

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα μελέτη έχει ως αντικείμενο την διερεύνηση του θέματος «Κίνητρα και οφέλη από τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές στις επιχειρήσεις ιχθυοκαλλιέργειας». Σκοπός της είναι να δώσει απάντηση στα εξής ερωτήματα: “Για ποιούς λόγους οι επιχειρήσεις ιχθυοκαλλιέργειας προβαίνουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις; επιβεβαιώνονται τα συμπεράσματα της θεωρητικής προσέγγισης από την πράξη;”

Προτού φθάσουμε στην απάντηση των πιο πάνω ερωτημάτων θα κάνουμε μία αναφορά στα κίνητρα των εξαγορών-συγχωνεύσεων που υποστηρίζει η θεωρία. Τα κίνητρα αυτά συνοψίζονται στα εξής: 1) Επίτευξη οικονομίων κλίμακας, δηλαδή αύξηση της παραγωγής με ταυτόχρονη μείωση του κόστους ανά μονάδα παραγωγής 2) εκμετάλλευση των συνεργειών που αυξάνουν την αξία της επιχείρησης 3) αύξηση μεριδίου αγοράς-επέκταση σε νέες αγορές 4) καλύτερη χρησιμοποίηση των συντελεστών παραγωγής 5) καλύτερη διοίκηση 6) αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα 7) φορολογικές ελαφρύνσεις 8) γρήγορη ανάπτυξη 9) νέα προϊόντα και τεχνολογίες-διαφοροποίηση 10) Εμπόδια στην είσοδο νέων ανταγωνιστών στην αγορά 11) προσωπικές βλέψεις των managers.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής προσέγγισης προέκυψαν από τη μελέτη της χρηματοοικονομικής κατάστασης ενός δείγματος επιχειρήσεων ιχθυοκαλλιέργειας που προέβησαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές κατά την περίοδο των ετών 1995-2000. Από τη συγκριτική μελέτη των αποτελεσμάτων της χρηματοοικονομικής ανάλυσης των επιχειρήσεων πριν και μετά την εξαγορά προέκυψαν τα ακόλουθα συμπεράσματα:

-βελτιωμένοι εμφανίζονται οι δείκτες ρευστότητας, ανάπτυξης παγίων, τιμής/κέρδη ανά μετοχή, λειτουργικών εξόδων προς πωλήσεις και ιδίων προς συνολικά κεφάλαια

-Αρνητική ήταν η μεταβολή που παρουσίασαν οι δείκτες της αποδοτικότητας των συνολικών κεφαλαίων και του μικτού περιθωρίου κέρδους κάτι που έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία και με τα υπόλοιπα συμπεράσματα.

Η αρνητική αυτή μεταβολή όμως είναι δικαιολογημένη λόγω της μεγάλης πτώσης των τιμών κατά την τελευταία δεκαετία, που υποεκτιμά το μέγεθος των πωλήσεων(turnover) και του αποτελέσματος και κατά συνέπεια και των δύο παραπάνω αριθμοδεικτών. Μπορούμε επομένως να πούμε ότι η πράξη επιβεβαιώνει σε γενικές τη θεωρία και τα βασικότερα κίνητρα συνοψίζονται στα εξής:

- Αύξηση της παραγωγής-Οικονομίες Κλίμακας
- Αύξηση πωλήσεων-Μεριδίου αγοράς

- Ανάπτυξη
- Καλύτερη εικόνα προς το επενδυτικό κοινό

SUMMARY

The subject of this survey is “ The motives and benefits of mergers- acquisitions in Pisciculture Companies”. Its purpose is summarized in answering the following questions. “Why do pisciculture companies proceed in mergers and acquisitions? Do the theoretical and the empirical studies have common answers for these questions?”

Before answering these questions we will refer to the reasons for which companies proceed in mergers and acquisitions according to the theory. The main reasons are the following:

1) Scale Economies, 2) Synergies, 3) increase in market share-expansion in new markets 4) more efficient usage of production resources 5) Better management 6) increase in creditability 7) tax shield 8) growth 9) new products-technologies and differentiation 10) Obstacles in the entrance of new competitors 11) Managers benefits

The conclusions from the empirical study, resulted from the financial analysis of a sample of pisciculture companies before and after the acquisitions-mergers for the period 1995-2000.

The conclusions of the financial analysis are the following:

- improvement in liquidity ratios
- improvement in fixed assets growth
- improvement in operational expenses/sales
- increase in P/E ratio
- Deterioration in return on total funds
- Deterioration in gross profit margin

The last two conclusions which are on the contrary to the theory and to what we expected, are explained by the prices decrease, noticed the last ten years, which underestimates sales (turnover) and profits.

Consequently we can conclude that generally the practice confirm the theory and that the main motives for mergers and acquisitions are the following:

- Production increase- Scale Economies
- Increase in market share
- Increase in profits
- Growth
- Better profile towards investors

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων ξεκίνησαν πριν από πολλές δεκαετίες και εντατικοποιήθηκαν την δεκαετία του 1960 μεταξύ των μεγάλων πολυεθνικών επιχειρήσεων, οι οποίες επεδίωκαν να επεκτείνουν την δραστηριοποίηση και κυριαρχία τους σε νέες αγορές καθώς και σε νέες γεωγραφικές περιοχές. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την εξάπλωση πολλών επιχειρήσεων σε όλα τα μήκη και τα πλάτη της γης και την δημιουργία μιάς παγκοσμιοποιημένης αγοράς με πελάτες και προμηθευτές από πολλές χώρες του κόσμου, με ανάγκες που πολλαπλασιάζονται διαρκώς και που μπορούν να ομαδοποιηθούν και να ικανοποιηθούν πιο εύκολα.

Η τελευταία δεκαετία του 20^{ου} αιώνα καθώς και το ξεκίνημα του 21^{ου} χαρακτηρίζονται από μία επίσης έντονη δραστηριότητα στο χώρο των εξαγορών-συγχωνεύσεων καθώς και τη δημιουργία ομίλων επιχειρήσεων και στρατηγικών συμμαχιών. Η κινητικότητα αυτή αποτέλεσε και το κίνητρο επιλογής του θέματος της μελέτης.

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να διερευνήσει τα οφέλη που απορρέουν για τις επιχειρήσεις ύστερα από τη εξαγοραστική δραστηριότητα, που κατ'επέκταση αποτελούν και τα κίνητρα που τις καθοδηγούν προς αυτή την κατεύθυνση, τόσο για τις επιχειρήσεις αγοραστές όσο και για τις επιχειρήσεις στόχους. Η επιλογή αυτής της ομάδας επιχειρήσεων του κλάδου της ιχθυοκαλλιέργειας, έγινε επειδή πρόκειται για έναν κλάδο που έχει παρουσιάσει ιδιαίτερη ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια, μια ανάπτυξη ζωτικής σημασίας για την ελληνική οικονομία.

Τα συμπεράσματα της μελέτης βασίζονται στην ανάλυση των χρηματοοικονομικών χαρακτηριστικών των επιχειρήσεων αγοραστών και των επιχειρήσεων στόχων πριν και μετά την εξαγοραστική δραστηριότητα με στόχο να δοθεί απάντηση στα ερωτήματα: «Ποιά τα οφέλη που απορρέουν τελικά από τις εξαγορές- συγχωνεύσεις;» «Επιβεβαιώνει η πράξη την θεωρητική προσέγγιση του θέματος σχετικά με τα κίνητρα και τα οφέλη των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στο χώρο των εξαγορών;

Τέλος στο σημείο αυτό θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή μου κύριο Γ.Καραθανάση για την συμβολή του στην επιλογή του θέματος της μελέτης και την επίβλεψη αυτής.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρουσίαση της μελέτης διακρίνεται σε δύο μέρη. Στο πρώτο μέρος γίνεται μία αναφορά σε εννοιολογικούς ορισμούς σχετικά με τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές και στους διαφορετικούς τύπους εξαγορών και συγχωνεύσεων. Ακολουθεί μία ιστορική αναδρομή του φαινομένου διεθνώς και κλείνει με τα κίνητρα-οφέλη που υποστηρίζει η θεωρία ότι ωθούν τις επιχειρήσεις στην εξαγοραστική δραστηριότητα.

Στο δεύτερο μέρος της μελέτης γίνεται η εμπειρική προσέγγιση του θέματος. Ξεκινά με μία σύντομη αναφορά στον κλάδο της ιχθυοκαλλιέργειας που είναι και το αντικείμενο της έρευνας. Ακολουθεί η παρουσίαση των αποτελεσμάτων της χρηματοοικονομικής ανάλυσης ενός δείγματος επιχειρήσεων με τη χρησιμοποίηση αριθμοδεικτών και καταλήγει στα αποτελέσματα- συμπεράσματα.

ΕΝΟΙΟΛΟΓΙΚΟΙ ΟΡΙΣΜΟΙ

Ως εξαγορά ορίζεται η συναλλαγή κατά την οποία μία επιχείρηση αποκτά ένα μέρος ή το σύνολο της συμμετοχής (μετοχές ή εταιρικά μερίδια) σε μία άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος. Οι εξαγορές διακρίνονται σε απλές και σε συγχωνευτικές. Σε μία απλή εξαγορά η εξαγοραζόμενη επιχείρηση συνεχίζει να υπάρχει ως υποκείμενο του δικαίου, ενώ σε μία συγχωνευτική εξαγορά η επιχείρηση που μεταβιβάζει την περιουσία της σε μία άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος παύει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου.

Όταν σε μία συγχωνευτική εξαγορά δεν καταβάλλονται ως αντάλλαγμα χρήματα αλλά μερίδια συμμετοχής, η εξαγορά αυτή αποτελεί τη συγχώνευση των συγκεκριμένων επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, ως συγχώνευση ορίζεται η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες επιχειρήσεις λύνονται χωρίς να ακολουθήσει η εκκαθάρισή τους ενώ ταυτόχρονα μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους έναντι ανταλλάγματος σε άλλη, η οποία είτε προϋπάρχει είτε δημιουργείται για το σκοπό αυτό. Το αντάλλαγμα αποτελείται από μερίδια συμμετοχής της επιχείρησης στην οποία μεταβιβάστηκε η περιουσία των επιχειρήσεων που λύθηκαν και δίδεται σε όσους συμμετείχαν προηγουμένως στις

επιχειρήσεις που νομικά έπαψαν να υπάρχουν. Συνεπώς δεν υπάρχουν ουσιαστικές διαφορές ανάμεσα στις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις παρά μόνο:

α) στο είδος του ανταλλάγματος που προσφέρεται για την πραγματοποίησή τους και

β) στο 'δικαίωμα λόγου' των παλαιών ιδιοκτητών της εξαγοραζόμενης επιχείρησης στο νέο καθεστώς ιδιοκτησίας, αφού στη περίπτωση της εξαγοράς είναι ανύπαρκτο ενώ στην περίπτωση της συγχώνευσης υπάρχει, και η βαρύτητα του λόγου αυτού εξαρτάται από το ποσοστό συμμετοχής τους στην επιχείρηση που είναι το αποτέλεσμα της συγχώνευσης. (1)

ΕΙΔΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Χρησιμοποιώντας ως κριτήριο την έκταση με την οποία η δραστηριότητα της απορροφούσας/εξαγοράζουσας επιχείρησης είναι συγγενής με την δραστηριότητα της απορροφούμενης/εξαγοραζόμενης επιχείρησης καταλήγουμε σε τέσσερα είδη συγχωνεύσεων ή εξαγορών: οριζόντια, κάθετη, ανομοιογενής και ομόκεντρη.

ΟΡΙΖΟΝΤΙΑ

Οριζόντια συγχώνευση ή εξαγορά μπορεί να χαρακτηριστεί ο συνδιασμός δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων οι οποίες δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο, παράγουν τα ίδια προϊόντα ή υπηρεσίες και προωθούν τα προϊόντα τους στις ίδιες αγορές.(2)

ΚΑΘΕΤΗ

Ως κάθετη συγχώνευση ή εξαγορά χαρακτηρίζεται ο συνδιασμός δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων που έχουν μεταξύ τους σχέση αγοραστή - πωλητή. Η επιχείρηση δηλαδή που πραγματοποιεί την συγχώνευση προσπαθεί να επεκταθεί προς τα πίσω, προς την κατεύθυνση των πρώτων υλών, είτε προς τα εμπρός, προς την κατεύθυνση του τελικού καταναλωτή.(3)

ΑΝΟΜΟΙΟΓΕΝΕΙΣ

Ανομοιογενής συγχώνευση ή εξαγορά χαρακτηρίζεται ο συνδιασμός δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων οι οποίες δεν έχουν ανταγωνιστική σχέση μεταξύ τους, δεν έχουν σχέση αγοραστή πωλητή αλλά είτε παράγουν διαφορετικά προϊόντα είτε πωλούν τα προϊόντα τους σε ξεχωριστές αγορές. Η πρώτη κατηγορία είναι γνωστή ως ανομοιογενής

συγχώνευση επέκτασης προϊόντων, ενώ η δεύτερη ως ανομοιογενής συγχώνευση επέκτασης αγορών.(4)

ΣΥΜΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΕΣ

Συμπληρωματική συγχώνευση ή εξαγορά χαρακτηρίζεται ο συνδιασμός δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων των οποίων οι δραστηριότητες αλληλοσυμπληρώνονται.(5)

Ανάλογα με την διαδικασία πραγματοποίησής τους οι εξαγορές-συγχωνεύσεις διακρίνονται σε:

- Φιλικές, όπου υπάρχει συμφωνία των διοικήσεων των εταιρειών
- Εχθρικές, όπου η διοίκηση της επιχείρησης στόχου δεν εγκρίνει την προταθείσα αγορά.(5)

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ των επιχειρήσεων πρωτοεμφανίστηκε στα τέλη του 18^{ου} αιώνα και μετά από κάποιες διακυμάνσεις όσον αφορά την ικανοποίηση διαφόρων αναγκών και συμφερόντων, παρουσίασε περιόδους άνθισης-κύματα- αρχικά μεταξύ των ηπείρων Αμερική-Ευρώπη-Ασία και στη συνέχεια μεταξύ κρατών ΗΠΑ-Μεγάλη Βρετανία- Ιαπωνία.

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΙΣ ΗΠΑ

Το πρώτο κύμα της συγχωνευτικής δραστηριότητας στην αμερικανική ήπειρο ξεκίνησε το 1885 και ολοκληρώθηκε το 1904, με μάχες μεταξύ υφιστάμενων ομοειδών εταιρειών, κυρίως για τον έλεγχο του σιδηροδρομικού δικτύου και την απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς, παρά για την ανάπτυξη της λειτουργικής αποτελεσματικότητας αυτών. Η αντιπαλότητα αυτή οδήγησε στη δημιουργία της Standard Oil Trust, που αποτελεί και την κλασική προσπάθεια δημιουργίας μιάς μονοπωλιακής κατάστασης μέσω της χρησιμοποίησης της τακτικής αυτής. Ως αποτέλεσμα της τακτικής αυτής, το Αμερικανικό Κογκρέσο από κοινού με το αμερικανικό Υπουργείο Δικαιοσύνης προχώρησε στη θέσπιση του «the Sherman Act» της πρώτης αυτής επίσημης νομοθετικής ρύθμισης σχετικά με την προστασία του ανταγωνισμού από συγχωνεύσεις επιχειρήσεων.(6)

Το δεύτερο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αμερικανική ήπειρο σημειώθηκε μεταξύ του 1922-1929. Το κύμα αυτό αφορούσε ομοειδείς επιχειρήσεις και πάλι, οι οποίες όμως δεν οδηγούσαν σε μονοπωλιακές συνθήκες ανταγωνισμού.(7)

Το τρίτο κύμα στην ήπειρο αυτή σημειώθηκε κατά την περίοδο των ετών 1940-1947, με μεγάλες διαφοροποιήσεις στον τρόπο πραγματοποίησης των συγχωνεύσεων. Κατά την περίοδο αυτή υποστηρίχθηκαν πολλές θεωρίες σχετικά με τις συγχωνεύσεις. Σύμφωνα με την επικρατέστερη από αυτές το φαινόμενο των συγχωνεύσεων συνδέεται συχνά με τις περιόδους άνθισης της οικονομίας και του χρηματιστηρίου.(8)

Το τέταρτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αμερικανική ήπειρο σημειώθηκε κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1960. Η βασική διαφορά του κύματος αυτού από τα προγενέστερα ήταν ότι αφορούσε επιχειρήσεις που συνδέονταν μεταξύ τους μέσω των συγχωνεύσεων και των εξαγορών διαγωνίως, μεταξύ ετερογενών δηλαδή επιχειρήσεων.

Τούτο οφειλόταν κυρίως στη διαφοροποίηση που παρουσίαζε κάθε επιχείρηση και στην ανάγκη επέκτασης αυτής σε νέα προϊόντα και αγορές.(9)

Τέλος, το πέμπτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών στη αμερικανική ήπειρο, που άρχισε το 1976, φτάνει μεχρι και τις μέρες μας και χαρακτηρίζεται από την ολοένα και μεγαλύτερη προσπάθεια των εταιρειών να διεθνοποιήσουν τις δραστηριότητές τους. Οι εταιρείες κατά τη διάρκεια του κύματος αυτού, προσπαθούν να εδραιώσουν την παρουσία τους στις ανά τον κόσμο μεγάλες αγορές, με σκοπό να εκμεταλλευτούν σε όσο το δυνατό μεγαλύτερο βαθμό τις οικονομίες κλίμακας. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα μετά το 1964, όπου το κύμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών έλαβε τεράστιες διαστάσεις σε τέτοιο βαθμό ώστε να αποκαλείται «μανία συγχωνεύσεων» (mergermania). (10) Αξίζει να σημειωθεί, ότι εδώ και είκοσι περίπου χρόνια οι μεγαλύτερες αμερικανικές επιχειρήσεις έχουν εισχωρήσει και στον ευρωπαϊκό χώρο, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο των συγχωνεύσεων και εξαγορών, προκειμένου να καρπωθούν οφέλη τόσο από την ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής αγοράς όσο και από την Οικονομική και Νομισματική Ένωση.

Εκτός όμως από την αμερικανική ήπειρο, το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και των εξαγορών έχει παρουσιαστεί από πολύ νωρίς και στην Ευρώπη, στην οποία όμως παρουσιάζεται σε χαμηλότερα σχετικά επίπεδα σε σύγκριση με το φαινόμενο που παρουσιάζεται στις ΗΠΑ. Μοναδική ίσως εξαίρεση αποτελεί η Μεγάλη Βρετανία στην οποία το φαινόμενο παρουσιάστηκε από πολύ νωρίς και εκδηλώθηκε σε διάφορα κύματα.

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗ ΜΕΓΑΛΗ ΒΡΕΤΑΝΙΑ

Το πρώτο κύμα του φαινομένου στη Μεγάλη Βρετανία παρατηρήθηκε κατά τη δεκαετία του 1920, με κυριότερη συγκέντρωση, μεταξύ της Imperial Tobacco και της British-American Tobacco, η οποία έλαβε χώρα λίγο πριν το 1914.(11) Μία άλλη εξέλιξη του κύματος αυτού, χωρίς όμως να συνιστά κύμα συγχωνεύσεων, συνέβη κατά τη δεκαετία του 1930, καθώς δημιούργησε ένα νέο είδος συγχωνεύσεων, την καλούμενη αμυντική συγχώνευση (defensive merger), που βοήθησε στη εξάλλειψη του πλεονάσματος στην παραγωγική δυναμικότητα, που ήταν δυνατό να οδηγήσει την επιχείρηση στο να αξίζει περισσότερο σε χρηματιστηριακούς όρους από ότι στην πραγματικότητα.

Το δεύτερο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών στη Μεγάλη Βρατανία σημειώθηκε κατά τη δεκαετία του 1960. Αυτό οφειλόταν κυρίως στο ότι μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο

Πόλεμο, πολλές επιχειρήσεις παρουσίαζαν χαμηλή αξία ενεργητικού, με αποτέλεσμα και η χρηματοοικονομική τους αξία να είναι πολλή χαμηλή και να αποτελούν έτσι ένα κίνητρο εξαγοράς αυτών από άλλες ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις.

Το τρίτο κύμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στη χώρα αυτή, σημειώθηκε κατά τη δεκαετία του 1970. Χαρακτηριστικό του νέου αυτού κύματος, σε αντίθεση με τα άλλα που προηγήθηκαν, ήταν ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές γίνονταν για την απόκτηση μετρητών και όχι άλλων μορφών χρεογράφων όπως είναι οι προνομιούχες μετοχές και οι ομολογίες.(12) Πρέπει να σημειωθεί ότι κατά την διάρκεια του κύματος αυτού πολλές βρετανικές επιχειρήσεις, αλλά και επιχειρήσεις από άλλες ευρωπαϊκές χώρες(όπως από Ιταλία, Δυτική Γερμανία, Σουηδία, και τις Κάτω Χώρες) εκδήλωσαν ενδιαφέρον ασυνήθιστο για την εξαγορά αμερικανικών επιχειρήσεων. Οι λόγοι για τη μεταστροφή τους αυτή ήταν δικαιολογημένοι, καθώς οι επιχειρήσεις αυτές διαισθάνονταν ότι η αμερικανική οικονομία μακροπρόθεσμα θα παρέμενε η πιο υγιής και η πιο ισχυρή στον κόσμο. Με βάση την άποψη αυτή, οι επενδύσεις στον αμερικανικό κόσμο αποτελούσαν την ασφαλέστερη τοποθέτηση από οποιαδήποτε άλλη.(13)

Το τέταρτο και μεγαλύτερο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών, το οποίο συνεχίζεται μέχρι και σήμερα στη Μεγάλη Βρετανία, είναι αυτό που ξεκίνησε κατά τη δεκαετία του 1980. Κατά την περίοδο αυτή, οι διακρατικές συγχωνεύσεις και εξαγορές, που είχαν ξεκινήσει κατά τη δεκαετία του 1970, εντάθηκαν περισσότερο έχοντας επικεφαλής την Μεγάλη Βρετανία, η οποία με τη λήξη της δεκαετίας του 1980 και την έναρξη της δεκαετίας του 1990 έχει επεκταθεί στις ΗΠΑ με την εξαγορά μεγάλου αριθμού αμερικανικών επιχειρήσεων.(14)

ΤΕΛΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Σύμφωνα με τα στοιχεία που δημοσίευσε η εταιρεία παροχής συμβουλών και ανάλυσης για τις περιπτώσεις συγχωνεύσεων KPMG και που περιέχονται στην ετήσια έκθεσή της για το 1999, «κατά τη διάρκεια των τελευταίων δέκα ετών, οι διασυνοριακές (cross-border) συγχωνεύσεις και εξαγορές πενταπλασίασαν παγκοσμίως την αξία τους από \$159,60 δις το 1990 σε \$798 δις το 1999, ενώ ο μέσος όρος επίτευξης μιας συμφωνίας υπολογίζεται πλέον στα \$157 εκατ. από \$29 εκατ. που ίσχυε το 1990»

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται η πορεία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων παγκοσμίως κατά την περίοδο 1995-1999.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1
 Η Πορεία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων παγκοσμίως
 Κατά την περίοδο 1995-1999

Έτος	Αριθμός συγχωνευόμενων επιχειρήσεων	Σύνολο επένδυσης (σε δις \$)
1995	6.000	237,00
1996	5.984	263,00
1997	5.193	332,55
1998	5.153	544,32
1999	3.852	608,00

Συμπερασματικά μπορούν να λεχθούν τα εξής:

Κατά τη διάρκεια των ετών 1995 και 1996, η αγορά διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών κυριαρχείτο από τις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και τη Γερμανία, με όρους εσωτερικών και εξωτερικών επενδύσεων. Σε παγκόσμια κλίμακα, κατά τα έτη αυτά οι ΗΠΑ υπήρξαν ο κυριότερος προορισμός ξένων επενδύσεων, ενώ το Ηνωμένο Βασίλειο επιβεβαίωσε την ισχύ του ως ο πιο δημοφιλής προορισμός στην Ευρώπη για υπερατλαντικές συγχωνεύσεις. Οι επόμενοι πιο δημοφιλείς προορισμοί κατά την περίοδο αυτή σε παγκόσμιο επίπεδο ήταν, ύστερα από τις ΗΠΑ, η Κίνα, η Γαλλία, ο Καναδάς, η Γερμανία και η Αυστραλία. Κατά την περίοδο αυτή, ο μεγαλύτερος αγοραστής υπερατλαντικών επιχειρήσεων υπήρξε η Μεγάλη Βρετανία. Τέλος, τα κεφάλαια εξαγοράς ιαπωνικών επιχειρήσεων από ξένους επενδυτές αυξήθηκαν σημαντικά από \$1,60 δις το 1995 σε 4,80 δις το 1996, ενώ τα κεφάλαια για εξαγορές ξένων επιχειρήσεων από ιαπωνικές επιχειρήσεις μειώθηκαν κατά το 1/3 και άγγιξαν τα \$126,00 δις το 1996.

Οι κυριότεροι τομείς δραστηριότητας, που παρουσίασαν το μεγαλύτερο όγκο συγχωνεύσεων και εξαγορών κατά τα έτη αυτά, ήταν οι τομείς παραγωγής και διανομής ηλεκτρικού ρεύματος και αερίου (με επενδύσεις της τάξεως των \$23,60 δις) ακολουθούμενοι από τον τομέα του πετρελαίου (με επενδύσεις \$21,40 δις) και τον τομέα της χρηματοοικονομικής και τραπεζικής δραστηριότητας (με επενδύσεις \$21,00 δις). Τέλος οι μεγαλύτερες συμφωνίες κατά την περίοδο αυτή επιτεύχθηκαν στο τομέα της χημικής βιομηχανίας με συνολικές συναλλαγές της τάξεως των \$19,50 δις.

Κατά το 1997, η Μεγάλη Βρετανία παρέμεινε ο υψηλότερος στόχος εξαγοράς από τους ξένους αγοραστές, παρά το υψηλό επίπεδο του αγγλικού νομίσματος και την απόφαση της κυβερνήσεως να μη συμμετάσχει στον πρώτο γύρο της ONE. Μάλιστα, το Ηνωμένο Βασίλειο, με τις συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών που πέτυχε κατά τη διάρκεια του έτους αυτού (\$53,04 δις το 1997 από \$39,12 δις το 1996), πλησίασε πολύ και απείλησε την πρωτοκαθεδρία των ΗΠΑ ως ο πιο δημοφιλής παγκοσμίως προορισμός για διεθνείς αγορές. Η δεύτερη πιο δημοφιλής χώρα για τις ξένες επιχειρήσεις στην Ευρώπη κατά το 1997, παρέμεινε η Γαλλία, ενώ στην πιο κάτω θέση ακολούθησε η Γερμανία.

Κατά το 1997, το πιο σημαντικό γεγονός, το οποίο επηρέασε την μετέπειτα εξέλιξη του φαινομένου των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι η οικονομική κρίση που σημειώθηκε στη Ασία που επηρέασε το κύμα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Η Κίνα, η Μαλαισία και η Ιαπωνία παρουσίασαν σημαντική κάμψη όσον αφορά την προς τα έσω επενδυτική δραστηριότητα. Εξαίρεση στην περιοχή αυτή αποτέλεσαν το Χονγκ-Κονγκ, η Ινδονησία και η Νότιος Κορέα, που παρουσίασαν μια μικρή άνοδο κατά τη διάρκεια του έτους.

Τέλος ως αντιστάθμισμα της κρίσης που μάστιζε την Ασία, κατά το 1997, οι επιχειρήσεις έστρεψαν το ενδιαφέρον τους σε νέες αγορές, στο Μεξικό και στη Βραζιλία, με αποτέλεσμα να παρουσιάσουν διπλάσια και τριπλάσια άνοδο του φαινομένου, αντίστοιχα. Αυτό οφειλόταν κυρίως, στο ότι οι οικονομικοί αναλυτές παρακινούνταν από την οικονομική και πολιτική σταθερότητα, που επικρατούσε στις χώρες αυτές, σε συνδιασμό με τη φιλελεύθερη αγορά, που υπήρχε στις χώρες της Λατινικής Αμερικής και τις παρουσίαζαν ως αρκετά επωφελείς για επενδύσεις από τους ξένους επενδυτές.

Κατά το 1998, οι βρετανικές επιχειρήσεις έγιναν οι πρώτοι, σε παγκόσμια κλίμακα αγοραστές ξένων επιχειρήσεων, μια θέση που παραδοσιακά διατηρούσαν οι ΗΠΑ. Μάλιστα οι Βρετανικές επιχειρήσεις κατά την περίοδο αυτή άγγιξαν το ¼ της παγκόσμιας συνολικής διασυνοριακής δραστηριότητας. Οι ΗΠΑ λόγω της απώλειας της πρώτης θέσης στην παγκόσμια αγορά, κατέληξαν στο να γίνουν ο πλέον καθαρός πωλητής επιχειρησιακού ενεργητικού (corporate assets). Πρέπει να σημειωθεί ότι σημαντική δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών παρουσιάστηκε και στη Δυτική Ευρώπη (πέρα από την περίπτωση της Μεγάλης Βρετανίας), λόγω της επικείμενης ισχύος του Ευρώ, με πρωταγωνιστές τη Γαλλία, την Ολλανδία και το Βέλγιο.

Στην Ασία, οι αρνητικές συνθήκες που είχαν δημιουργηθεί από το προηγούμενο έτος, διατηρήθηκαν και κατά το 1998 με μοναδική εξαίρεση την Ιαπωνία που αύξησε τις προς τα έσω συγχωνεύσεις και εξαγορές από ξένους επενδυτικούς ομίλους επιχειρήσεων. Τέλος, από

τις νέες αγορές που προσφέρονταν για συγχωνεύσεις και εξαγορές η μόνη χώρα που διατήρησε και ενίσχυσε την παρουσία της ως η μεγαλύτερη αγορά συγχωνεύσεων και

εξαγορών στη Λατινική Αμερική ήταν η Βραζιλία, που διπλασίασε τις προς τα έσω συγχωνεύσεις και άρχισε να ελπίζει για μεγαλύτερη επιτυχία στο μέλλον.

Το 1999 ο όγκος της διασυνοριακής δραστηριότητας άγγιξε τα \$798 δις παρουσιάζοντας αύξηση της τάξης του 47% σε σχέση με το 1998 (\$541 δις). Η αναπάντεχη αυτή αύξηση οφειλόταν στη συνέχιση της συγχωνευτικής δραστηριότητας στην Ευρώπη και τη Βόρειο Αμερική, και στη βαθμιαία ανάκαμψη της Ασίας από την περίοδο της ύφεσης.

Κατά το έτος αυτό οι ΗΠΑ ήταν η κυρίαρχη χώρα στις διασυνοριακές συμφωνίες συνολικής αξίας \$293 δις. Οι κυριότερες συμφωνίες ήταν αυτές της Vodafone Group PLC (Μεγάλη Βρετανία) με την Airtouch Communications INC (ΗΠΑ) αξίας \$34,00 δις. Η μεγάλη Βρετανία το 1999 βρέθηκε στη δεύτερη θέση της παγκόσμιας κατάταξης με τη Σουηδία να ακολουθεί.

Μελετώντας κανείς τις συνθήκες που επικράτησαν κατά το 1999 παρατηρεί ότι ενώ η Ευρώπη και η Βόρειο Αμερική βρέθηκαν στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος ακολουθούμενες από χώρες τις Ασίας, οι αγορές των λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών (της Λατινικής Αμερικής της Κεντρικής και της Ανατολικής Ευρώπης) παρέμειναν «έρημες» παρόλο που οι επενδύσεις τόσο στη Λατινική Αμερική όσο και στην Κεντρική και την Ανατολική Ευρώπη αυξήθηκαν (από \$8 δις το 1998 σε \$12 δις το 1999 και από \$36 δις το 1998 σε \$39 δις το 1999 αντίστοιχα. Αυτό διότι οι ανυσηχίες των επενδυτών για την αξιοπιστία των αγορών αυτών δεν έχουν διαψευστεί.

Οι τομείς δραστηριότητας των επιχειρήσεων που προκάλεσαν το μεγαλύτερο ενδιαφέρον για το 1999 ήταν ο τομέας της παροχής τηλεφωνικών και ταχυδρομικών υπηρεσιών (με επενδύσεις αξίας \$159 δις), ο τομέας της χημικής βιομηχανίας (με επενδύσεις αξίας \$93 δις) ο τομέας της εξόρυξης πετρελαίου (με επενδύσεις αξίας \$75 δις), ο τομέας παροχής χρηματοοικονομικών και τραπεζικών υπηρεσιών (με επενδύσεις αξίας \$ 59 δις) και ο τομέας παροχής και διανομής ηλεκτρικού ρεύματος και αερίου (με επενδύσεις αξίας \$ 42 δις). Εξάλλου οι πιο δημοφιλείς τομείς συγχωνευτικής δραστηριότητας για όλη τη δεκαετία του 1990, σύμφωνα με τα δημοσιευμένα στοιχεία της PwC ήταν: 1) ο τομέας παροχής τηλεφωνικών και ταχυδρομικών υπηρεσιών (με επενδύσεις αξίας \$304 δις), 2) ο τομέας εξόρυξης πετρελαίου (με επενδύσεις αξίας \$ 254 δις) 3) ο τομέας χημικής βιομηχανίας (με επενδύσεις αξίας \$263 δις) και 4) ο τομέας παροχής χρηματοοικονομικών και τραπεζικών υπηρεσιών (με επενδύσεις αξίας 220 δις).

Κλείνοντας την παραπάνω ιστορική αναδρομή του φαινομένου των συγχωνεύσεων και εξαγορών πρέπει να σημειώσουμε ότι το φαινόμενο αυτό έχει φθάσει και στη χώρα μας, αν λάβει κανείς υπόψη τις πρόσφατες συγχωνεύσεις και εξαγορές ελληνικών επιχειρήσεων από

ξένα οικονομικά συγκροτήματα. Η έκταση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών που συντελούνται στην Ελλάδα δεν είναι δυνατό να εξακριβωθεί με ακρίβεια διότι δεν έχουν δημοσιευτεί τα απαραίτητα επίσημα οικονομικά στοιχεία. Μόνη ένδειξη για τη έκταση του φαινομένου αυτού στη χώρα μας αποτελούν οι δημοσιευμένες εξαγγελίες για πραγματοποιήσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών στα οικονομικού περιεχομένου έντυπα.

Ο δείκτης εντάσεως κεφαλαίου δείχνει να επηρεάζει αρνητικά την πιθανότητα εξαγοράς και αυτό γιατί είτε ο υπάρχων κεφαλαιακός εξοπλισμός θεωρείται απαξιωμένος είτε επειδή απαιτείται υψηλή δαπάνη συντήρησης αυτού. Η επιρροή είναι μεγαλύτερη στην περίπτωση που οι επιχειρήσεις αγοραστές έχουν πρόγραμμα αναδιάρθρωσης μετά την εξαγορά.

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η δραστηριότητα των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα άρχισε να αποκτά ενδιαφέρον από τα μέσα της δεκαετίας του '80 και έπειτα. Το μεγαλύτερο μέρος της ελληνικής οικονομίας αρχικά αποτελείτο από επιχειρήσεις οικογενειακού χαρακτήρα όπου οι ιδιοκτήτες της εταιρείας αποτελούσαν και τη διοίκησή της. Το τραπεζικό σύστημα ήταν αρκετά ελαστικό στη χορήγηση πιστώσεων, ενώ από την άλλη μεριά η κεφαλαιαγορά ήταν ασθενής. Μέσα σε ένα σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον και κάτω από τις συνθήκες που περιγράφηκαν, η οικονομία είχε τη δυνατότητα γρήγορων ρυθμών ανάπτυξης και οι επιχειρήσεις προέβαιναν σε επενδυτικά σχέδια με σχετικά χαμηλό κόστος.

Μετά την πετρελαϊκή κρίση του 1970, πολλές ελληνικές επιχειρήσεις με μεγάλο μέγεθος δανειακών κεφαλαίων απειλούνταν από τον κίνδυνο της πτώχευσης, ή περνούσαν στα χέρια κρατικών οργανισμών, με σκοπό τη διάσωσή τους που λίγες φορές είχε επιτευχθεί. Μετά την είσοδο της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Ένωση οι ελληνικές επιχειρήσεις βρέθηκαν αντιμέτωπες με έναν ισχυρό διεθνή ανταγωνισμό αλλά και με μια μεγάλη και συνεχώς διευρυνόμενη αγορά μέσα στην οποία ανταποκρινόμενοι στον ανταγωνισμό θα είχαν τη δυνατότητα μεγάλων περιθωρίων κέρδους. Η διεύρυνση των αγορών, ο διαρκώς αυξανόμενος ανταγωνισμός καθώς και η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών καθιστούσε σαφές ότι η παραδοσιακή οικογενειακή οργάνωση των επιχειρήσεων θα έπρεπε να δώσει τη θέση της σε σωστά εκπαιδευμένους managers που θα είχαν τις γνώσεις και τις δεξιότητες να στηρίξουν μια επιχείρηση σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον και να την οδηγήσουν στην ανάπτυξη και την κερδοφορία. Συνέπεια της πιο πάνω εξέλιξης ήταν η εμφάνιση των εξαγορών-συγχωνεύσεων στον ελλαδικό χώρο.

Στην έξαρση της δραστηριότητας συγχωνεύσεων –εξαγορών στην Ελλάδα η βιομηχανία τροφίμων και ποτών φάνηκε πως κατέλαβε σημαντική θέση που προσέλκυσε το ενδιαφέρον τόσο Ελλήνων όσο και ξένων επενδυτών, κατακτώντας το 60% των Ελλήνων επενδυτών και το 61% των ξένων. Ακολουθούν ο κλάδος των χημικών και ηλεκτρονικών και του ηλεκτρικού εξοπλισμού.

Σε σχετική μελέτη που έγινε από τη Λουρή Ελένη (1995) η οποία ασχολήθηκε με τη δραστηριότητα στο χώρο των εξαγορών-συγχωνεύσεων στην Ελλάδα κατά την περίοδο 1987-

1993 χρησιμοποιήθηκαν κάποιοι αριθμοδείκτες τόσο για τις επιχειρήσεις αγοραστές όσο και για τις επιχειρήσεις που εξαγοράστηκαν ή συγχωνεύθηκαν με σκοπό να προσδιοριστούν τα

χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων που αποτελούν και τις βασικές προϋποθέσεις προκειμένου να πραγματοποιηθεί η εξαγορά ή συγχώνευση.

Παρακάτω αναφέρονται οι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιήθηκαν στην εν λόγω μελέτη:

1. $LIQ = \text{Δείκτης ρευστότητας} = \text{Διαθέσιμο Ενεργητικό} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$

2. $ACT = \text{Δείκτης Δραστηριότητας} = \text{Πωλήσεις} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$

3. $EPr = \text{Δείκτης Μικτής Κερδοφορίας} = \text{Μικτά Κέρδη} / \text{Πωλήσεις}$

4. $NPr = \text{Δείκτης Καθαρής Κερδοφορίας} = \text{Καθαρά Κέρδη} / \text{Πωλήσεις}$

5. $DE = \text{Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης} = \text{Συνολικός Δανεισμός} / \text{Ίδια Κεφάλαια}$

6. $INV = \text{Δείκτης Ταχύτητας Κυκλ. Αποθεμάτων} = \text{Αποθέματα} / \text{Πωλήσεις}$

7. $\text{Δείκτης Εντάσεως Κεφαλαίου} = \text{Κεφάλαια} / \text{Εργασία}$

8. $MS = \text{Market Share} = \% \text{ συμμετοχή στις πωλήσεις του κλάδου}$

Για τις επιχειρήσεις τροφίμων ο δείκτης ρευστότητας ήταν μικρός για τις εξαγορασθείσες επιχειρήσεις (στόχους) γεγονός που δείχνει ότι οι επιχειρήσεις αυτές δεν είχαν επάρκεια κεφαλαίου κίνησης. Για τις ίδιες επιχειρήσεις ο δείκτης καθαρής κερδοφορίας ήταν υψηλός ενώ ταυτόχρονα είχαν μικρό δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Επομένως μπορούμε να πούμε ότι κατά μέσο όρο οι επιχειρήσεις στόχοι ήταν υγιείς. Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας των αποθεμάτων για τις εξαγορασθείσες επιχειρήσεις ήταν κατά το ήμισυ μικρότερος από τον αντίστοιχο των επιχειρήσεων που δεν εξαγοράστηκαν κάτι που σημαίνει είτε ότι διέθεταν καλύτερες μεθόδους διαχείρισης αποθεμάτων είτε ότι δεν είχαν επάρκεια αποθεμάτων. Από τους υπόλοιπους δείκτες το αποτέλεσμα που προέκυψε δείχνει ότι οι εξαγορασθείσες επιχειρήσεις ήταν μεγαλύτερες σε μέγεθος από τις μη εξαγορασθείσες τόσο από άποψη μεριδίου που κατείχαν στην αγορά τόσο και από άποψη απασχόλησης εργατικού

δυναμικού, ενώ ταυτόχρονα είχαν περισσότερα χρόνια λειτουργίας, τουλάχιστον αυτές που εξαγοράστηκαν από ξένους επενδυτές.

Στο χώρο των χημικών τα αποτελέσματα ήταν λίγο πιο περίπλοκα. Ο δείκτης δραστηριότητας ήταν υψηλότερος για τις εξαγορασθείσες επιχειρήσεις κάτι που σημαίνει πιθανώς μια προτίμηση σε επιχειρήσεις μεγαλύτερου μεγέθους. Από τη άλλη μεριά το αποτέλεσμα αυτό έρχεται σε αντίθεση με το χαμηλότερο δείκτη εντάσεως κεφαλαίου και την μικρότερη απασχόληση. Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης ήταν χαμηλότερος ενώ ο δείκτης καθαρής κερδοφορίας υψηλότερος για τις επιχειρήσεις που εξαγοράστηκαν κάτι που δείχνει μια προτίμηση στις ώριμες επιχειρήσεις.

Στις επιχειρήσεις ηλεκτρικών-ηλεκτρονικών εξοπλισμών ήταν ξεκάθαρη η μικρότερη ρευστότητα για τις εξαγορασθείσες επιχειρήσεις. Ο δείκτης δραστηριότητας καθώς και ο δείκτης καθαρής κερδοφορίας ήταν χαμηλότερος όπου σε συνδιασμό με τον υψηλότερο δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας των αποθεμάτων είναι ένδειξη άσχημης διαχείρισης-διοίκησης. Επιπλέον οι εξαγορασθείσες επιχειρήσεις φαίνεται πως είναι εντάσεως κεφαλαίου, κατέχουν σημαντικό μερίδιο αγοράς ενώ από την άλλη μεριά τα χρόνια λειτουργίας τους στον κλάδο δεν είναι πολλά.

Συμπερασματικά καταλήγουμε πως η συνολική εικόνα όπως αυτή προκύπτει από τους παραπάνω δείκτες, δεν είναι πολύ ξεκάθαρη. Σε γενικές γραμμές μπορούμε να πούμε πως όσο πιο μικρή είναι η ρευστότητα που έχει μία επιχείρηση τόσο πιο πιθανό είναι να αναζητά κάποιο συναίτερο ή αγοραστή έτσι ώστε να μπορέσει να περιορίσει το κόστος δανεισμού της.

Το μέγεθος των επιχειρήσεων που αποτελούν επιχειρήσεις στόχο είναι αμφιβόλου σημασίας τη στιγμή που επιδρά θετικά στις επιχειρήσεις τροφίμων αρνητικά στις επιχειρήσεις ηλεκτρονικών-ηλεκτρικών εξοπλισμών και αδιάφορο για τις επιχειρήσεις χημικών.

Ο δείκτης εντάσεως κεφαλαίου δείχνει να επηρεάζει αρνητικά την πιθανότητα εξαγοράς και αυτό είτε γιατί ο υπάρχων κεφαλαιακός εξοπλισμός θεωρείται απαξιωμένος είτε επειδή απαιτείται υψηλή δαπάνη συντήρησης αυτού. Η επιρροή είναι μεγαλύτερη στην περίπτωση που οι επιχειρήσεις αγοραστές έχουν πρόγραμμα αναδιάρθρωσης μετά την εξαγορά.

Σχετικά με τον δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων μπορούμε να πούμε πως όσο μικρότερος είναι τόσο πιο θετικά επηρεάζει μία εξαγορά και αυτό επειδή μεγάλη ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων για τους σύγχρονους τρόπους διοίκησης σημαίνει καλύτερη διαχείριση και χαμηλότερο κόστος.

Τέλος η ηλικία μιας επιχείρησης στο χώρο των τροφίμων δεν έχει ιδιαίτερη σημασία ενώ από την άλλη μεριά λειτουργεί αρνητικά για τις επιχειρήσεις ηλεκτρικών-ηλεκτρονικών

εξοπλισμών και θετικά για τις επιχειρήσεις χημικών όπου η ωριμότητα φαίνεται να επηρεάζει ιδιαίτερα τις επιχειρήσεις αγοραστές.

ΤΕΛΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Από τα αποτελέσματα της μελέτης αυτής συνάγεται ότι από τις ελληνικές επιχειρήσεις πιο επιρρεπείς σε εξαγορές είναι κυρίως αυτές που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας, που έχουν μεγάλο μέγεθος και είναι μικρής εντάσεως κεφαλαίου. Ο αγοραστής ή συναίτερος μπορεί να εκμεταλλευτεί αυτό το μέγεθος να χρησιμοποιήσει την υπάρχουσα παραγωγή τα δίκτυα διανομής ακόμα και τις πελατειακές σχέσεις για να προωθήσει το δικό του προϊόν το οποίο μπορεί να είναι συμπληρωματικό. Υπάρχει μια προτίμηση στις επιχειρήσεις μικρής εντάσεως κεφαλαίου γιατί μπορεί εύκολα να αντικατασθεί από νέες-σύγχρονες τεχνολογίες. Στην περίπτωση αυτή, αυτό που επιδιώκεται από τον αγοραστή είναι το άνοιγμα στην αγορά με μικρό κόστος ενώ για την εξαγορασθείσα επιχείρηση είναι μια λύση διάσωσης.

Γενικά η ανάλυση των εξαγορών συγχωνεύσεων στην Ελλάδα δίνει μία θετική εικόνα. Ασθενείς επιχειρήσεις καταφέρνουν τελικά να επιβιώσουν μέσω της εξαγοράς ή συγχώνευσης που με τη σειρά της υποδεικνύει αναδιάρθρωση και αύξηση της αποδοτικότητας της διοίκησης και παραγωγής.

Με επιτυχημένες επιχειρήσεις να αγοράζουν λιγότερο επιτυχημένες ή ασθενείς πέρα από την διάσωση των τελευταίων ανοίγονται δρόμοι ανάπτυξης και μεγαλύτερης κερδοφορίας για τις πρώτες. Θα πρέπει όμως στο σημείο αυτό να γίνει σαφές ότι προκειμένου για μία επιτυχημένη συνένωση ή εξαγορά απαιτούνται διαδικασίες με άλλα λόγια μία πολιτική. Η πολιτική αυτή θα πρέπει να είναι ρεαλιστική και να λαμβάνει υπόψη της τη διεθνή οικονομία καθώς και τους παράγοντες που την επηρεάζουν, τις ευκαιρίες αλλά και τους κανόνες του διεθνούς εμπορίου έτσι ώστε να επιτευχθεί ανάπτυξη της ελληνικής βιομηχανίας αλλά και της εθνικής οικονομίας γενικότερα. (Paper)

ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ -ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Το παρόν τμήμα της μελέτης αναφέρεται στα κίνητρα για τα οποία οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε συγχωνεύσεις-εξαγορές όπως αυτά προσεγγίζονται από σχετική βιβλιογραφία.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΚΛΙΜΑΚΑΣ

Οι οικονομίες κλίμακας παρατηρούνται όταν το μέσο κόστος ανά μονάδα παραγωγής ενός προϊόντος ή μιάς υπηρεσίας μειώνεται, ενώ αυξάνεται ο όγκος της παραγωγής του. Οι οικονομίες κλίμακας σχετίζονται συνήθως με τις οριζόντιες συγχωνεύσεις και αυτό διότι όταν ο όγκος της παραγωγής αυξάνει, η επιβάρυνση του σταθερού κόστους ανά παραγόμενη μονάδα προϊόντος ή υπηρεσίας μειώνεται και έτσι αυξάνονται τα περιθώρια κέρδους της επιχείρησης από τα προϊόντα αυτά.(15)

Οικονομίες κλίμακας όμως έχουν παρατηρηθεί τόσο σε κάθετες συγχωνεύσεις όσο και σε ανομοιογενείς συγχωνεύσεις. Στην περίπτωση των κάθετων συγχωνεύσεων, οι οικονομίες κλίμακας προκύπτουν συνήθως από την από κοινού χρήση των υπηρεσιών της κεντρικής διοίκησης (του μάρκετινγκ, του λογιστηρίου, του οικονομικού ελέγχου, κτλ.) ενώ στην περίπτωση των ανομοιογενών συγχωνεύσεων, οι οικονομίες κλίμακας προέρχονται από συνεργειακά οφέλη τα οποία πηγάζουν από την παραγωγή σειράς διαφορετικών προϊόντων.

ΣΥΝΕΡΓΕΙΑ

Η συνέργεια αποτελεί μία πολύ βασική μορφή υποκίνησης επιχειρήσεων για συγχώνευση καθώς πρωταρχικός τους στόχος είναι η αύξηση της αξίας της επιχείρησης που θα προκύψει μετά τη συγχώνευση. Έτσι αν οι επιχειρήσεις Α και Β συγχωνευθούν μεταξύ τους και συστήσουν μία νέα επιχείρηση Γ, και εάν η αξία της Γ είναι μεγαλύτερη από την αξία της Α και της Β ως ξεχωριστών οικονομικών οντοτήτων, αυτό σημαίνει ότι υπάρχει συνέργεια και ότι το σύνολο είναι μεγαλύτερο από το άθροισμα το μερών. Με άλλα λόγια, η συγχώνευση αυτή δημιουργεί κέρδος ή και επιμέρους ωφέλειες τόσο για τους μετόχους της επιχείρησης Α όσο και για τους μετόχους της επιχείρησης Β.

ΜΕΙΩΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ

Το κίνητρο αυτό για τη συγχώνευση ή την εξαγορά επιχειρήσεων παρατηρείται στις κάθετες συνήθως συγχωνεύσεις, όπου επιτυγχάνεται μείωση του κόστους παραγωγής, διευκολύνεται η διαδικασία διαχείρισης των αποθεμάτων και ο συντονισμός της παραγωγικής διαδικασίας, μειώνεται το κόστος της επικοινωνίας, καταργούνται οι διαπραγματεύσεις κατά την υπογραφή συμβάσεων ενώ διευκολύνεται η εφαρμογή της τεχνολογίας και της επιδεξιότητας που αναπτύχθηκαν σε άλλο παραγωγικό τομέα.¹³

ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ ΑΓΟΡΑΣ

Μία επιχείρηση μπορεί να θελήσει να εξαγοράσει μία άλλη μαζί με το πελατολόγιο καθώς και την επωνυμία της, προκειμένου να μεγαλώσει το μερίδιο αγοράς της. Αυτό διότι έτσι η επιχείρηση θα κερδίσει χρόνο, θα αποκτήσει έτοιμη πελατεία, θα ενισχύσει το όνομά της στην αγορά ως μάρκα (brand) και θα μειώσει τον υπάρχοντα ανταγωνισμό.

ΣΥΜΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ

Άλλο σύνηθες κίνητρο στις συγχωνεύσεις μικρών επιχειρήσεων με άλλες μεγάλες, μπορεί να αποτελέσει η διαθεσιμότητα κάποιων στοιχείων που έχει μία επιχείρηση και που μπορεί να μην διαθέτει κάποια άλλη η οποία τα έχει ανάγκη. Τέτοια στοιχεία είναι συνήθως κάποια μοναδική πατέντα ή κάποιο προϊόν που κατέχει μία μικρή επιχείρηση η οποία όμως από την άλλη μεριά δεν διαθέτει τους οικονομικούς πόρους και την υποδομή στο μάρκατινγκ που απαιτούνται για την εισαγωγή του προϊόντος στην αγορά και την εκμετάλλευση της πατέντας σε ευρεία κλίμακα. Τότε η μικρή επιχείρηση παρουσιάζει συγκριτικά πλεονεκτήματα στην τεχνολογία αλλά και μειονοκρήματα στην διοίκηση. Προκειμένου λοιπόν η μικρή επιχείρηση να προσπεράσει τις αδυναμίες αυτές, αποφασίζει και συνήθως προχωρεί σε συγχώνευση με μία μεγαλύτερη επιχείρηση που εμφανίζει ώριμη και πλήρη διοικητική οργάνωση, διότι η συγχώνευση των δύο εταιρειών μπορεί να οδηγήσει σε ευκαιρίες και οικονομικά οφέλη που καμία από τις δύο δεν θα μπορούσε μόνη της να πετύχει, αφού το κόστος θα ήταν δυσβάσταχτο, οι πόροι της ανεπαρκείς και η αναγκαία τεχνογνωσία ανύπαρκτη.⁽¹⁴⁾

ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η διαφορετική διοικητική αποτελεσματικότητα αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα κίνητρα συγχώνευσης ή εξαγοράς μεταξύ επιχειρήσεων, καθώς με αυτή, η διοίκηση των πόρων των εταιρειών που συμμετέχουν στο είδος αυτό συγκέντρωσης γίνεται πιο αποτελεσματική.

Πιο συγκεκριμένα, αν η διοίκηση της επιχείρησης Α είναι περισσότερο αποτελεσματική από τη διοίκηση της επιχείρησης Β, μετά την εξαγορά της Β από την Α, η διοικητική αποτελεσματικότητα της επιχείρησης Β θα αυξηθεί σε τέτοιο βαθμό, ώστε να φθάσει στο επίπεδο αποτελεσματικότητας της επιχείρησης Α διότι η επιχείρηση Β, μετά την εξαγορά, θα

βρίσκεται κάτω από την ίδια διοίκηση με την Α. Τέλος πρέπει να σημειωθεί ότι η διαφορετική διοικητική αποτελεσματικότητα συναντάται κυρίως ως κίνητρο συγχωνεύσεων ή εξαγορών μεταξύ επιχειρήσεων που ανήκουν είτε στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας (οριζόντιες συγχωνεύσεις) είτε σε συναφείς κλάδους με αυτόν που ανήκει η ανεπαρκώς διοικούμενη επιχείρηση.

ΑΥΞΗΜΕΝΗ ΔΑΝΕΙΟΛΗΠΤΙΚΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ

Η αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας αποτελεί ένα ακόμη κίνητρο για τη συγχώνευση ή εξαγορά επιχειρήσεων, επειδή βοηθά τις συνδιαζόμενες επιχειρήσεις να αυξήσουν έτσι την αξίας τους. Αυτό συμβαίνει διότι με τη συγχώνευση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων των οποίων οι ταμειακές ροές δεν συσχετίζονται τέλεια, μειώνεται ο κίνδυνος της επιχείρησης και η διασπορά αυτού γίνεται σε τέτοιο σημείο, ώστε να είναι μικρότερος από το άθροισμα των κινδύνων των δύο επιχειρήσεων όταν αυτές λειτουργούσαν ξεχωριστά.⁽¹⁵⁾ Αυτό συμβαίνει διότι όσο πιο μεγάλος είναι ο όγκος της συνδιαζόμενης οντότητας, τόσο μεγαλύτερη είναι η ασφάλεια που νιώθουν οι δανειστές αφού με τη συγχώνευση μειώνεται η πιθανότητα χρεοκοπίας καθεμιάς μεμονωμένα, με αποτέλεσμα οι δανειστές να επιτρέπουν στην προκύπτουσα οντότητα την επίτευξη υψηλότερων τόκων και μεγαλύτερων φορολογικών απαλλαγών.

ΑΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΤΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΑΠΑΛΛΑΓΕΣ

Το κίνητρο αυτό αναφέρεται στις πιθανές εκείνες φορολογικές απαλλαγές μιας επιχείρησης, που προέκυψαν λόγω συσσωρευμένων ζημιών αυτής σε προηγούμενες χρήσεις, και που εξαιτίας της αδυναμίας της να πραγματοποιήσει τα κέρδη που απαιτούνται για την ενεργοποίηση των φορολογικών απαλλαγών, αδυνατεί να κάνει χρήση αυτών. Στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση προκειμένου να εκμεταλλευτεί τις φοροαπαλλαγές αυτές, μπορεί να τις μεταβιβάσει σε μία άλλη επικερδή επιχείρηση μέσω συγχώνευσης με αυτή. Και αυτό διότι εάν συγχωνευτούν οι δύο επιχειρήσεις, η ζημιά της μιας θα αφαιρεθεί από τα κέρδη της άλλης και έτσι η ενοποιημένη επιχείρηση θα παρουσιάζει μικρότερο φορολογητέο εισόδημα και επομένως μικρότερες φορολογικές επιβαρύνσεις.(16)

ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΑΠΟΣΒΕΣΩΝ

Η αναπροσαρμογή των αποσβέσεων αποτελεί ένα σημαντικό κίνητρο για τη συγχώνευση ή την εξαγορά επιχειρήσεων, καθώς αναφέρεται στην αύξηση της βάσης πάνω στην οποία υπολογίζεται η απόσβεση των πάγιων στοιχείων της επιχείρησης. Η αύξηση αυτή προκύπτει όταν η τιμή που πληρώνει η εξαγοράζουσα επιχείρηση για τα πάγια περιουσιακά στοιχεία τα οποία υπόκεινται σε απόσβεση ξεπερνά τη λογιστική τους αξία. Στην περίπτωση αυτή, η επιχείρηση αναπροσαρμόζει τη βάση των αποσβέσεων των αγοραζόμενων παγίων στην αγοραία τους αξία και υπολογίζει τις αποσβέσεις σύμφωνα με την υψηλότερη αυτή

αξία. Αυτό έχει ως ποτέλεσμα, η μελλοντική φορολογική επιβάρυνση (μετά φόρων) της νέας επιχείρησης να είναι χαμηλότερη από το άθροισμα των φορολογικών υποχρεώσεων(μετά φόρων) των επιχειρήσεων ως χωριστών επιχειρησιακών οντοτήτων.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι η αναπροσαρμογή της βάσης πάνω στην οποία υπολογίζεται η απόσβεση των παγίων στοιχείων της επιχείρησης, δημιουργεί συχνά φορολογικά κέρδη για την εξαγοράζουσα επιχείρηση. Τα κέρδη αυτά προέρχονται συνήθως από δύο πηγές. Πρώτον από το ότι η εξαγοράζουσα επιχείρηση μπορεί να αναπροσαρμόζει την αξία των αγορασθέντων παγίων στην αντικειμενική τους αξία, όπως αυτή προσδιορίζεται από τη μεταβολή του πληθωρισμού και δεύτερον από το ότι η εξαγοράζουσα επιχείρηση μπορεί να αποσβαίνει και τη διαφορά μεταξύ της αγοραίας και της αντικειμενικής αξίας που συνιστά επιπρόσθετη αναπροσαρμογή και μπορεί να ωφελήσει ακόμα περισσότερο την ίδια.

ΑΠΟΚΤΗΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΣΕ ΤΙΜΗ ΧΑΜΗΛΟΤΕΡΗ ΑΠΟ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΟΥΣ

Το κίνητρο αυτό αναφέρεται στις περιπτώσεις όπου το κόστος αντικατάστασης των παγίων στοιχείων μιας επιχείρησης σε τρέχουσες τιμές είναι πολύ υψηλότερο από το κόστος κτήσης τους (ιστορικό κόστος), οπότε συμφέρει την επιχείρηση να αποκτήσει την πρόσθετη παραγωγική δυναμικότητα ή τις εγκαταστάσεις που απαιτούνται για την παραγωγή ενός προϊόντος, μέσω εξαγοράς ή συγχώνευσης μιας άλλης επιχείρησης που διαθέτει ήδη τις εγκαταστάσεις για την παραγωγή του προϊόντος αυτού.(17) Συνεπώς, όταν η τρέχουσα αξία του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης είναι μικρότερη από τη λογιστική της αξία, τότε η επιχείρηση αυτή είναι υποψήφια για πιθανή συγχώνευση.

ΓΡΗΓΟΡΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Ένα άλλο κίνητρο για συγχώνευση ή εξαγορά μεταξύ επιχειρήσεων είναι το κίνητρο της επίτευξης γρήγορης ανάπτυξης. Και αυτό διότι μία επιχείρηση συχνά επιθυμεί να αναπτυχθεί πιο γρήγορα, χρησιμοποιώντας εξωγενείς παράγοντες παρά με παράγοντες εσωτερικής ανάπτυξης. Έτσι, εξαγοράζοντας η επιχείρηση αυτή κάποια άλλη, μπορεί να πετύχει τη γρήγορη εξάπλωσή της σε νέα προϊόντα, νέες υπηρεσίες, νέες αγορές προϊόντων και να διευρύνει τα ήδη υπάρχοντα κανάλια διανομής και να ενισχύσει τη δομή και την οργάνωσή της εν γένει.

ΕΝΤΑΞΗ ΝΕΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ ΚΑΙ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΩΝ ΣΤΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Στόχοι κάθε αναπτυγμένης ή αναπτυσσόμενης επιχείρησης αποτελούν πάντα η ανάπτυξη και η ένταξη νέων προϊόντων στην παραγωγή της. Αυτό διότι μία μεγάλη επιχείρηση εξαγοράζοντας μία μικρότερη που είναι εξειδικευμένη σε έναν ορισμένο τομέα δραστηριότητας, η τεχνολογία και τεχνογνωσία της μικρής επιχείρησης θα περάσει στον έλεγχο της μεγάλης, η οποία θα αποφύγει την εξ'αρχής δημιουργία κατάλληλης υποδομής τόσο τεχνικής όσο και φυσικής για την εφαρμογή της καινούριας τεχνολογίας που μπορεί να οδογήσει σε οικονομίες κλιμακας, πετυχαίνοντας έτσι μείωση του κόστους παραγωγής της επιχείρησης.

ΕΠΕΚΤΑΣΗ ΤΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΣΕ ΝΕΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Η επέκταση της δραστηριότητας και των προϊόντων μίας επιχείρησης σε νέες αγορές αποτελεί συχνά ένα σημαντικό κίνητρο για τη συγχώνευση ή την εξαγορά επιχειρήσεων, καθώς με αυτό τον τρόπο οι τελευταίες καταφέρνουν να κάνουν τα προϊόντα τους γνωστά σε νέους καταναλωτές και πετυχαίνουν έτσι την κυκλοφορία τους σε ευρύτερη αγορά. Βέβαια τέτοιες συμφωνίες ή ενώσεις μεταξύ επιχειρήσεων δεν είναι εύκολες, καθώς οι συμφωνίες αυτές θα πρέπει να είναι σύμφωνες τόσο με το δίκαιο του ανταγωνισμού που ισχύει σε κάθε περίπτωση όσο και με το τι συμφέρει την ενδιαφερόμενη επιχείρηση.(18)

ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ

Το κίνητρο αυτό το οποίο αποτελεί συνέχεια αυτού της γρήγορης ανάπτυξης (που αναπτύχθηκε παραπάνω), ισχύει στις περιπτώσεις εκείνες, όπου μία επιχείρηση δεν διαθέτει τα αναγκαία μέσα για να αναπτυχθεί εσωτερικά ή ο κλάδος στον οποίο ανήκει χαρακτηρίζεται από πλεονάζουσα παραγωγική δυναμικότητα. (19) Στις περιπτώσεις αυτές, η επιχείρηση εκμεταλλεύομενη τα πλεονεκτήματα που προσφέρονται μέσω της συγκέντρωσης επιχειρήσεων, προχωρεί σε συγχώνευση με κάποια άλλη που αποτελεί και το αποτελεσματικότερο και συντομότερο μέσο για την επίτευξη διαφοροποίησης δεδομένης και της ιδιαίτερης σημασίας του χρόνου.(20)

ΕΜΠΟΔΙΑ ΣΤΗΝ ΕΙΣΟΔΟ ΝΕΩΝ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΩΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ

Η δύσκολη είσοδος νέων ανταγωνιστών στην αγορά αποτελεί συχνά ένα σημαντικό κίνητρο για τη συγχώνευση ή εξαγορά επιχειρήσεων. Πολλές φορές όμως η τακτική αυτή δεν αποδίδει καθώς οι επιχειρήσεις συχνά δεν είναι εντάσεως κεφαλαίου και τεχνολογίας αλλά είναι εντάσεως εργασίας. Αυτό σημαίνει ότι το εξειδικευμένο προσωπικό που εργάζεται σε μία μεγάλη επιχείρηση η οποία κατέχει πολύ μεγάλο μερίδιο αγοράς μπορεί να αποχωρήσει και να δημιουργήσει μία νέα και εξίσου ανταγωνιστική εταιρεία στον κλάδο και να διεκδικεί σημαντικό μερίδιο αγοράς.

ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΟΦΕΛΗ ΤΩΝ MANAGERS

Τα κίνητρα που αναλύθηκαν πιο πάνω συχνά δεν αποτελούν τους μόνους λόγους για τη συγχώνευση ή την εξαγορά επιχειρήσεων και αυτό διότι πολλά από τα διοικητικά στελέχη στις επιχειρήσεις αρέσκονται στο να αποκτούν περισσότερο έλεγχο σε άτομα ή επιχειρήσεις πολύ περισσότερο από το να διοικούν μικρές εταιρείες.(21) Βέβαια κανένας από τους managers δεν αποδέχεται κάτι τέτοιο πολλοί όμως μελετητές συγχωνεύσεων και εξαγορών

υποστηρίζουν ότι η απόκτηση εξουσίας παίζει πρωταρχικό ρόλο σε πολλές περιπτώσεις τέτοιου είδους συγκέντρωσης επιχειρήσεων.

Εκτός από την ανάγκη απόκτησης ελέγχου και εξουσίας των διοικούντων, έχει παρατηρηθεί ότι και οι υψηλές αποδοχές καθώς και οι πρόσθετες αμοιβές σχετίζονται με το μέγεθος της επιχείρησης. Αυτό σημαίνει ότι όσο μεγαλύτερη είναι η επιχείρηση τόσο

υψηλότερες και οι αποδοχές των διοικητικών υπαλλήλων των ανώτατων διοικητικών κλιμακίων. Συνεπώς και τα μισθολογικά πλεονεκτήματα αποτελούν κίνητρο για την παρακίνηση των διοικούντων προς συγχώνευση ή εξαγορά επιχειρήσεων η οποία με τη σειρά της θα αυξήσει το μέγεθος τον πλούτο και την ανάπτυξη της επιχείρησης καθώς και το προσωπικό γόητρο των διοικούντων.(22)

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

Κατόπιν της παρουσίασης της θεωρητικής προσέγγισης του θέματος και των αποτελεσμάτων των ερευνών που έχουν γίνει τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό, στο τμήμα αυτό θα γίνει μία προσπάθεια διερεύνησης των κινήτρων και των οφελειών που απορρέουν από τις εξαγορές-συγχωνεύσεις μέσα από την ανάλυση της χρηματοοικονομικής τους κατάστασης, των αδύνατων και δυνατών χρηματοοικονομικών χαρακτηριστικών τόσο των επιχειρήσεων αγοραστών όσο και των επιχειρήσεων στόχων που κατά περίπτωση μπορεί να αποτελούν ευκαιρίες ή απειλές και που ενδεχομένως να τους οδηγούν στην απόφαση συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Δεδομένης της ιδιαίτερης σημασίας που έχει για την Ελληνική οικονομία ο χώρος της υδατοκαλλιέργειας και της ιδιαίτερης ανάπτυξής του την τελευταία δεκαετία, ως αντικείμενο της έρευνας επιλέχθηκε ο κλάδος των επιχειρήσεων ιχθυοκαλλιέργειας. Θεωρείται επομένως σκόπιμο πριν προχωρήσουμε στην μεθοδολογία και την διεκπαιρέωση της έρευνας να κάνουμε μία σύντομη αναφορά στον κλάδο αυτό.

Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΗΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΣ

Ο κλάδος της ιχθυοκαλλιέργειας έχει παρουσιάσει ιδιαίτερη ανάπτυξη την τελευταία δεκαετία καταλαμβάνοντας έτσι σημαντική θέση στην Ελληνική οικονομία. Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα δεδομένα οι ελληνικές ιχθυοκαλλιέργειες έχουν φθάσει να παράγουν το 50% της ευρωπαϊκής παραγωγής σε τσιπούρα και λαυράκι ενώ οι εξαγωγές ξεπερνούν το 70% και το συνάλλαγμα που εισρέει στη χώρα αποτιμάται στα 250 δις δραχμές ετησίως.

Το 1999 λειτούργησαν 883 μονάδες υδατοκαλλιέργειας, έναντι 724 μονάδων το 1996. Η μεταβολή αυτή οφείλεται στην αύξηση των μονάδων θαλάσσιας καλλιέργειας (μυδοκαλλιέργειας και πάχυνσης τσιπούρας - λαβρακίου). Οι μονάδες πάχυνσης τσιπούρας και λαβρακίου ανήλθαν σε 266 το 1999, έναντι 205 το 1996. Οι μονάδες αυτές μπορεί να χωριστούν σε δύο κατηγορίες: (α) στις καθετοποιημένες μονάδες, οι οποίες είναι και οι μεγαλύτερες του κλάδου και (β) στις απλές μονάδες που δραστηριοποιούνται μόνο στην πάχυνση των ψαριών.

Το 35% των μονάδων πάχυνσης τσιπούρας - λαβρακίου συγκεντρώνεται στην περιοχή της Στερεάς Ελλάδας, το 14,1% στην Εύβοια, το 13,9% στην Πελοπόννησο, το 10,4% στα

Νησιά Αιγαίου, το 9% στην Ήπειρο, το 8,2% στα Δωδεκάνησα και το υπόλοιπο 10% στις υπόλοιπες περιοχές της χώρας.

Η συνολική απασχόληση στους διάφορους κλάδους υδατοκαλλιέργειας το 1999 ανέρχεται σε 2.780 άτομα. Από αυτά το 78,4% απασχολείται στις θαλάσσιες καλλιέργειες, το 11% στις καλλιέργειες υφάλμυρων νερών και το 10,5% στις καλλιέργειες γλυκών νερών. Η απασχόληση στις θαλάσσιες καλλιέργειες εμφανίζει άνοδο σε αντίθεση με τους άλλους δύο τομείς.

Ο κλάδος των θαλάσσιων ιχθυοκαλλιεργειών (τσιπούρας - λαβρακίου) μπορεί να χαρακτηριστεί εντάσεως πρώτων υλών, αφού ο γόνος και οι ιχθυοτροφές συμμετέχουν σε ποσοστό 51% στη διαμόρφωση του συνολικού κόστους.

Η συνολική παραγωγή προϊόντων υδατοκαλλιέργειας ανήλθε σε 84,7 χιλιάδες τόννους το 1999 σημειώνοντας αύξηση με ρυθμό της τάξης του 26,6% ετησίως από το 1995. Η συνολική αξία της παραγωγής έφτασε σχεδόν τα 83 δισ. δρχ. το 1998 αυξημένη κατά 32,3% ετησίως.

Η κυριότερη κατηγορία των ειδών υδατοκαλλιέργειας είναι τα ψάρια, με μερίδιο 75,1% επί της συνολικής ποσότητας παραγωγής το 1999. Σε όρους αξίας το μερίδιο των ψαριών αυξάνεται, φτάνοντας στο 97,7% της συνολικής αξίας όλων των ειδών το 1998.

Οι τσιπούρες και τα λαβράκια συμμετέχουν με περισσότερο του 91% στη συνολική παραγωγή ψαριών ιχθυοκαλλιέργειας. Το 1999 η παραγωγή τσιπούρας έφτασε τους 33,5 χιλιάδες τόννους, σημειώνοντας αύξηση κατά 36,7% ετησίως από το 1995, ενώ η παραγωγή λαβρακίου έφτασε τους 24,4 χιλιάδες τόννους, αυξημένη κατά 26,5% ετησίως.

Από τα υπόλοιπα είδη, η παραγωγή πέστροφας ανήλθε σε 1,9 χιλιάδες τόννους το 1999 σημειώνοντας αύξηση κατά 9,3% ετησίως. Ωστόσο η συμμετοχή της πέστροφας στη συνολική παραγωγή ψαριών έχει μειωθεί από το 1995 φτάνοντας στο 3,1% το 1999. Η παραγωγή σολωμού παραμένει σε πολύ μικρά επίπεδα και παρουσιάζει μικρή άνοδο, ενώ άνοδο παρουσιάζει ο σαργός και τα λοιπά ψάρια. Η παραγωγή κέφαλων, κυπρίνων και χελιών σημείωσε πτώση.

Διαχρονικά έχουν επέλθει μεταβολές στη σύνθεση της παραγωγής ψαριών. Το μερίδιο της τσιπούρας έφτασε το 52,7% το 1999, από 43,4% το 1995, ενώ το μερίδιο του λαβρακίου έχει μειωθεί από 43,1% το 1995 σε 38,4% το 1999. Μείωση παρατηρείται στο μερίδιο της πέστροφας και αύξηση στο μερίδιο των λοιπών ψαριών.

Οι προοπτικές όσον αφορά την εξέλιξη της παραγωγής τσιπούρας - λαβρακίου είναι ιδιαίτερα ευνοϊκές. Αναμένεται τα επόμενα χρόνια (μέχρι το 2005) αύξηση της παραγωγής τσιπούρας - λαβρακίου με ρυθμό 10,6% ετησίως.

Η αύξηση της παραγωγής θα εξαρτηθεί ως ένα βαθμό και από τις ενέργειες των επιχειρήσεων με σκοπό τη διείσδυση σε νέες αγορές καθώς και τη διεύρυνση των υφιστάμενων. Αν οι ενέργειες είναι επιτυχείς θα ωθήσουν τη ζήτηση με συνέπεια να αναμένεται αύξηση της παραγωγής. Επίσης, η έρευνα και ανάπτυξη νέων ειδών και η επέκταση σε άλλες σχετικές δραστηριότητες, όπως η μεταποίηση ιχθυηρών, αναμένεται να επηρεάσει δυναμικά το μέγεθος της ζήτησης των προϊόντων του κλάδου με ανάλογες συνέπειες και στην πλευρά της παραγωγής. Στα προηγούμενα σημαντικό ρόλο θα έχει και η εξέλιξη στην παραγωγική δυναμικότητα των επιχειρήσεων ώστε να μπορεί να καλυφθεί η μελλοντική ζήτηση.

Πίνακας 2
Παραγωγή Τσιπούρας - Λαβρακίου (1990-2000)
(ποσότητα σε τόννους)

	ΠΟΣΟΤΗΤΑ	% ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1990	1.600	
1991	2.500	56,3
1992	6.000	140,0
1993	8.500	41,7
1994	13.000	52,9
1995	17.500	34,6
1996	21.000	20,0
1997	27.000	28,6
1998	36.000	33,3
1999	48.000	33,3
2000	56.000	16,7
ΜΕΡΜ 1990-2000	42,69%	

Πηγή: ΣΕΘ

Σύμφωνα, λοιπόν, με τα στοιχεία του ΣΕΘ, η παραγωγή τσιπούρας λαβρακίου σημείωσε αύξηση με ετήσιο ρυθμό 42,6% την περίοδο 1990-2000 (Πίνακας 2) Ο ρυθμός μεταβολής ήταν ιδιαίτερα υψηλός τα πρώτα χρόνια ανάπτυξης του κλάδου γεγονός που κρίνεται φυσιολογικό, αφού η παραγωγή στις αρχές της δεκαετίας βρισκόταν σε πολύ χαμηλά επίπεδα (1600 τόννοι το 1990). Με την είσοδο στον κλάδο νέων επιχειρήσεων, την ομαλοποίηση στις

αγορές πρώτων υλών, και τη βελτίωση της τεχνολογίας και της τεχνογνωσίας η παραγωγή αυξήθηκε με υψηλούς ρυθμούς και σταδιακά μειώθηκε το ποσοστό της αργούσας

παραγωγικής δυναμικότητας των μονάδων. Μετά το 1994 παρατηρείται μια μικρή κάμψη του ρυθμού αύξησης της παραγωγής, ωστόσο η παραγωγή σε απόλυτα μεγέθη αυξάνεται συνεχώς μέχρι και το 2000.

Η παραγωγή τσιπούρας - λαβρακίου ακολούθησε έντονο ρυθμό ανάπτυξης και στο σύνολο της μεσογειακής παραγωγής την τελευταία δεκαετία ο οποίος ξεπέρασε το 34% και η παραγωγή το 2000 ξεπέρασε τους 107 χιλ. τόννους, έναντι 5,6 χιλ. τόννων το 1990 (Πίνακας 3). Στην εξέλιξη αυτή κυρίαρχη θέση κατέχει η Ελλάδα, με την παραγωγή τσιπούρας και λαβρακίου να αυξάνεται με ρυθμό 42,7% ετησίως από το 1990, φτάνοντας τους 56 χιλ. τόννους το 2000. Η παραγωγή αυτή της δίνει την πρώτη θέση στη Μεσόγειο με μερίδιο 52% επί της συνολικής παραγωγής το 2000. Στη δεύτερη θέση βρίσκεται η Ιταλία με μερίδιο 14,3% και ακολουθεί η Τουρκία με 13%, η Ισπανία με 10,3%, η Γαλλία με 4,5%, Πορτογαλία με 2,4%, η Μάλτα με 2% και η Κύπρος με 1,5%. Στο Διάγραμμα 6.1 εμφανίζεται η διαχρονική εξέλιξη των μεριδίων των κύριων χωρών παραγωγής, όπου διαπιστώνεται ότι η Ελλάδα από το 1991 κατέχει σταθερά την πρώτη θέση στη Μεσόγειο και μάλιστα με συνεχή ενίσχυση του μεριδίου της.

Πίνακας 3
Παραγωγή Τσιπούρας - Λαβρακίου στη Μεσόγειο

(ποσότητα σε τόννους)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	ΜΕΡΜ
ΕΛΛΑΔΑ	1.600	2.500	6.000	8.500	13.000	17.500	21.000	27.000	36.000	48.000	56.000	42,7%
ΙΣΠΑΝΙΑ	600	1.200	2.000	2600	3.200	3.950	5.400	6.360	7.738	9.345	11.052	33,8%
ΙΤΑΛΙΑ	1.900	2.500	2.900	3400	4.000	5.200	6.900	7.800	9.800	11.858	15.440	23,3%
ΓΑΛΛΙΑ	380	600	1.200	2400	3.200	3.600	3.700	2.650	3.750	4.190	4.840	29,0%
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	100	300	380	500	700	1.050	1.250	2.600	2.900	2.457	2.629	38,7%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΕ	4.580	7.100	12.480	17.400	24.100	31.300	38.250	46.410	60.188	75.850	89.961	34,7%
ΤΥΝΗΣΙΑ	330	450	500	650	700	300	400	500	-	-	-	-
ΤΟΥΡΚΙΑ	180	250	1.200	1.500	7.500	9.500	12.000	15.000	12.500	13.527	14.023	54,6%
ΜΑΡΟΚΟ	80	200	300	470	600	1.000	1.200	1.300	-	-	-	-
ΚΥΠΡΟΣ	50	60	70	170	210	300	750	900	1.034	1.618	1.603	41,4%
ΚΡΟΑΤΙΑ	400	400	-	300	1.200	1.600	1.050	2.000	2.000	-	-	-
ΜΑΛΤΑ	-	-	-	300	1.300	1.400	1.500	2.500	1.700	2.100	2.100	-
ΙΣΡΑΗΛ	-	-	-	-	-	-	1.000	1.400	1.630	2.200	-	-
ΛΟΙΠΕΣ ΧΩΡΕΣ	-	-	100	100	100	200	300	-	-	-	-	-
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΣΟΓΕΙΟΥ	5.620	8.460	14.650	20.890	35.710	45.600	56.450	70.010	79.052	95.295	107687	34,4%

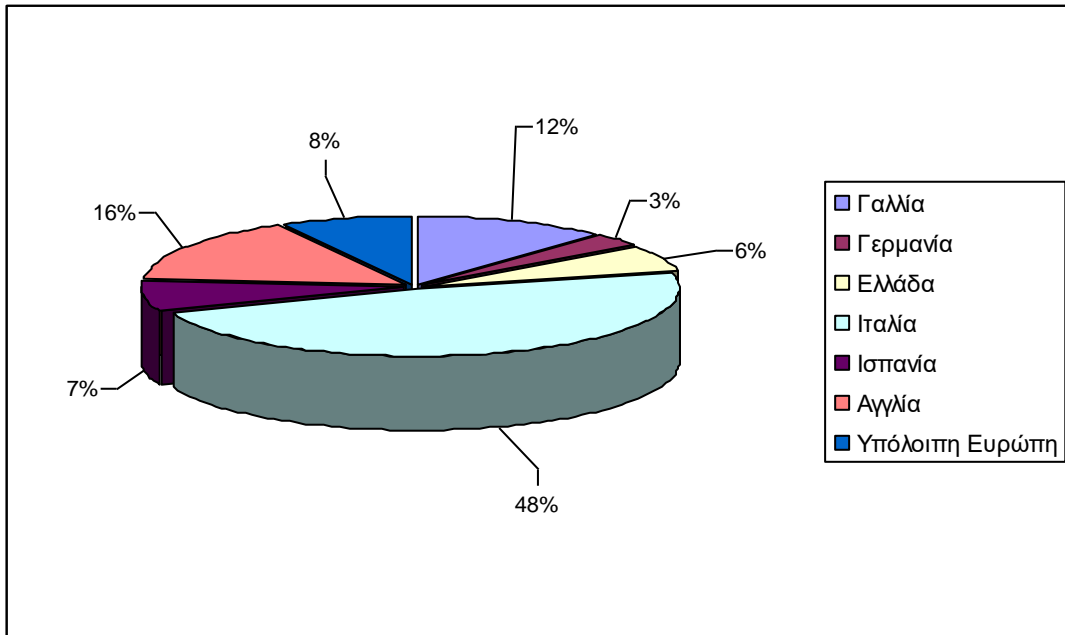
Πηγή: ΣΕΘ -FEAP

Είναι επίσης διεθνώς αναγνωρισμένο ότι οι ελληνικές ιχθυοκαλλιέργειες παράγουν προϊόντα υψηλής διατροφικής αξίας. Σήμερα στον κλάδο υπάρχουν 35 καθετοποιημένες επιχειρήσεις που διαθέτουν ιχθυογεννητικό σταθμό και μονάδα πάχυνσης σε κλωβούς, ενώ ορισμένες διαθέτουν και συσκευαστήρια. Επίσης είναι αξιοσημείωτο ότι ελάχιστες από τις επιχειρήσεις θαλάσσιας ιχθυοκαλλιέργειας ανήκουν ολικά ή μερικά σε ξένους επιχειρηματίες.

Ένα σημαντικό μέρος της ζήτησης τσιπούρας - λαβρακίου προέρχεται από το εξωτερικό, όπως αναφέρθηκε και στην αρχή του κεφαλαίου. Σύμφωνα με στοιχεία του ΣΕΘ, που αναφέρονται στο πρώτο εξάμηνο του 2000, η κυριότερη αγορά για την ελληνική τσιπούρα ήταν η Ιταλία με μερίδιο 38% και ακολουθούν η Ελλάδα με 27%, η Γαλλία με 12%, η Ισπανία με 11%, η Αγγλία και η Γερμανία με μερίδιο 3% αντίστοιχα και χώρες της υπόλοιπης Ευρώπης με 6%. Οι ίδιες χώρες αποτελούν και τις κυριότερες αγορές ελληνικού λαβρακίου, τα μερίδιά τους όμως διαφοροποιούνται. Η Ιταλία παραμένει η μεγαλύτερη αγορά - με αυξημένο μερίδιο σε σχέση με τη τσιπούρα - που φτάνει το 48% και ακολουθούν η Αγγλία με 16%, η Γαλλία με 12%, η Ισπανία με 7%, η Ελλάδα με 6%, η Γερμανία με 3% και χώρες της υπόλοιπης Ευρώπης με 8% (Διάγραμμα 1-2)

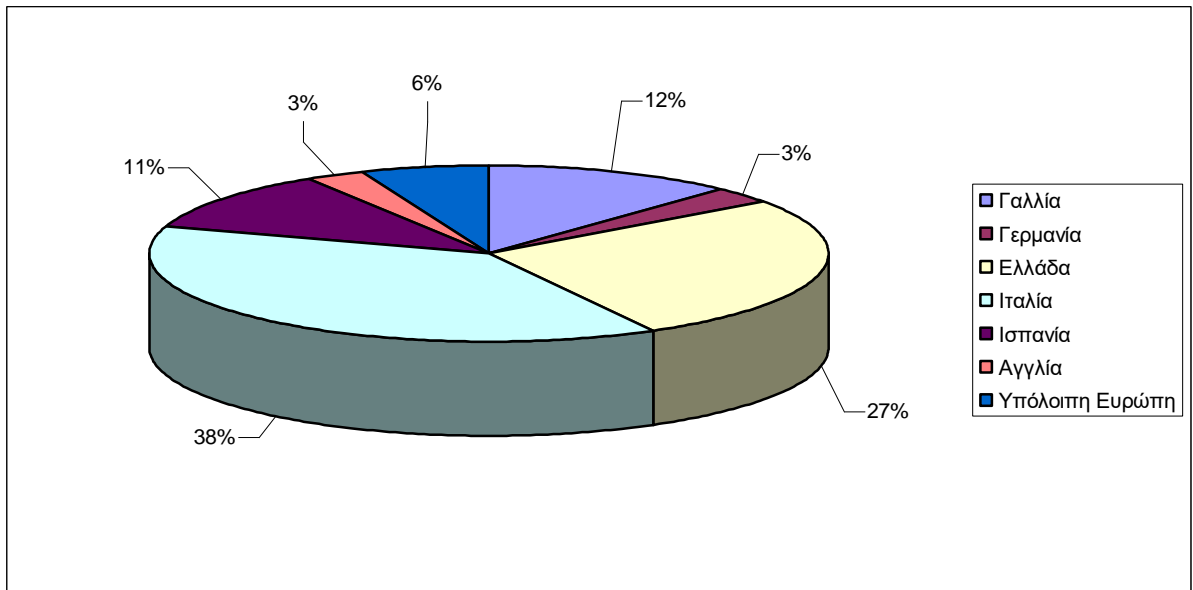
Διάγραμμα 1

Κυριότερες αγορές Ελληνικού Λαβρακίου(Α' Εξάμηνο 2000)



Διάγραμμα 2

Κυριότερες Αγορές Ελληνικής Τσιπούρας(Α' Εξάμηνο 2000)



Κατά το έτος 2000 αλλά και 2001 οι επιχειρήσεις του κλάδου κινήθηκαν έντονα στο χώρο των εξαγορών-συγχωνεύσεων κάτι που σύμφωνα με τις τάσεις που επικρατούν μέχρι σήμερα οδηγεί σταδιακά τον κλάδο σε ολιγοπωλιακό καθεστώς. Ο βαθμός συγκέντρωσης(CR4) του κλάδου κατά το 2000 ήταν της τάξης του 36% από 31% που ήταν το 1996 με αυξητικές τάσεις για το 2001. Οι αλλαγές των διατροφικών συνηθειών διεθνώς (μεταστροφή σε υγιεινά προϊόντα) είχαν ενισχύσει από τις αρχές της προηγούμενης δεκαετίας τη ζήτηση ψαριών. Το γεγονός αυτό σε συνδιασμό με τις υψηλές επιδοτήσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης συνέβαλλαν στην ταχύτατη ανάπτυξη του κλάδου των ιχθυοκαλλιεργειών κάτι στο οποίο συνέβαλαν σημαντικά και οι ευνοϊκές κλιματολογικές συνθήκες της χώρας μας. Οι συμμαχίες μεταξύ των επιχειρήσεων και η δημιουργία ομίλων ιχθυοκαλλιεργειών αποτελεί βασική προϋπόθεση για την άντληση των σημαντικών κεφαλαίων που απαιτούνται για τον εκσυγχρονισμό των μικρών μονάδων και την ενίσχυση των εξαγωγών. Το σχέδιο περιφερειακής ανάπτυξης και το πρόγραμμα αλιείας για το 2000-2006 που έχει διαμορφωθεί από την ελληνική κυβέρνηση στον τομέα των θαλάσσιων ιχθυοκαλλιεργειών προβλέπεται να αξιοποιηθεί με τέτοιο τρόπο ώστε να συμβάλλει στην εδραίωση της ελληνικής θαλάσσιας ιχθυοκαλλιέργειας ως κύριας αναπτυξιακής δραστηριότητας του πρωτογενούς τομέα και την περαιτέρω ενίσχυσή της στο πλαίσιο των διαμορφούμενων συνθηκών της παγκόσμιας αγοράς αλιευτικών προϊόντων και τροφίμων.

ΣΕΘ-IOBE

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

Στο τμήμα αυτό της μελέτης επιδιώκεται η διαπίστωση, από χρηματοοικονομικής απόψεως, των οφελειών που προκύπτουν από τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές με βάση την ανάλυση της χρηματοοικονομικής κατάστασης ενός δείγματος επιχειρήσεων από το χώρο της ιχθυοκαλλιέργειας που προέβησαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές για μία συγκεκριμένη περίοδο ετών(1995-2000). Το δείγμα αυτό αποτελείται αφενός από τις τέσσερις επιχειρήσεις ιχθυοκαλλιέργειας οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και που στο εξής θα τις ονομάζουμε επιχειρήσεις ‘αγοραστές’ καθώς προέβησαν στην εξαγορά άλλων μικρότερου μεγέθους επιχειρήσεων, και αφετέρου από μικρότερες επιχειρήσεις που αποτέλεσαν το αντικείμενο της συγχώνευσης η εξαγοράς και που στο εξής θα τις ονομάζουμε επιχειρήσεις ‘στόχους’.

Στον παρακάτω πίνακα γίνεται ο διαχωρισμός του συνολικού δείγματος στις επιχειρήσεις αγοραστές και στις επιχειρήσεις στόχους.

Πίνακας 4

	ΝΗΡΕΑΣ ΙΧΘ/ΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε	ΙΧΘ/ΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε	SEAFARM IONIAN Α.Ε	ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ Α.Ε
1996	- ΘΕΤΙΣ Α.Ε 100% - ΟΙΝΟΥΣΕΣ Α.Ε 72,5%			
1997		- EUROFISH-ΑΣΤΑΡΤΗ Α.Ε 61,6%	- PERCO ΙΧΘ/ΓΕΙΕΣ Α.Ε 75% -ΙΧΘΥΟ ΕΛ.ΘΑΛ.ΚΑΛ/ΓΕΙΕΣ 97%	
1998		- ΤΡΙΤΩΝ 100%		
1999			SEAFARM ΚΑΛΑΜΟΣ Α.Ε 94,8%	-ΙΧΘ/ΦΕΙΑ ΑΓ.ΘΩΜΑ ΠΡΕΒΕΖΑΣ 100% -ΙΧΘ/ΦΕΙΑ ΚΑΒΟ ΝΤΟΡΟ 100% -RIOPECA(Συγχώνευση)

Η μεθοδολογία στην οποία βασίστηκε το εμπειρικό τμήμα της μελέτης χωρίζεται σε δύο στάδια. Στο πρώτο στάδιο μελετάται η χρηματοοικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων αγοραστών και των επιχειρήσεων στόχων πριν την εξαγοραστική δραστηριότητα, ενώ στο δεύτερο στάδιο γίνεται η ίδια ανάλυση με βάση τα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων αγοραστών και των επιχειρήσεων στόχων μετά την εξαγοραστική δραστηριότητα. Η χρηματοοικονομική αυτή ανάλυση γίνεται με την χρησιμοποίηση αντιπροσωπευτικών αριθμοδεικτών, αριθμοδεικτών που δίνουν μία εικόνα σχετικά με την ρευστότητα, την αποδοτικότητα την δραστηριότητα και ανάπτυξη καθώς και την κερδοφορία μίας επιχείρησης για τους οποίους γίνεται εκτενέστερη ανάλυση σε επόμενο τμήμα της μελέτης.

Συγκεκριμένα η πορεία της ανάλυσης έχει ως εξής:

i) αρχικά γίνεται ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών για κάθε μία επιχείρηση με βάση τις οικονομικές τους καταστάσεις πριν και μετά την εξαγοραστική δραστηριότητα.

ii) Στη συνέχεια θα υπολογιστούν περιγραφικές στατιστικές παράμετροι των παραπάνω δεικτών και συγκεκριμένα ο μέσος αριθμητικός (μ) η διακύμανση/τυπική απόκλιση τετραγώνου (σ^2/σ) καθώς και ο συντελεστής μεταβλητικότητας (v) έτσι ώστε να σχηματιστεί μία συνολική εικόνα σχετικά με τις δύο κατηγορίες επιχειρήσεων που εξετάζουμε, τις επιχειρήσεις αγοραστές, τις επιχειρήσεις στόχους και το σύνολο του δείγματος. Όσο μικρότερος είναι ο συντελεστής μεταβλητικότητας τόσο πιο συγκεντρωμένες είναι οι τιμές γύρω από τον αριθμητικό τους μέσο. Κατ'επέκταση ο μέσος που συνοδεύεται και από μικρότερο συντελεστή μεταβλητικότητας είναι και πιο αξιόπιστος αφού φανερώνει ότι υπολογίστηκε από τιμές που δεν διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους. Εδώ θα πρέπει επίσης να σημειώσουμε ότι εκείνο που χαρακτηρίζει το μέσο αριθμητικό είναι ότι επηρεάζεται από ακραίες τιμές γι' αυτό και είναι αναγκαίο να εξετάζουμε και το συντελεστή μεταβλητικότητας ως μέτρο σχετικής διασποράς.

Με βάση τα στοιχεία των πιο πάνω υπολογισμών θα είμαστε πλέον σε θέση να βγάλουμε κάποια συμπεράσματα σχετικά με τα οφέλη που αποκόμισαν τόσο οι επιχειρήσεις αγοραστές όσο και οι επιχειρήσεις στόχοι μετά την εξαγορά και να συγκρίνουμε αυτά με την θεωρητική προσέγγιση του θέματος.

Σημειώσεις: 1) Οι περιπτώσεις εξαγορών που εξετάζονται στην μελέτη αυτή είναι οριζόντιες εξαγορές.

2) Πηγές άντλησης των στοιχείων υπήρξαν οι δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών.

ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Οι χρήση αριθμοδεικτών αποτελεί μία από τις πιο διαδεδομένες και δυναμικές μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης που βοηθούν στην ερμηνεία των οικονομικών στοιχείων μιας επιχείρησης και του τρόπου με τον οποίο τα στοιχεία αυτά σχετίζονται μεταξύ τους, δίνοντας έτσι σημαντική πληροφόρηση στην μελέτη-έρευνα κάθε κατηγορίας ενδιαφερομένων όπως μπορεί να είναι οι επενδυτές, οι πιστωτές αλλά και η ίδια η επιχείρηση στην διαδικασία λήψεως αποφάσεων. Για το σκοπό αυτής της μελέτης χρησιμοποιήθηκαν αντιπροσωπευτικοί αριθμοδείκτες που μπορούν να θεωρηθούν ιδιαίτερα σημαντικοί για την εξαγωγή των συμπερασμάτων της μελέτης αυτής, συμπεράσματα που θα πρέπει να είναι συγκρίσιμα με τα προηγούμενα τμήματα της μελέτης .

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι αριθμοδείκτες αυτοί καθώς και ο τρόπος υπολογισμού τους.

Πίνακας 5

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ	ΤΥΠΟΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ
Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας	Διαθέσιμα+Απαιτήσεις+Αποθέματα
	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας	Διαθέσιμα + Απαιτήσεις
	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων	Καθαρά Κέρδη Εκμ/σης+Χρημ/κά Έξοδα
	Συνολικά Απασχολούμενα Κεφάλαια
Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου	Μικτό Αποτέλεσμα Εκμ/σης
	Καθαρές Πωλήσεις
Αριθμοδείκτης Λειτουργικών Εξόδων/Πωλήσεις	Λειτουργικά έξοδα
	Πωλήσεις
Αριθμοδείκτης Ιδίων/Συνολικά Κεφάλαια	Ίδια Κεφάλαια
	Συνολικά Κεφάλαια
Αριθμοδείκτης Ανάπτυξης Παγίων	Αναπόσβεστη Αξία Παγίων
	Συνολικά Κεφάλαια
Αριθμοδείκτης Τιμής/Κέρδη ανά Μετοχή	Τιμή Μετοχής/Κέρδη ανά Μετοχή

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ 1) Κατά τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών Γενικής και Ειδικής Ρευστότητας στα διαθέσιμα συμπεριλαμβάνονται και τα εισηγμένα στο χρηματιστήριο χρεόγραφα και γενικά τα ισοδύναμα με μετρητά στοιχεία.

2) Κατά τον υπολογισμό του αριθμοδείκτη ανάπτυξης των παγίων στοιχείων μίας επιχείρησης δε συμπεριλαμβάνονται τα οικόπεδα και τα γήπεδα λόγω της αναπροσαρμογής της αξίας τους που πιθανόν να αλοίωνε τη συνολική εικόνα του δείκτη.

3) Στα λειτουργικά έξοδα συμπεριλαμβάνεται και το κόστος πωληθέντων.

Στο σημείο αυτό της μελέτης κρίνεται σκόπιμο να γίνει μία σύντομη ανάλυση για κάθε έναν από τους παραπάνω αριθμοδείκτες που θα χρησιμοποιηθούν προκειμένου για την καλύτερη τεκμηρίωση των συμπερασμάτων της μελέτης που θα εξαγάγουμε από τον υπολογισμό αλλά και τον συσχετισμό τους.

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας χρησιμοποιούνται κυρίως για τον προσδιορισμό της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσεως μίας επιχείρησης και της ικανότητάς της να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Η ύπαρξη επαρκούς ρευστότητας σε μία επιχείρηση επιτυγχάνεται μέσα από την μετατροπή των αποθεμάτων της σε πωλήσεις, των πωλήσεών της σε απαιτήσεις και των απαιτήσεών της σε μετρητά με τέτοια ταχύτητα ώστε να είναι η επιχείρηση σε θέση να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της. Η αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων μίας επιχείρησης έχει ως αποτέλεσμα την δυσφήμισή της και την μείωση της εμπιστοσύνης των συναλλασόμενων με αυτή κάτι που ενδέχεται να την οδηγήσει και σε κατάσταση πτώχευσης. Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας αναφέρονται στο μέγεθος και τις σχέσεις των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων και των κυκλοφοριακών στοιχείων της επιχείρησης τα οποία αποτελούν τις πηγές κάλυψης αυτών των υποχρεώσεων.

Ο υπολογισμός αυτής της κατηγορίας αριθμοδεικτών δίνει σημαντική πληροφόρηση σχετικά με την ικανότητα που έχει η επιχείρηση να χρησιμοποιεί αποτελεσματικά το κεφάλαιο κίνησης που διαθέτει, με την επάρκεια ή ανεπάρκεια ρευστών διαθεσίμων και τέλος σχετικά με την βελτίωση ή όχι της χρηματοοικονομικής της κατάστασης.

Καλή χρηματοοικονομική κατάσταση υπάρχει σε μία επιχείρηση όταν οι τρέχουσες δραστηριότητές της χρηματοδοτούνται πέρα από τα δικά της κυκλοφοριακά στοιχεία και από τους βραχυχρόνιους πιστωτές της, και αυτό διότι όταν αγοράζονται αγαθά ή υπηρεσίες με

πίστωση και στη συνέχεια ρευστοποιούνται μέσα στα όρια των πιστώσεων τότε η επιχείρηση μπορεί να λειτουργεί με τους ευνοϊκούς όρους συνεργασίας που έχει με τους πιστωτές της.

Στην περίπτωση αυτή οι επενδυτές- μέτοχοι ενώ επενδύουν μόνο το ελάχιστο απαιτούμενο ποσό για κεφάλαιο κίνησης, αποκομίζουν και την απόδοση των κεφαλαίων των πιστωτών τα οποία αποτελούνα κατά κάποιον τρόπο επενδύσεις των πιστωτών της σε αυτή.

Στην κατηγορία αυτή των αριθμοδεικτών στην εν λόγω μελέτη θα χρησιμοποιηθούν οι αριθμοδείκτες γενικής και ειδικής ρευστότητας.

Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio)

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας προκύπτει διαιρώντας το σύνολο των κυκλοφοριακών στοιχείων μίας επιχείρησης με το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της. Ο αριθμοδείκτης αυτός δεν δείχνει μόνο το μέτρο της ρευστότητας της επιχείρησης αλλά και το περιθώριο ασφάλειας που διατηρεί η διοίκησή της για να είναι σε θέση να αντιμετωπίσει κάποια απρόβλεπτη εξέλιξη στη ροή των κεφαλαίων της. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας τόσο καλύτερη από πλευράς ρευστότητας είναι η θέση της συγκεκριμένης επιχείρησης. Το μέγεθος όμως αυτού του αριθμοδείκτη εξαρτάται από πολλούς παράγοντες μεταξύ των οποίων είναι και το είδος της επιχείρησης, η ποιότητα των κυκλοφοριακών της στοιχείων, η ευκαμψία των αναγκών της σε κεφάλαια και κατά συνέπεια δεν μπορεί να καθοριστεί ένας “πρότυπος” αριθμοδείκτης για όλες τις περιπτώσεις. Μπορούμε όμως γενικά να πούμε ότι ένας αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας γύρω στο 2 θεωρείται ικανοποιητικός για μία βιομηχανική-εμπορική επιχείρηση. Μεγάλη σημασία επίσης έχει όχι μόνο το μέγεθος του αριθμοδείκτη σε μία δεδομένη στιγμή αλλά και η εξέλιξή του διαχρονικά. Δεν θα πρέπει να αγνοήσουμε και την αρνητική σημασία ενός μεγάλου δείκτη γενικής ρευστότητας ιδιαίτερα εάν η επιχείρηση έχει μεγάλα αποθέματα ή χορηγεί μεγάλες πιστώσεις στους πελάτες της. Σε γενικές γραμμές όμως ένας χαμηλός αριθμοδείκτης κεφαλαίου κίνησης αποτελεί πιο σημαντική ένδειξη κινδύνου από ότι ο ίδιος αριθμοδείκτης σε μεγαλύτερο μέγεθος.

Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας (Acid Ratio)

Ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας διαφέρει από αυτόν της γενικής ρευστότητας στο ότι αγνοεί εκείνα τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού που δεν μετατρέπονται άμεσα

σε μετρητά. Ο αριθμοδείκτης αυτός προκύπτει από τη διαίρεση των άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων της επιχείρησης προς το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της. Ένας υψηλός αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας λόγω μεγάλων αποθεμάτων δεν βοηθά στην εξυπηρέτηση των τρεχουσών υποχρεώσεών της, κατά συνέπεια ο αριθμοδείκτης ειδικής

ρευστότητας αποτελεί καλύτερη ένδειξη της ικανότητας της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της από ότι ο προηγούμενος αριθμοδείκτης. Κατ'ουσίαν ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας μας δείχνει πόσες φορές τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της επιχείρησης καλύπτουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Εάν ο αριθμοδείκτης αυτός είναι γύρω στη μονάδα θεωρείται ικανοποιητικός δεδομένου ότι στις απαιτήσεις της επιχείρησης δεν συμπεριλαμβάνονται επισφάλειες.

Εάν τόσο ο αριθμοδείκτης γενικής όσο και ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας παρουσιάζει μικρότερες τιμές για τις επιχειρήσεις στόχους σε σχέση με τις επιχειρήσεις αγοραστές τότε μπορούμε πάντα βέβαια σε συνδιασμό και με άλλους παράγοντες να υποστηρίξουμε πως η ρευστότητα μπορεί να αποτελέσει ένα κίνητρο εξαγοράς

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Η αποδοτικότητα μίας επιχείρησης αποτελεί σημαντικό κριτήριο αξιολόγησής της από τους επενδυτές-μετόχους αλλά και τους πιστωτές της που έχουν τοποθετήσει κάποια κεφάλαια σε αυτή και έχουν αναλάβει κάποιο κίνδυνο. Η αποδοτικότητα της επιχείρησης αντανακλά την ικανότητά της να πραγματοποιεί κέρδη. Για την μέτρηση της αποδοτικότητας χρησιμοποιούνται διάφορα κριτήρια όπως είναι η πορεία του όγκου των πωλήσεων, της παραγωγής, των κερδών κτλ. Για να αποκτήσουν όμως τα κριτήρια αυτά ουσιαστική σημασία θα πρέπει να συσχετιστούν τόσο μεταξύ τους όσο και με άλλα μεγέθη που έχουν σχέση με την επιχείρηση. Για παράδειγμα μία αύξηση των πωλήσεων έχει οικονομική σημασία και είναι και είναι επιθυμητή όταν έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση των κερδών της επιχείρησης.

Εξ'άλλου οι μεταβολές των κερδών της επιχείρησης θα πρέπει να εξετάζονται σε σχέση με τα κεφάλαια που απασχολούνται για την πραγματοποίησή τους διαφορετικά ως μεμονωμένα μεγέθη έχουν μικρή σημασία. Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας αναφέρονται κυρίως στις σχέσεις κερδών και απασχολούμενων κεφαλαίων καθώς και στη σχέση κερδών και πωλήσεων.

Από την κατηγορία αυτή αριθμοδεικτών στην παρούσα μελέτη θα εξεταστούν οι αριθμοδείκτες μικτού περιθωρίου και αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων.

Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου

Ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου ή μικτού κέρδους προκύπτει από την διαίρεση των μικτών κερδών εκμετάλλευσης προς τις καθαρές πωλήσεις της χρήσης. Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει την λειτουργική αποτελεσματικότητα μίας επιχείρησης καθώς και την πολιτική τιμών που ακολουθεί. Μία επιχείρηση θα πρέπει να έχει ένα αρκετά υψηλό ποσοστό μικτού κέρδους που να της επιτρέπει να καλύπτει τα λειτουργικά και τα άλλα έξοδά της και συγχρόνως να της αφήνει ένα ικανοποιητικό καθαρό κέρδος σε σχέση με τις πωλήσεις της και τα ίδια κεφάλαια που απασχολεί. Ένας υψηλός αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πωλεί σε υψηλές τιμές. Είναι όμως πιθανό μία επιχείρηση να έχει θέσει σκόπιμα ένα χαμηλό περιθώριο κέρδους προκειμένου να πετύχει αύξηση του όγκου των πωλήσεών της ή αύξηση των πωλήσεων ενός νέου προϊόντος ώστε να επεκτείνει το μερίδιό της στην αγορά και να ενισχύσει τη θέση της. Ως εκ τούτου μολονότι ένας υψηλός αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου φαίνεται ότι είναι προτιμητέος θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και άλλοι παράγοντες προτού καταλήξουμε σε κάποιο συμπέρασμα

Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης αυτός μετρά την κερδοφόρα δυναμικότητα του συνόλου των απασχολούμενων στην επιχείρηση κεφαλαίων(ιδίων+ξένων). Ο υπολογισμός του προκύπτει διαιρώντας τα καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης της επιχείρησης πριν την αφαίρεση των τόκων και των λοιπών χρηματοοικονομικών εξόδων προς το σύνολο των απασχολούμενων

κεφαλαίων. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ένας από τους σημαντικότερους αριθμοδείκτες μετρήσεως της αποδοτικότητας μιάς επιχείρησης διότι:

A) Εάν ο αριθμοδείκτης αυτός είναι χαμηλότερος από το κόστος των δανειακών κεφαλαίων, τυχόν αύξηση αυτών θα μειώσει τα κατά μετοχή κέρδη της επιχείρησης εκτός εάν τα νέα δανειακά κεφάλαια χρησιμοποιηθούν σε τομείς, όπου η αποδοτικότητα του συνόλου σε αυτούς κεφαλαίων είναι υψηλότερη από τη μέση αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων της επιχείρησης.

B) Ένας μόνιμα χαμηλός αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων πολλών τμημάτων μιάς επιχείρησης παρέχει ένδειξη για ενδεχόμενη διακοπή της δραστηριότητάς τους εάν φυσικά αυτά δεν αποτελούν αναπόσπαστο τμήμα της όλης επιχείρησης.

Γ) Ο υπολογισμός της αποδοτικότητας του συνόλου των απασχολούμενων κεφαλαίων αποτελεί κατά κάποιον τρόπο οδηγό στις περιπτώσεις που μία επιχείρηση πρόκειται να προβεί σε εξαγορά κάποιας άλλης επιχείρησης ή να αναλάβει νέες δραστηριότητες.

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΑΠΑΝΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ

Οι αριθμοδείκτες δαπανών λειτουργίας παρέχουν ένδειξη της πολιτικής που ακολουθεί η διοίκηση της εταιρείας έναντι των διαφόρων δαπανών λειτουργίας της και της αποτελεσματικότητάς της. Μία ανοδική πορεία των λειτουργικών δαπανών δίνει το ερέθισμα για διερεύνηση μήπως οι δαπάνες της επιχείρησης αυξάνονται δισανάλογα των πωλήσεων ή των άλλων μεγεθών της επιχείρησης. Από την κατηγορία αυτή επιλέχθηκε αντιπροσωπευτικά ο αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων προς πωλήσεις.

Αριθμοδείκτης Λειτουργικών Εξόδων προς Πωλήσεις

Ο αριθμοδείκτης αυτός υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε τα λειτουργικά έξοδα της επιχείρησης με τις καθαρές της πωλήσεις και εκφράζει τη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στα δύο αυτά στοιχεία. Η παρακολούθηση αυτού του αριθμοδείκτη διαχρονικά δείχνει την τάση των λειτουργικών εξόδων σε σχέση με τον όγκο των πωλήσεών της.

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

Ένα βασικό ερώτημα το οποίο καλείται να απαντήσει η διοίκηση κάθε επιχείρηση είναι το εξής: ποιά είναι η άριστη αναλογία στην οποία πρέπει να συμμετέχουν τα ξένα κεφάλαια στο συνολικό μέγεθος κεφαλαίων της επιχείρησης. Με άλλα λόγια ποιά είναι η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση για μία επιχείρηση; Η απάντηση στο ερώτημα αυτό προϋποθέτει τη μελέτη και ανάλυση των γενικών χαρακτηριστικών του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση καθώς και την ανάλυση της δυναμικότητας, των περιουσιακών στοιχείων και των

κερδών της. Η πολιτική που ακολουθεί κάθε επιχείρηση ως προς τη διάρθρωση των κεφαλαίων της έχει σαν σκοπό την ισορροπία μεταξύ του αναλαμβανόμενου κινδύνου από

την άσκηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας και της προσδωκόμενης από αυτή απόδοση. Η άριστη διάρθρωση κεφαλαίων για μία επιχείρηση είναι εκείνη που κατορθώνει να επιφέρει ισορροπία μεταξύ του αναλαμβανόμενου κινδύνου και της απόδοσης της επιχείρησης η οποία μεγιστοποιεί την τιμή των μετοχών αυτής στην αγορά ενώ ταυτόχρονα ελαχιστοποιεί το κόστος των κεφαλαίων της.

Από την κατηγορία αυτή επιλέχθηκε ο αριθμοδείκτης ιδίων προς συνολικά κεφάλαια

Αριθμοδείκτης Ιδίων προς Συνολικά Κεφάλαια

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το ποσοστό του συνόλου των ενεργητικών στοιχείων της επιχείρησης που έχει χρηματοδοτηθεί από τους φορείς της. Όσο μεγαλύτερο είναι το ύψος των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης σε σχέση με τις υποχρεώσεις της τόσο μεγαλύτερη προστασία παρέχεται στους δανειστές της και τόσο μικρότερη πίεση ασκείται σε αυτή για την εξόφληση των υποχρεώσεών της και την πληρωμή των τόκων. Ο αριθμοδείκτης αυτός κατ' ουσία εκφράζει την οικονομική δύναμη της επιχείρησης και αντανακλά την μακροχρόνια ρευστότητά της με το να παρέχει ένδειξη για την ύπαρξη ή όχι της δυνατότητας εξυπηρέτησης και εξόφλησης των υποχρεώσεών της. Τα τελευταία χρόνια λόγω του πληθωρισμού παρατηρήθηκε μία τάση υπερδανεισμού των επιχειρήσεων κάτι που σε περιόδους χαμηλών κερδών μπορεί να φέρει τις επιχειρήσεις σε πολύ δύσκολη θέση. Παρ' όλα αυτά ένας υψηλός αριθμοδείκτης ιδίων προς τα συνολικά κεφάλαια δεν αποτελεί απαραίτητα ένδειξη ότι η επιχείρηση ακολουθεί τον επωφελέστερο τρόπο χρηματοδότησης γιατί πολύ σημαντικό ρόλο σε μία τέτοια περίπτωση παίζει και το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης.

Αριθμοδείκτης Ανάπτυξης Παγίων

Με τον αριθμοδείκτη αυτό διαπιστώνεται η ύπαρξη ή όχι σύγχρονου εξοπλισμού και ανανέωσής του στις επιχειρήσεις. Στην περίπτωση που ο δείκτης έχει πτωτική τάση αυτό υποδεικνύει ότι μάλλον η επιχείρηση αποεπενδύει ή επενδύει σε παλιά απαξιωμένη τεχνολογία. Εάν οι επιχειρήσεις στόχοι εμφανίσουν μικρότερη ανάπτυξη παγίων σε σχέση με τις επιχειρήσεις αγοραστές, αυτό ενδεχομένως να σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις στόχοι οδηγούνται σε συγχώνευση ή εξαγορά για να σταματήσουν της αποεπένδυση ενώ οι επιχειρήσεις αγοραστές αποκτούν μία επιχείρηση η οποία μπορεί να παρουσιάζει πολλά πλεονεκτήματα αλλά μία αναποτελεσματική διοίκηση της στέρησε τη δυνατότητα ανάπτυξης.

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

Οι επενδυτικοί αριθμοδείκτες χρησιμοποιούνται κυρίως από τους επενδυτές οι οποίοι θέλουν να αξιολογήσουν την απόφαση της αγοράς ή πώλησης μετοχικών τίτλων μίας επιχείρησης. Οι περισσότεροι συσχετίζουν την τρέχουσα τιμή των μετοχών μίας επιχείρησης με τα κάποια κατά μετοχή μεγέθη του ισολογισμού ή της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης της. Στην συγκεκριμένη μελέτη επιλέχθηκε ο αριθμοδείκτης τιμής προς κέρδη ανά μετοχή.

Αριθμοδείκτης Τιμής προς Κέρδη ανά Μετοχή

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται διαιρώντας την τρέχουσα αξία μίας μετοχής με τα κατά μετοχή κέρδη της προηγούμενης χρήσης ή της τρέχουσας εφόσον είναι γνωστά. Αυτό που εκφράζει ο δείκτης αυτός είναι το πόσες φορές τα κέρδη ανά μετοχή της τελευταίας χρήσεως αξίζει η μετοχή μία δεδομένη στιγμή ή εναλλακτικά πόσες φορές τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή είναι διατεθειμένη η αγορά να καταβάλλει σήμερα για την αγορά μίας μετοχής επιχείρησης. Η έννοια του λόγου της τιμής προς τα κέρδη (P/E) είναι παρόμοια με αυτή του επιτοκίου κεφαλαιοποίησης που χρησιμοποιείται για την μετατροπή των μελλοντικών κερδών σε τρέχουσα αξία. Το ύψος του εκάστοτε χρησιμοποιούμενου επιτοκίου κεφαλαιοποίησης είναι ανάλογο με τον κίνδυνο που περικλείει κάθε μορφή επένδυσης. Η τιμή που κάποιος είναι διατεθειμένος να πληρώσει για να αποκτήσει μία μετοχή εξαρτάται από την απόδοση που προσδωκά αφού προηγουμένως έχει λάβει υπόψη του τον κίνδυνο που αναλαμβάνει.(23,24)

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗΣ

Στους πίνακες που ακολουθούν απεικονίζονται οι τιμές των αριθμοδεικτών καθώς και οι περιγραφικές στατιστικές παράμετροι για την ομάδα των επιχειρήσεων αγοραστών ,για την ομάδα των επιχειρήσεων στόχων καθώς και για το σύνολο του δείγματος.

Πίνακας 6

Αποτελέσματα στην ομάδα επιχειρήσεων αγοραστών

		SF	N	ΣΕΛ	ΕΛ.ΙΧ
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	1,32	1,44	2,21	1,18
Μετά την Εξαγορά	Γενικής Ρευστότητας	1,93	2,35	4,02	5,69
Μεταβολή		31%	39%	45%	79%
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,56	0,82	1,25	0,78
Μετά την Εξαγορά	Ειδικής Ρευστότητας	1,30	1,41	2,48	4,74
Μεταβολή		57%	42%	50%	84%
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	10%	9%	17%	25%
Μετά την Εξαγορά	Αποδοτικότητας Απασχ.Κεφ.	4%	4%	5%	10%
Μεταβολή		-146%	-131%	-266%	-147%
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	35%	30%	39%	47%
Μετά την Εξαγορά	Μικτού Περιθωρίου	24%	29%	24%	39%
Μεταβολή		-42%	-3%	-63%	-22%
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,98	0,96	0,84	0,79
Μετά την Εξαγορά	Λειτ.Εξόδων/Πωλ.	0,97	0,97	0,84	0,79
Μεταβολή		-1%	1%	0%	0%
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,36	0,55	0,80	0,09
Μετά την Εξαγορά	Ιδίων/Συνολικά Κεφ.	0,73	0,72	0,82	0,64
Μεταβολή		51%	24%	2%	86%
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,16	0,36	0,59	0,18
Μετά την Εξαγορά	Ανάπτυξης Παγίων	0,66	0,40	0,52	0,21
Μεταβολή		76%	8%	-20%	13%
Πριν την Εξαγορά	Τιμή/Κέρδη ανά Μετ.	12,0	6,00	5,00	
Μετά την Εξαγορά		33,0	44,0	31,00	
Μεταβολή		60%	90%	84%	N/A

SF: Seafarm Ionian

N:Νηρέας Ιχθυοκαλλιέργειας Χίου Α.Ε

ΣΕΛ: Ιχθυοτροφεία Σελόντα Α.Ε

ΕΛ.ΙΧΘ.: Ελληνικά Ιχθυοκαλλιέργεια Α.Ε

Πίνακας 7

Στατιστικές παράμετροι των αποτελεσμάτων των επιχειρήσεων αγοραστών

		μ	σ^2	σ	$v=\sigma/\mu$
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	1,54	0,21	0,46	0,30
Μετά την Εξαγορά	Γενικής Ρευστότητας	3,49	2,94	1,72	0,49
Μεταβολή		60%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,87	0,10	0,31	0,36
Μετά την Εξαγορά	Ειδικής Ρευστότητας	2,48	2,49	1,58	0,64
Μεταβολή		65%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	20%	0,00	0,07	0,33
Μετά την Εξαγορά	Αποδοτικότητα Απασχ.Κεφ.	10%	0,00	0,03	0,29
Μεταβολή		-100%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	38%	0,01	0,07	0,19
Μετά την Εξαγορά	Μικτού Περιθωρίου	28%	0,01	0,08	0,29
Μεταβολή		-36%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,85	0,00	0,06	0,06
Μετά την Εξαγορά	Λειτ.Εξόδων/Πωλ.	0,85	0,00	0,06	0,06
Μεταβολή		0%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,5	0,09	0,3	0,67
Μετά την Εξαγορά	Ιδίων/Συνολικά Κεφ.	0,7	0,01	0,07	0,10
Μεταβολή		30%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,45	0,04	0,21	0,62
Μετά την Εξαγορά	Ανάπτυξης Παγίων	0,73	0,04	0,19	0,43
Μεταβολή		38%			
Πριν την Εξαγορά	Τιμή/Κέρδη ανά Μετ.	21,83	14,33	3,79	0,17
Μετά την Εξαγορά		36,00	49,00	7,00	0,19
Μεταβολή		40%			

Πίνακας 8
Αποτελέσματα των επιχειρήσεων στόχων

		PERCO	SF KAL.	ΙΧΘΥΟ	ΟΙΝΟΥΣΕΣ	ΘΕΤΙΣ
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	1,4	1,13	0,88	0,69	1,12
Μετά την Εξαγορά	Γενικής Ρευστότητας	0,86	1,69	1,94	1,20	1,00
Μεταβολή		-63%	33%	55%	43%	-12%
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,2	0,64	0,39	0,18	0,25
Μετά την Εξαγορά	Ειδικής Ρευστότητας	0,16	0,56	0,8	0,32	0,89
Μεταβολή		-25%	-14%	51%	46%	72%
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	13%	7%	7%	3%	15%
Μετά την Εξαγορά	Αποδοτικότητα Απασχ.Κεφ.	0%	2%	-2%	6%	0%
Μεταβολή		N/A	-250%	810%	57%	N/A
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης		17%	26%	14%	20%
Μετά την Εξαγορά	Μικτού Περιθωρίου	13%	9%	10%	4%	
Μεταβολή		N/A	-89%	-160%	-228%	N/A
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης		0,95	1,02	0,94	0,96
Μετά την Εξαγορά	Λειτ.Εξόδων/Πωλήσεις	1,01	0,96	1,01	0,94	
Μεταβολή		N/A	1%	-1%	9%	N/A
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,38	0,27	0,15	0,06	0,13
Μετά την Εξαγορά	Ιδίων/Συνολικά Κεφάλαια	0,28	0,53	0,53	0,35	0,04
Μεταβολή		-36%	49%	72%	49%	-225%
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,06	0,17	0,34	0,21	0,06
Μετά την Εξαγορά	Ανάπτυξης Παγίων	0,35	0,2	0,25	0,21	0,03
Μεταβολή		83%	15%	-36%	0%	-100%
		ΑΓ.ΘΩΜΑ	ΚΑΒΟ ΝΤ.	ΤΡΙΤΩΝ	ΑΣΤΑΡΤΗ	RIOPESCA
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	1,43	2,1	0,53	0,99	2,01
Μετά την Εξαγορά	Γενικής Ρευστότητας	2,37	1,55	0,41	1,03	
Μεταβολή		40%	-35%	-29%	4%	N/A
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,19	1,79	0,14	0,95	1,31
Μετά την Εξαγορά	Ειδικής Ρευστότητας	1,55	0,44	0,33	0,95	
Μεταβολή		88%	-307%	58%	0%	N/A
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	5%	34%	6%	1%	17%
Μετά την Εξαγορά	Αποδοτικότητα Απασχ.Κεφ.	4%	9%	29%	2%	
Μεταβολή		-25%	-278%	79%	50%	N/A
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	21%	50%	31%	14%	42%
Μετά την Εξαγορά	Μικτού Περιθωρίου	20%	29%	54%	15%	
Μεταβολή		-5%	-72%	43%	7%	N/A
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	1,11	0,79	0,82	1,01	0,71
Μετά την Εξαγορά	Λειτ.Εξόδων/Πωλήσεις	0,86	0,73	0,59	1,01	
Μεταβολή		-29%	-8%	-39%	0%	N/A
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,5	0,62	0,27	0,06	0,63
Μετά την Εξαγορά	Ιδίων/Συνολικά Κεφάλαια	0,76	0,42	0,61	0,12	
Μεταβολή		34%	-48%	56%	50%	N/A
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,29	0,19	0,59	0,09	0,29
Μετά την Εξαγορά	Ανάπτυξης Παγίων	0,42	0,1	0,43	0,09	
Μεταβολή		31%	-90%	-33%	0%	N/A

Πίνακας 9

Στατιστικοί παράμετροι των αποτελεσμάτων των επιχειρήσεων στόχων

		μ	σ^2	σ	ν
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	1,24	0,27	0,50	0,42
Μετά την Εξαγορά	Γενικής Ρευστότητας	1,34	0,36	0,60	0,45
Μεταβολή		8%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,60	0,33	0,57	0,94
Μετά την Εξαγορά	Ειδικής Ρευστότητας	0,67	0,19	0,43	0,65
Μεταβολή		9%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	8%	0,01	0,12	1,27
Μετά την Εξαγορά	Αποδοτικότητα Απασχ.Κεφ.	6%	0,01	0,09	1,64
Μεταβολή		-73%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	28%	0,01	0,12	0,49
Μετά την Εξαγορά	Μικτού Περιθωρίου	22%	0,02	0,16	0,73
Μεταβολή		-27%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,91	0,02	0,13	0,14
Μετά την Εξαγορά	Λειπ.Εξόδων/Πωλήσεις	0,87	0,02	0,16	0,18
Μεταβολή		-4%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,31	0,05	0,22	0,71
Μετά την Εξαγορά	Ιδίων/Συνολικά Κεφάλαια	0,40	0,05	0,23	0,57
Μεταβολή		21%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,23	0,02	0,16	0,69
Μετά την Εξαγορά	Ανάπτυξης Παγίων	0,24	0,02	0,15	0,63
Μεταβολή		4%			

Πίνακας 10(α)
Αποτελέσματα Συνολικού Δείγματος

		SF	N	ΕΛ.ΙΧ	ΣΕΛ	PERCO	SF KAL.	ΙΧΘΥΟ
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	1,32	1,44	1,18	2,21	1,4	1,13	0,88
Μετά την Εξαγορά	Γενικής Ρευστότητας	1,93	2,35	5,69	4,02	0,86	1,69	1,94
Μεταβολή		32%	39%	79%	45%	-63%	33%	55%
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,56	0,82	0,78	1,25	0,2	0,64	0,39
Μετά την Εξαγορά	Ειδικής Ρευστότητας	1,30	1,41	4,74	2,48	0,16	0,56	0,8
Μεταβολή		57%	42%	83%	50%	-25%	-14%	51%
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	10%	9%	24%	17%	-13%	7%	7%
Μετά την Εξαγορά	Αποδοκότητας Απασχ.Κεφ.	4%	4%	10%	5%	0%	2%	-2%
Μεταβολή		-150%	-125%	-140%	-240%	N/A	-250%	-810%
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	35%	30%	47%	39%		17%	26%
Μετά την Εξαγορά	Μικτού Περιθωρίου	24%	29%	39%	24%	13%	9%	10%
Μεταβολή		46%	-3%	-15%	-63%	N/A	-89%	-160%
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,98	0,86	0,79	0,77		0,95	1,02
Μετά την Εξαγορά	Λειτ.Εξόδων/Πωλήσεις	0,97	0,87	0,79	0,84	1,01	0,96	1,01
Μεταβολή		-1%	1%	0%	8%	N/A	1%	-1%
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,36	0,55	0,09	0,8	0,38	0,27	0,15
Μετά την Εξαγορά	Ιδίων/Συνολικά Κεφάλαια	0,73	0,72	0,64	0,82	0,28	0,53	0,53
Μεταβολή		51%	24%	86%	2%	-36%	49%	72%
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,16	0,36	0,18	0,59	0,06	0,17	0,34
Μετά την Εξαγορά	Ανάπτυξης Παγίων	0,66	0,4	0,21	0,52	0,35	0,2	0,25
Μεταβολή		76%	10%	14%	-13%	83%	15%	-36%
Πριν την Εξαγορά	Τιμή/Κέρδη ανά Μετ.	12,00	6,00	5,00				
Μετά την Εξαγορά		33,00	44,00	31,00				
Μεταβολή		64%	86%	84%	N/A			

Πίνακας 10(β)
Αποτελέσματα Συνολικού Δείγματος

		ΟΙΝΟΥΣΕΣ	ΘΕΤΙΣ	ΑΓ.ΘΩΜΑ	ΚΑΒΟ ΝΤ.	ΤΡΙΤΩΝ	ΑΣΤΑΡΤΗ	RIOPECA
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,69	1,12	1,43	2,1	0,53	0,99	2,01
Μετά την Εξαγορά	Γενικής Ρευστότητας	1,20	1	2,37	1,55	1,41	1,03	
Μεταβολή		43%	-12%	40%	-35%	62%	4%	N/A
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,18	0,25	0,19	1,79	0,14	0,95	1,31
Μετά την Εξαγορά	Ειδικής Ρευστότητας	0,32	0,89	1,55	0,44	0,33	0,95	
Μεταβολή		46%	72%	88%	-307%	58%	0%	N/A
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	3%	15%	5%	34%	6%	1%	17%
Μετά την Εξαγορά	Αποδοτικότητας Απασχ.Κεφ.	6%	0%	4%	9%	29%	2%	
Μεταβολή		57%	N/A	-25%	-278%	79%	50%	N/A
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	14%	20%	21%	50%	31%	14%	42%
Μετά την Εξαγορά	Μικτού Περιθωρίου	4%		20%	29%	54%	15%	
Μεταβολή		-228%	N/A	-5%	-72%	12%	7%	N/A
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,86	0,96	1,11	0,79	0,82	1,01	0,71
Μετά την Εξαγορά	Λειτ.Εξόδων/Πωλήσεις	0,94		0,86	0,73	0,59	1,01	
Μεταβολή		9%	N/A	-29%	-8%	-39%	0%	N/A
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,06	0,13	0,50	0,62	0,27	0,06	0,63
Μετά την Εξαγορά	Ιδίων/Συνολικά Κεφάλαια	0,35	0,04	0,76	0,42	0,61	0,12	
Μεταβολή		49%	-225%	34%	-48%	56%	50%	N/A
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,21	0,06	0,29	0,19	0,59	0,09	0,29
Μετά την Εξαγορά	Ανάπτυξης Παγίων	0,21	0,03	0,42	0,1	0,43	0,08	
Μεταβολή		0%	-100%	31%	-90%	-33%	-13%	N/A
Πριν την Εξαγορά	Τιμή/Κέρδη ανά Μετ.							
Μετά την Εξαγορά								
Μεταβολή								

Πίνακας 11

Στατιστικές Παράμετροι των αποτελεσμάτων του συνολικού δείγματος

		μ	σ^2	σ	$v=\sigma/\mu$
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	1,33	0,24	0,49	0,37
Μετά την Εξαγορά	Γενικής Ρευστότητας	1,93	1,87	1,37	0,71
Μεταβολή		31%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,68	0,26	0,51	0,75
Μετά την Εξαγορά	Ειδικής Ρευστότητας	1,14	1,50	1,22	1,08
Μεταβολή		41%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	11%	0,01	0,11	0,99
Μετά την Εξαγορά	Αποδοτικότητας Απασχ.Κεφ.	5%	0,01	0,08	1,55
Μεταβολή		-126%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	26%	0,01	0,12	0,47
Μετά την Εξαγορά	Μικτού Περιθωρίου	19%	0,02	0,13	0,70
Μεταβολή		-36%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,76	0,01	0,12	0,16
Μετά την Εξαγορά	Λειπ.Εξόδων/Πωλήσεις	0,69	0,02	0,13	0,19
Μεταβολή		-100%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,36	0,05	0,23	0,65
Μετά την Εξαγορά	Ιδίων/Συνολικά Κεφάλαια	0,47	0,06	0,25	0,53
Μεταβολή		24%			
Πριν την Εξαγορά	Αριθμοδείκτης	0,25	0,03	0,17	0,66
Μετά την Εξαγορά	Ανάπτυξης Παγίων	0,28	0,03	0,19	0,67
Μεταβολή		8%			
Πριν την Εξαγορά	Τιμή/Κέρδη ανά Μετ.	21,83	14,33	3,79	0,17
Μετά την Εξαγορά		36,00	49,00	7,00	0,19
Μεταβολή		39%			

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στο σημείο αυτό της μελέτης θα γίνει μία ανάλυση των γενικών χαρακτηριστικών των δύο ομάδων επιχειρήσεων βασιζόμενοι στις στατιστικές παραμέτρους των δεικτών που υπολογίσαμε. Πριν προχωρήσουμε στην εν λόγω ανάλυση πρέπει να σημειώσουμε ότι τα αποτελέσματα όπως φαίνεται και από τους παραπάνω πίνακες είναι αρκετά αξιόπιστα αφού η τυπική απόκλιση του δείγματος των δύο ομάδων επιχειρήσεων κυμαίνεται μεταξύ του 0,5 και του 0, ενώ ο συντελεστής μεταβλητικότητας μεταξύ του 1 και του 0. Τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξε η μελέτη είναι τα ακόλουθα:

1) Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας εμφανίζει σημαντική βελτίωση τόσο για τις επιχειρήσεις αγοραστές όσο και για τις επιχειρήσεις στόχους αλλά και για το σύνολο του δείγματος για την περίοδο ετών 1995-2000 που μελετήσαμε. Συγκεκριμένα για τις επιχειρήσεις αγοραστές παρουσιάζει μία αύξηση της τάξης του 60% , για τις επιχειρήσεις στόχους μία αύξηση 8% ενώ για το συνολικό δείγμα 31%. Η τιμή που παίρνει ο δείκτης αυτός μετά την εξαγοραστική δραστηριότητα είναι ικανοποιητική κυρίως για τις επιχειρήσεις αγοραστές δεδομένου ότι η τιμή του ξεπερνάει το 2. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι και για τις δύο ομάδες επιχειρήσεων η εξαγοραστική δραστηριότητα βελτίωσε την δυνατότητά τους να καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους κάτι που αποτελεί βασική προϋπόθεση για την ομαλή λειτουργία τους. Αυτό μπορεί να ερμηνευτεί εν μέρει από την σημαντική αύξηση της παραγωγής-πωλήσεων που πραγματοποιείται κατόπιν της εξαγοραστικής δραστηριότητας κάτι που μπορεί να βελτιώσει την διαπραγματευτική δύναμη των επιχειρήσεων τόσο απέναντι στους προμηθευτές τους όσο και απέναντι στους πελάτες τους. Όσο για τις επιχειρήσεις στόχους μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι πριν την εξαγορά η ρευστότητά τους δεν βρισκόταν σε πολύ καλό επίπεδο αφού η τιμή του εν λόγω ήταν μικρότερη της μονάδος και ίσως το γεγονός αυτό να αποτέλεσε και ένα κίνητρο επιδίωξης αυτής της εξαγοράς.

Σχετικά με τον αριθμοδείκτη ειδικής ρευστότητας εμφανίζεται βελτιωμένος τόσο για τις επιχειρήσεις αγοραστές όσο και για το σύνολο του δείγματος όσο και για τις επιχειρήσεις στόχους Η μέση τιμή του δείκτη αυτού είναι καλή για τις επιχειρήσεις αγοραστές δεδομένου ότι ξεπερνά τη μονάδα ενώ φαίνεται να αντιμετωπίζουν μία περιορισμένη ειδική ρευστότητα οι επιχειρήσεις στόχοι.

2) Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων εμφανίζει σημαντική μείωση και στις δύο ομάδες επιχειρήσεων κάτι το οποίο εκ πρώτης δεν φαίνεται λογικό δεδομένων και των υπόλοιπων αποτελεσμάτων αλλά και του σημαντικού μεγέθους αύξησης του όγκου των πωλήσεων για την περίοδο 1995 έως 2000. Η αύξηση όμως του όγκου των πωλήσεων δεν ήταν ανάλογη με την αύξηση στον κύκλο εργασιών των επιχειρήσεων κάτι που οφείλεται στα προβλήματα τιμολογιακής πολιτικής που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις του κλάδου λόγω της αυξημένης παραγωγής αλλά και του εγχώριου και διεθνούς ανταγωνισμού. Κατά συνέπεια το περιθώριο κέρδους έχει φθάσει σε οριακά επίπεδα και δεν αντανakλά το αύξηση του όγκου των πωλήσεων και την ανάπτυξη της παραγωγικής δυναμικότητας των επιχειρήσεων που προέβησαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Στον παρακάτω πίνακα απεικονίζεται η εξέλιξη και η πτωτική τάση των τιμών της τσιπούρας και του λαυρακίου στη χώρα μας για την περίοδο 1990 έως 2000 η οποία επιβεβαιώνει το παραπάνω συμπέρασμα.

Πίνακας 12

Εξέλιξη τιμών Τσιπούρας-Λαυρακίου για την περίοδο 1990-2000

Έτος	ΛΑΒΡΑΚΙ		ΤΣΙΠΟΥΡΑ	
	Μέση Τιμή	%	Μέση Τιμή/Κιλό	%
1990	2.800	-	2.600	-
1991	2.750	-1,8	2.500	-3,8
1992	2.540	-7,6	2.350	-6,0
1993	1.950	-23,2	1.900	-19,1
1994	1.900	-2,6	1.850	-2,6
1995	1.707	-10,2	1.719	-7,1
1996	1.947	14,1	1.742	1,3
1997	1.992	2,3	1.756	0,8
1998	2.098	5,3	1.927	9,7
1999	1.599	-23,8	1.345	-30,2
2000	1.482	-7,3	1.486	10,5
ΜΕΡΜ	-6,17%		-5,44%	

Πηγή: ΣΕΘ

3) Ο αριθμοδείκτης του μικτού περιθωρίου κέρδους ενισχύει την άποψη που αναπτύχθηκε προηγούμενα σχετικά με την αποδοτικότητα των συνολικά απασχολούμενων κεφαλαίων. Ο αριθμοδείκτης αυτός μειώθηκε κατά 36% για τις επιχειρήσεις αγοραστές κατά 27% για τις επιχειρήσεις στόχους και κατά 36% για το σύνολο του δείγματος. Το γεγονός αυτό δείχνει ότι είτε έχει αυξηθεί σημαντικά το κόστος των πωλήσεων είτε ότι υπάρχει πρόβλημα στην τιμολόγηση των προϊόντων. Η αύξηση του κόστους των πωλήσεων δεν μπορεί να υποστηριχθεί δεδομένης της πτωτικής τάσης των λειτουργικών εξόδων προς τις πωλήσεις που θα αναλυθεί εκτενέστερα παρακάτω. Δεδομένων επιπρόσθετα και των στοιχείων του πίνακα 12 σχετικά με την πτώση των τιμών σε οριακά επίπεδα μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η πτωτική πορεία του μικτού περιθωρίου κέρδους των επιχειρήσεων του δείγματος της μελέτης είναι απόλυτα δικαιολογημένη .

4) Ο αριθμοδείκτης των λειτουργικών εξόδων προς τις πωλήσεις παραμένει αμετάβλητος για τις επιχειρήσεις αγοραστές ενώ σημειώνει μείωση 4% για τις επιχειρήσεις στόχους. Εδώ πρέπει να αναφέρουμε ότι παρά τη βελτίωση του δείκτη αυτού για τις επιχειρήσεις στόχους η τιμή του είναι λίγο παραπλανητική λόγω του υποτιμημένου παρανομαστή των πωλήσεων που οφείλεται στην πτώση των τιμών που αναλύθηκε παραπάνω. Διαπιστώνουμε επομένως μία μικρή βελτίωση στη διαχείριση των λειτουργικών εξόδων κάτι που ενδεχομένως να οφείλεται στην εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας που σύμφωνα με την θεωρητική προσέγγιση του θέματος αλλά και με προηγούμενες μελέτες αποτελούν βασικό κίνητρο για εξαγορές. Η τοποθέτηση σε κοινή βάση των υποστηρικτικών δραστηριοτήτων των συγγενών επιχειρήσεων(ό,που αυτό είναι δυνατό να συμβεί) που σύμφωνα με την “αλυσίδα” αξίας του Porter (5 σελ112) είναι το λογιστήριο-χρηματοδοτική διοίκηση, η διοίκηση ανθρώπινων πόρων, το τμήμα έρευνας και ανάπτυξης καθώς και η διεύθυνση προμηθειών μπορεί να οδηγήσει σε μείωση του ανά μονάδα κόστους των επιχειρήσεων καθώς αυξάνεται η παραγωγή τους και κατά συνέπεια στην εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας.

5) Ο αριθμοδείκτης ιδίων προς συνολικά κεφάλαια εμφανίζει αυξητική τάση με την πάροδο των ετών τόσο για τις επιχειρήσεις αγοραστές όσο και για τις επιχειρήσεις στόχους και το σύνολο του δείγματος. Συγκεκριμένα για τις επιχειρήσεις αγοραστές έχει αυξηθεί κατά 30% για τις επιχειρήσεις στόχους κατά 21% και για το σύνολο του δείγματος κατά 24%.

Διαπιστώνουμε επομένως μία σημαντική βελτίωση της σχέσης ιδίων προς ξένα κεφάλαια κάτι που βελτιώνει γενικότερα την εικόνα της προς όλους τους ενδιαφερόμενους όπως είναι

οι επενδυτές αλλά και οι πιστωτές (τράπεζες, χρηματοδοτικοί οργανισμοί). Ειδικά οι επιχειρήσεις στόχοι εμφανίζουν και πριν την εξαγορά μία καλύτερη αναλογία ιδίων προς ξένα

κεφάλαια σε σχέση με τις επιχειρήσεις αγοραστές κάτι το οποίο μπορεί να αποτελεί βασική προϋπόθεση εξαγοράς δεδομένου ότι η εξαγορά μίας επιχείρησης η οποία είναι ιδιαίτερα βεβαρυσμένη με βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο δανεισμό που διαρκώς αναπαραγάγεται για την εξόφληση τόκων και χρηματοοικονομικών εξόδων δεν είναι ιδιαίτερα ελκυστική.

6) Ο αριθμοδείκτης της ανάπτυξης των παγίων παρουσίασε βελτίωση για τις δύο ομάδες επιχειρήσεων αλλά και για το σύνολο τους. Για τις επιχειρήσεις αγοραστές η βελτίωση αυτή έφθασε το 38% για τις επιχειρήσεις στόχους ήταν της τάξης του 4 % ενώ για το σύνολό τους ήταν 8%. Η βελτιωμένη εικόνα αυτού του αριθμοδείκτη δείχνει ότι οι επιχειρήσεις κατά την ανάπτυξή τους κατά τα έτη 1995-2000 παρουσίασαν τάσεις ανάπτυξης επένδυσαν σε σύγχρονο εξοπλισμό που είναι βασικό στοιχείο για την περαιτέρω ανάπτυξή τους. Οι επιχειρήσεις στόχοι πριν την εξαγορά σημαντικού ποσοστού τους από τις επιχειρήσεις αγοραστές είχαν μικρότερη μέση τιμή του δείκτη αυτού σε σχέση με τις επιχειρήσεις αγοραστές κάτι που θα τους στερούσε την δυνατότητα να αναπτυχθούν και που ενδεχομένως θα έπαιξε σημαντικό ρόλο στην απόφαση για αποδοχή της εξαγοράς.

7) Τέλος ο αριθμοδείκτης τιμής προς κέρδη ανά μετοχή P/E εμφανίζει σημαντική αύξηση για τις τρεις εκ των εισηγμένων εταιρειών ενώ για την τέταρτη “Ελληνικά Ιχθυοκαλλιέργειαι” δεν μπορούμε να δούμε την εξέλιξη αυτού του δείκτη δεδομένου ότι η επιχείρηση εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά το έτος 2000. Οι υπό εξέταση εταιρείες πραγματοποίησαν κατά τα έτη 1995-2000 σημαντικές επενδύσεις γεγονός που επιβεβαιώνεται και από την εξέλιξη του δείκτη της ανάπτυξης των πάγιων στοιχείων του ενεργητικού τους. Οι επενδύσεις αυτές δημιουργούν ένα θετικό κλίμα προσδοκιών στο επενδυτικό κοινό το οποίο αναμένει μεσοπρόθεσμα αντίστοιχη αύξηση των κερδών των εταιρειών. Αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο οι επενδυτές επιλέγουν την τοποθέτηση των χρημάτων του σε μετοχές των εταιρειών αυτών κάτι που δημιουργεί αυξητική τάση στην τιμή των μετοχών τους και του δείκτη P/E.

Ύστερα από την παρουσίαση των δικών μας συμπερασμάτων, κρίνεται σκόπιμο στο σημείο αυτό να κάνουμε μία αναφορά και στη γνώμη κάποιων στελεχών επιχειρήσεων

ιχθυοκαλλιέργειας που αντιμετωπίζουν το θέμα καθημερινά στην καθαρά πρακτική του διάσταση και σύμφωνα με την πραγματικότητα που επικρατεί στην αγορά στην οποία δραστηριοποιούνται. Οι απόψεις που θα παραθέσουμε παρακάτω προέκυψαν από τις

συνεντεύξεις με τον Κύριο Παπανικολάου, οικονομικό διευθυντή της εταιρείας «ΝΗΡΕΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε.» και με τον κύριο Πάλλη, οικονομικό διευθυντή της εταιρείας «SEAFARM IONIAN Α.Ε.».

Σύμφωνα με τον κύριο Παπανικολάου τα βασικότερα κίνητρα εξαγορών-συγχωνεύσεων για τις επιχειρήσεις αγοραστών στο χώρο της ιχθυοκαλλιέργειας είναι δύο:

α) Η δυνατότητα μεγαλύτερης παραγωγικής δυναμικότητας η οποία θα επιτρέψει την παραγωγή μεγάλων ποσοτήτων που θα μπορούν να καλύψουν πέρα από τις εγχώριες ανάγκες και μέρος των αναγκών της διεθνούς αγοράς. Θα μπορέσουν έτσι να διευρύνουν τις πωλήσεις τους και εκτός των συνόρων του ελληνικού κράτους δεδομένου ότι τα περιθώρια κέρδους που μπορούν να εκμεταλλευτούν εκτός Ελλάδος είναι ικανοποιητικά.

β) Ένας δεύτερος λόγος για τον οποίο οι επιχειρήσεις επιδιώκουν τη δραστηριοποίησή τους στο χώρο των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η καλύτερη και πιο ισχυρή εικόνα που δίνουν απέναντι σε όλους τους ενδιαφερόμενους για την επιχείρηση αλλά κυρίως απέναντι στους μετόχους .

Όσο για τις επιχειρήσεις στόχους που συνήθως είναι μικρές μονάδες, αυτό που επιδιώκουν μέσα από την εξαγορά ή την συγχώνευσή τους είναι η πρόσβασή τους σε φθηνές αγορές πρώτων υλών, η καλύτερη διαπραγματευτική δύναμη, ένα μεγαλύτερο δίκτυο πωλήσεων μέσω της διείσδυσής τους σε νέες μεγαλύτερες αγορές, οι δυνατότητες διαφήμισης αλλά και καλύτερης οργάνωσης με βάση τα πρότυπα οργάνωσης της μητρικής εταιρείας.

Όσο για τα χαρακτηριστικά που επιδιώκουν να βρουν οι επιχειρήσεις αγοραστής στις επιχειρήσεις στόχους ο κύριος Παπανικολάου σημείωσε ότι αυτά συνοψίζονται κυρίως στην ποιότητα του προϊόντος που μπορούν οι επιχειρήσεις αυτές να παράγουν χωρίς να αγνοείται και το όνομα που έχουν αυτές στο χώρο ως προς τη φερεγγυότητά τους απέναντι σε πιστωτές και πελάτες.

Ο κύριος Πάλλης έδωσε ιδιαίτερη έμφαση στην έννοια της εξαγοράς την οποία θεωρεί μία μορφή επένδυσης. Κατά τον κύριο Πάλλη όταν μία επιχείρηση διαθέτει τα απαιτούμενα κεφάλαια τα οποία θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει για να στήσει εξ'αρχής μία νέα

επιχείρηση μπορεί να εξετάσει μία εναλλακτική τοποθέτηση των κεφαλαίων της στην εξαγορά μιάς ήδη υπάρχουσας επιχείρησης αποβλέποντας όμως σε κάποια συγκεκριμένα αποτελέσματα που θα καταστήσουν συμφέρουσα την επένδυση αυτή. Τα αποτελέσματα αυτά

στα οποία αποβλέπει η επιχείρηση είναι η αύξηση της παραγωγής της με ταυτόχρονη μείωση του κόστους ανά μονάδα παραγωγής(οικονομίες κλίμακας), η ανάπτυξη του δικτύου πωλήσεών της και η βελτίωση της ανταγωνιστικότητάς της.

Αναφορικά με τις επιχειρήσεις στόχους, αυτές έχουν να κερδίσουν την καλύτερη οργάνωση και το management μιάς καλά δομημένης μεγαλύτερης εταιρείας, ένα καλύτερο

όνομα στην αγορά (trade name), καλύτερη πρόσβαση στην αγορά πρώτων υλών καθώς και ένα ευρύτερο δίκτυο πωλήσεων.

Ο κύριος Πάλλης επίσης μίλησε για το πρόβλημα τιμολογιακής πολιτικής που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις του κλάδου με τις τιμές να έχουν πέσει σε οριακά επίπεδα και έναν πόλεμο τιμών που έχουν να αντιμετωπίσουν στις αγορές που προωθούν τα προϊόντα τους. Αυτή η πτώση των τιμών οφείλεται στην μεγάλη αύξηση της παραγωγής που έχει παρατηρηθεί τα τελευταία χρόνια τόσο εντός Ελλάδος όσο και διεθνώς δεδομένου ότι οι αγορές δεν έχουν ακόμα διευρυνθεί ανάλογα.

Σχετικά με το μέλλον του κλάδου τόσο ο κύριος Πάλλης όσο και ο κύριος Παπανικολάου μίλησαν για μία αυξημένη τάση συγκέντρωσης, με τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις να απορροφούν τις μικρότερες οι οποίες έχοντας να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα των χαμηλών τιμών θα επιδιώξουν τη στήριξη, την υποδομή την οργάνωση και το know-how που διαθέτει μία μεγάλη επιχείρηση.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Κλείνοντας τη μελέτη αυτή καλούμαστε κατ' αρχήν να απαντήσουμε στα αρχικά μας ερωτήματα: «Για ποιούς λόγους τελικά οι επιχειρήσεις στρέφονται σε εξαγορές και συγχωνεύσεις ; Επιβεβαιώνει η πράξη τη θεωρία σχετικά με το θέμα αυτό;»

Όπως φάνηκε και από το εμπειρικό τμήμα της μελέτης αλλά και από τις συνεντεύξεις των στελεχών επιχειρήσεων του κλάδου, η θεωρία με την πράξη έχουν κάποια κοινά σημεία

σχετικά με τα οφέλη που επιδιώκουν να αποκομίσουν οι επιχειρήσεις μέσα από την εξαγοραστική δραστηριότητα τα οποία συνοψίζονται στα εξής:

- Αυξηση της παραγωγής-Οικονομίες Κλίμακας
- Διεύρυνση του δικτύου πωλήσεων
- Μεγαλύτερα περιθώρια κέρδους
- Ανάπτυξη

- Καλύτερη εικόνα προς το επενδυτικό κοινό

Πέρα από την απάντηση στο βασικό μας ερώτημα κρίνεται σκόπιμο να τονιστεί και πάλι η μεγάλη σημασία ανάπτυξης του κλάδου και της αντιμετώπισης των προβλημάτων του, δεδομένης της σημασίας του στο εμπορικό ισοζύγιο της χώρας μας. Με ευχή την πραγματοποίηση αυτής της ανάπτυξης θα γίνει μία αναφορά στον επίλογο αυτής της μελέτης στο επιχειρησιακό πρόγραμμα αλιείας για το 2000-2006 το οποίο μπορεί να παίξει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη και την επίλυση των προβλημάτων του κλάδου.

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΑΛΙΕΙΑΣ 2000-2006

Ο τομέας της υδατοκαλλιέργειας θα χρηματοδοτηθεί από το νέο Επιχειρησιακό Πρόγραμμα Αλιείας (ΕΠΑΛ) (2000-2006) με σημαντικά κονδύλια. Πιο συγκεκριμένα, οι δράσεις για τις υδατοκαλλιέργειες αφορούν την ίδρυση μονάδων καλλιέργειας νέων ειδών, καθώς και τον εκσυγχρονισμό και μετεγκατάσταση υφιστάμενων μονάδων υδατοκαλλιέργειας, χωρίς αύξηση της δυναμικότητας τους. Η χρηματοδοτική βαρύτητα του μέτρου αποτελεί το 38-48% της δημόσιας δαπάνης του Άξονα 3 του ΕΠΑΛ. Ο υπεύθυνος για την υλοποίηση του έργου φορέας είναι η Γενική Διεύθυνση Αλιείας του Υπουργείου Γεωργίας, ενώ ωφελούμενοι θα είναι οι υδατοκαλλιεργητές, οι συνεταιρισμοί, οι καταναλωτές και τα ερευνητικά εκπαιδευτικά ιδρύματα.

Οι **στόχοι** των χρηματοδοτήσεων αφορούν:

- Τη βελτίωση της ποιότητας και υγιεινής των παραγομένων προϊόντων, με αειφόρο διαχείριση των υδάτινων πόρων, στα πλαίσια της υπεύθυνης υδατοκαλλιέργειας.

- Τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων του κλάδου, ως αποτέλεσμα εφαρμογής της σύγχρονης τεχνολογίας και μείωσης του κόστους συντελεστών παραγωγής.
- Τη διαμόρφωση νέων συνθηκών παραγωγής και κατανάλωσης, μέσω διαφοροποίησης των προς καλλιέργεια ειδών.
- Την αύξηση παραγωγής προϊόντων υδατοκαλλιέργειας, υψηλής διατροφικής αξίας και ποιότητας.
- Την αύξηση της απασχόλησης με δημιουργία νέων θέσεων εργασίας και διασφάλιση των υπαρχουσών, τη βελτίωση των συνθηκών απασχόλησης, την εξασφάλιση ισοτιμίας των δύο φύλων στην αγορά εργασίας και την ταυτόχρονη αναθέρμανση των τοπικών οικονομιών σε περιοχές απομακρυσμένες και υποβαθμισμένες.
- Την υιοθέτηση νέων τεχνολογικών εξελίξεων, με ενσωμάτωση νέων εξοπλισμών και εκσυγχρονισμών ειδικά στις μονάδες υδατοκαλλιέργειας εσωτερικών υδάτων, οι οποίες στην πλειοψηφία τους είναι πεπαλαιωμένες.
- Την αξιοποίηση των εσωτερικών υδάτων, στα πλαίσια της ορθολογικής διαχείρισης και της βιώσιμης ανάπτυξής τους.
- Την ύπαρξη βιώσιμων και ανταγωνιστικών επιχειρήσεων, με πολλαπλά οφέλη, για την τοπική οικονομία, την απασχόληση και τους καταναλωτές.

Η **υλοποίηση** των ανωτέρω στόχων θα γίνει με:

- Την αύξηση της δυναμικότητας και τον εκσυγχρονισμό των μονάδων υδατοκαλλιέργειας
- Την ανάπτυξη των υδατοκαλλιεργειών, η οποία θα συνεχισθεί βασιζόμενη στην αύξηση της παραγωγής ιχθυηρών και στον εκσυγχρονισμό ή μετεγκατάσταση υφιστάμενων μονάδων. Ειδικά, η αύξηση της παραγωγής θαλασσινών ειδών, και του γόνου αυτών, θα προέρχεται κυρίως από την αύξηση της απόδοσης των σημερινών μονάδων και την επέκταση της δυναμικότητάς τους, και σε μικρότερο βαθμό από νέες μονάδες, πάντα σε σχέση με τη ζήτηση της αγοράς που θα παρακολουθείται στενά καθώς και τη διαμόρφωση των συνθηκών ανταγωνισμού.

Επιπλέον προωθούνται ενέργειες εκσυγχρονισμού και η μετεγκατάσταση των υφιστάμενων επιχειρήσεων, οι οποίες περιλαμβάνουν δράσεις, όπως:

- Τη βελτίωση των συνθηκών υγιεινής και αναβάθμισης της ποιότητας των παραγομένων προϊόντων.
- Τη βελτίωση της οργάνωσης των επιχειρήσεων του τομέα, με εισαγωγή καινοτόμου χαρακτήρα τεχνολογιών και ανασχεδιασμό της οργανωτικής και διοικητικής τους δομής.
- Την αναπροσαρμογή των διαχειριστικών μεθόδων με την εφαρμογή σύγχρονης τεχνολογίας και εξοπλιστικών συστημάτων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 1) Βασίλης Μ.Παπαδάκης ,Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική & Διεθνής Εμπειρία, Εκδόσεις Μπένου 1999, 3^η Έκδοση σελ.339
- 2)Cook E. Terence, Mergers & Acquisitions, Basil Blackwell Editions Ltd. 1989, σελ. 19.
- 3) Sternand M. Joel –Chew JR H.Donald, The Resolution in Corporate Finance, Basil Blackwell Editions Ltd, 1986, σελ. 358
- 4) Cooke E. Terence, Mergers & Acquisitions, Basil Blackwell Editions Ltd. 1989, σελ. 20-25
- 5) Βασίλης Μ.Παπαδάκης ο.π σελ.340
- 6) Sternand M. Joel –Chew JR ό.π σελ. 438
- 7) Brigham F. Eugene- Gapenski C.Luis , Intermediate Financial Management,The Dryden Press, 5th Edition, 1996, σελ. 829
- 8) Brigham F. Eugene- Gapenski C.Luis ό.π σελ. 832
- 9) Van Horn C.James, Financial Management and Policy, Prentice Hall International Editions, 11th Edition,1998 σελ. 623
- 10) Sternand M. Joel –Chew JR ό.π σελ. 372-374
- 11) Brigham F. Eugene- Gapenski ό.π σελ. 848
- 12) Van Horn C.James ό.π σελ. 599
- 13) Cooke E. Terence ό.π σελ. 27-28
- 14) Brealy A. Richard –Myers C.Stewars, Principles of Corporate Finance, International Edition, McGraw Hill, Fourth Edition, σελ. 822.
- 15) Brealy A. Richard –Myers C.Stewars, Principles of Corporate Finance,

International, Sixth Edition, McGraw Hill, Fourth Edition, σελ. 940-946

- 16) Cooke E. Terence ό.π σελ. 31-32
- 17) Cooke E. Terence ό.π σελ. 29-30
- 18) Cooke E. Terence ό.π σελ. 29
- 19) Van Horn C.James ό.π σελ. 601
- 20) Van Horn C.James ό.π σελ. 222-229
- 21) Cooke E. Terence ό.π σελ. 28

- 22) Σακκέλης Ι.Εμμανουήλ , Εκτίμηση Αξίας Επιχείρησης-Μετασηματισμοί
Επιχειρήσεων –Συγχωνεύσεις και Μετατροπές Εταιρειών, Εκδόσεις Βρύκουσ, 1994,
σελ. 149.
- 23) Νικήτας Α.Νιάρχος, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων,
Εκδόσεις Α. Σταμούλης, Πέμπτη έκδοση.
- 24) Γεώργιος Α.Καραθανάσης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές
Αγορές σελ. 298-230.

PAPERS

- 1) Helen Louri, Mergers and Acquisitions in the Greek Economy, 1987-93: Sectoral
Restucturing and Modernization Prospects, Discussion Paper No. 65 February 1995.