σε τιμές που παρατηρούνται σε ενεργές αγορές για πανομοιότυπα περιουσιακά στοιχεία ή δικαιώματα και τη χαμηλότερη προτεραιότητα σε υποθετικά ή μη ελεγχόμενες στοιχεία αναφοράς - εισροές. [ΔΠΧΑ 13:72]

Εάν τα δεδομένα δηλαδή οι εισροές που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της εύλογης αξίας κατατάσσονται σε διαφορετικά επίπεδα της ιεραρχίας εύλογης αξίας, η μέτρηση της εύλογης αξίας πρέπει να καταγράφεται στο σύνολό της με το επίπεδο των δεδομένων - εισροών του χαμηλότερου επιπέδου που είναι πιο κατάλληλη για όλη τη μέτρηση της εύλογης αξίας (με βάση την εφαρμογή της κρίσης της ιεραρχίας που αναφέρθηκε). [ΔΠΧΑ 13:73]

5.3 Τα Τρία Επίπεδα Στοιχείων Στην «Ιεραρχίας Εύλογης Αξίας»

Δεδομένα Αποτίμησης - Είσοδοι Επιπέδου 1

Τα δεδομένα – στοιχεία – είσοδοι επιπέδου 1 είναι δεδομένα - παρατηρήσεις - τιμές που συλλέγονται από ενεργές αγορές για πανομοιότυπα περιουσιακά στοιχεία ή υποχρεώσεις που η οντότητα κατά την ημερομηνία μέτρησης μπορεί να έχει πρόσβαση. [ΔΠΧΑ 13:76]. Μια χρηματιστηριακή τιμή σε μια ενεργή αγορά παρέχει τα πιο αξιόπιστα στοιχεία εύλογης αξίας και χρησιμοποιείται χωρίς προσαρμογή για τη μέτρηση της εύλογης αξίας, όποτε αυτή είναι διαθέσιμη και με πολύ περιορισμένες εξαιρέσεις. [ΔΠΧΑ 13:77]. Εάν μια οικονομική οντότητα έχει στην ιδιοκτησία της ένα μεμονωμένο περιουσιακό στοιχείο ή υποχρέωση και το περιουσιακό στοιχείο ή η υποχρέωση διαπραγματεύεται σε μια ενεργή αγορά, η εύλογη αξία του περιουσιακού

στοιχείου ή της υποχρέωσης επιμετράται στο Επίπεδο 1 με βάση την εισηγμένη τιμή για το συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο ή υποχρέωση και η ποσότητα που κατέχει η οντότητα, ακόμη και αν ο κανονικός ημερήσιος όγκος συναλλαγών της αγοράς δεν είναι ικανοποιητικός για να απορροφήσει την ποσότητα που διατηρείται και την παραγγελία για πώληση της θέσης σε μία μόνο συναλλαγή ενδέχεται επηρεάζουν την αναφερόμενη τιμή. [ΔΠΧΑ 13:80]

Δεδομένα Αποτίμησης - Είσοδοι Επιπέδου 2

Οι εισοδοί επιπέδου 2 είναι άλλα στοιχεία – δεδομένα - παρατηρήσεις - δείκτες - εισροές εκτός από τις χρηματιστηριακές τιμές που περιλαμβάνονται στο επίπεδο 1 και είναι διαθέσιμα είτε άμεσα είτε έμμεσα για το περιουσιακό στοιχείο ή την υποχρέωση. [ΔΠΧΑ 13:81]. Οι εισοδοί επιπέδου 2 περιλαμβάνουν:

- εισηγμένες τιμές για παρόμοια περιουσιακά στοιχεία ή υποχρεώσεις σε ενεργές αγορές
- εισηγμένες τιμές για πανομοιότυπα ή παρόμοια περιουσιακά στοιχεία ή υποχρεώσεις σε αγορές που δεν είναι ενεργές
- εισροές εκτός των χρηματιστηριακών τιμών που είναι παρατηρήσιμες για το
- επιτόκια και καμπύλες απόδοσης παρατηρήσιμα σε χρονικά διαστήματα που αναφέρονται συνήθως ως σιωπηρές μεταβλητές
- πιστωτικά περιθώρια
- εισροές που προέρχονται κυρίως από ή επιβεβαιώνονται από παρατηρήσιμα δεδομένα της αγοράς με συσχέτιση ή με άλλα μέσα («εισροές που υποστηρίζονται από την αγορά» αριθμοδείκτες συναφών επιχειρήσεων ή δείκτες τιμών υποκατάστατων προϊόντων ή ομοιογενών περιουσιακών στοιχείων) .

Δεδομένα Αποτίμησης - Είσοδοι Επιπέδου 3

Οι εισοδοί επιπέδου 3 είναι μη παρατηρήσιμες τιμές- στοιχεία- δεδομένα για το περιουσιακό στοιχείο ή την υποχρέωση. [ΔΠΧΑ 13:86]. Οι μη παρατηρήσιμες εισροές χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της εύλογης αξίας στο βαθμό που δεν είναι διαθέσιμες οι σχετικές παρατηρήσιμες εισροές, επιτρέποντας έτσι καταστάσεις στις οποίες υπάρχει μικρή, εάν υπάρχει, δραστηριότητα αγοράς για το περιουσιακό στοιχείο

ή την υποχρέωση κατά την ημερομηνία μέτρησης. Μια οικονομική οντότητα αναπτύσσει μη παρατηρήσιμες εισόδους χρησιμοποιώντας τις βέλτιστες διαθέσιμες τιμές και στοιχεία ανά περίπτωση, οι οποίες μπορεί να περιλαμβάνουν δεδομένα που παρέχει η ίδια η οντότητα, λαμβάνοντας υπόψη όλες τις πληροφορίες σχετικά με εργαλεία της αγοράς που είναι διαθέσιμα. [ΔΠΧΑ 13: 87-89]

Η Ιεραρχία Των Αποτιμήσεων

Το ΔΠΧΑ 13 δεν περιέχει μια ιεραρχία τεχνικών αποτίμησης ούτε προτείνει τη χρήση μιας συγκεκριμένης τεχνικής αποτίμησης για την επίτευξη του στόχου της επιμέτρησης της εύλογης αξίας.

Το ΔΠΧΑ 13 περιγράφει τέσσερεις προσεγγίσεις αποτίμησης (παραγράφους B5 – B33 του ΔΠΧΑ 13):

Προσέγγιση Της Αγοράς

Η προσέγγιση της αγοράς χρησιμοποιεί τιμές και άλλες σχετικές πληροφορίες που έχουν δημιουργηθεί από συναλλαγές στην αγορά που περιλαμβάνουν πανομοιότυπα ή συγκρίσιμα περιουσιακά στοιχεία (βλέπε παράγραφο B5 του ΔΠΧΑ 13). Ορισμένες τεχνικές είναι συνεπείς με το προσέγγιση της αγοράς. Οι τεχνικές προσέγγισης της αγοράς που είναι πιο συχνά αναφέρονται για την αποτίμηση μη εισηγμένων συμμετοχικών τίτλων σχετίζονται με τα δεδομένα πηγές που χρησιμοποιούν (για παράδειγμα, αναφερόμενες στοιχεία εταιρειών εισηγμένων ή τιμές από συναλλαγές συγχώνευσης και εξαγοράς). Ακόλουθες τεχνικές προσέγγισης αγοράς είναι:

- ✓ τιμή συναλλαγής που καταβάλλεται για ένα πανομοιότυπο ή παρόμοιο μέσο ενός επενδυτή και
- ✓ συγκρίσιμοι πολλαπλασιαστές αποτίμησης εταιρειών που προέρχονται από δημοσιοποιημένα στοιχεία (δηλαδή πολλαπλασιαστές-αριθμοδείκτες εισηγμένων επιχειρήσεων) ή από τιμές που καταβάλλονται σε συναλλαγές όπως συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Προσέγγιση εισοδήματος

Η πιο κύρια μέθοδο είναι αυτή της προεξόφλησης των αναμενόμενων ταμειακών ροών Discounted cash flow (DCF) method που αναφέρθηκε και παραπάνω για τον υπολογισμό της αξίας σε χρήση (VIU). Άλλες μέθοδοι είναι αυτή της προεξόφλησης των μερισμάτων ή Gordon - Dividend discount model (DDM), η μέθοδος της κεφαλαιοποίησης που χρησιμοποιεί τον δείκτη τιμής προς κέρδη PER ή P/E.

5.4 Δεδομένα Επιπέδου 3 Και Αξία Σε Χρήση

Το μέρος αυτό επικεντρώνεται μετά την παραπάνω ανάλυση του πλαισίου μέτρησης της εύλογης αξίας και ελέγχου υποαξίας στην περίπτωση μονάδας δημιουργίας μετρητών CGU, όπου τα δεδομένα – εισοδοί είναι επιπέδου 3, η αποτίμηση ή εύρεση της εύλογης αξίας γίνεται με την μέθοδο της αξίας σε χρήση VIU και χρησιμοποιείται η προσέγγιση εισοδήματος για την εύρεση της εύλογης αξίας. Στην περίπτωση αυτή μέθοδοι από την χρηματοοικονομική εισέρχονται και συλλειτουργούν με τη λογιστική.

Σε αυτή την περίπτωση εντάσσονται τις περισσότερες φορές οι αποτιμήσεις των συμμετοχικών τίτλων μη εισηγμένων εταιρειών όπου συμπεριφέρονται ως CGU, η εύρεση δεδομένων από ενεργή αγορά επιπέδου 2 είναι δυσχερής και μόνο από την προσέγγιση εισοδήματος μπορεί να εξαχθεί η εύλογη αξία των μετοχών τους.

Σε μια τέτοια περίπτωση οι αναγκαίοι ορισμοί αναλύονται στην συνέχεια.

Μονάδα Δημιουργίας Μετρητών (CGU)

Γενικά ισχύει ότι το ανακτήσιμο ποσό πρέπει να καθοριστεί για το μεμονωμένο περιουσιακό στοιχείο, εάν είναι δυνατόν. [ΔΛΠ 36.66]

Εάν δεν είναι δυνατόν να προσδιοριστεί το ανακτήσιμο ποσό (δηλαδή το υψηλότερο της εύλογης αξίας μείον το κόστος διάθεσης και η αξία χρήσης) για το μεμονωμένο περιουσιακό στοιχείο, τότε καθορίζεται το ανακτήσιμο ποσό για τη μονάδα δημιουργίας ταμιακών ροών του περιουσιακού στοιχείου (CGU). [ΔΛΠ 36.66] Η CGU είναι η μικρότερη αναγνωρίσιμη ομάδα περιουσιακών στοιχείων που δημιουργεί ταμειακές εισροές που είναι σε μεγάλο βαθμό ανεξάρτητες από τις ταμειακές εισροές από άλλα περιουσιακά στοιχεία ή ομάδες περιουσιακών στοιχείων. [ΔΛΠ 36.6] ή μπορούν να αποχωρισθούν.

Αξία Σε Χρήση (VIU)

Ο υπολογισμός της αξίας σε χρήση πρέπει να αντικατοπτρίζει τα ακόλουθα στοιχεία:
[ΔΛΠ 36.30]

- ✓ μια εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών που η οντότητα αναμένει να αντλήσει από τις αποδόσεις των περιουσιακών της στοιχείων
- ✓ τις πιθανές διακυμάνσεις στο ποσό ή το χρονικό διάστημα αυτών των μελλοντικών ταμειακών ροών
- ✓ τη χρονική αξία του χρήματος, που αντιπροσωπεύεται από το τρέχον επιτόκιο χωρίς κίνδυνο της αγοράς,
- ✓ το τίμημα που φέρει την αβεβαιότητα που υπάρχει στις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων και άλλοι παράγοντες,
- ✓ όπως η ρευστότητα, που οι συμμετέχοντες στην αγορά θα αντικατοπτρίζουν στην τιμολόγηση των μελλοντικών ταμειακών ροών που η οντότητα αναμένει να αντλήσει από τη χρησιμοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων.

Οι προβλέψεις ταμειακών ροών θα πρέπει να βασίζονται σε εύλογες και υποστηριζόμενες υποθέσεις - παραδοχές, στους πιο πρόσφατους προϋπολογισμούς και προβλέψεις, και στην παρέκταση τους για περιόδους πέραν των προβλεπόμενων προϋπολογισμών. [ΔΛΠ 36.33].

Το ΔΛΠ 36 προϋποθέτει ότι οι προϋπολογισμοί και οι προβλέψεις δεν πρέπει να υπερβαίνουν τα πέντε χρόνια. για περιόδους μετά από πέντε χρόνια γίνεται προέκταση από τους προηγούμενους προϋπολογισμούς. [ΔΛΠ 36.35].

Η Διοίκηση πρέπει να εκτιμήσει το εύλογο των παραδοχών της εξετάζοντας τα αίτια των διαφορών μεταξύ προηγούμενων προβλέψεων ταμειακών ροών και των πραγματικών ταμειακών ροών. [ΔΛΠ 36.34]

Οι προβλέψεις ταμειακών ροών θα πρέπει να σχετίζονται με το περιουσιακό στοιχείο ή την ομάδα περιουσιακών στοιχείων CGU στην τρέχουσα κατάστασή του - μελλοντικές αναδιαρθρώσεις στις οποίες η οικονομική οντότητα δεν έχει δεσμευτεί και δεν πρέπει να προβλέπονται δαπάνες για βελτίωση ή βελτίωση της απόδοσης του ή των περιουσιακών στοιχείων. [ΔΛΠ 36.44]

Οι εκτιμήσεις των μελλοντικών ταμειακών ροών δεν θα πρέπει να περιλαμβάνουν εισροές ή εκροές από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες ή εισπράξεις ή πληρωμές φόρου εισοδήματος. [ΔΛΠ 36.50]

Κατά τη μέτρηση της αξίας σε χρήση, το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται θα πρέπει να είναι το ποσοστό προ φόρων που αντικατοπτρίζει τις τρέχουσες εκτιμήσεις της αγοράς για τη χρονική αξία του χρήματος και τους ειδικούς κινδύνους για το περιουσιακό στοιχείο. [ΔΛΠ 36.55]

Το προεξοφλητικό επιτόκιο δεν πρέπει να αντικατοπτρίζει κινδύνους για τους οποίους οι μελλοντικές ταμειακές ροές έχουν προσαρμοστεί και πρέπει να ισούται με το ποσοστό απόδοσης που θα απαιτούσαν οι επενδυτές εάν επιλέγουν μια επένδυση που θα δημιουργούσε ταμειακές ροές ισοδύναμες με αυτές που αναμένονταν από το περιουσιακό στοιχείο. [ΔΛΠ 36.56]

Για απομείωση ενός μεμονωμένου περιουσιακού στοιχείου ή χαρτοφυλακίου περιουσιακών στοιχείων, το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι το επιτόκιο που θα πληρώσει η οντότητα σε μια τρέχουσα συναλλαγή στην αγορά για να δανειστεί χρήματα για να αγοράσει το συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο ή χαρτοφυλάκιο.

Εάν δεν υπάρχει διαθέσιμη τιμή που καθορίζεται από την αγορά για συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία, πρέπει να χρησιμοποιηθεί ένα υποκατάστατο που αντικατοπτρίζει τη χρονική αξία του χρήματος κατά τη διάρκεια ζωής του περιουσιακού στοιχείου, καθώς και τον κίνδυνο χώρας, τον συναλλαγματικό κίνδυνο, τον κίνδυνο τιμών και τον κίνδυνο ταμειακών ροών. Κανονικά θα λαμβάνονται υπόψη τα ακόλουθα: [ΔΛΠ 36.57]

- ✓ το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της οντότητας
- ✓ το αυξητικό επιτόκιο δανεισμού της οντότητας
- ✓ άλλα επιτόκια δανεισμού στην αγορά.

Προσέγγιση Εισοδήματος (Income Method)

Η προσέγγιση εισοδήματος, η πιο κύρια μέθοδο είναι αυτή της προεξόφλησης των αναμενόμενων ταμειακών ροών Discounted cash flow (DCF) method που αναφέρθηκε και παραπάνω για τον υπολογισμό της αξίας σε χρήση (VIU). Άλλες μέθοδοι είναι αυτή της προεξόφλησης των μερισμάτων ή Gordon - Dividend discount model (DDM), η μέθοδος της κεφαλαιοποίησης που χρησιμοποιεί τον δείκτη τιμής προς κέρδη PER ή P/E.

Με τη χρήση της μεθόδου αυτής η μέθοδοι της χρηματοοικονομικής εισέρχονται στη λογιστή της εύλογης αξίας και ορισμοί όπως οι παρακάτω είναι αναγκαίοι για την πραγματοποίηση της αποτίμησης.

Στο μέρος της ανάπτυξης και εκτίμησης των υποδειγμάτων της εργασίας μας παρέχονται αναλυτικά στοιχεία υποδείγματος Λογιστικής Αποτίμησης Εταιρείας.

Ανάπτυξη Υποδείγματος Αξία σε Χρήση (VIU)

Τα υποδείγματα VIU χρησιμοποιούνται περισσότερο στις περιπτώσεις ελέγχου υποαξίας συμμετοχών μη εισηγμένων και για εξαγορές επιχειρήσεων και όχι τόσο για αποτιμήσεις που ορίζουν όρους ανταλλαγής κατά την συγχώνευση¹³. Στον παρακάτω πίνακα δίδονται οι υποθέσεις πάνω στις οποίες στηρίζεται η ανάπτυξη του υποδείγματος η οποία όμως βασίζεται σε μια αρχική ιστορική περίοδο. Για τον έλεγχο της αβεβαιότητας οι υποθέσεις δίδονται σε ένα εύρος τριών σεναρίων (min, most likely, max). Το σενάριο most likely είναι αυτό που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του VIU ενώ τα άλλα δυο για τον έλεγχο της αβεβαιότητας.¹⁴

Υποθέσεις	BASE	min	Most likely	max
Αύξηση Πωλήσεων	Πωλήσεις	3%	5%	10%
Ποσοστό Κόστος Πωληθέντων σε Πωλήσεις	Πωλήσεις	45%	50%	55%
Έξοδα	Πωλήσεις	20%	25%	30%
Φόρος Εισοδήματος	Έσοδα πριν από τοκους, φόρους και αποσβέσεις	22%	22%	22%
Ταχύτητα Είσπραξης Απαιτήσεων	Πωλήσεις	70	90	120
Ημέρες Πίστωσης	Κόστος Πωληθέντων	100	120	130
Λοιπές Απαιτήσεις	Πωλήσεις	1.5%	2.0%	3.0%
Λοιπές Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Πωλήσεις	3.0%	4.0%	5.0%
Έξοδα σε Πάγιο Ενεργητικό	Πωλήσεις	3%	4%	5%

Πίνακας 11 : Υποθέσεις υποδείγματος VIU

Πηγή : Υπολογισμοί Υποδείγματος

Εφόσον, με την βοήθεια, του παραπάνω μοντέλου έχουν υπολογισθεί οι ταμειακές ροές (βλέπε πίνακα 11) τότε υπολογίζουμε την αξία της επιχείρησης. Στο σημείο αυτό, είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι στον παρακάτω πίνακα προκειμένου να υπολογισθεί η τιμή της εταιρείας χρησιμοποιείται ο παρακάτω τύπος:

¹³ Αυτό αποτελεί σαφή οδηγία των λογιστικών προτύπων ειδικά στην περίπτωση του IAS 36 για έλεγχο απομείωσης που παραπέμπει στο IFRS 9 για αποτίμηση θυγατρικών εταιρειών το οποίο με την σειρά του παραπέμπει στο IFRS 13 (μέτρηση της εύλογης αξίας)

¹⁴ Για τις ανάγκες της παρούσας εργασίας χρησιμοποιήθηκε ανάλυση ευαισθησίας για τον έλεγχο το ποιες μεταβλητές και πως επηρεάζουν το VIU (μέσω της εφαρμογής Top Rank.

VIU= DFCFF_(2020-2024)+Terminal Value

Προκειμένου να υπολογισθεί το Terminal Value της εταιρείας χρησιμοποιούμε μια παραλλαγή του τύπου προεξόφλησης μερισμάτων στο διηλεκές του Gordon & Shapiro, που παρουσιάστηκε στο κεφάλαιο 1, και αντί για μέρισμα χρησιμοποιούμε την ταμειακή ροή του 2024(δηλαδή την τελευταία).

$$\text{Terminal Value} = 4.433 = \frac{636,3 \cdot (1+0.01)}{10\% - 1\%} * 0,6209$$

(EUR TH.)

Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης	Πραγματικά		Πρόβλεψη			
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Πωλήσεις	€ 3,000.0	€ 3,150.0	€ 3,307.5	€ 3,472.9	€ 3,646.5	€ 3,828.8
Κόστος Πωληθέντων	€(1,500.0)	€(1,575.0)	€(1,653.8)	€(1,736.4)	€(1,823.3)	€(1,914.4)
Άλλα Λειτουργικά έσοδα	-	-	-	-	-	-
Σύνολο Εσόδων	€ 1,500.0	€ 1,575.0	€ 1,653.8	€ 1,736.4	€ 1,823.3	€ 1,914.4
Λειτουργικά Έξοδα	750.0	787.5	826.9	868.2	911.6	957.2
Άλλα Έξοδα	50.0	62.5	78.1	97.7	122.1	152.6
Σύνολο Εξόδων	€ 800.0	€ 850.0	€ 905.0	€ 965.9	€ 1,033.7	€ 1,109.8
Έσοδα πριν από τόκους, φόρους και αποσβέσεις	€ 700.0	€ 725.0	€ 748.8	€ 770.6	€ 789.6	€ 804.6
Αποσβέσεις	(40.0)	(41.6)	(43.3)	(45.0)	(46.8)	(48.7)
Έσοδα πριν από τόκους και φόρους	€ 740.0	€ 766.6	€ 792.0	€ 815.6	€ 836.4	€ 853.3
Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες						
Έσοδα πριν από τόκους, φόρους και αποσβέσεις	€ 700.0	€ 725.0	€ 748.8	€ 770.6	€ 789.6	€ 804.6
Μείον : Μεταβολές σε Κεφαλαιουχικές Δαπάνες	(130.0)	(126.0)	(132.3)	(138.9)	(145.9)	(153.2)
Αύξηση/ Μείωση σε Κεφάλαιο Κίνησης	-	37.5	(13.1)	(13.8)	(14.5)	(15.2)
Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες προ φόρων	€ 570.0	€ 636.5	€ 603.3	€ 617.9	€ 629.2	€ 636.3
Μείον : Φόρος	€ 162.8	€ 168.7	€ 174.2	€ 179.4	€ 184.0	€ 187.7
Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες	€ 407.2	€ 467.8	€ 429.1	€ 438.4	€ 445.2	€ 448.6
Κεφάλαιο Κίνησης						
Κυκλοφορούν Ενεργητικό						
Απαιτήσεις	€ 800.0	€ 787.5	€ 826.9	€ 868.2	€ 911.6	€ 957.2
Λοιπές Απαιτήσεις	€ 60.0	€ 63.0	€ 66.2	€ 69.5	€ 72.9	€ 76.6
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις						
Προμηθευτές	€(500.0)	€(525.0)	€(551.3)	€(578.8)	€(607.8)	€(638.1)
Λοιπές Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	€(60.0)	€(63.0)	€(66.2)	€(69.5)	€(72.9)	€(76.6)
Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	€ 300.0	€ 262.5	€ 275.6	€ 289.4	€ 303.9	€ 319.1
Αύξηση / Μείωση - Κεφάλαιο Κίνησης	€(40.0)	€ 37.5	€(13.1)	€(13.8)	€(14.5)	€(15.2)

Πίνακας 12 : Υπολογισμός Ταμειακών ροών

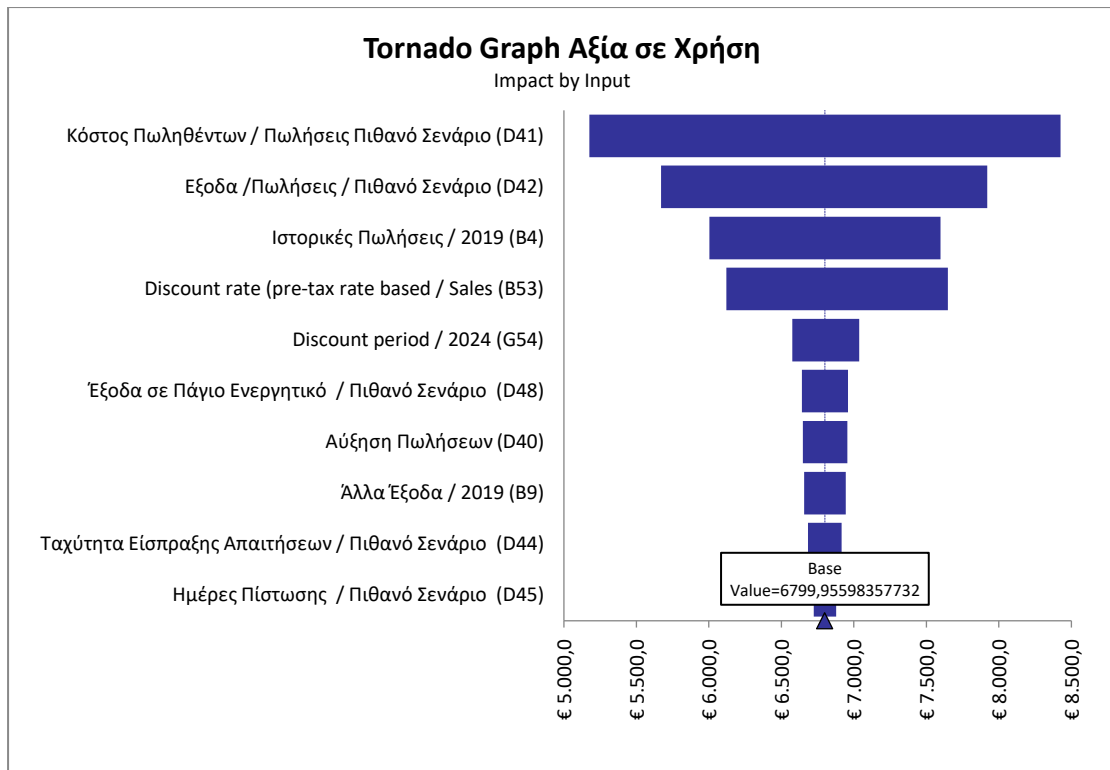
Πηγή : Υπολογισμοί Υποδειγματος

Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες προ φόρων	€ 570.0	€ 636.5	€ 603.3	€ 617.9	€ 629.2	€ 636.3
Επιτόκιο Προεξόφλησης (Βάση κόστος κεφαλαίων)	10.00%					
Περίοδος Προεξόφλησης		1	2	3	4	5
Προεξοφλητικός παράγοντας		0.909091	0.826446281	0.7513148	0.6830135	0.6209213
Παρούσα αξία ροών		578.6364	498.6157025	464.21206	429.7714	395.07713
Σύνολο Παρούσας αξίας 2020-2024	2,366.31					
Ρυθμός Μεγένθυσης	1%					
Παρούσα αξία - Αξία Εξόδου	4,433.64					
Αξία σε Χρήση	€ 6,800.0					

Πίνακας 13 : Υπολογισμός Αξίας σε Χρήση (VIU)

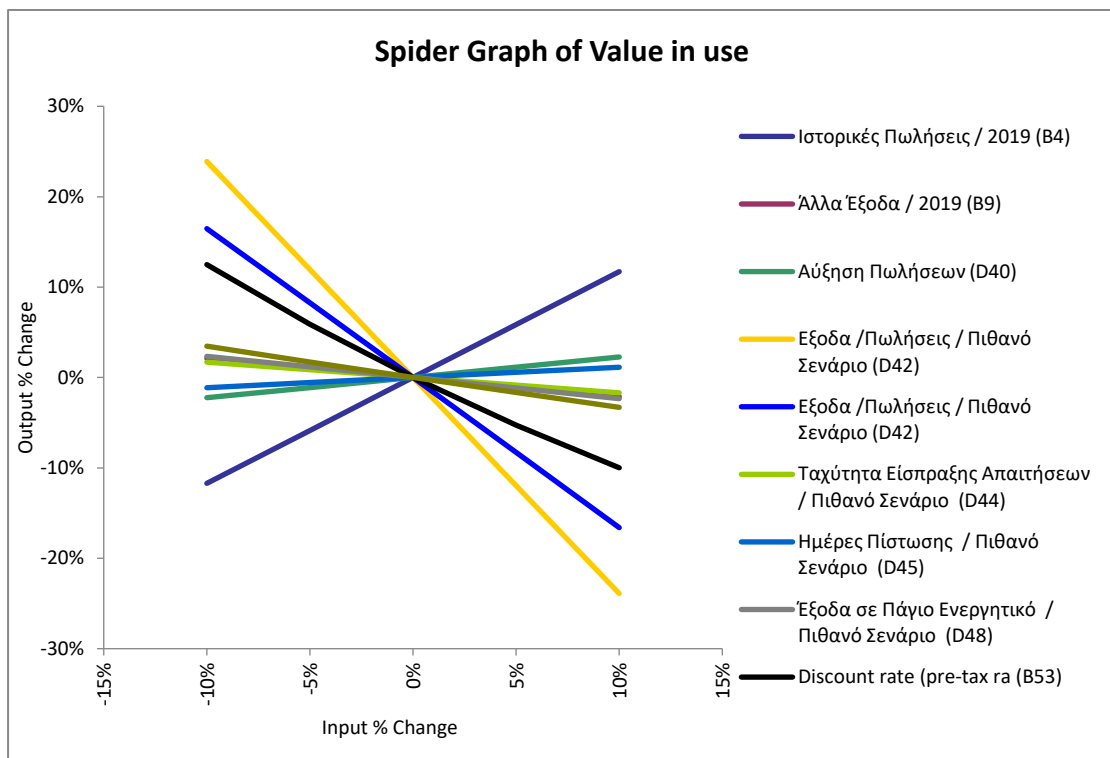
Πηγή : Υπολογισμοί Υποδειγματος

Αφού υπολογίσαμε την αξία της εταιρείας, πρέπει να εκτιμήσουμε και την αβεβαιότητα, εφαρμόζοντας ανάλυση ευαισθησίας. Αυτό είναι εμφανές από το παρακάτω διάγραμμα που εμφανίζεται ποια μεταβλητή επηρεάζει περισσότερο προς αυτή που επηρεάζει λιγότερο. Χρησιμοποιείται λογισμικό TopRank.



Πίνακας 14 : Υπολογισμός αβεβαιότητας

Πηγή : Top Rank



Πίνακας 15 : Διάγραμμα αράχνης

Πηγή : Top Rank

Η εφαρμογή αυτή είναι πολύ διαδεδομένη τόσο στους επαγγελματίες της αγοράς όσο και στους ερευνητές των πανεπιστημίων λόγω της απλότητας στην λειτουργία της. Ουσιαστικά στις μεταβλητές που αποτελούν δεδομένα στο υπόδειγμα που έχουμε αναπτύξει σε excel η εφαρμογή δοκιμάζει πλήθος εναλλακτικών τιμών με απόκλιση $\pm 10\%$ και παράγει ένα διάγραμμα tornado και ένα spider. Με το διάγραμμα tornado βλέπουμε τις 10 μεταβλητές με την μεγαλύτερη επίδραση στο VIU. Οι μεταβλητές που επηρεάζουν περισσότερο είναι το ποσοστό του κόστους πωληθέντων στις πωλήσεις (κελί D41) και των εξόδων στις πωλήσεις (κελί D42) και κατόπιν οι Ιστορικές πωλήσεις και το προεξοφλητικό επιτόκιο. Το διάγραμμα spider μας δείχνει μέσω της κλίσης των καμπυλών την θετική η αρνητικά επίδραση των μεταβλητών, έτσι έχουμε αρνητική κλίση για το κόστος πωληθέντων και τα έξοδα και θετική κλίση για τις πωλήσεις.

Σύνοψη

Σε αυτό το κεφάλαιο έγινε περιγραφή στους τρόπους αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας στην εύλογη αξία τους. Τα κριτήρια παρουσίασης τους σύμφωνα με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα είναι αρκετά αυστηρά και χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή στις αναπροσαρμογές που πραγματοποιούνται ιδιαίτερα όταν γίνεται χρήση της μεθόδου των μελλοντικών ταμειοροών. Στο δεύτερο μέρος αναπτύσσεται υπόδειγμα με βασει ην αξία σε χρήση ως μέθοδος αποτίμησης.

Η παρουσίαση και ανάπτυξη των κεφαλαίων 3, 4 και 5 είναι πολύ σημαντική ώστε να γίνει κατανοητό ο τρόπος με τον οποίο αποτιμάται μια επιχείρηση καθώς και των διαδικασιών που πρέπει να γίνει ώστε η αξία που θα υπολογιστεί να είναι όσο πιο αντικειμενική γίνεται. Το επόμενο κεφάλαιο θα αναπτυχθεί το θεωρητικό υπόβαθρο των συγχωνεύσεων και εξαγορών, διαδικασία που για να ολοκληρωθεί πρέπει πρώτα να έχουν πραγματοποιηθεί όλες οι παραπάνω προσαρμογές που περιγράφηκαν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΟΙ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΙ

Εισαγωγικά

Οι διαδικασίες που περιγράφηκαν στα παραπάνω κεφάλαια αποτελούν ένα αναπόσπαστο τμήμα στην διαδικασία των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Στο τεχνικό κομμάτι τους, πριν από την επίτευξη οποιασδήποτε συμφωνίας, είναι απαραίτητο να υπολογιστεί η πραγματική αξία των εταιρειών που λαμβάνουν μέρος. Αυτό είναι πολύ

σημαντικό καθώς πάνω σε αυτή την αξία θα υπολογιστούν οι όροι ανταλλαγής μεταξύ των μετόχων όπως και η αξία στην οποία η εταιρεία στόχος θα περάσει στην κυριότητα της απορροφούσας.

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές (M&A) Mergers and Acquisitions (M&A) είναι πολύπλοκες, στις οποίες εμπλέκονται πολλά μέρη. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αφορούν πολλά ζητήματα, όπως:

- Εταιρική διακυβέρνηση, Corporate Governance, (π.χ. ρόλος του διοικητικού συμβουλίου).
- Νομικά και συμβατικά ζητήματα Legal & Contractual Issues. (π.χ. νομικές ενέργειες άμυνας έναντι επερχόμενης εξαγοράς).
- Τρόπος πληρωμής, Form of payment, (χρηματοοικονομικά μέσα – μετοχές, περιουσιακά στοιχεία ή μετρητά).
- Κανονιστική έγκριση, Regulatory approval (π.χ. ανταγωνισμός).
- Η ανάλυση M&A απαιτεί την εφαρμογή εργαλείων αποτίμησης για την αξιολόγηση της απόφασης M&A.
- Πριμοδότηση προσφοράς και εξαγοράς, Bid and takeover premium.
- Κατανομή των κερδών μεταξύ των αγοραστών acquiring firm και των μετόχων της εταιρείας -στόχου target firm shareholders.
- Ταξινόμηση των δραστηριοτήτων συγχωνεύσεων και εξαγορών (M&A) με βάση τις μορφές ολοκλήρωσης και τα είδη συγχωνεύσεων.

Στο κεφάλαιο αυτό θα αναπτυχθούν οι βασικές κατηγορίες συγχωνεύσεων και εξαγορών καθώς και οι τρόποι που πραγματοποιούνται.

6.2 Ορισμοί Συγχωνεύσεων Και Εξαγορών

Σε μια συγχώνευση, consolidation, και οι δύο εταιρείες τερματίζουν τη νόμιμη ύπαρξή τους και μια νέα εταιρεία προκύπτει.

Σε μια απορρόφηση, statutory merger που συχνά αναφέρεται ως εξαγορά acquisition, μια εταιρεία παύει να υφίσταται. Όλα τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις της εταιρείας που διαλύεται αποτελούν πλέον στοιχεία της εταιρείας που απορροφά.

Σε μια θυγατρική συγχώνευση, subsidiary merger, το αποκτών μέρος καθίσταται θυγατρική της αποκτούσας εταιρείας, acquiring party.

Ταξινόμηση των δραστηριοτήτων συγχωνεύσεων και εξαγορών (M&A) με βάση τις μορφές ολοκλήρωσης και τα είδη συγχωνεύσεων (Werden et al. (2006), Nocke V. Et al (2010), Maksimovic V. et al. (2009))¹⁵.

6.3 Μέρη Των Εξαγορών

Η εταιρεία-στόχος (ή στόχος) target company (or target) ,είναι η εταιρεία που αποκτάται.

Η απορροφούσα εταιρεία (ή αγοραστής) acquiring company (or acquirer) είναι η εταιρεία που αποκτά τον στόχο.

Όταν έχουμε μια συγχώνευση των ίσων μερών- ισοδυνάμων εταιρειών, δεν υπάρχει σαφής προσδιορισμός του στόχου και του αγοραστή.

Ταξινόμηση με βάση την έγκριση των διοικήσεων:

- Μια εχθρική εξαγορά, hostile takeover είναι όταν το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχο αντιτίθεται σε μια προσφορά εξαγοράς.
- Μια φιλική συναλλαγή friendly transaction, είναι όταν το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχο εγκρίνει την προσφορά συγχώνευσης ή εξαγοράς.

6.4 Λογιστική Εξαγορών Και Συγχωνεύσεων Μέσω Του ΔΠΧΑ 3

Ο σκοπός του Δ.Π.Χ.Π. 3 είναι ο προσδιορισμός της παρουσίας των οικονομικών στοιχείων μιας εταιρίας όταν πραγματοποιείται συνένωση επιχειρήσεων. Ειδικότερα, καθορίζει ότι όλες οι συνενώσεις επιχειρήσεων πρέπει να λογιστικοποιούνται με τη μέθοδο της αγοράς. Συνεπώς, ο αποκτών αναγνωρίζει τα περιουσιακά στοιχεία, τις υποχρεώσεις και τις ενδεχόμενες υποχρεώσεις του αποκτώμενου στις εύλογες αξίες

¹⁵ Η συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορούν να χωριστούν σε αρκετές κατηγορίες. Έχουμε ολικές εξαγορές/συγχωνεύσεις, κατά τμήματα ή μερικές. Επιπλέον ανάλογα τον κλάδο αλλάζει και η μορφή τους. Έτσι συναντάμε κάθετες, οριζόντιες ή χωρίς σχέση μεταξύ των εταιρειών.

τους κατά την ημερομηνία της απόκτησης. Τέλος αναγνωρίζει την υπεραξία, η οποία στη συνέχεια εξετάζεται για απομείωση αντί για απόσβεση.

Το Δ.Π.Χ.Π 3 θα εφαρμόζεται από τις οντότητες όταν λογιστικοποιούνται οι συνενώσεις επιχειρήσεων. Το Δ.Π.Χ.Π. 3 δεν εφαρμόζεται σε:

- a) Συνενώσεις επιχειρήσεων για τη δημιουργία μιας κοινοπραξίας.
- b) Συνενώσεις επιχειρήσεων που τελούν υπό κοινό έλεγχο.
- c) Συνενώσεις επιχειρήσεων που αφορούν δύο ή περισσότερες αμοιβαίες οντότητες.
- d) Συνενώσεις επιχειρήσεων όπου ξεχωριστές επιχειρήσεις συσπειρώνονται για να δημιουργήσουν μία αναφέρουσα οντότητα μόνο μέσω σύμβασης, χωρίς να αποκτηθούν συμμετοχικά δικαιώματα (π.χ., συνενώσεις για να δημιουργηθεί μία εταιρία εισηγμένη σε περισσότερα από ένα χρηματιστήρια).

Τα κύρια χαρακτηριστικά του Δ.Π.Χ.Π. 3

1. Όλες οι ενοποιήσεις επιχειρήσεων, να λογιστικοποιούνται με την εφαρμογή της μεθόδου της αγοράς.
2. Ο αποκτών να αναγνωρίζεται για κάθε συνένωση επιχειρήσεων (ο αποκτών είναι η συνενωμένη οικονομική οντότητα που αποκτά τον έλεγχο των άλλων συνενωμένων οικονομικών επιχειρήσεων).
3. Απαιτεί η αγοράστρια να επιμετρά το κόστος μιας συνένωσης επιχειρήσεων ως το σύνολο της εύλογης αξίας, κατά την ημερομηνία της ανταλλαγής, των περιουσιακών στοιχείων που παραχωρήθηκαν, των υποχρεώσεων που δημιουργήθηκαν και των συμμετοχικών τίτλων που εκδόθηκαν από τον αποκτώντα, ως αντάλλαγμα για τον έλεγχο του αποκτώμενου, συν οποιουδήποτε κόστους αποδίδεται άμεσα στη συνένωση.
4. Ανεξάρτητα αν έχουν αναγνωριστεί προγενέστερα στις Οικονομικές Καταστάσεις του αποκτώμενου, ο αποκτών οφείλει να αναγνωρίσει ξεχωριστά κατά την ημερομηνία της απόκτησης τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις, ενδεχόμενες και μη, που πληρούν τα ακόλουθα κριτήρια αναγνώρισης:
 - a. στην περίπτωση περιουσιακού στοιχείου (εκτός από άυλο περιουσιακό στοιχείο): είναι πιθανό τα συνδεδεμένα μελλοντικά οικονομικά οφέλη

να εισρεύσουν στον αποκτώντα και η εύλογη αξία του να μπορεί να επιμετρηθεί με αξιοπιστία.

- b. στην περίπτωση υποχρέωσης (εκτός από ενδεχόμενη υποχρέωση): είναι πιθανό να απαιτηθεί εκροή των πόρων που συνθέτουν τα οικονομικά οφέλη για τη ρύθμιση της υποχρέωσης και η εύλογη αξία της να μπορεί να επιμετρηθεί με αξιοπιστία.
 - c. στην περίπτωση άυλου περιουσιακού στοιχείου ή ενδεχόμενης υποχρέωσης: η εύλογη αξία μπορεί να επιμετρηθεί με αξιοπιστία. Η αναγνώριση από τον αποκτώντα πρέπει να γίνει στην εύλογη αξία, ανεξάρτητα από το ύψος τυχόν δικαιωμάτων μειοψηφίας.
5. Ορίζει πως η υπεραξία που αποκτάται με τη συνένωση επιχειρήσεων οφείλει να αναγνωρίζεται από τον αποκτώντα ως περιουσιακό στοιχείο από την ημερομηνία της απόκτησης. Αρχικά υπολογίζεται ως το κόστος της συνένωσης επιχειρήσεων που υπερβαίνει τη συμμετοχή του αποκτώντος στην καθαρή εύλογη αξία των αναγνωρίσιμων περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων, ενδεχόμενων και μη, που αναγνωρίζονται από τον αποκτώμενο.
 6. Απαγορεύει την απόσβεση της υπεραξίας που αποκτάται σε συνένωση επιχειρήσεων και αντί αυτού απαιτεί η υπεραξία να ελέγχεται για απομείωση σε ετήσια βάση ή και πιο συχνά αν τα γεγονότα ή οι αλλαγές των συνθηκών δείχνουν ότι το περιουσιακό στοιχείο μπορεί να έχει υποστεί απομείωση αξίας, σύμφωνα με το ΔΛΠ 36 Απομείωση Αξίας Περιουσιακών Στοιχείων.
 7. Ορίζει ο αποκτών να επανεκτιμά την ταυτοποίηση και την επιμέτρηση των αναγνωρίσιμων περιουσιακών στοιχείων, των υποχρεώσεων, ενδεχόμενων και μη και του κόστους συνένωσης των επιχειρήσεων. Εφόσον η συμμετοχή του αποκτώντα στην καθαρή εύλογη αξία των στοιχείων που αναγνωρίζονται υπερβαίνει το κόστος της συνένωσης, οφείλεται η διαφορά αυτή να επηρεάσει τα αποτελέσματα.
 8. Προβλέπει γνωστοποίηση των πληροφοριών που επιτρέπουν στους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων να αξιολογήσουν τις μεταβολές στη λογιστική αξία της υπεραξίας κατά τη διάρκεια της περιόδου, τη φύση και την οικονομική επίδραση των συνενώσεων επιχειρήσεων:
 - a. που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της περιόδου.

- b. επιχειρήσεων που πραγματοποιήθηκαν μετά την ημερομηνία του ισολογισμού αλλά πριν εγκριθεί η δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων.
- c. που πραγματοποιήθηκαν σε προηγούμενες περιόδους.

Προσδιορισμός της αποκτώσας επιχείρησης

Κατά την ενοποίηση είναι αναγκαίο να γίνει αναγνώριση ποια επιχείρηση αποκτά τον ουσιαστικό έλεγχο, δηλαδή ποια είναι η αποκτώσα και ποια η αποκτώμενη επιχείρηση. Σύμφωνα με το Δ.Π.Χ.Π. 3 για να αναγνωρισθεί η αποκτώσα επιχείρηση θα πρέπει να ισχύουν οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

- Να κατέχει την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου της αποκτώμενης.
- Να κατέχει τον έλεγχο της πλειοψηφίας των ψήφων της αποκτώμενης.
- Να κατευθύνει την οικονομική και επιχειρηματική πολιτική της αποκτώμενης επιχείρησης
- Να έχει το δικαίωμα να διορίζει ή να παύει την πλειονότητα των μελών του Δ.Σ.
- Να έχει τον έλεγχο της πλειοψηφίας των μελών του Δ.Σ. της αποκτώμενης επιχείρησης.
- Όταν η εύλογη αξία μίας επιχείρησης είναι σημαντικά μεγαλύτερη από αυτήν της άλλης.

Προσδιορισμός του κόστους απόκτησης

Το κόστος απόκτησης προσδιορίζεται από το άθροισμα:

- Των μετρητών, ταμειακών ισοδύναμων που καταβλήθηκαν ή της εύλογης αξίας κάθε στοιχείου που μεταβιβάστηκε από την αποκτώσα επιχείρηση για την απόκτηση μιας άλλης επιχείρησης.
- Των επιπρόσθετων εξόδων που αφορούν άμεσα την ενοποίηση.

Για τον προσδιορισμό του κόστους κτήσης πρέπει να επισημάνουμε τα εξής:

- Δε λαμβάνουμε τις μελλοντικές ζημιές ή άλλα έξοδα καθώς θα αναγνωρισθούν στις χρήσεις που αφορούν

- Έξοδα που αφορούν αναβαλλόμενες υποχρεώσεις πρέπει να αυξάνουν την αξία υποχρέωσης.
- Τα έξοδα έκδοσης χρηματοοικονομικών μέσων πρέπει να μειώνουν τα έσοδα από την έκδοση.

Αναγνώριση των αποκτηθέντων στοιχείων

Σύμφωνα με το Δ.Π.Χ.Π. 3 τα στοιχεία ενεργητικό, οι υποχρεώσεις αλλά και τα δικαιώματα μειοψηφίας της αποκτώμενης εταιρίας θα πρέπει να αποτιμώνται στην εύλογη αξία τους κατά την ημέρα απόκτησης. Τα αποτελέσματα χρήσης η αποκτώσα επιχείρηση θα πρέπει να υπολογίζει τα έσοδα και τα έξοδα της αποκτώμενης επιχείρησης από την ημέρα απόκτησης βασισμένα στο κόστος κτήσης.

Για την αναγνώριση των στοιχείων της αποκτώμενης επιχείρησης θα πρέπει να ικανοποιούνται οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

Τα στοιχεία του ενεργητικού (εκτός άυλων) να είναι πιθανό να προσφέρουν στην αποκτώσα εταιρία μελλοντικά οφέλη και η εύλογη αξία τους να μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα.

Οι υποχρεώσεις να είναι πιθανό να προκαλέσουν εκροή πόρων που ενσωματώνουν οικονομικά οφέλη και η εύλογη αξία τους να μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα

Τα άυλα πάγια και οι ενδεχόμενες υποχρεώσεις, η εύλογη αξία τους να μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα.

Συγχωνεύσεις

Μια συγχώνευση αντιπροσωπεύει την απορρόφηση μια εταιρίας από μια άλλη. Με αυτό το δεδομένο η μια από τις εταιρίες διατηρείται ενώ η άλλη παύει να υπάρχει σαν ξεχωριστή οντότητα. Τυπικά, η μικρότερη εταιρία συγχωνεύεται με την μεγαλύτερη. Τα μέρη μιας συγχώνευσης συχνά αναγνωρίζονται ως εταιρία στόχος και η εξαγοράζουσα εταιρία. Η προς εξαγορά εταιρία ονομάζεται εταιρία στόχος, η πιο απλά στόχος. Η εταιρία που εξαγοράζει τον στόχο ονομάζεται εξαγοράζουσα. Σε νομικό και οικονομικό επίπεδο η εταιρεία που δημιουργείται μετά από τη συγχώνευση

δύο ή περισσότερων εταιρειών αποτελεί μια νέα επιχειρηματική μονάδα. Οι συγχωνεύσεις είναι πάντα φιλικές, προγραμματισμένες και ομόφωνα συμφωνημένες από όλα τα συμμετέχοντα μέρη, επιτρέποντάς τους να συνεργαστούν ως μια εταιρεία. Μόλις ολοκληρωθεί η συγχώνευση, δίνεται ένα νέο όνομα στην εταιρεία και εκδίδεται νέα μετοχή.

Εξαγορές

Οι εξαγορές (acquisitions) είναι συναλλαγές που αφορούν την απόκτηση μιας ανεξάρτητης επιχείρησης από μια άλλη εταιρεία ή επιχειρηματική οντότητα. Ο αγοραστής καθίσταται μητρική εταιρεία της εξαγοραζόμενης. Η μητρική εταιρεία θα είναι σχεδόν πάντα μεγαλύτερη και θα έχει τον πλήρη έλεγχο της μικρότερης εταιρείας που έχει εξαγοραστεί. Ο βαθμός ενσωμάτωσης της εξαγορασθείσας μονάδας στον όμιλο του αγοραστή διαφοροποιείται από περίπτωση σε περίπτωση. Σε μια εξαγορά, μια εταιρεία αγοράζει μια άλλη και τη διαχειρίζεται σύμφωνα με τις ανάγκες του αποκτώντος. Μόλις εξαγοραστεί από τη μητρική εταιρεία, η μικρότερη εταιρεία δεν εκδίδει πλέον μετοχές. Η εξαγορά είναι ένας τύπος συναλλαγής όπου η προσφέρουσα εταιρεία αποκτά την εταιρεία-στόχο με ή χωρίς την αμοιβαία συμφωνία των διοικήσεων των δύο εταιρειών.

Η προσφορά εξαγοράς (takeover bid) αναφέρεται στην απόκτηση μιας εταιρείας (ο στόχος – the target) από μια άλλη εταιρεία (η απορροφούσα – the acquirer). Με μια προσφορά εξαγοράς, ο αγοραστής προσφέρει συνήθως μετρητά, μετοχές ή συνδυασμό και των δύο, «προσφέροντας» μια συγκεκριμένη τιμή για την αγορά της εταιρείας-στόχου. Οι εξαγορές χωρίζονται συνήθως σε δύο τύπους: φιλικές (friendly) και εχθρικές (hostile).

Γενικά, υπάρχουν οι ακόλουθοι πέντε (5) τύποι εξαγορών (οι οποίοι βασίζονται στην προσφορά ελέγχου συμφερόντων):

- Φιλική εξαγορά (Friendly Takeover)
- Εχθρική εξαγορά (Hostile Takeover)
- Εξαγορά διάσωσης (Bailout Takeover)
- Αντίστροφη εξαγορά (Reverse Takeover)
- Backflip εξαγορά (Backflip Takeover)

6.5 Φιλική Εξαγορά (Friendly Takeover)

Κατά το παραπάνω είδος εξαγοράς, τα διοικητικά συμβούλια και των δύο εταιρειών (του στόχου και του αγοραστή) διαπραγματεύονται και εγκρίνουν την προσφορά. Εφόσον εγκριθεί η προσφορά, δίνεται η ευκαιρία στους μετόχους να ψηφίσουν υπέρ ή κατά της εξαγοράς. Μετά τη λήξη των παραπάνω διαδικασιών, πρέπει να υπάρχει έγκριση της πλειοψηφίας των μετόχων για να λάβει χώρα η φιλική εξαγορά.

6.6 Εχθρική Εξαγορά (Hostile Takeover)

Στην εχθρική εξαγορά, μια εξαγοράζουσα εταιρεία (acquiring takeover) επιδιώκει να αποκτήσει μια άλλη εταιρεία, την εταιρεία-στόχο, όμως το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχο αντιτίθεται στην συγκεκριμένη προσφορά εξαγοράς. Οι λόγοι απόρριψης της προσφοράς μπορεί να είναι η χαμηλή τιμή της προσφοράς, το γεγονός ότι η συγκεκριμένη εταιρεία δεν θέλει να εξαγοραστεί ή ότι μια συγκεκριμένη πράξη δεν ενδείκνυται για τους στρατηγικούς στόχους που έχει θέσει η εξαγοράζουσα εταιρεία. Οι πιο συνηθισμένες στρατηγικές που χρησιμοποιούν οι αγοραστές σε μια εχθρική εξαγορά είναι:

- Η προσφορά (Tender Offer)
- Η ψηφοφορία μέσω πληρεξούσιου (Proxy Vote)
- Η αγκαλιά αρκούδας (Bear Hug)

Η Προσφορά (Tender Offer)

Αφορά την επίσημη προσφορά για αγορά μετοχών της εταιρείας-στόχου σε μια πιο προνομιακή τιμή από την τιμή αγοράς. Η επίσημη αυτή προσφορά γίνεται απευθείας στους μετόχους της επιχείρησης στόχου και οι μέτοχοι πρέπει να δώσουν τις μετοχές τους (Λιάπης Κωνσταντίνος (2019)).

Η Ψηφοφορία Μέσω Πληρεξούσιου (Proxy Vote)

Με τη χρήση πληρεξουσίων αποκτάται η πλειοψηφική εκπροσώπηση μέσω πληρεξουσίων (ψηφοί) και με τον τρόπο αυτό αποκτώνται εκπρόσωποι που εκλέγονται στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας στόχου.

Η Αγκαλιά Αρκούδας (Bear Hug)

Αφορά την άτυπη προσφορά στους μετόχους της εταιρείας-στόχου.

6.7 Εξαγορά Διάσωσης (Bailout Takeover)

Στην περίπτωση της εξαγοράς διάσωσης πρόκειται για μια μέθοδο διάσωσης των εταιρειών που πρέπει να επανενταχθούν σύμφωνα με τα επίσημα σχέδια που έχουν εγκριθεί από το ηγετικό χρηματοπιστωτικό ίδρυμα.

6.8 Αντίστροφη Εξαγορά (Reverse Takeover)

Μια αντίστροφη προσφορά εξαγοράς συμβαίνει όταν μια ιδιωτική εταιρεία αγοράζει μια δημόσια εταιρεία. Βασικός λόγος ύπαρξης της συγκεκριμένης εξαγοράς είναι η καταχώρηση της δημόσιας εταιρείας από την ιδιωτική χωρίς να πραγματοποιηθεί αρχική δημόσια προσφορά. Με τον τρόπο αυτό, αποφεύγεται ο όγκος της γραφειοκρατίας που απαιτείται.

6.9 Εξαγορά Backflip

Στην εξαγορά backflip η εταιρεία που εξαγοράζει γίνεται θυγατρική της εταιρείας-στόχου με σκοπό την ισχυρότερη αναγνώριση του εμπορικού σήματος της αποκτώσας εταιρείας ή την απόκτηση του παραπάνω μεριδίου αγοράς.

Στο παρόν σημείο είναι σημαντικό να εξετάσουμε τις άμυνες που δημιουργούνται σχετικά με μία εξαγορά. Πιο συγκεκριμένα, οι άμυνες χωρίζονται στους μηχανισμούς πριν από την προσφορά και στους μηχανισμούς μετά την προσφορά.

Μηχανισμοί Άμυνας Εξαγοράς Πριν Από Την Προσφορά

Με τον όρο χάπια δηλητηρίου εννοούμε οποιοδήποτε τρόπο που καθιστά ακριβότερο για τον αγοραστή να αναλάβει τον έλεγχο της εταιρείας-στόχου χωρίς την έγκριση της διοίκησης ή και των μετόχων, ο οποίος ενεργοποιείται όταν πραγματοποιείται μια αλλαγή στον υφιστάμενο έλεγχο της εταιρείας και μπορεί να ανακληθεί μόνο στην περίπτωση της φιλικής προσφοράς. Υπάρχουν δύο είδη χαπιών δηλητηρίου, τα flip-in pill κατά τα οποία οι μέτοχοι της εταιρείας - στόχου έχουν το δικαίωμα να αγοράσουν του στόχου με έκπτωση και τα flip-over pill σύμφωνα με τα οποία οι μέτοχοι του στόχου έχουν το δικαίωμα να αγοράσουν μετοχές του αγοραστή - αποκτώντος με έκπτωση.

Κατά τη διάρκεια της τοποθέτησης του δηλητηρίου, επιτρέπεται στους ομολογιούχους του στόχου να αποκτήσουν τις μετοχές στην εταιρεία – στόχο, γεγονός το οποίο προορίζονται με τέτοιο τρόπο ώστε να μειώσει τα μετρητά της εταιρείας – στόχου.

Ένας άλλος μηχανισμός άμυνας αποτελεί η μεταφορά της έδρας της εταιρείας σε κάποια πολιτεία με περιοριστικούς νόμους στον τομέα των εξαγορών όπως είναι το Οχάιο και η Πενσυλβάνια όπου δίνεται η ευκαιρία στις εταιρείες να έχουν περισσότερη δύναμη για να αντικρούσουν μια πιθανή εξαγορά.

Μέσω του κλιμακωτού διοικητικού συμβουλίου, επιτυγχάνεται η κλιμάκωση στο χρόνο της κατοχής των διοικητικών καθηκόντων με αποτέλεσμα να είναι περισσότερο χρονοβόρα η απόκτηση του ελέγχου μέσω ενός αγώνα για κτήση πληρεξούσιων proxy fight.

Τα περιορισμένα δικαιώματα ψήφου δίνουν τη δυνατότητα στους μετόχους που έχουν αποκτήσει πρόσφατα μεγάλα τμήματα μετοχών να ψηφίσουν με σκοπό την αποφυγή ενός εχθρικού αγοραστή.

Παρόμοιος μηχανισμός άμυνας είναι οι διατάξεις υπέρ πλειοψηφίας κατά την ψηφοφορία όπου απαιτείται ποσοστό ψήφων μεγαλύτερο από την απλή πλειοψηφία για την αλλαγή των ψήφων που θα επιτρέπουν την κτήση του ελέγχου.

Μέσω της τροποποίησης δίκαιων τιμών επιτυγχάνεται ο καθορισμός μια ελάχιστης τιμής σε μια απόκτηση με σκοπό την αποτροπή της εξαγοράς.

Τέλος, ο τελευταίος μηχανισμός άμυνας πριν την προσφορά είναι τα χρυσά αλεξίπτωτα που πρόκειται για μία συμφωνία αποζημίωσης μεταξύ της στοχευμένης επιχείρησης και των στελεχών της στοχευμένης επιχείρησης κατά την οποία οι εργαζόμενοι της εταιρείας λαμβάνουν σημαντικό ύψος αποζημιώσεων σε περίπτωση αλλαγής του ελέγχου.

Μηχανισμοί Άμυνας Εξαγοράς Μετά Την Προσφορά

Η πρώτη άμυνα της συγκεκριμένης κατηγορίας έχει τον τίτλο «Απλά πες όχι», σύμφωνα με την οποία, το διοικητικό συμβούλιο απορρίπτει την προσφορά και στην υπό περίπτωση bear hug το διοικητικό συμβούλιο θα κάνει αναφορά για μια υψηλότερη τιμή προσφοράς.

Στην περίπτωση των διεκδικήσεων διαφορών πραγματοποιείται μια αγωγή που βασίζεται σε παραβίαση της νομοθεσίας περί κινητών αξιών ή για λόγους αντίθετους με τους κανόνες του ανταγωνισμού.

Η Greenmail αφορά την πρακτική της αγοράς πολλών μετοχών σε μια εταιρεία για να απειλήσει την εξαγορά, αναγκάζοντας τους ιδιοκτήτες να τις αγοράσουν ξανά σε υψηλότερη τιμή για να επιτύχουν τη διατήρηση του ελέγχου. Η εταιρεία – στόχος δηλαδή επαναγοράζει μέρος των μετοχών που έχει ήδη αποκτήσει η εταιρεία που θέλει να την εξαγοράσει.

Παρόμοιος τρόπος άμυνας είναι η επαναγορά των μετοχών η οποία θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί με την αγορά όλων των μετοχών μέσω μια μοχλευμένης εξαγοράς και λαμβάνει χώρα μέσω της επαναγοράς των μετοχών η οποία μπορεί να αυξήσει την τιμή της μετοχής.

Η μέθοδος της μοχλευμένης ανακεφαλαιοποίησης αγορά το δανεισμό σε μεγάλο βαθμό με σκοπό τη χρηματοδότηση για επαναγορά μετοχών, γεγονός το οποίο καθιστά το στόχο πιο μοχλευμένο και κατά συνέπεια μη ελκυστικό.

Στη συνέχεια, υπάρχει η μέθοδος άμυνας «Κοσμήματα του Στέμματος» κατά την οποία πραγματοποιείται η πώληση ενός περιουσιακού στοιχείου που αφορά τμήμα της επιχείρησης ή θυγατρική που αποτελούν τα ελκυστικά στοιχεία για την απορροφούσα εταιρεία.

Η άμυνα «Pac – Man» είναι η άμυνα μέσω της οποίας γίνεται προσφορά για αγορά του αγοραστή.

Η άμυνα Λευκού Ιππότη λαμβάνει χώρα όταν ένα φιλικό τρίτο μέρος αγοράσει τον στόχο, ενώ η άμυνα Λευκού Ακολούθου όταν το φιλικό τρίτο μέρος αγοράσει μια μειοψηφία αλλά σημαντική του στόχου (Λιάπης Κωνσταντίνος (2019)).

6.10 Είδη Συγχωνεύσεων

Υπάρχουν πέντε συνήθως αναφερόμενοι τύποι συνδυασμών επιχειρήσεων (με βάση τη γραμμή της επιχειρηματικής δραστηριότητας), γνωστοί ως συγχωνεύσεις. Αυτοί είναι:

- Οριζόντια συγχώνευση (Horizontal Merger)
- Κάθετη συγχώνευση (Vertical Merger)

Συγχώνευση ομίλου ετερογενών δραστηριοτήτων ή ανομοιογενής συγχώνευση (Conglomerate Merger)

- Συγχώνευση επέκτασης αγοράς (Market Extension Merger)
- Συγχώνευση επέκτασης προϊόντος (Product Extension Merger)

Οριζόντια Συγχώνευση

Στην περίπτωση της οριζόντιας συγχώνευσης οι εταιρείες βρίσκονται στον ίδιο τομέα οικονομικής δραστηριότητας συνεπώς είναι συχνά ανταγωνιστές. Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις είναι κοινές σε βιομηχανίες με λιγότερες επιχειρήσεις, καθώς ο ανταγωνισμός τείνει να είναι υψηλότερος και οι συνεργασίες και τα πιθανά κέρδη στο μερίδιο αγοράς (market shares) είναι πολύ μεγαλύτερα για εταιρείες που συγχωνεύονται σε έναν τέτοιο κλάδο. Επιπλέον, στις συγκεκριμένες συγχωνεύσεις αξιοποιούνται περαιτέρω οι οικονομίες κλίμακας. Στόχος της οριζόντιας συγχώνευσης είναι η δημιουργία μια νέας μονάδας που θα επιτύχει ένα μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς και το κέρδος από την αύξηση των τιμών με απώτερο σκοπό τη δημιουργία μονοπωλίου.

Παράδειγμα μιας οριζόντιας συγχώνευσης αποτελεί δύο εταιρειών παραγωγής ανθρακούχου νερού όπως του Ξινού Νερού και της Δουμπιάς, με σκοπό τη δημιουργία μιας μεγαλύτερης οντότητας που θα επιτύχει υψηλότερο μερίδιο αγοράς.

Κάθετη Συγχώνευση

Όσον αφορά την κάθετη συγχώνευση πρόκειται για εταιρείες που βρίσκονται ίδια γραμμή παραγωγής, δηλαδή στην περίπτωση που δύο ή περισσότερες εταιρείες λειτουργούν σε διαφορετικά επίπεδα της εφοδιαστικής αλυσίδας ενός προϊόντος συγχωνεύουν τις λειτουργίες τους (προμηθευτής-πελάτης). Στόχος του συγκεκριμένου τύπου συγχώνευσης είναι η επίτευξη του υψηλότερου ελέγχου ποιότητας και της καλύτερης ροής πληροφοριών κατά τη διάρκεια της παραγωγικής διαδικασίας.

Συγχώνευση Ομίλου Ετερογενών Δραστηριοτήτων ή Ανομοιογενής Συγχώνευση (Conglomerate Merger)

Στην περίπτωση της ανομοιογενούς συγχώνευσης, συγχωνεύονται δύο ή περισσότερες εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε εντελώς διαφορετικές επιχειρηματικές δραστηριότητες. Υπάρχουν δύο τύποι συγχωνεύσεων ομίλων: η καθαρή (pure) και η μικτή (mixed).

Μια καθαρή συγχώνευση ομίλων περιλαμβάνει εταιρείες που δεν έχουν καμία σχέση και λειτουργούν σε ξεχωριστές αγορές, ενώ μια μικτή συγχώνευση ομίλων περιλαμβάνει εταιρείες που επιδιώκουν να επεκτείνουν τις σειρές προϊόντων ή τις αγορές-στόχους. Το βασικό πρόβλημα του συγκεκριμένου είδους συγχώνευσης είναι το γεγονός ότι οι δύο ή περισσότερες εταιρείες που αποφασίζουν να συγχωνευτούν συνεχίζουν να αντιμετωπίζουν τον ίδιο ανταγωνισμό στην εκάστοτε αγορά που λειτουργεί η κάθε μία (Pablo, A. L., & Javidan, M. (2009))¹⁶.

Μια συγχώνευση ομίλου ετερογενών δραστηριοτήτων θα μπορούσε να αποτελέσει για παράδειγμα η συγχώνευση ενός καναλιού (Open TV A.E.) με μια ραδιοφωνική εκπομπή αναμετάδοσης (Real FM A.E.). Σκοπός της συγχώνευσης αυτής είναι η επέκταση των δραστηριοτήτων των εταιρειών, σε αντίθετη περίπτωση αν για

¹⁶ Εταιρείες που συγχωνεύονται και ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους πολλές φορές κοιτάνε να μετριάσουν τον κίνδυνο της αγοράς τους. Έτσι συνδυάζουν διαφορετικές λειτουργικές δραστηριότητες και συνεχίζουν να λειτουργούν έχοντας δημιουργήσει ένα συνδεδεμένο δίκτυο.

παράδειγμα μια εταιρεία ειδών ρούχων συγχωνευτεί με μια εταιρεία παραγωγής τροφίμων, λόγω του γεγονότος ότι οι εταιρείες δραστηριοποιούνται σε εντελώς διαφορετικούς κλάδους συνεχίζουν να αντιμετωπίζουν τον ανταγωνισμό που αντιμετώπιζε η κάθε μία μόνη της.

Συγχώνευση Επέκτασης Αγοράς (Market Extension Merger)

Μια συγχώνευση επέκτασης αγοράς είναι μια συγχώνευση μεταξύ εταιρειών που πωλούν τα ίδια προϊόντα ή υπηρεσίες αλλά δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές αγορές. Ο κύριος σκοπός της συγχώνευσης επέκτασης αγοράς είναι η πρόσβαση σε μεγαλύτερη αγορά ή μεγαλύτερη πελατειακή βάση.

Ένα παράδειγμα συγχώνευσης επέκτασης αγοράς θα μπορούσε να αποτελέσει η συγχώνευση μιας αλυσίδας σούπερ μάρκετ που δραστηριοποιείται στη Νότια Ελλάδα να συγχωνευτεί με μια αλυσίδα σούπερ μάρκετ που δραστηριοποιείται στη Βόρεια Ελλάδα (Σκλαβενίτης-Μαρινόπουλος). Με τον τρόπο αυτό δημιουργείται μια επιχείρηση με καταστήματα σε Βόρεια και Νότια Ελλάδα και επιτυγχάνεται μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς και περισσότερη παρουσία.

Συγχώνευση Επέκτασης Προϊόντος (Product Extension Merger)

Μια συγχώνευση επέκτασης προϊόντος πραγματοποιείται μεταξύ δύο επιχειρηματικών οργανώσεων που ασχολούνται με προϊόντα που σχετίζονται μεταξύ τους και δραστηριοποιούνται στην ίδια αγορά. Η συγχώνευση επέκτασης προϊόντος επιτρέπει στις εταιρείες που συγχωνεύονται να ομαδοποιήσουν τα προϊόντα τους και να αποκτήσουν πρόσβαση σε ένα μεγαλύτερο σύνολο καταναλωτών, γεγονός το οποίο οδηγεί μετέπειτα σε υψηλότερα κέρδη. Στο παρόν είδος συγχώνευσης, τα προϊόντα των εταιρειών δεν μπορούν να είναι ίδια αλλά είναι απαραίτητο να σχετίζονται, δηλαδή να χρησιμοποιούν παρόμοια κανάλια διανομής και κοινές ή συναφείς, πορείες παραγωγής ή αλυσίδες εφοδιασμού.

Ένα παράδειγμα συγχώνευσης επέκτασης προϊόντος αποτελεί μια εταιρεία που φτιάχνει ασανσέρ (KLEMMAN A.E.) που έχει συγχωνευτεί με μια εταιρεία που φτιάχνει πόρτες για ασανσέρ (KLEFER A.E.). Μέσω της παρούσας συγχώνευσης μειώνεται το κόστος παραγωγής του τελικού προϊόντος καθώς η εταιρεία το

εμπορεύεται από τη θυγατρική της, γεγονός το οποίο της δίνει της δυνατότητα της αύξησης των κερδών της (Pablo, A. L., & Javidan, M. (2009))¹⁷.

6.11 Στάδια Συγχώνευσης

Στο πλαίσιο μιας μικρής και μεσαίας επιχείρησης (MME), η εταιρική εξαγορά είναι πιθανό να είναι σημαντική επιχείρηση, όσον αφορά το χρόνο και την προσπάθεια, αλλά και του κόστους. Μέρος αυτής της διαδικασίας είναι η εμπλοκή συμβούλων με συγκεκριμένους τομείς εμπειρογνωμοσύνης (όπως οι δικηγόροι) για να συνδράμουν τη διοίκηση με βασικές εργασίες. Ειδικότερα, απαιτούνται σύμβουλοι για:

- Να εξασφαλίζουν τη νομική συμμόρφωση
- Να διασφαλίζουν ότι τα έγγραφα της συναλλαγής αντικατοπτρίζουν με ακρίβεια τις εμπορικές συμφωνία που επιτεύχθηκε μεταξύ των μερών
- Να επιστήσουν την προσοχή των δυνητικών εμπορικών ανησυχιών
- Να συμβάλουν στον μετριασμό των δυνητικών κινδύνων
- Να διασφαλιστεί η ομαλή ενσωμάτωση μετά τη συμφωνία

Η διαδικασία δέουσας επιμέλειας και η διαπραγμάτευση των εγγράφων πώλησης είναι τα δύο βασικά στοιχεία για την εταιρική νομική ομάδα, και είναι σημαντικές για τη διασφάλιση της και οι δύο προχωρούν ομαλά στην ολοκλήρωση και υλοποιούν τους στόχους της διοίκησης για την ενσωμάτωση. Ωστόσο, είναι ζωτικής σημασίας η ομάδα διαχείρισης του αγοραστή και οι σύμβουλοι διαπραγμάτευσης προσέγγιση της συναλλαγής ολιστικά, να συνεργάζονται ως ομάδα διαπραγμάτευσης, και όχι ως αν ήταν μια κατακερματισμένη άσκηση μεταξύ των πειθαρχιών. Κατά τη λήψη απόφασης σχετικά με την συγχώνευση είναι ιδιαίτερη σημαντική η ομαδική προσέγγιση των συμβούλων. Μια καλή και σχετικά απλή συμφωνία στα χαρτιά μπορεί σύντομα να αντιμετωπίζει λογιστικές και πρακτικές δυσκολίες εάν η ομάδα διαχείρισης του

¹⁷ Σε αυτού του είδους τις συγχωνεύσεις οι εταιρείες βασίζονται στην αλυσίδα της παραγωγής και εκμετάλλευσης του τελικού προϊόντος. Η εταιρεία που δραστηριοποιείται σε όλες τις φάσεις της παραγωγής είναι αυτή που μπορεί να αυξήσει τις οικονομίες κλίμακας, να μειώσει το κόστος και να αυξήσει το περιθώριο του κέρδους της,

αγοραστή και οι διάφοροι σύμβουλοί της δεν ενσωματώνουν και δεν συντονίζουν επιτυχώς τις προσπάθειές τους (CFA Corporate Finance)¹⁸.

Δομή

Ένα από τα πιο σημαντικά ζητήματα κατά την αγορά (ή πώληση) μιας επιχείρησης είναι κατά πόσον τα περιουσιακά στοιχεία ή/και οι επιχειρηματικές δραστηριότητες του στόχου θα πρέπει να μεταβιβάζονται μέσω περιουσιακού στοιχείου, αγορά επιχείρησης, αγορά μετοχών ή μείγμα αυτών. Η απόφαση έχει σημαντικές επιπτώσεις τόσο για τον αγοραστή όσο και για τον πωλητή, και ενώ ο αγοραστής και ο πωλητής είναι πιθανό να έχουν σαφή ιδέα των απόψεών τους σχετικά με τη δομή της συναλλαγής στην αρχή, η καταλληλότερη δομή μπορεί κάλλιστα να γίνει εμφανής μόνο μετά από λεπτομερή έρευνα για τον στόχο. Οι εναλλακτικές βασικές δομές για μια εξαγορά είναι:

- Αγορά περιουσιακών στοιχείων: ο αγοραστής αποκτά ορισμένα συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία (για παράδειγμα, μηχανήματα ή εγκαταστάσεις), αλλά το σημαντικό είναι ότι η επιχείρηση παραμένει στον πωλητή
- Επιχειρηματική αγορά: ο αγοραστής αποκτά μια επιχείρηση μέσω της απόκτησης της περιουσιακά στοιχεία και την υπεραξία, συνήθως ως συνεχιζόμενη δραστηριότητα.
- Αγορά μετοχών: οι εκδοθέντα μερίδια στο κεφάλαιο του στόχου, στο οποίο ανήκει η μεταβιβάζονται στον αγοραστή
- Μείγμα: για παράδειγμα, η επιχείρηση και τα περιουσιακά στοιχεία (ή ορισμένα από αυτά) μεταβιβάζονται (ή «αιφνιδιώθηκε») σε νεοσυσταθείσα θυγατρική εταιρεία, οι μετοχές της τα οποία στη συνέχεια μεταβιβάζονται στον αγοραστή.

Βασική ανησυχία για τον αγοραστή θα είναι η δυνατότητα απρόσκοπτης ενσωμάτωσης του στόχου δική της λειτουργία μετά την ολοκλήρωσή της. Με άλλα λόγια, ο αγοραστής θα θέλει συνέχιση του εμπορίου, ώστε να μετριαστούν (στο βαθμό του δυνατού) οι απώλειες των πελατών που διαφορετικά δεν θα είχε προκύψει, αλλά για την πώληση. Η δομή στη συνέχεια της διοίκησης θα εξαρτηθεί από τις προσδοκίες του ιδιοκτήτη-διαχειριστή σε ένα ορισμένο βαθμό, αλλά θα είναι ιδιαίτερα σημαντικό

¹⁸ CFA Program Level II, Corporate Finance, Mergers and Acquisitions, 2021, <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/mergers-acquisitions>

στην περίπτωση αγοράς περιουσιακού στοιχείου, ή επιχειρήσεις και περιουσιακά στοιχεία. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι συμβάσεις που συνάπτονται μεταξύ τους ο πωλητής και οι πελάτες και οι προμηθευτές θα πρέπει να μεταφερθούν στον αγοραστή. Ο νομική ομάδα του αγοραστή έχει να διαδραματίσει σημαντικό ρόλο εδώ, προκειμένου να μετριάσει τη διαταραχή που προκαλείται στην επιχείρηση λόγω των εν λόγω μεταφορών. Σε περίπτωση αγοράς μετοχών, δεν υπάρχει τέτοια νομική διακοπή της επιχειρηματικής δραστηριότητας του στόχου από την οπτική γωνία του πελάτη, του προμηθευτή ή του εργαζομένου. Ωστόσο μπορεί να θεωρηθεί επιθυμητή η διατήρηση των υπηρεσιών ενός ιδιοκτήτη πώλησης για μια περίοδο μετά την ολοκλήρωση, ώστε να διασφαλιστεί η ομαλή παράδοση. Η αποτελεσματική διαχείριση της διαδικασίας παράδοσης είναι ο βασικός οδηγός εδώ, και γενικά θα αναμένεται από τον ή τους πωλητές να είναι πρόθυμοι να βοηθήσουν σε αυτή τη διαδικασία, ιδίως όταν υπάρχει ένα αναβαλλόμενο στοιχείο στην εξέταση, και, ίσως, μηχανισμός (Λιάπης Κωνσταντίνος (2019¹⁹)).

Due Diligence

Χωρίς αμφιβολία, η βασική αρχή για τον αγοραστή σε μια εξαγορά είναι ότι θα πρέπει να έχουν πλήρη και ρητή κατανόηση της επιχείρησης που αποκτά. Η διαδικασία ενός Due Diligence (συνήθως νομική, οικονομική και, λιγότερο συχνά, στο πλαίσιο των MME, εμπορικής) θα πρέπει να είναι καίριας σημασίας για τον καθορισμό της βιωσιμότητας της συνέργειας μεταξύ των της επιχείρησης του αγοραστή και του στόχου. Η διαδικασία του Due Diligence που ασκείται από τη διοίκηση και ιδιαίτερα οι εξωτερικοί σύμβουλοι του αγοραστή, θα καθοδηγηθούν εν συντομία. Δηλαδή, ο αγοραστής θα έχει μια προσχεδιασμένη ιδέα για το τι απαιτείται εδώ, η οποία από συναλλαγή σε συναλλαγή, ανάλογα με την πολυπλοκότητα και την εμπειρία που έχει ο αγοραστής. Αυτό που είναι σημαντικό είναι ότι ο αγοραστής προσδιορίζει σαφώς τους βασικούς τομείς συμφέρον και τους βασικούς τομείς κινδύνου που θα πρέπει να τεθούν υπόψιν (CFA Program Level II, Corporate Finance, Mergers and Acquisitions, 2021²⁰). Οι εξωτερικοί σύμβουλοι θα είναι σε θέση να συνδράμουν στην περιβόητα

¹⁹ Λιάπης Κωνσταντίνος, Λογιστική Εταιρειών, Φορολογία και Εταιρικοί Μετασχηματισμοί (Α΄ Έκδοση), 2021

²⁰ CFA Program Level II, Corporate Finance, Mergers and Acquisitions, 2021, <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/mergers-acquisitions>

των κοινών περιοχών που πρέπει να εξεταστούν, αλλά ιδιαίτερα ζητήματα που επηρεάζουν την επιχείρηση-στόχο (για παράδειγμα, άδειες ή συναινέσεις που απαιτούνται για την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης) θα πρέπει να προσδιορίζονται σαφώς από νωρίς. Είναι επίσης ζωτικής σημασίας όλοι οι εμπλεκόμενοι να έχουν κατανόηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας του αγοραστή, το σκεπτικό πίσω από την συναλλαγή, καθώς και τους στόχους του αγοραστή μετά την ολοκλήρωση της διευρυμένης επιχείρησης. Μια πρώτη ενημερωτική συνάντηση, εάν διεξαχθεί σωστά, θα διασφαλίσει την ομαλή λειτουργία της συναλλαγής και, ιδίως, τη διαδικασία μετά την ολοκλήρωση. Χωρίς σαφείς παραμέτρους, υπάρχει πραγματικός κίνδυνος η επιχείρηση του στόχου να μην είναι πλήρως κατανοητή σε επιχειρησιακό επίπεδο. Κατά συνέπεια, η συνολική συνέργεια της συμφωνίας μπορεί να μην εκτιμηθεί πλήρως και ένα επιτυχημένο σχέδιο ολοκλήρωσης μετά τη συμφωνία ενδέχεται να μην εφαρμόζεται εύκολα (ΝΕΓΚΑΚΗΣ Ι. ΧΡΗΣΤΟΣ, ΤΑΧΥΝΑΚΗΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ, 2013²¹). Το κλειδί για ένα επιτυχημένο Due Diligence είναι να διασφαλιστεί ότι η και η εξωτερική ομάδα διαπραγμάτευσης το κατανοούν και το εκτιμούν πλήρως, και ότι η αρχική συνεδρίαση ενημέρωσης θα πρέπει να καλύπτει, μεταξύ άλλων, πιο συγκεκριμένα θέματα:

- Το επιχειρησιακό πεδίο εφαρμογής, την ικανότητα και την κατάσταση ανάπτυξης του στόχου
- Το επίπεδο πραγματικής συνέργειας/συμβατότητας με τον αγοραστή
- Το πεδίο εφαρμογής του επιχειρηματικού σχεδίου μετά τη συμφωνία και την πραγματική πιθανότητα επιτυχίας
- Τους υποκείμενους επιχειρηματικούς λόγους για την απόκτηση και την πραγματικότητά της
- Την πιθανότητα επίτευξης βελτιώσεων/δυνατοτήτων εξορθολογισμού
- Υλικοτεχνικά και τεχνικά νομικά ζητήματα, όπως οι εγκαταστάσεις και οι τεχνικές απαιτήσεις.

Ως εκ τούτου, η διαδικασία του Due Diligence θα πρέπει να είναι ειδικά προσαρμοσμένη ώστε να καλύπτει τις ανάγκες της συγκεκριμένης συναλλαγής και τις ρεαλιστικές προσδοκίες του αγοραστή μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής.

²¹ 61. Νεγκάκης Χρήστος, Ταχυνάκης Παναγιώτης, Σύγχρονα θέματα ελεγκτικής και εσωτερικού ελέγχου, Εκδόσεις Διπλογραφία, 2013

Επιμερισμός Του Κινδύνου

Εάν μια απόκτηση επιτυγχάνεται μέσω αγοράς περιουσιακού στοιχείου ή μετοχής, ένα βασικό ζήτημα για τα μέρη θα είναι ο επιμερισμός του κινδύνου μεταξύ αγοραστή και πωλητή. Παρά το γεγονός ότι ο αγοραστής θα έχει διενεργήσει τη διαδικασία του Due Diligence, θα θέλει να διασφαλίσει ότι δεν υπάρχουν κρυμμένα θέματα που δεν έχουν προκύψει από αυτή τη διαδικασία. Κατά συνέπεια, τα έγγραφα πώλησης θα περιέχουν «εγγυήσεις», οι οποίες στο πλαίσιο αυτό αποτελούν συμβατικές δηλώσεις του πωλητή. Οι εγγυήσεις συχνά αντιπροσωπεύουν τον κύριο τομέα διαπραγμάτευσης στην τεκμηρίωση, και χρησιμοποιούνται από τον αγοραστή για δύο κύριους σκοπούς. Πρώτον, χρησιμοποιούνται για τον πιο ομοιόμορφο επιμερισμό του κινδύνου μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή, παρέχοντας στον αγοραστή ένα ένδικο βοήθημα εάν η δήλωση αποδειχθεί ανακριβής, ψευδείς ή παραπλανητικές και, ως εκ τούτου, μειώνεται η αξία του (των) περιουσιακού(-ων) στοιχείου(-ων) που αποκτήθηκε. Δεύτερον, οι εγγυήσεις λειτουργούν ως εργαλείο για να ενθαρρύνουν τον πωλητή να αποκαλύψει τυχόν τελικά ζητήματα που ενδέχεται να μην έχουν καταστεί εμφανή στον αγοραστή από τις πληροφορίες που στο πλαίσιο της διαδικασίας του Due Diligence. Ωστόσο, είναι ζωτικής σημασίας ο αγοραστής να μην προσπαθεί να υποκαταστήσει τη εγγυήσεις για τη δέουσα επιμέλεια. Οι εγγυήσεις, από τη φύση τους, παρέχουν ένα ένδικο βοήθημα μετά τη διαδικασία της συναλλαγής και θα περιορίζονται πάντα στο πεδίο εφαρμογής και την αξία σύμφωνα με τα έγγραφα πώλησης. Είναι πιο σημαντικό να υπάρχει πλήρης κατανόηση και επίγνωση τυχόν πιθανά ζητήματα πριν ολοκλήρωση της εξαγοράς. Οι εγγυήσεις θα αναλάβουν γενικά το ήμισυ (ή περισσότερο) της πώλησης και της συμφωνίας αγοράς και είναι ιδιαίτερα σημαντικές για την απόκτηση μετοχών, διότι ο αγοραστής θα αποκτήσει μια ξεχωριστή οικονομική οντότητα ως σύνολο με όλες το σύνολο των υποχρεώσεών της. Ωστόσο, οι εγγυήσεις είναι επίσης σημαντικές σε σχέση με την αγορά, καθώς θα είναι σπάνιο να μην υπάρχουν υποχρεώσεις που να συνδέονται με ένα επιχειρηματικό περιουσιακό στοιχείο. Για παράδειγμα, ο αγοραστής θα αναλάβει πιθανώς τις υποχρεώσεις απασχόλησης, και σε μια από τις επιχειρηματικές συμβάσεις ο αγοραστής θα αναλάβει τις συμβατικές υποχρεώσεις του πωλητή (αν και ο αγοραστής θα αναζητήσει την άνεση μιας αποζημίωσης από τον πωλητή εδώ). Εκτός από τις γενικές εγγυήσεις, ο σύμβουλος του αγοραστή θα πρέπει να ζητεί ειδικές αποζημιώσεις από τον πωλητή για τυχόν ζητήματα

που προκύπτουν από τη διαδικασία του Due Diligence. Η αποζημίωση διαφέρει από την εγγύηση, καθώς η αποζημίωση αποτελεί υπόσχεση επιστροφής χρημάτων του αγοραστή για μια συγκεκριμένη ευθύνη, σε περίπτωση που προκύψει. Η διαδικασία του Due Diligence θα πρέπει, συνεπώς, να αποτελεί βασικό παράγοντα για την προετοιμασία της κύριας πώλησης, και πάλι κρίνεται απαραίτητο το πεδίο εφαρμογής αυτής της διαδικασίας να και κατανοητό από την αρχή από την ομάδα διαπραγμάτευσης στο σύνολό της (CFA Program Level II, Corporate Finance, Mergers and Acquisitions, (2021)²².

Βασικά Ζητήματα Για Τη Διοίκηση

Η ομάδα της συμφωνίας πρέπει να προσδιορίσει το συντομότερο δυνατό τις βασικές προτεινόμενη συναλλαγή: ποιος, τι, πού, πότε, πώς και, ίσως το σημαντικότερο, απ' όλους, γιατί. Μόλις ο αγοραστής διαπιστώσει τους στόχους της συμφωνίας, πριν και μετά την ομάδα συμφωνίας (συμπεριλαμβανομένων των εξωτερικών συμβούλων) θα πρέπει να καθορίσει τις παραμέτρους συναλλαγής και τις τυχόν επικαλυπτόμενες περιοχές. Κατά την εξέταση του διορισμού εξωτερικών συμβούλων, η διοίκηση θα πρέπει να διασφαλίσει ότι οι εν λόγω σύμβουλοι κατανοούν πλήρως τους λόγους πίσω από την απόκτηση. Όσο πιο ξεκάθαρη είναι η κατανόηση του επικεφαλής εταιρικού νομικού σύμβουλος της συναλλαγής, τόσο μεγαλύτερη αξία μπορεί να προσθέσει στη συναλλαγή

6.12 Σύγκριση Συγχωνεύσεων Και Εξαγορών

Ξεκινώντας από τον ορισμό του εκάστοτε όρου, συγχώνευση είναι μια διαδικασία κατά την οποία πάνω από μια εταιρείες προσφέρονται να δουλέψουν ως μια ενώ εξαγορά είναι μια διαδικασία κατά την οποία μια εταιρεία αποκτά τον έλεγχο μιας άλλης εταιρείας. Οι συγχωνεύσεις θεωρούνται φιλικές και προγραμματισμένες ενώ οι εξαγορές εχθρικές και μερικές φορές ακούσιες. Σε επίπεδο νόμιμου τίτλου, σε μια συγχώνευση δίνεται νέο όνομα ενώ στην περίπτωση της εξαγοράς η εταιρεία-στόχος αποκτά το όνομα του αγοραστή. Όσον αφορά το μέγεθος των εταιρειών του εκάστοτε είδους εταιρικής πράξης στην περίπτωση της συγχώνευσης συνήθως εμπλέκονται εταιρείες με ίδιο ή παρόμοιο μέγεθος, δομή και κλίμακα λειτουργιών ενώ στην περίπτωση της εξαγοράς η εταιρεία που λειτουργεί ως αγοραστής είναι πάντα

²² CFA Program Level II, Corporate Finance, Mergers and Acquisitions, 2021, <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/mergers-acquisitions>

μεγαλύτερη από την εξαγοραζόμενη εταιρεία. Επιπρόσθετα, η διαφορά ισχύος των εμπλεκόμενων εταιρειών στις συγχωνεύσεις είναι σχεδόν μηδενική ενώ σε μία εξαγορά η αποκτώσα εταιρεία πρέπει να έχει την απόλυτη ισχύ έναντι της εξαγοραζόμενης και να υπαγορεύει τους όρους. Τέλος, τη τελευταία διαφορά σχετικά με τους δύο αυτούς όρους αποτελεί το κομμάτι των μετοχών όπου σε μια συγχώνευση δημιουργούνται και εκδίδονται νέες μετοχές μετά την παύση ύπαρξης των ήδη υπαρχόντων μετοχών, ενώ σε μια εξαγορά δεν εκδίδονται νέες μετοχές.

6.13 Λόγοι Για Τους Οποίους Πραγματοποιούνται Συγχωνεύσεις Και Εξαγορές

Όπως αναλύσαμε ενδελεχώς στα προηγούμενα κεφάλαια της εργασίας, οι εταιρικοί μετασχηματισμοί και, κυρίως, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της οικονομίας. Τα κίνητρα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων κατατάσσονται σε τρεις βασικές κατηγορίες που θα αναλύσουμε παρακάτω.

- Δημιουργία αξίας
- Διασυνοριακές συγχωνεύσεις
- Αμφίβολα κινήτρων

Δημιουργία Αξίας

Με το κίνητρο της δημιουργίας αξίας οι εταιρείες που συγχωνεύονται ή εξαγοράζονται έχουν τη δυνατότητα να προσθέσουν αξία μέσω της συνέργειας όπου θα απολαμβάνουν οικονομίες κλίμακας και οι εταιρείες μπορούν να συνεχίζουν να πωλούν και οι δύο το πλήθος των προϊόντων τους. Ταυτόχρονα, δίνεται η ευκαιρία της εσωτερικής ανάπτυξης και της αύξησης της ισχύος στην αγορά. Στο σημείο αυτό, είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι οι ρυθμιστικές αρχές σε ορισμένες χώρες ενδέχεται να προσπαθήσουν να περιορίσουν αυτό το όφελος μειώνοντας την ευκαιρία δημιουργίας ολιγοπωλίου. Τέλος, στη συγκεκριμένη κατηγορία κινήτρων εντάσσεται η απόκτηση μοναδικών δυνατοτήτων ή πόρων όπως δικαιώματα ευρεσιτεχνίας, τεχνολογία, εμπορικά σήματα και το ξεκλείδωμα της κρυφής τιμής το οποίο προκύπτει μέσω της βελτίωσης της διαχείρισης της λειτουργίας της εκάστοτε εταιρείας (Λιάπης Κωνσταντίνος (2019)).

Διασυνοριακές Συγχωνεύσεις

Μέσω των διασυνοριακών συγχωνεύσεων δημιουργούνται κίνητρα τα οποία αφορούν δύο ή περισσότερες διαφορετικές αγορές. Πιο συγκεκριμένα, δίνεται η δυνατότητα της αξιοποίησης των ατελειών της εκάστοτε αγοράς μέσω της αξιοποίησης της φθηνότερης εργασίας σε κάποια από τις εμπλεκόμενες αγορές και την πρόσβαση σε πρώτες ύλες χαμηλότερου κόστους. Επίσης, μπορεί να επιτευχθεί η υπέρβαση της αρνητικής κυβερνητικής πολιτικής δηλαδή η παράκαμψη δασμών και εμποδίων στο εμπόριο. Γίνεται ταυτόχρονα, διευκόλυνση της εισόδου αγοράς μιας χώρας με σκοπό την απόκτηση νέων τεχνολογιών και πόρων. Τέλος, μέσω των διασυνοριακών συγχωνεύσεων, επιτυγχάνεται η επέκταση σε νέες αγορές και βελτιώνεται η γραμμή των προϊόντων.

Αμφίβολα Κίνητρα

Τα αμφίβολα κίνητρα περιλαμβάνουν κυρίως το προσωπικό συμφέρον των μερών της διοίκησης μέσω της μείωσης του προσωπικού κινδύνου απασχόλησης και την ευκαιρία αποζημίωσης η οποία συνδέεται με το μέγεθος της επιχείρησης. Επιπλέον, υπάρχουν τα φορολογικά κίνητρα που σχετίζονται με την απαγόρευση της «αγοράς» φορολογικών ζημιών όπου δύο εταιρίες προχωρούν σε εξαγορά ή συγχώνευση με γνώμονα την φορολογική ελάφρυνση καθώς και την δημιουργία αφορολόγητου καθεστώτος. Οι σύγχρονες φορολογικές νομοθεσίες επιτρέπουν τέτοιου είδους διευκολύνσεις. Τέλος, τα κέρδη εκκίνησης που λαμβάνουν χώρα όταν οι μετοχές του αποκτώντος διαπραγματεύονται σε υψηλότερη τιμή από τους στόχους (Λιάπης Κωνσταντίνος (2019)²³).

Κέρδη Εκκίνησης

Τα κέρδη εκκίνησης είναι η αύξηση των κερδών ανά μετοχή στο αποτέλεσμα μιας συγχώνευσης σε συνδυασμό με τη χρήση από την αγορά του δείκτη τιμή μετοχής διά κέρδη πριν τη συγχώνευση για να δημιουργηθεί η αξία μετά την συγχώνευση. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζεται μια αύξηση των κερδών ανά μετοχή λόγω των ατελειών της αγοράς και της λανθασμένης χρήσης του P/E πριν την συγχώνευση. Μετά τη διαδικασία της συγχώνευσης, λόγω της σωστής εκτίμησης του δείκτη P/E οι συντελεστές στάθμισης προσφέρουν κέρδη.

Κύκλος Ζωής Του Κλάδου

²³ Λιάπης Κωνσταντίνος, Λογιστική Εταιρειών, Φορολογία και Εταιρικοί Μετασχηματισμοί (Α΄ Έκδοση), 2021

Τα κίνητρα μιας συγχώνευσης επηρεάζονται από το στάδιο ζωής του κλάδου. Αυτό συμβαίνει για μια πληθώρα λόγων βασικός εκ των οποίων είναι η ανάγκη κεφαλαίων. Τόσο νεοσύστατες επιχειρήσεις έχουν την ανάγκη να συγχωνευτούν με μεγαλύτερες οντότητες με σκοπό την πρόσβαση σε κεφάλαια όσο και το σύνολο των επιχειρήσεων βρίσκεται στο στάδιο που χρειάζεται ευκολότερη πρόσβαση σε πόρους, για το λόγο αυτό η συγχώνευση είναι ένας τρόπος επίλυσης των αναγκών αυτών. Ταυτόχρονα, ο βαθμός ανταγωνισμού και η πληθώρα των ανταγωνιστών οδηγεί στην συγχώνευση των εταιρειών με σκοπό την επίτευξη ενός μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς και τις περισσότερες ευκαιρίες ανάπτυξης (Λιάπης Κωνσταντίνος (2019)²⁴). Πιο συγκεκριμένα, ανάλογα με το στάδιο του κλάδου είναι διαφορετικά τα κίνητρα. Όταν ο κλάδος βρίσκεται σε πρωτοποριακή ανάπτυξη, κλάδος παρουσιάζει σημαντικό κόστος ανάπτυξης και έχει χαμηλή, αλλά αργά αυξανόμενη, αύξηση των πωλήσεων, γεγονός το οποίο οδηγεί τις νεότερες, μικρότερες εταιρείες να έχουν τη δυνατότητα να πωληθούν σε μεγαλύτερες εταιρείες σε ώριμες ή φθίνουσες βιομηχανίες και να αναζητήσουν τρόπους για να εισέλθουν σε ένα νέο αναπτυσσόμενο κλάδο. Επίσης, οι νέες εταιρείες μπορεί να αναζητήσουν συγχώνευση με εταιρείες που τους επιτρέπουν να συγκεντρώνουν τη διαχείριση και τους κεφαλαιακούς πόρους. Από την άλλη πλευρά, όταν ο κλάδος βρίσκεται σε ταχεία επιτάχυνση της ανάπτυξης, δηλαδή παρουσιάζει υψηλά περιθώρια κέρδους που προκαλούνται από λίγους συμμετέχοντες στην αγορά, η αύξηση των πωλήσεων μπορεί να απαιτήσει μεγάλες κεφαλαιακές απαιτήσεις για την επέκταση της υπάρχουσας παραγωγικής ικανότητας. Οι παραπάνω περιπτώσεις αφορούν ετερογένεια δραστηριοτήτων. Όσον αφορά το στάδιο του κλάδου που βρίσκεται στην ώριμη ανάπτυξη. Ο κλάδος βιώνει μείωση της εισόδου νέων ανταγωνιστών, αλλά το δυναμικό ανάπτυξης παραμένει γεγονός το οποίο οδηγεί τις συγχωνεύσεις να αναληφθούν για την επίτευξη οικονομιών κλίμακας, αποταμίευσης και λειτουργικής αποτελεσματικότητας. Η περίπτωση αυτή αφορά τόσο οριζόντιο όσο και κάθετο είδος συγχώνευσης. Στο κύκλο του κλάδου που βρίσκεται σε σταθεροποίηση και ωριμότητα της αγοράς, δηλαδή αντιμετωπίζει αυξανόμενους περιορισμούς ανταγωνισμού και παραγωγικής ικανότητας τότε μέσω των συγχωνεύσεων μπορούν να επιτευχθούν οικονομίες κλίμακας στην έρευνα, την παραγωγή και την εμπορία ώστε να ανταποκρίνονται στο χαμηλό κόστος και τις

²⁴ Λιαπης Κωνσταντίνος, Λογιστική Εταιρειών, Φορολογία και Εταιρικοί Μετασχηματισμοί (Α' Έκδοση), 2021

επιδόσεις των άλλων εταιρειών (εγχώριων και ξένων). Οι μεγάλες εταιρείες μπορούν να αποκτήσουν μικρότερες εταιρείες για να βελτιώσουν τη διαχείριση και να παράσχουν μια ευρύτερη οικονομική βάση. Τέλος, κατά τη διάρκεια της επιβράδυνσης του κλάδου όπου αντιμετωπίζει πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα και διαβρώνει τα περιθώρια κέρδους, μπορούν να πραγματοποιηθούν οριζόντιες συγχωνεύσεις για να εξασφαλιστεί η επιβίωση. Οι κάθετες συγχωνεύσεις μπορούν να πραγματοποιηθούν για την αύξηση της αποδοτικότητας και των περιθωρίων κέρδους. Οι εταιρείες σε συναφείς κλάδους μπορούν να συγχωνευθούν για να εκμεταλλευτούν τη συνέργεια (Λιάπης Κωνσταντίνος (2019)).

Υπόδειγμα Απορρόφησης εταιρεία B από την A

Σύμφωνα με τον Πίνακα 16 τα δύο ΔΣ των εταιρειών A και B ορίζουν τελικά όρους ανταλλαγής μεταξύ των διαθεσίμων όρων ανταλλαγής με βάση τις αξίες αποτίμησης των δύο εταιρειών, το 3 δηλαδή ή πραγματική αξία της των κεφαλαίων της A είναι τριπλάσια από αυτή της B²⁵.

Το ερώτημα που τίθεται τεχνικά μετά την παραπάνω απόφαση είναι πόσες μετοχές θα εκδώσει η εταιρεία A για να τις ανταλλάξει με μετοχές της εταιρείας B κατά την απορρόφηση. Μετά

²⁵ Στον πίνακα παρέχονται και οι τιμές αποτίμησής που είδαμε στο κεφάλαιο 3. Πρέπει να σημειωθεί ότι οι όροι ανταλλαγής είναι ελκυστικοί για τους μετόχους της εταιρείας B καθώς θα μπορούσαν να έχουν συμφωνηθεί μεγαλύτεροι όροι με βάση την αποτίμηση από τις άλλες μεθόδους. Αυτό έγινε για να πιστεί το διοικητικό συμβούλιο της B και να εγκριθεί το σχέδιο απορρόφησης.

Απορρόφηση					
Εταιρεία Α			Εταιρεία Β		
Καθαρή Θέση	1,770,537	Καθαρή Θέση	345,906		
Αριθμός Μετοχών	100,000	Αριθμός Μετοχών	50,000		
Εσωτερική Λογιστική Αξία Α	17.70536526	Εσωτερική Λογιστική Αξία Α	6.9181264314		
Ονομαστική αξία	2.2	Ονομαστική αξία	1		
Κόστος Κτήσης Μετοχών Β / αριθμός ΜΤΧ / ποσοστό %	200000	20000	40.00%		
Όροι Ανταλλαγής Αξία Α/Αξία Β	3.0	10,000	110,000		9.09%
Ενοποίηση με την εσωτερική λογιστική αξία	2.56	11,722.00	111,722.00		10.49%
Ενοποίηση με τον ΜΟ Μεθόδων Ισολογισμού	2.45	12,244.00	112,244.00		10.91%
Ενοποίηση με τον ΜΟ Μεθόδων Αποτελεσμάτων	16.90	1,775.00	101,775.00		1.74%
Ενοποίηση με τον ΜΟ Μεθόδων Υπερξίας	10.81	2,775.00	102,775.00		2.70%
Μέθοδος DCF - FCF (Cash flow discounting-based)	18.95	1,583.00	101,583.00		1.56%
Μ.Ο όλων των μεθόδων ανεξάρτητη κατηγορίας	9.07	3,307.00	103,307.00		3.20%
	ΚΘ Α		ΚΘ Β		
Κοινές Μετοχές	250,000	Κοινές Μετοχές	50,000		
Αποθεματικά	750,000	Αποθεματικά	150,000		
Άλλα Αποθεματικά	100,000	Άλλα Αποθεματικά	70,000		
Παρακρατηθέντα Κέρδη/ζημιές	670,537	Παρακρατηθέντα Κέρδη/ζημιές	75,906		
	1,770,537		345,906		

Πίνακας 16 : Όροι ανταλλαγής μετοχών Α & Β

Πηγή : Υπολογισμοί Υποδείγματος

την απορρόφηση οι μέτοχοι της Β γίνονται μέτοχοι της Α και η αξία των μετοχών τους αυξάνει τα κεφάλαια της Α ως να ήταν καταβολή για ΑΜΚ²⁶.

Για την εύρεση των μετοχών της ΑΜΚ ακολουθείται η παρακάτω διαδικασία:²⁷

1. Ακύρωση / διαγραφή των μετοχών της Β που ήδη κατέχει στο χαρτοφυλάκιο της η Α. Η Α κατέχει ήδη 20.000 μετοχές τις Β με κόστος κτήσης συμμετοχής 200.000 ευρώ.
2. Από το σύνολο των μετοχών της Β που είναι 50.000 τεμάχια αφαιρούμε τις ήδη κατεχόμενες και προς διαγραφή – ακύρωση μετοχές που ήδη κατέχει η Α δηλαδή τις 20.000 τεμάχια. Έτσι οι μετοχές που κατέχουν οι μέτοχοι της Β εκτός από τις μετοχές που κατέχει η Α είναι 30.000 και πρέπει μετά από ΑΜΚ της Α να τις ανταλλάξουν με μετοχές της Α.
3. Για τον υπολογισμό των μετοχών της ΑΜΚ από την Α διαιρούμε το παραπάνω ποσό μετοχών προς ανταλλαγή από τους μετόχους της Β με τους όρους ανταλλαγής²⁸. Έτσι η Α πρέπει να εκδώσει 10.000 νέες μετοχές ονομαστικής αξίας 2,2 Ευρώ και να ανταλλάξει 1 μετοχή με 3 μετοχές ονομαστικής αξίας 1 ευρώ της Β.

Το επόμενο ερώτημα προς απάντηση είναι το πόσο θα αυξηθούν τα κεφάλαια της εταιρείας Α μετά την απορρόφηση της Β. Ουσιαστικά απορροφούνται το 60% των κεφαλαίων της Β αφού

²⁶ Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Η Α πραγματοποιεί αύξηση μετοχικού κεφαλαίου για να ανταλλάξει τις μετοχές της με την Β. Υποθέτουμε ότι η απορρόφηση γίνεται αποκλειστικά με μετοχές.

²⁷ Βιβλία Ιωάννη Φίλου, Κωνσταντίνου Λιάπη

²⁸ Πρέπει να σημειωθεί ότι το υπόδειγμα που έχει αναπτυχθεί για την αλλαγή των όρων ανταλλαγής υπολογίζει αυτόματα τον αριθμό των μετοχών της Α που ανταλλάσσονται με μετοχές της Β για την απορρόφηση.

το 40% το κατέχει ήδη η Α και το διαγράφει εξαρχής (δεν χρειάζεται να εκδώσει μετοχές για αυτό, αν είχε εκδώσει αυτές θα ήταν ίδιες μετοχές και πάλι θα έπρεπε να τις διαγράψει).

Αρα η ΚΘ της Α θα πρέπει να αυξηθεί κατά το 60% της ΚΘ της Β δηλαδή κατά 207.544 ευρώ (βλέπε πίνακα 17).

Ένα επόμενο ερώτημα τώρα ανακύπτει, ποια θα είναι η μεταβολή στους επιμέρους λογαριασμούς της ΚΘ, έτσι:

ΚΘ Α		ΚΘ Β			
Κοινές Μετοχές	250,000	Κοινές Μετοχές	50,000		
Αποθεματικά	750,000	Αποθεματικά	150,000		
Άλλα Αποθεματικά	100,000	Άλλα Αποθεματικά	70,000		
Παρακρατηθέντα Κέρδη/ζημίες	670,537	Παρακρατηθέντα Κέρδη/ζημίες	75,906		
	1,770,537		345,906		
ΚΘ Α+Β					
	ΚΘΑ			Νέα Καθαρή Θέση	[Αύξηση Καθαρής Θέσης Α από δικαιώματα μειοψηφίας]
Κοινές Μετοχές	250,000	22,000	-20,000	272,000	22,000
Αποθεματικά	750,000	108,000	-68,363	789,637	39,637
Άλλα Αποθεματικά	100,000	70,000		170,000	70,000
Παρακρατηθέντα Κέρδη/ζημίες	670,537	75,906		746,443	75,906
	1,770,537	275,906	207,544	1,978,080	207,544

Πίνακας 17 : ΑΜΚ εταιρείας Α κατά την απορρόφηση και μεταβολές κεφαλαίων από αυτή

Πηγή : Υπολογισμοί υποδείγματος

1. Το μετοχικό κεφάλαιο θα αυξηθεί κατά 22.000 ευρώ, 10.000 μετοχές τις ΑΜΚ με 2,2 ευρώ ονομαστική τιμή της Α
2. Το υπέρ το άρτιο αποθεματικό²⁹ θα αυξηθεί κατά 39.637 ευρώ. Τα λοιπά αποθεματικά και τα κέρδη εις νέο αθροίζονται στο 100% στα κεφάλαια και οι όποιες άλλες τακτοποιήσεις πρέπει να γίνουν στο Υ/Α αποθεματικό που ο προορισμός του σύμφωνα και τον Ν.2190 και το νέο νόμο 4548³⁰ είναι να μεταβάλει αποκλειστικά το ΜΚ (εξάλλου τα λοιπά αποθεματικά μπορεί να έχουν θέματα φορολόγησης και οπωσδήποτε δεν έχει καταβληθεί ο φόρος συγκέντρωσης κεφαλαίων σε αντίθεση με το Υ/Α αποθεματικό που τα σχετικά προβλήματα δεν υπάρχουν. Αν είχαν χρησιμοποιηθεί τα κέρδη εις νέον θα έπρεπε να πληρωθούν φόρος συγκέντρωσης κεφαλαίων και μερισμάτων). Έτσι από το σύνολο του Υ/Α αποθεματικού της Β 150.000 ευρώ, αφαιρούμε το 40% που αντιστοιχεί στην ΚΘ Β 60.000, το 40% των λοιπών αποθεματικών $70.000 \times 40\% = 28.000$, το 40% των κερδών εις νέο $75.906 \times 40\% = 30.363$ και προσθέτουμε τα κεφάλαια που αντιστοιχούν στο ΜΚ της Β για το 60% δηλαδή $50.000 \times 60\% = 30.000$ μείον την αύξηση του ΜΚ στην Α για τους μετόχους του

²⁹ Στον πίνακα το κονδύλι αποθεματικά αντιστοιχεί στο υπέρ το άρτιο αποθεματικό (Υ/Α)

³⁰ ΝΟΜΟΣ ΥΠ' ΑΡΙΘΜ. 4548 (ΦΕΚ Α' 104/13-06-2018) Αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών.

60% της Β που γίνονται μέτοχοι της Α δηλαδή τα 22.000 ευρώ. Το σύνολο όλων των ανωτέρω μας δίδει το ποσό των 39.637 ευρώ.

3. Τα λοιπά αποθεματικά και τα κέρδη εις νέο προσαυξάνονται με το σύνολο των αντιστοίχων αποθεματικών της Β
4. Πρέπει να σημειωθεί ότι στο υπόδειγμα που έχει αναπτυχθεί αλλαγή στα ποσοστά συμμετοχής ή στα κεφάλαια των εταιρειών πραγματοποιεί αυτόματα τους σχετικούς υπολογισμούς των μεταβολών των κεφαλαίων και παρέχει αυτόματα και την εγγραφή προσαρμογής των κεφαλαίων κατά την απορρόφηση, όπως βλέπουμε στον παρακάτω πίνακα.

Η εγγραφή απορρόφησης έχει ως ακολούθως:

ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΕΝΟΠΙΟΗΣΗΣ			[ακύρωση συμμετοχών] για [υπολογισμό υπεραξίας]	
	ΧΡΕΩΣΗ	ΠΙΣΤΩΣΗ	Μέρος καθαρής θέσης Β που ανήκε στις συμμετοχές	138,363
Κοινές Μετοχές (Ακύρωση Μετοχών Β)	50,000		Κόστος συμμετοχών	200,000
Αποθεματικά υπέρ το άρτιο (Ακύρωση Μετοχών Β)	150,000		Υπεραξία	61,637
Άλλα Αποθεματικά	70,000			
Κέρδη / Ζημίες εις νέον	75,906		Νέα Λογιστική Αξία	17.98254835162
Υπεραξία	61,637		Λογιστική Αξία Α	17.70536525737
Εξισ Α από δικαιώματα μειοψηφίας λόγω απορρόφησης)		22,000	Λογιστική Αξία Β	6.91812643137
	Εναλλακτικά στα Αποθεματικά υπέρ το άρτιο κέρδη εις νέο αλλά πληρωμή 1%	39,637	Αξία Μειοψηφίας πριν	207,544
	Άλλα Αποθεματικά	70,000	Αξία Μειοψηφίας μετά	179,825
	Κέρδη / Ζημίες εις νέον	75,906	Premium / Discount	-27,718
	Θυγατρικές (Ακύρωση Συμμετοχών)	200,000	Premium / Discount ως ποσοστό	-13.36%
	407,544	407,544		

Πίνακας 18 : Εγγραφές ενοποίησης Μετοχικού Κεφαλαίου

Πηγή : Υπολογισμοί υποδείγματος

1. Χρεώνονται για να απαλειφθούν από την οριζόντια άθροιση των κεφαλαίων της Α και Β όλα τα κονδύλια των κεφαλαίων της Β.
2. Χρεώνεται για να εμφανισθεί η υπεραξία στα βιβλία της Α μετά την ακύρωση της συμμετοχής του 40% στη Β που κατείχε στα βιβλία της η Α. Αναλυτικά 200.000 κόστος κτήσης συμμετοχής μείον ΚΘ Β 345.906x40%ποσοστό συμμετοχής της Α στη Β =138.363 ήτοι 61.637 ευρώ
3. Πιστώνεται με την αύξηση του ΜΚ κατά 10.000 νέες μετοχές χ 2,2 ΟΤ= 22.000 ευρώ το μετοχικό κεφάλαιο.
4. Πιστώνονται τα Αποθεματικά Υ/Α και Λοιπά καθώς και τα κέρδη εις νέο με τα ποσά που αναλύθηκαν παραπάνω.
5. Πιστώνεται για να διαγραφεί το κόστος κτήσης της συμμετοχής της Β δηλαδή τα ανωτέρω 200.000 ευρώ για να διαγραφούν αφού μετά την απορρόφηση τέτοια συμμετοχή δεν υφίσταται (Θυγατρικές / Ακύρωση συμμετοχών)

6. Σημειώνεται ότι η εγγραφή ³¹ συμφωνείται αυτόματα και μετά από τις οποιαδήποτε αλλαγές επέρχονται αλλαγές αυτόματες στους σχετικούς υπολογισμούς στο υπόδειγμα που έχει αναπτυχθεί για την παρούσα διπλωματική.

Τα υπόλοιπα ποσά της νέας εταιρείας Α μετά την απορρόφηση της Β προκύπτουν από οριζόντια άθροιση.

Υπόδειγμα Νέας Εταιρείας Μετά την Απορρόφηση

Για να ελέγξουμε αν μετά την απορρόφηση οι θεωρία του bootstrapping αλλά και οι θεωρίες για τα κίνητρα προς συγχώνευση ισχύουν αναπτύσσουμε προ φόρμα της νέας εταιρείας που προκύπτει για μια ακόμη χρονιά $t+2$. Οι αριθμοδείκτες και τα ποσά της $t+1$ προέκυψαν από την παραπάνω μεθοδολογία τώρα υποθέτουμε για την επόμενη χρονιά ότι οι σχετικοί αριθμοδείκτες της Α θα ισχύουν και για την νέα εταιρεία για να εκτιμήσουμε και να ποσοτικοποιήσουμε το bootstrapping effect.

Οι υποθέσεις παρέχονται στον πίνακα 19 που ακολουθεί.

³¹ Σημειώνουμε ότι γίνεται η υπόθεση ότι δεν υπάρχουν διεταιρικές συναλλαγές και διεταιρικά υπόλοιπα απαιτήσεων και υποχρεώσεων στις δύο εταιρείες. Αν υπήρχαν θα έπρεπε και αυτές να απαλειφθούν

Δεδομένα Μοντέλου	t+1	t+2
Στόχος Πωλήσεων		5.00%
Κόστος Πωληθέντων - % επι των πωλήσεων	74.28%	72.00%
Αποσβέσεις - ποσοστό επί των Παγίων	12%	12.00%
Διοικητικά Έξοδα	12%	12.00%
Προβλέψεις	1%	1.00%
Επιτόκιο Δανείων	-9.75%	-6.00%
Επιτόκιο Καταθέσεων	7%	7.00%
Ζημίες από Παράγωγα	-11%	-11.00%
Έσοδα από θυγατρικές και συνεργαζόμενες εταιρείες	17%	20.00%
Φορολογικός Συντελεστής	25%	25.00%
Στόχος Ταμείου		200,000
Απαιτήσεις από πελάτες	2.97%	3.00%
Γραμμάτια Εισπρακτέα	2.46%	2.50%
Χρεόγραφα	230,000	200,000
Απαιτήσεις ως % επι των πωλήσεων		
Αποθεματικά ως % επι των πωλήσεων	10.22%	10.00%
Δεδουλευμένα Έσοδα ως % των πωλήσεων	0.45%	0.50%
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	410,000	500,000
Πάγια	3,450,000	3,750,000
Πάγια υπό κατασκευή	60,000	50,000
Μακροπρόθεσμες Επενδύσεις	130,000	150,000
Επενδύσεις σε θυγατρικές	90,000	90,000
Λογαριασμοί πληρωτέοι ως % επι των πωλήσεων	5.70%	5.50%
Γραμμάτια πληρωτέα ως % επί των πωλήσεων	2.40%	2.50%
Δεδουλευμένες υποχρεώσεις ως % επί των πωλήσεων	0.41%	0.40%
Άλλες Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	0.60%	0.60%
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός και Ομολογίες	750,000	750,000
Άλλες Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	50,000	45,000
Παράγωγα στην εύλογη αξία	70,000	65,000
Μερίσματα		
Κοινές Μετοχές	272,000	272,000
Αποθεματικά	789,637	789,637
Άλλα αποθεματικά	170,000	170,000

Υπολογισμοί υποδείγματος	t+1	t+2
ΝΟΡΑΤ	593,268	770,586
Κεφάλαιο κίνησης	991,409	979,029
Λειτουργικό κεφάλαιο	3,330,099	4,157,519
Ελεύθερες Ταμειακές Ροές	-	56,835
Κεφάλαια για επιπλέον χρηματοδότηση	-	90,311
Αριθμοδείκτες		
Δείκτης Ρευστότητας	1.54	1.61
Κύκλος Εργασιών Αποθεμάτων	7.26	7.20
Εκκρεμείς ημέρες πωλήσεων	19.84	20.08
Κύκλος Εργασιών Ενεργητικού	2.21	1.94
Δείκτης Χρέους	34.88%	26.11%
Περιθώριο Κέρδους	5.72%	7.58%
Απόδοση Ενεργητικού	12.64%	14.73%
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	27.80%	27.89%
(ΝΟΡΑΤ/Total operating capital)	17.82%	18.53%

Πίνακας 19 : Δεδομένα νέας εταιρείας Α μετά την απορρόφηση της Β

Πηγή : Υπολογισμοί υποδείγματος

Με βάση τις παραπάνω υποθέσεις και μετά την οριζόντια άθροιση των εταιρειών, που αποτελούν τώρα τα ιστορικά στοιχεία της περιόδου t+1, παράγονται οι πιο κάτω πίνακες των pro forma οικονομικών καταστάσεων : Αναλυτικά της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης, του ισολογισμού και της κατάστασης ταμειακών ροών.

	t+1	t+2
Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης		
Πωλήσεις	9,613,000	10,093,650
Κόστος Πωληθέντων	7,140,126	7,267,428
Αποσβέσεις	451,890	486,600
Διοικητικά Έξοδα	1,133,830	1,211,238
Προβλέψεις	96,130	100,937
EBIT	791,024	1,027,448
Τόκοι Χρεωστικοί	-103,318	-60,862
Τόκοι Πιστωτικοί	16,500	15,050
Ζημιές από Παράγωγα	-7,478	-7,425
Έσοδα από θυγατρικές	36,450	46,000
Σύνολο	-57,846	-7,237
Έσοδα προ τόκων και φόρων	733,178	1,020,210
Φόρος Εισοδήματος	-183,295	-255,053
Αποτέλεσμα μετά Φόρων	549,884	765,158

Πίνακας 20 : ΚΑΧ νέας εταιρείας μετά την απορρόφηση

Πηγή : Υπολογισμοί υποδείγματος

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	t+1	ΔΙΑΦΟΡΕΣ	t+2
Κυκλοφορούν Ενεργητικό			
Ταμειακά Διαθέσιμα	170,000	30,000	200,000
Απαιτήσεις από πελάτες	285,739	17,070	302,810
Γραμμάτια Εισπρακτέα	236,781	15,560	252,341
Αποθέματα	982,895	26,470	1,009,365
Χρεόγραφα	230,000	-30,000	200,000
Δεδουλευμένα Έσοδα	43,441	7,027	50,468
Σύνολο Κυκλοφορούν	1,948,857		2,014,984
Υπεραξία	61,637		61,637
Μη Κυκλοφορούν Ενεργητικό			
Αύλα περιουσιακά στοιχεία	410,000	90,000	500,000
Πάγια	3,450,000	300,000	3,750,000
Σωρευτικές Αποσβέσεις	-1,801,310	439,800	-1,361,510
Σύνολο Παγίων	1,648,690		2,388,490
Πάγια υπό κατασκευή	60,000	-10,000	50,000
Σύνολο	2,118,690		2,938,490
Άλλο μη κυκλοφορούν ενεργητικό			
Μακροπρόθεσμες Επενδύσεις	130,000	20,000	150,000
Επενδύσεις σε θυγατρικές	90,000	0	90,000
Σύνολο Ενεργητικού	4,349,184		5,193,474
Υποχρεώσεις			
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Βραχυπρόθεσμο Χρέος και κεφάλαια επιπλέον χρηματοδότησης	309,526	-90,311	219,215
Λογαριασμοί Πληρωτέοι	548,379	6,772	555,151
Φορολογικές Υποχρεώσεις	80,868	46,659	127,526
Γραμμάτια Πληρωτέα	231,132	21,209	252,341
Δεδουλευμένες Υποχρεώσεις	39,191	1,184	40,375
Άλλες Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	57,879	2,683	60,561.9
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	1,266,974		1,255,169
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός και Ομολογίες	750,000	0	750,000
Προβλέψεις	234,130	100,937	335,067
Άλλες Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	50,000	-5,000	45,000
Παράγωγα στην εύλογη αξία	70,000	-5,000	65,000
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	1,104,130		1,195,067
Ίδια Κεφάλαια			
Κοινές Μετοχές	272,000	0	272,000
Αποθεματικά	789,637	0	789,637
Άλλα Αποθεματικά	170,000	0	170,000
Παρακρατηθέντα Κέρδη/Ζημιές	746,443	765,158	1,511,601
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	1,978,080		2,743,238
Σύνολο Υποχρεώσεων και Ιδίων Κεφαλαίων	4,349,184		5,193,474
		Απαιτούμενο Ενεργητικό	5,193,474
		Πηγές Χρηματοδότησης	5,283,785
		Κεφάλαια για επιπλέον χρηματοδότηση	-90,311

Πίνακας 21 : Ισολογισμός νέας εταιρείας μετά την απορρόφηση

Πηγή : Υπολογισμοί υποδείγματος

Κατάσταση Ταμειοροών		
		t+2
Λειτουργικές Ταμειοροές		
Έσοδα προ τόκων και φόρων		1,020,210
Προσαρμογές για :		
Αποσβέσεις		486,600
Ζημιές από Παράγωγα		7,425
Έσοδα από θυγατρικές		-46,000
Προβλέψεις		100,937
Τόκοι Χρεωστικοί & Πιστωτικοί		45,812
Αύξηση / Μείωση		
Απαιτήσεις από πελάτες		-17,070
Γραμμάτια Εισπρακτέα		-15,560
Αποθέματα		-26,470
Δεδουλευμένα Έσοδα		-7,027
Αύξηση / Μείωση		
Λογαριασμοί Πληρωτέοι		6,772
Φορολογικές Υποχρεώσεις		46,659
Γραμμάτια Πληρωτέα		21,209
Δεδουλευμένες Υποχρεώσεις		1,184
Short and Long Term Liabilities		-2,317
Ταμειοροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες		1,622,363
Επενδυτικές Χρηματοροές		
Άυλα περιουσιακά στοιχεία		-90,000
Πάγια		-300,000
Επενδύσεις σε θυγατρικές		0
Πάγια υπό κατασκευή		10,000
Μακροπρόθεσμες Επενδύσεις		-20,000
Χρεόγραφα		30,000
Ταμειοροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες		-370,000
Χρηματοδοτικές Ταμειοροές		
Αύξηση / Μείωση Δανείων		-90,311
Μεταβολές στα Κεφάλαια		0
Άλλες Χρηματοδοτικές Διαφορές		-1,193,690
Ταμειοροές από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες		-1,284,001
Καθαρή αύξηση / μείωση ταμειοροών		-31,637
Ταμειακά Διαθέσιμα - Έναρξη Χρήσης		170,000
Ταμειακά Διαθέσιμα - Τέλος Χρήσης		138,363
	Control point	
		1,614,984 1,614,984

Πίνακας 22 : Κατάσταση Ταμειοροών μετά την απορρόφηση

Πηγή : Υπολογισμοί υποδείγματος

Έτσι αρχικά παρατηρούμε ότι τα κεφάλαια έχουν προσαρμοσθεί στα συνολικά κεφάλαια μετά την ανωτέρω προσαρμογή των κεφαλαίων λόγω απορρόφησης, επίσης εμφανίζονται η υπεραξία ως στοιχείο του ενεργητικού (θα πρέπει μελλοντικά να ελεγχθεί για απομείωση³²) ενώ οι συμμετοχές μετά την διαγραφή των συμμετοχών από την Α που αφορούσαν μετοχές της Β κατά 200.000 έχουν περιορισθεί στο ποσό των 90.000 ευρώ (250.000 συμμετοχές αρχικά της Α και 40.000 συμμετοχές της Β μείον 200.000 συμμετοχές της Α στη Β)³³.

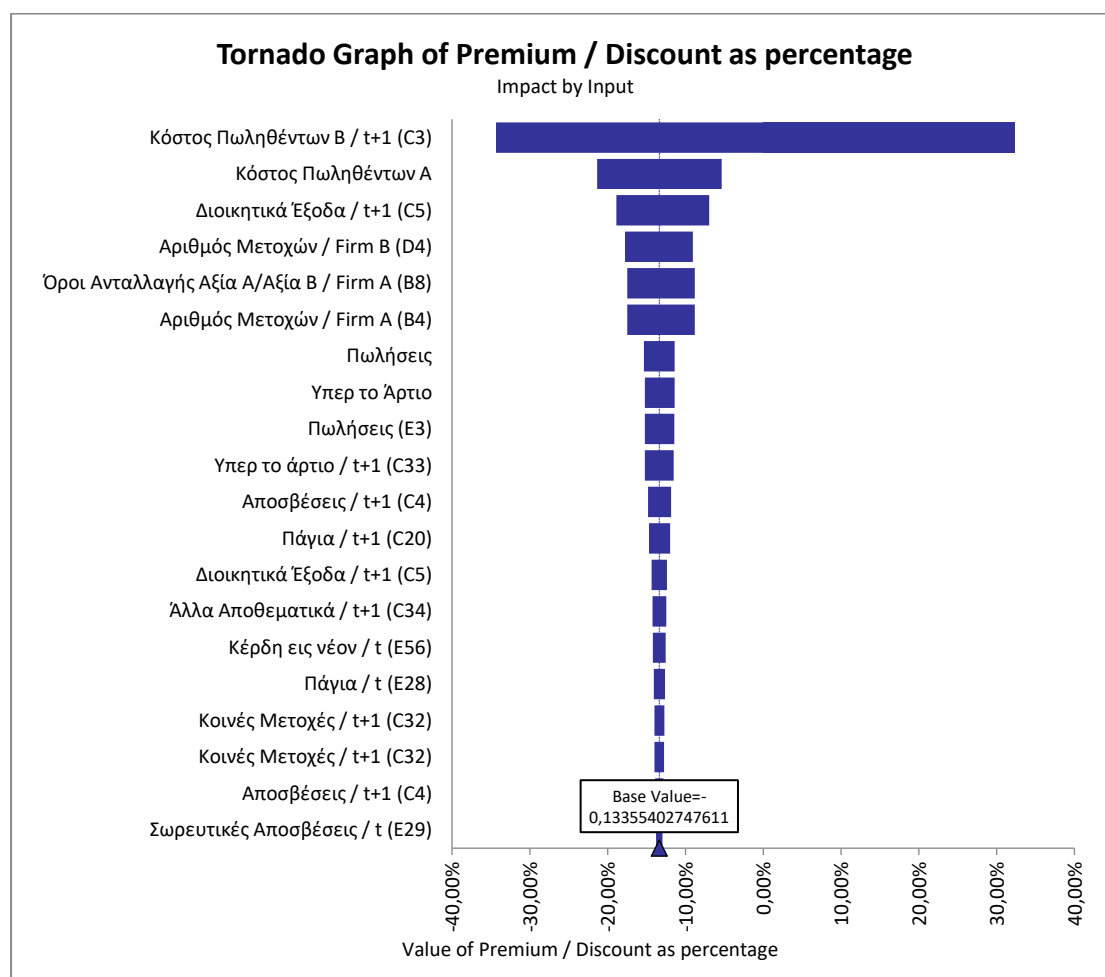
³² Βάση του ΔΠΧΠ 3 Business Combinations που παραπέμπει στο ΔΛΠ 36 για την απομείωση της υπεραξίας

³³ τα ποσά συμβολίσθηκαν με κίτρινο χρώμα στους αντίστοιχους πίνακες.

Τα εξαγόμενα δεδομένα αλλά και οι αντίστοιχοι αριθμοδείκτες έχουν βελτιωθεί σημαντικά για τις χρήσεις t+1 και t+2.

Λόγω των αυτοματοποιήσεων μπορεί να πραγματοποιηθεί στο υπόδειγμα που έχουμε αναπτύξει μέσω του excel εκτός από ανάλυση ευαισθησίας μέσω του top rank που δείξαμε στο κεφάλαιο 5, έλεγχος αβεβαιότητας με την χρήση της εφαρμογής @Risk που παρέχεται στην ίδια πλατφόρμα με το top rank. Η ανάλυση ευαισθησίας και η ανάλυση αβεβαιότητας παρέχονται στα πιο κάτω διαγράμματα, τόσο για τα κέρδη της νέας εταιρείας όσο και για το premium / discount στους όρους ανταλλαγής για τους μετόχους της B.

Ανάλυση ευαισθησίας στα κέρδη & τους όρους ανταλλαγής



Πίνακας 23 : Ανάλυση ευαισθησίας Premium / Discount

Πηγή: Top-Rank

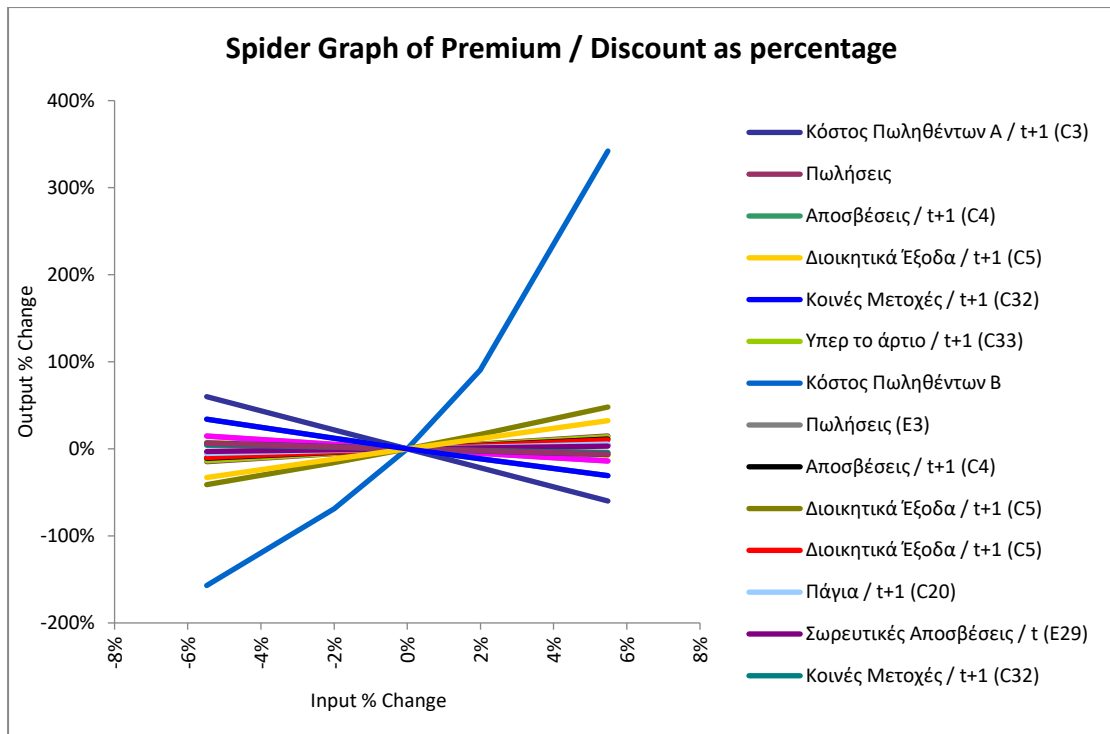
Rank	Input Name	Worksheet
1	Κόστος Πωληθέντων B / t+1 (C3)	Initial model B
2	Κόστος Πωληθέντων A	Initial model A
3	Διοικητικά Έξοδα / t+1 (C5)	Initial model B
4	Αριθμός Μετοχών / Firm B (D4)	Terms of Aquitino
5	Όροι Ανταλλαγής Αξία A/Αξία B / Firm A (B8)	Terms of Aquitino
6	Αριθμός Μετοχών / Firm A (B4)	Terms of Aquitino
7	Πωλήσεις	Initial model A
8	Υπερ το Άρτιο	Initial model B
9	Πωλήσεις (E3)	Initial model B
10	Υπερ το άρτιο / t+1 (C33)	Initial model A
11	Αποσβέσεις / t+1 (C4)	Initial model B
12	Πάγια / t+1 (C20)	Initial model B
13	Διοικητικά Έξοδα / t+1 (C5)	Initial model A
14	Άλλα Αποθεματικά / t+1 (C34)	Initial model B
15	Κέρδη εις νέον / t (E56)	Initial model B
16	Πάγια / t (E28)	Initial model B
17	Κοινές Μετοχές / t+1 (C32)	Initial model B
18	Κοινές Μετοχές / t+1 (C32)	Initial model A
19	Αποσβέσεις / t+1 (C4)	Initial model A
20	Σωρευτικές Αποσβέσεις / t (E29)	Initial model B

Πίνακας 24 : Μεταβλητές που επηρεάζουν το premium / discount των μετόχων της εταιρείας B σε φθίνουσα σειρά

Πηγή: Top-Rank

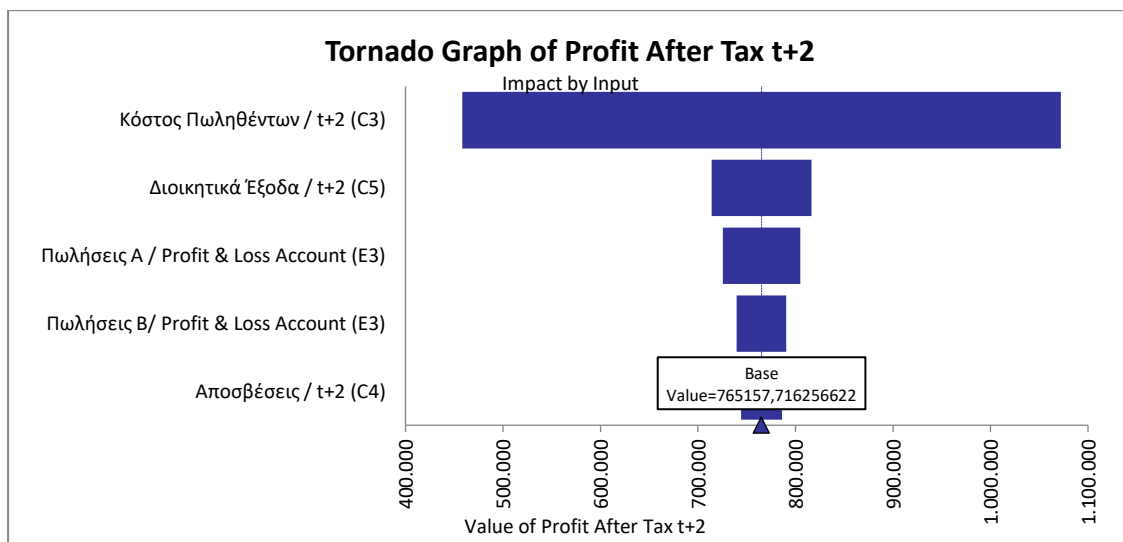
Μία αξιοσημείωτη παρατήρηση από τους ανωτέρω πίνακες είναι ότι το ποσοστό του κόστους πωληθέντων επί των πωλήσεων και ως εκ τούτου το περιθώριο μικτού κέρδους της B είναι αυτό που επηρεάζει περισσότερο τους όρους ανταλλαγής κατά την συγχώνευση της με την A. Δηλαδή τα εμπορικά προβλήματα που αντιμετωπίζει η B είναι ο κύριος παράγοντας που οι μέτοχοι τους δέχονται discount στους όρους ανταλλαγής.

Επίσης, μεταβλητές από τους πίνακες των pro forma της A και B, καθώς και από τον πίνακα των όρων ανταλλαγής επηρεάζουν το premium / discount των όρων ανταλλαγής. Η ιεράρχηση της παραπάνω επίδρασης παρέχεται τον παραπάνω πίνακα 24 ανά μεταβλητή.



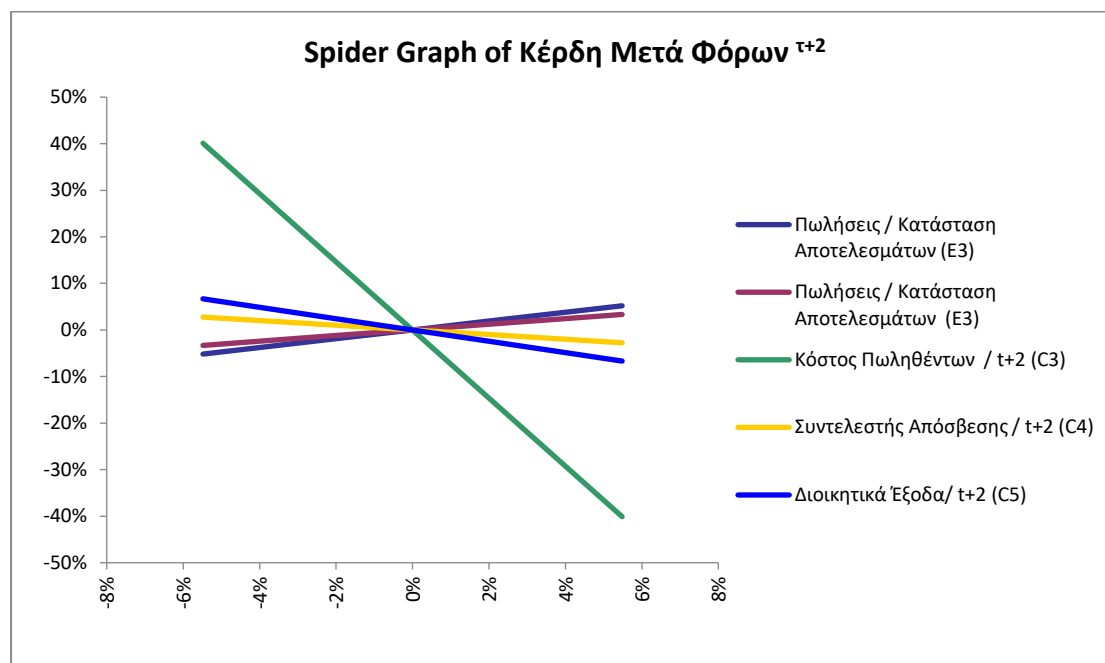
Πίνακας 25 : Spider Graph of Premium
 Πηγή: Top-Rank

Η θετική ή αρνητική επίδραση των μεταβλητών εμφανίζεται στο παραπάνω διάγραμμα αράχνης.



Πίνακας 26 : Tornado Graph of Profit t+2
 Πηγή: Top-Rank

Από το παραπάνω διάγραμμα βλέπουμε ότι τα κέρδη της περιόδου προγραμματισμού $t+2$ για την νέα εταιρεία επηρεάζονται από το κόστος πωληθέντων προς πωλήσεις που έχει προσαρμοστεί στο αντίστοιχο της A και ξεκάθαρα εμφανίζεται το bootstrapping effect συμπαρασύροντας τα κέρδη προς τα επάνω ενώ τα άλλα στοιχεία που προσαρμόζονται με τα στοιχεία που είχε η A δεν είναι και τόσο σημαντικά.



Πίνακας 27 : Spider Graph of Profit $t+2$
 Πηγή: Top-Rank

Η θετική ή αρνητική επίδραση των μεταβλητών εμφανίζεται στο παραπάνω διάγραμμα αράχνης.

Στατιστικά Αποτελέσματα από MODE CARLO

Χρησιμοποιώντας την τεχνική monte carlo με την χρήση της εφαρμογής @Risk προσπαθούμε να ελέγξουμε τι θα συμβεί στο premium / discount για τους μετόχους της B εάν οι όροι ανταλλαγής ακολουθούν την κατανομή PERT με Min 2, Most Likely 3 και Max 4. Έτσι το premium / discount είναι μεταξύ των τιμών -33,159% και 22,981% με μέσο το -12,186%. Το σταθμισμένο με την πιθανότητα που παράγεται με βάση την κατανομή πιθανοτήτων Pert όταν οι όροι ανταλλαγής είναι μεταξύ του 2 και του 4 με 95% πιθανότητα το όριο εμπιστοσύνης για το premium / discount είναι μεταξύ -27,415% και 7,704%, άρα οι όροι ανταλλαγής που προσδιορίστηκαν από τα διοικητικά συμβούλια δημιούργησαν -13,36 % discount όπως βλέπουμε στο πίνακα με τους όρους ανταλλαγής που είναι μέσα στο εύρος του διαστήματος εμπιστοσύνης.

Statistic Value	Percentile Value	
Minimum -33,159%	1% -30,079%	
Maximum 22,981%	2,5% -28,641%	
Mean -12,186%	5% -27,094%	
Std. Deviation 10,336%	10% -24,897%	
Variance 0,01068	20% -21,601%	
Skewness 0,4778	25% -20,159%	
Kurtosis 2,6812	50% -13,363%	
Median -13,363%	75% -5,294%	
Mode -19,216%	80% -3,181%	
Left X -27,094%	90% 2,360%	
Left P 5%	95% 6,742%	
Right X 6,742%	97,5% 10,252%	
Right P 95%	99% 13,851%	
Change in Output		
Rank Name	Lower	Upper
Όροι Ανταλλαγής Αξ...	-27,415%	7,704%

Πηγή: Statistical Package Excel

Η παραπάνω τεχνική μπορεί να εφαρμοστεί από τις αρχές για τον προσδιορισμό του εύλογου των όρων ανταλλαγής σε σχέση με το premium / discount που αυτοί δημιουργούν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

Το βασικό συμπέρασμα της παραπάνω ανάλυσης μετά την επεξήγηση τόσο των εκάστοτε εταιρειών όσο και της συγχωνευμένης εταιρείας, στη βιβλιογραφία αναφέρεται ως bootstrapping effect. Σύμφωνα με αυτό το φαινόμενο bootstrap, πρόκειται για έναν τύπο συγχώνευσης όπου τα κέρδη ανά μετοχή μετά τη συγκέντρωση αυξάνονται τεχνητά, αν και η ίδια η συγχώνευση δεν παράγει πραγματική αξία για τους μετόχους. Όπως μπορούμε να δούμε από το παραπάνω παράδειγμα, το μόνο που κάναμε ήταν να συνδυάσουμε τα κέρδη των δύο εταιρειών και να διαιρέσουμε με το σύνολο των μετοχών που κυκλοφορούν μετά τη συγχώνευση. Παρόλο που η συγχώνευση δεν δημιούργησε περισσότερη αξία για τους μετόχους, στα χαρτιά, τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρείας Α αυξήθηκαν. Για να λειτουργήσει το φαινόμενο αυτό, είναι σημαντικό η αναλογία τιμής προς κέρδη (P/E Ratio) της εξαγοραζόμενης εταιρείας να είναι υψηλότερη από την εταιρεία-στόχο και η συναλλαγή να γίνεται μέσω ανταλλαγής μετοχών. Για να αυξηθούν τα κέρδη ανά μετοχή μετά τη συγχώνευση, θα πρέπει να υπάρχει μια κατάσταση όπου τα συνολικά συνδυασμένα έσοδα των

εταιρειών διαιρούνται με λιγότερες μετοχές συνολικά. Το φαινόμενο αυτό είναι μια οικονομική πρακτική στην εταιρική χρηματοδότηση, όπου μια εταιρεία προσπαθεί να αυξήσει τα κέρδη της ανά μετοχή συγχωνευόμενη με μια άλλη εταιρεία που έχει χαμηλότερο λόγο τιμής προς κέρδη. Ουσιαστικά, το αποτέλεσμα εκκίνησης του EPS δεν έχει οικονομικό όφελος για την εξαγοράζουσα εταιρεία ή τον στόχο, ωστόσο, ενισχύει τα κέρδη ανά μετοχή του αγοραστή βραχυπρόθεσμα. Συνήθως, η αγορά αναγνωρίζει ότι μια συγκεκριμένη συγχώνευση παράγει το «bootstrapping effect» και η τιμή της μετοχής θα τιμολογηθεί τελικά ανάλογα. Ωστόσο, σε περιπτώσεις όπου η αγορά δεν αναγνωρίζει αυτό το λογιστικό τέχνασμα, τότε η τιμή της μετοχής του αγοραστή μπορεί πραγματικά να λάβει ώθηση. Η αγορά θα υποθέσει ότι ένας υψηλότερος λόγος P/E σημαίνει ότι η εταιρεία τα πηγαίνει καλύτερα από πριν και έτσι θα τιμολογήσει τη μετοχή της εταιρείας ανάλογα. Συνήθως, το φαινόμενο bootstrap θα έχει βραχυπρόθεσμες και προσωρινές επιπτώσεις στα κέρδη ανά μετοχή της εξαγοράζουσας εταιρείας. Με άλλα λόγια, μετά τη συγχώνευση και για μικρό χρονικό διάστημα, η εξαγοράζουσα εταιρεία μπορεί να αναφέρει αύξηση των κερδών ανά μετοχή της. Ωστόσο, ο αντίκτυπος του EPS θα εξαφανιστεί με την πάροδο του χρόνου. Συνεπώς, είναι σημαντικό για τους επενδυτές να εξετάσουν τη συνολική οικονομική θέση μιας εταιρείας και να αξιολογήσουν ολιστικά τις δραστηριότητές της για να μην πέσουν σε ένα bootstrapping effect. Το bootstrapping effect όταν απορροφά καλύτερη εταιρεία δεν είναι αρνητικό για την μειοψηφία της απορροφουμένης. Στο παράδειγμα που χρησιμοποιήσαμε για το εμπειρικό μέρος της εργασίας μας παρατηρούμε ότι σε μη εισηγμένες εταιρείες όπου το P/E δεν είναι διαθέσιμο, όταν τα χρηματοοικονομικά μεγέθη της απορροφούσας εταιρείας είναι καλύτερα από τα αντίστοιχα μεγέθη της απορροφουμένης τότε το bootstrapping effect εμφανίζεται με την προσαρμογή των μεγεθών της απορροφουμένης στα μεγέθη της απορροφούσας. Παρά το όποιο discount κατά τη συγχώνευση μεσοπρόθεσμα μπορούν να παραχθούν υπεραξίες και για τους μετόχους της μειοψηφίας που απορροφώνται έναντι της αξίας που είχαν πριν της απορρόφησης. Από την ανάλυση ευαισθησίας που πραγματοποιήσαμε στο κεφάλαιο 4 παρατηρήσαμε ότι οι παράγοντες κόστους όπως το κόστος πωληθέντων και τα διοικητικά έξοδα επηρεάζουν περισσότερο το discount της μειοψηφίας κατά τη συγχώνευση μαζί με άλλους λιγότερο σημαντικούς παράγοντες. Οι παραπάνω παράγοντες επηρεάζουν τα κέρδη της εταιρείας μετά τη συγχώνευση και όταν αυτοί οι παράγοντες κόστους παραμένουν οι ίδιοι με αυτούς που είχε αρχικά η απορροφούσα εταιρεία τότε δημιουργείται bootstrapping effect. Τέλος, όταν πραγματοποιήσαμε

mode Carlo simulation με τους όρους ανταλλαγής να ακολουθούν την κατανομή PERT με min 2, most likely 3 max 4 παρατηρούμε ότι το premium/discount των μετόχων της μειοψηφίας κυμαίνεται μεταξύ -27,415% και 7,704%. Η παραπάνω άσκηση πρέπει να γίνεται έτσι ώστε να είναι εμφανείς στην μειοψηφία το αποτέλεσμα των όρων ανταλλαγής κατά τη συγχώνευση. Η συνεισφορά της παρούσας διπλωματικής εντοπίζεται στη λεπτομερή θεωρητική και τεχνική ανάλυση μιας συγχώνευσης καθώς και στους παράγοντες που την επηρεάζουν ενώ παράλληλα εξετάζει εμπειρικά το bootstrapping effect που εμφανίζεται. Τέλος παρέχει ένα πρακτικό εργαλείο για τις συγχωνεύσεις με τα υποδείγματα που αναπτύξαμε βοηθώντας και τους επαγγελματίες του κλάδου. Μελλοντικά θα άξιζε να μελετηθούν οι τεχνικές πρόβλεψης στην κατασκευή των επιχειρηματικών μοντέλων καθώς και ποια μέθοδος αποτίμησης είναι κατάλληλη ανάλογα με τον κλάδο και το μέγεθος της αγοράς που μελετάται.

Βιβλιογραφικές Παραπομπές

Άρθρα σε Επιστημονικά Περιοδικά

- Με ένα Συγγραφέα
1. AICPA, Working Draft of AICPA Accounting and Valuation Guide, *Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation*, August 2012
 2. Borglund, T., 2012, *The growing importance of corporate social responsibility in mergers and acquisitions*, in: H. Anderson, V. Havila, F. Nilsson, eds., *Mergers and Acquisitions: The Critical Role of Stakeholders* (Routledge, New York, NY), 17–39
 3. Bruner, R. (2004). *Where M&A pays and where it strays: A survey of the research*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4), 63–76
 4. Chen, G. Y. *Models for measuring and predicting value creation during merger and acquisitions: a study of bank industry*.
 5. Chaimowitz, K. (2021). *Synergies & Stocks: An Analysis of Mergers and Acquisitions on long-run Stock performance*
 6. Fernandez Pablo, *Company valuation methods. The most common errors in*

- valuations*, IESE Working Paper No 449, February 28, 2007
7. Fernández Pablo, *The Equity Premium in 150 Textbooks*, IESE Business School, November 16, 2010
 8. Fernández Pablo, *WACC: definition, misconceptions and errors*, IESE Business School, September 22, 2011
 9. Hughes, M. (2016) '*Leading changes: Why transformation explanations fail*', *Leadership*. doi: 10.1177/1742715015571393
 10. Hanely, S. (2014). *Mergers and acquisitions: Root causes for success*. Available: <https://www.linkedin.com/pulse/20140701041906-2761375-mergers-acquisitions-rootcauses-for-success>.
 11. Jalbert, T. (2019). *A management focused tool for developing pro-forma financial statements*. *International Journal of Management and Marketing Research*, 12(1), 61
 12. MacKenzie, D. (2008). *An engine, not a camera: How financial models shape markets*. Mit Press
 13. Meglio, O., 2016, *Are mergers and acquisitions socially responsible? Evidence from the banking industry*, in: S. Finkelstein, C. L. Cooper, eds., *Advances in Mergers and Acquisitions*, Vol. 15 (Emerald Group Publishing, Bingley, UK), 95–113
 14. Pratt Shannon P., *Valuing a Business*, Fifth Edition (2007)
 15. Romig, D. (2009). *Side by Side, Leadership in all forms*. Available: 65 http://www.sidebyside.com/merger_and_alliance_integration_methods.html.
 16. Sher, R. (2012). *Why half of M&A deals fail, and what you can do about it*. Available: <http://www.forbes.com/sites/forbesleadershipforum/2012/03/19/why-half-of-all-ma-dealsfail-and-what-you-can-do-about-it/>.
 17. Shea, G. Solomon, C. (2013). *2013 the year of M&A? Beating the odds of failure*. Available: <http://www.cnbc.com/id/100485912#>. Last accessed 8th mar 2015
 18. Shimizu, M. (2012, October). *Fundamentals of program management: strategic program bootstrapping for business innovation and change*. Project Management Institute.
 19. Steger, U. Kummer, C.. (2007). *Why Merger and Acquisition Waves Reoccur - The Vicious Circle from Pressure to Failure*. Available:

https://www.imd.org/research/publications/upload/Steger_Kummer_WP_2007_11.pdf. Last accessed 28th Feb. 2015

20. Νεγκάκης Χρήστος, 2005. "Are Earnings More Informative than Residual Income in Valuation Models?," *European Research Studies Journal*, European Research Studies Journal, vol. 0(3-4), pages 45-58.

- Με δύο (2) Συγγραφείς

1. Agrawal, A., Jaffe, J.F., 2000. *The post-merger performance puzzle*. *Adv. Mergers Acquis.* 1, 7–41
2. Allen, D., & Mizuno, H. (1989). *The determinants of corporate capital structure: Japanese evidence*. *Applied Economics*, 21, 569–585.
3. Bertrand, Olivier & Betschinger, Marie-Ann. (2011). *Performance of domestic and cross-border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers*. *Journal of Comparative Economics*. 40. 10.1016/j.jce.2011.11.003.
4. Bain and company, (2015). *Mergers and Acquisitions*. Available: <http://bain.com/consulting-services/mergers-and-acquisitions/index.aspx>. Last accessed <http://bain.com/consulting-services/mergers-and-acquisitions/index.aspx>
5. Crum, M., & Rayhorn, C. (2019). *Using Monte Carlo Simulation for Pro Forma Financial Statements*. *Journal of Accounting and Finance*, 19(5), 29-40.
6. Kötzle, A. and Meißner, C. (2009) 'Mergers and acquisitions', in *Current Challenges for Corporate Finance: A Strategic Perspective*. doi: 10.1007/978-3-642-04113-6_3.
7. Krishnamurti, C. and Vishwanath, S. R. (2008) *Mergers, acquisitions and corporate restructuring, Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*. doi: 10.4135/9788178299730.
8. Marks, M. L., & Mirvis, P. H. (2001). *Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation*. *Academy of Management Executive*, 15(2), 80–92
9. Malmendier, U., Tate, G., 2008. *Who makes acquisitions? CEO*

- overconfidence and the market's reaction*. J. Financ. Econ. 88 (1), 20–43
10. Meglio, O., and A. Risberg, 2010, *Mergers and acquisitions – time for a methodological rejuvenation of the field?*, Scandinavian Journal of Management 26, 87–95.
 11. Pablo, A. L., & Javidan, M. (Eds.). (2009), *Mergers and acquisitions: Creating integrative knowledge*. John Wiley & Sons.
 12. Penman, S. H., & Penman, S. H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
 13. Reis, N. R., F. Carvalho, and J. V. Ferreira, 2015, *An overview of three decades of mergers and acquisitions research*, Revista Ibero-Americana de Estrategia 14, 51–71.
 14. Werden, G. J., & Froeb, L. M. (2006), *Unilateral competitive effects of horizontal*
 15. Λαζαρίδης Θεμιστοκλής, Αποτιμήσεις Επιχειρήσεων, εκδότης Gutenberg, 2017
 16. Νεγκάκης Χρήστος, Ταχυνάκης Παναγιώτης, *Σύγχρονα θέματα ελεγκτικής και εσωτερικού ελέγχου*, Εκδόσεις Διπλογραφία, 2013
 17. Ταχυνάκης Παναγιώτης, Μιχάλης Σαμαρίνας (2013). *R&D Expenditures And Investors Perception For An Input On Innovation Creation And Firm Growth: Empirical Evidence From Athens Stock Exchange*. Journal of Applied Business Research. 29. 125-138. 10.19030/jabr.v29i1.7561
 18. Weber, Y. Oberg, C. Tarba, S. (2014). *The M&A Paradox: Factors of success and failure in mergers and acquisitions*. Available <http://www.ftpress.com/articles/article.aspx?p=2164982>. Last accessed 26th Feb. 2015.

- Με τρεις (3) συγγραφείς

1. Agrawal, A., P. Sushil, and P. Jain, 2015, *Multiple perspectives of mergers and acquisitions performance*, in: C. Sushil, and C. Chroust eds, *Systemic Flexibility and Business Agility* (Springer, New York, NY), 385–398
2. Andrade et al., 2001 ,G. Andrade, M. Mitchell, E. Stafford ‘ *New evidence and perspectives on mergers* ’, J. Econ. Perspect., 15 (2) (2001), pp. 103-120

3. Anderson, H., V. Havila, and F. Nilsson, 2013, *A stakeholder approach to mergers and acquisitions*, in: H. Anderson, V. Havila, F. Nilsson, eds., *Mergers and Acquisitions: The Critical Role of Stakeholders* (Routledge, New York, NY), 1–14.
4. Cartwright, S., S. Teerikangas, A. Rouzies, and E. Wilson-Evered, 2012, *Methods in M&A – a look at the past and the future to forge a path forward*, *Scandinavian Journal of Management* 28, 95–106
5. Chalençon, L., Colovic, A., Lamotte, O., & Mayrhofer, U. (2017). *Reputation, e-reputation and value creation of mergers-acquisitions*. *International Studies of Management and Organization*, 47(1), 4–22.
6. de Bodt, E., Cousin, J. G., & Officer, M. S. (2019). *Acquirer Overvaluation and Stock Payment in M&A Transactions: What Explains the Spurious Correlation?*. Available at SSRN 3392956.
7. Florio, Massimo & Ferraris, Matteo & Vandone, Daniela. (2018). *Motives of mergers and acquisitions by state-owned enterprises: A taxonomy and international evidence*. *International Journal of Public Sector Management*. 31. 00-00. 10.1108/IJPSM-02-2017-0050.
8. Franceschini, F., Galetto, M., & Turina, E. (2013). *Techniques for impact evaluation of performance measurement systems*. *International Journal of Quality & Reliability Management*, 30(2), 197–220.
9. Hassan, Ibne & Ghauri, Pervez & Mayrhofer, Ulrike. (2018). *Merger and acquisition motives and outcome assessment*. *Thunderbird International Business Review*. 60. 10.1002/tie.21967
10. Werden et al. (2006), *Unilateral competitive effects of horizontal mergers*.
11. Zueva-Owens, A., Fotaki, M., & Ghauri, P. (2012). *Cultural evaluations in acquired companies: Focusing on subjectivities*. *British Journal of Management*, 23(2), 272–290.

Βιβλία

1. CFA Program Level I II , *Financial Reporting* , 2021, <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings>

2. CFA Program Level I, *Corporate Finance*, , 2021, <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings>
3. CFA Program Level II, *Corporate Finance, Mergers and Acquisitions*, 2021, <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/mergers-acquisitions>
4. Damodaran, A. (2002) *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset.*, Progress in Brain Research. doi: 978-1-118-01152-2.
5. Damodaran, A. (2011) ‘*Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications*’, SSRN Electronic Journal. doi: 10.2139/ssrn.1105499
6. Damodaran, A. (2011). *Applied corporate finance*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons
7. Damodaran, A. (2020) *Applied Corporate Finance* Fourth Edition.
8. *EDUCATIONAL MATERIAL ON FAIR VALUE MEASUREMENT*, IFRS Foundation (2013)
9. *IFRS® Standards* Issued at 1 January 2022 & previous editions
10. *Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ)*
11. *Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ)*
12. Λιάπης Κωνσταντίνος *Σημειώσεις ΠΜΣ Τραπεζική και Χρηματοοικονομική*

Διαδικτυακές Πηγές

1. <https://dealogic.com/insight/ma-highlight-full-year-2021/>