



ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ ΚΡΗΤΗΣ

ΣΧΟΛΗ ΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ

**ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ: ΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΠΟΛΥΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ**

Αικατερίνη Κατερινάκη

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

Μιχάλης Δούμπος

ΧΑΝΙΑ, 2020

ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ: ΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΠΟΛΥΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ

Διπλωματική Εργασία που υπεβλήθη ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Εξειδίκευσης στη Διοίκηση Επιχειρήσεων από την

Αικατερίνη Κατερινάκη

Η διατριβή της Αικατερίνης Κατερινάκης εγκρίνεται από την Επιτροπή:

Μιχάλης Δούμπος (Επιβλέπων καθηγητής)

Γεώργιος Ατσαλάκης (Μέλος της Εξεταστικής Επιτροπής)

Κωνσταντίνος Ζοπουνίδης (Μέλος της Εξεταστικής Επιτροπής)

ΧΑΝΙΑ, 2020

*Η παρούσα εργασία είναι αφιερωμένη
στους γονείς μου, οι οποίοι
με στηρίζουν όλα αυτά τα χρόνια
σε κάθε μου προσπάθεια.*

Ευχαριστίες

Με την ολοκλήρωση της μεταπτυχιακής διπλωματικής μου εργασίας, θα ήθελα αρχικά να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα Καθηγητή της εργασίας αυτής Κ. Μιχάλη Δούμπο για τη βοήθεια και τις γνώσεις που μου προσέφερε. Ιδιαίτερη ήταν η υποστήριξη και η καθοδήγηση του σε κάθε στιγμή που του απευθύνθηκα καθ' όλη τη διάρκεια εκπόνησης της εργασίας μου.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω όσους με βοήθησαν να ολοκληρώσω την εργασία αυτή, δίνοντάς μου κουράγιο και δείχνοντας κατανόηση και κυρίως τους καθηγητές, που συμμετείχαν ως μέλη της εξεταστικής επιτροπής.

Τέλος, η ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας ασφαλώς και δε θα ήταν δυνατή χωρίς την πολύτιμη βοήθεια και ηθική στήριξη της οικογένειάς μου και των κοντινών μου προσώπων, οι οποίοι με ενθάρρυναν και μου συμπαραστάθηκαν καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.

Περίληψη

Τα τελευταία χρόνια της παγκοσμιοποίησης, οι συνθήκες ανταγωνισμού έχουν αλλάξει. Για να προσαρμοστούν οι επιχειρήσεις στις νέες εξελίξεις, θα πρέπει να κάνουν κατάλληλες επιχειρηματικές κινήσεις. Επομένως, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μεταξύ εταιριών κρίνονται απαραίτητες. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν στρατηγικές των επιχειρήσεων και σχετίζονται με την ανάπτυξη, την ολοκλήρωση και την επέκταση δραστηριοτήτων τους. Με τον τρόπο αυτό αυξάνονται τα οφέλη των επιχειρήσεων και γίνεται όλο και μεγαλύτερη συγκέντρωση κεφαλαίων τους.

Σκοπός της εργασίας αυτής είναι η μελέτη των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, που πραγματοποίησαν συγχωνεύσεις και εξαγορές από το 2014 έως το 2017 και πως επηρεάστηκαν από τη συμφωνία αυτή.

Για να εξεταστεί αν επηρεάστηκαν θετικά ή αρνητικά, χρησιμοποιήθηκαν 26 επιχειρήσεις και εφαρμόστηκε η μέθοδος PROMETHEE με τη βοήθεια χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών.

Στην πρώτη ενότητα της παρούσας εργασίας παρουσιάζονται βασικές έννοιες, που σχετίζονται με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές και επίσης παρουσιάζεται η ιστορική εξέλιξη των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Στη συνέχεια, στη δεύτερη ενότητα αναλύονται τα κίνητρα και οι αιτίες των συγχωνεύσεων και εξαγορών, καθώς και τα πλεονεκτήματα, τα μειονεκτήματα και οι κίνδυνοι αυτών και ποιοι παράγοντες οδηγούν στην επιτυχία ή στην αποτυχία. Στην τρίτη ενότητα, γίνεται ανάλυση των δεδομένων που χρησιμοποιούνται στη μέθοδο PROMETHEE, με ποιο τρόπο εφαρμόστηκε στη συγκεκριμένη περίπτωση και τι απέδειξαν τα αποτελέσματά της. Τέλος, στην τέταρτη ενότητα αποτυπώνονται τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την εργασία αυτή.

Περιεχόμενα

Ευχαριστίες.....	vi
Περίληψη	vii
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ	1
1.1. Ορισμοί, Έννοιες και Κατηγορίες των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	1
1.2. Ιστορική Εξέλιξη των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	13
2.1. Κίνητρα, Αιτίες και Παράγοντες Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	13
2.2. Πλεονεκτήματα, Μειονεκτήματα και Κίνδυνοι Συγχωνεύσεων και Εξαγορών....	14
2.3. Παράγοντες που Οδηγούν στην Επιτυχία ή την Αποτυχία των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	18
2.3.1. Λόγοι Επιτυχίας Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	19
2.3.2. Λόγοι Αποτυχίας Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	21
2.4. Εκτίμηση της Αποτελεσματικότητας των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΜΕ ΤΗΝ ΠΟΛΥΚΡΙΤΗΡΙΑ ΜΕΘΟΔΟ PROMETHEE	25
3.1. Πολυκριτήρια Ανάλυση Αποφάσεων	25
3.2. Η Μέθοδος PROMETHEE	27
3.3. Εφαρμογή της Μεθόδου PROMETHEE	33
3.3.1. Επιλογή Κριτηρίων	36
3.3.2. Βάρη Κριτηρίων	38
3.3.3. Αποτελέσματα Μεθόδου PROMETHEE.....	40
3.3.3.1. Αξιολόγηση επιδόσεων επιχειρήσεων πριν και μετά την εξαγορά.....	40

3.3.3.2. Αξιολόγηση επιδόσεων επιχειρήσεων σύμφωνα με την κατηγορία δεικτών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών που ανήκουν	52
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	56
Βιβλιογραφία	58

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Στο κεφάλαιο αυτό θα αναφερθούν σημαντικοί ορισμοί, έννοιες και η κατηγοριοποίηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία. Στη συνέχεια θα παρουσιαστεί η ιστορική εξέλιξη των συμφωνιών, η συχνότητα εμφάνισής τους παγκοσμίως, αλλά και στην Ελλάδα.

1.1. Ορισμοί, Έννοιες και Κατηγορίες των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Τα τελευταία χρόνια έχει παρατηρηθεί παγκοσμίως αύξηση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών μεταξύ των επιχειρήσεων. Ο λόγος είναι, ότι οι επιχειρήσεις έχουν στόχο την αύξηση των κεφαλαίων τους και της αξίας της μετοχής τους. Έτσι, οδηγούνται σε όλο και περισσότερες συγχωνεύσεις κι εξαγορές για να καταλάβουν μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς και να γίνουν περισσότερες ανταγωνιστικές έναντι των άλλων επιχειρήσεων.

Σύμφωνα με τους Πασιούρας et al. (2006) ως συγχώνευση ορίζεται η συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, από την οποία προκύπτει μία νέα επιχείρηση, η οποία είναι ανεξάρτητη απ' τις άλλες δύο και μεταβιβάζονται σε αυτή τη νέα επιχείρηση όλα τα περιουσιακά στοιχεία. Αυτό σημαίνει, ότι η νέα επιχείρηση αντιμετωπίζεται ακόμη και νομικά ως ξεχωριστή επιχείρηση, που δεν έχει καμία σχέση με τις προηγούμενες επιχειρήσεις, αναλαμβάνει όμως και τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των προηγούμενων επιχειρήσεων. Στόχος είναι η αύξηση του μεριδίου αγοράς και κατά συνέπεια η αύξηση του κέρδους.

Ως εξαγορά ορίζεται η απόκτηση μέρους ή συνόλου μιας επιχείρησης από μια άλλη και μπορεί να είναι πλήρης, πλειοψηφίας-ελέγχου ή μειοψηφίας. Η πλήρης εξαγορά αναφέρεται στην απόκτηση του 100% μιας επιχείρησης, η πλειοψηφίας-ελέγχου στην απόκτηση μεριδίου από 50% έως 99,9% και η μειοψηφία στην απόκτηση ποσοστού εξαγοράς μικρότερο από 50% (Πασιούρας et al. 2006). Η μεταβίβαση συνήθως πραγματοποιείται μέσω της καταβολής μετρητών, ενώ κάποιες φορές με ανταλλαγή ή αγορά μετοχών μέσω του χρηματιστηρίου. Η επιχείρηση που εξαγοράζεται καλείται στόχος ή εξαγοραζόμενη και η επιχείρηση που θα την

εξαγοράσει καλείται αγοράστρια ή εξαγοράζουσα. Κάποιες φορές η επιχείρηση στόχος αποτελεί μετά την εξαγορά στην ουσία μία θυγατρική εταιρία της αγοράστριας εταιρίας.

Οι συγχωνεύσεις κι εξαγορές των επιχειρήσεων κατηγοριοποιούνται α) ανάλογα με τον κλάδο επιχειρηματικής τους δραστηριότητας, β) ανάλογα με τη γεωγραφική τους περιοχή και γ) ανάλογα με τη στάση μάνατζμεντ της εξαγοράζουσας εταιρίας προς την εταιρία-στόχο. Με βάση λοιπόν τον κλάδο της επιχειρηματικής δραστηριότητας διαχωρίζονται οι συγχωνεύσεις κι εξαγορές σε οριζόντιες, κάθετες και ανομοιογενείς.

- Οριζόντιες συγχωνεύσεις κι εξαγορές χαρακτηρίζονται αυτές, οι οποίες πραγματοποιούνται μεταξύ επιχειρήσεων που ασκούν τις ίδιες επιχειρηματικές δραστηριότητες, όπως για παράδειγμα δύο κατασκευαστικές εταιρίες.
- Οι κάθετες συγχωνεύσεις κι εξαγορές αφορούν εταιρίες, που η λειτουργία τους ανήκει σε διαφορετικά επίπεδα της παραγωγικής διαδικασίας του ίδιου προϊόντος.
- Στις ανομοιογενείς συγχωνεύσεις κι εξαγορές ανήκουν αυτές, που οι εταιρίες οι οποίες συνενώνονται παράγουν διαφορετικά προϊόντα, με διαφορετική τεχνολογία και γενικά διαφορετική παραγωγική διαδικασία.

Οι συγχωνεύσεις κι εξαγορές κατατάσσονται ανάλογα με τη γεωγραφική τους περιοχή σε εγχώριες και διασυνοριακές.

- Εγχώριες ονομάζονται οι συμφωνίες ανάμεσα στις εταιρίες, που η έδρα τους ανήκει στην ίδια χώρα.
- Ενώ διασυνοριακές ονομάζονται οι συνενώσεις μεταξύ των επιχειρήσεων με έδρα σε διαφορετική χώρα η κάθε μία.

Οι συνενώσεις εταιριών με βάση στάση του μάνατζμεντ της εταιρίας-στόχου διακρίνονται σε φιλικές κα εχθρικές.

- Οι φιλικές συγχωνεύσεις κι εξαγορές είναι αυτές, στις οποίες οι όροι είναι ικανοποιητικοί και αποδεχτοί και από τις δύο πλευρές.
- Εχθρικές συγχωνεύσεις κι εξαγορές χαρακτηρίζονται αυτές, που ο μάνατζερ της επιχείρησης στόχου διαφωνεί με τη συνένωση αυτή προσπαθεί να την αποφύγει.

1.2. Ιστορική Εξέλιξη των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

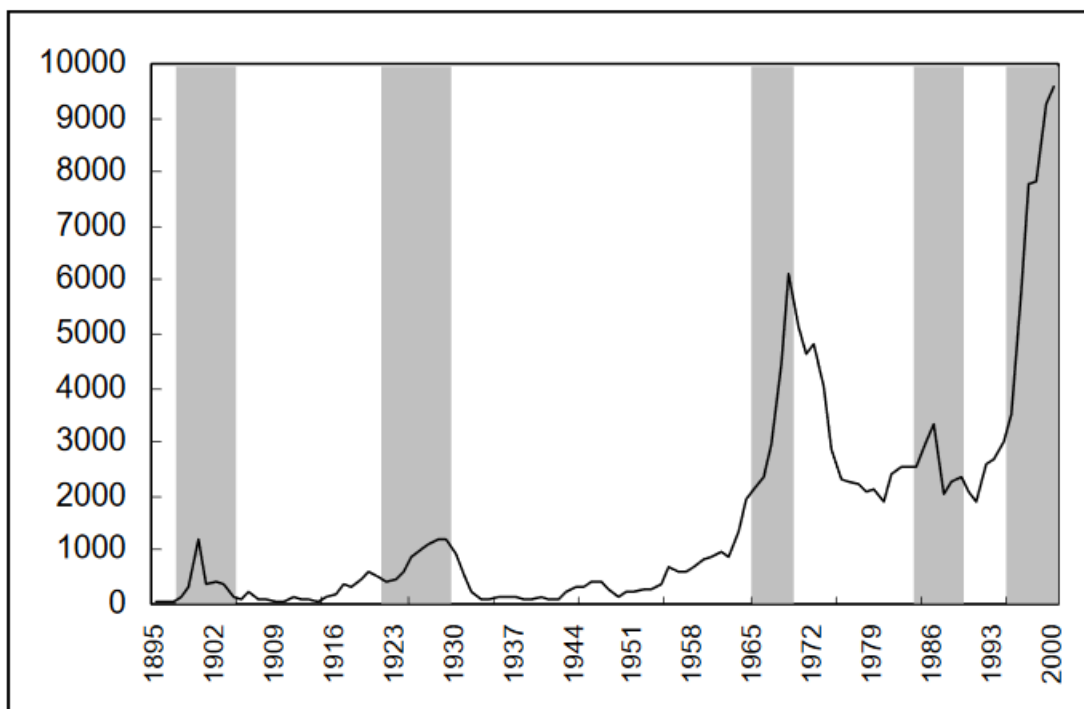
Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, έχουν πραγματοποιηθεί πάρα πολλές μελέτες όσον αφορά το θέμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οι συγχωνεύσεις κι εξαγορές εμφανίστηκαν πριν από περίπου ένα αιώνα. Διαχρονικά έχει παρατηρηθεί, ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές έρχονται κατά κύματα (merge waves). Είναι αξιοσημείωτο, ότι σημαντικός παράγοντας της δημιουργίας του κύματος αποτελεί η κάθε ήπειρος, καθώς η οικονομική ανάπτυξη στην οποία βρίσκεται κάθε ήπειρος διαφέρει χρονικά και είναι η αιτία δημιουργίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Άλλοι παράγοντες δημιουργίας του φαινομένου αυτού ανά ήπειρο μπορεί να είναι οι εξελίξεις σε νέες τεχνολογίες, οι αναδιαρθρώσεις σε κλάδους και οι κυβερνητικές ρυθμίσεις ή απορρυθμίσεις σε κάθε χώρα. Πιο συγκεκριμένα, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις έκαναν την εμφάνισή τους στις ΗΠΑ περίπου το 1897, στο Ηνωμένο Βασίλειο τη δεκαετία του 1960, ενώ στις υπόλοιπες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης ξεκίνησαν τη δεκαετία του 1990.

Τα κύματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι περίοδοι, που υπάρχει ασυνήθιστα έντονη δραστηριότητα συγχωνεύσεων κι απόκτησης. Απ' τη βιβλιογραφία προκύπτει, ότι τα προαναφερθέντα κύματα με περιόδους οικονομικής ανάπτυξης λόγω της χρηματιστηριακής ανόδου. Τα πέντε κύματα συγχωνεύσεων κι εξαγορών παρουσιάζονται αναλυτικά παρακάτω:

- Το πρώτο κύμα αφορά την περίοδο 1897-1904 και κύριο ρόλο έπαιξε η βιομηχανική επανάσταση, που οδήγησε στη δημιουργία οικονομιών κλίμακας για τη μείωση του ανταγωνισμού. Την περίοδο αυτή οι συγχωνεύσεις κι εξαγορές ήταν οριζόντιες και κυριαρχούσαν τα μονοπώλια (Ali-Yrkko, 2002).
- Το δεύτερο κύμα ξεκίνησε το 1920 και διήρκεσε μέχρι το 1929. Η κυριαρχία των μονοπωλίων της προηγούμενης περιόδου οδήγησε στη θέσπιση νόμων ενάντια στο μονοπώλιο και στην πραγματοποίηση ελέγχων. Το αποτέλεσμα ήταν η δημιουργία ολιγοπωλίων και η επικράτηση των κάθετων συγχωνεύσεων (Μάρτη, 2014).
- Το τρίτο κύμα έλαβε χώρα από το 1965 έως το 1975. Κύριο χαρακτηριστικό του κύματος αυτού ήταν οι αμέτρητες ανομοιογενείς εξαγορές, που οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις αποτελούνταν από μη συσχετισμένες δραστηριότητες, λόγω της αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας της προηγούμενης περιόδου. Έτσι, οι επιχειρήσεις αυτές οδηγήθηκαν στην ανάπτυξη ομίλων επιχειρήσεων και κατάφεραν με τη δημιουργία συνεργιών να αυξήσουν την αξία τους, αλλά και να μειώσουν τους κινδύνους και τα ασταθή κέρδη τους. Η περίοδος

αυτή έφτασε στο τέλος της με την ξαφνική εμφάνιση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, εξαιτίας της πετρελαϊκής κρίσης (Martynova and Renneboog, 2008).

- Το τέταρτο κύμα καλύπτει τη χρονική περίοδο 1981 μέχρι 1987 και βασικό χαρακτηριστικό του ήταν οι εχθρικές εξαγορές και οι αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων των επιχειρήσεων. Την περίοδο αυτή σημειώθηκε σημαντική τεχνολογική πρόοδος στη βιομηχανία των ηλεκτρονικών ειδών και έγιναν αναγκαστικές αναδιαρθρώσεις επιχειρήσεων. Η παρακμή του τέταρτου κύματος ήρθε τη συντριβή του χρηματιστηρίου το 1987 (Martynova and Renneboog, 2008).
- Το πέμπτο κύμα ξεκίνησε το 1994 και διαρκεί μέχρι και σήμερα. Βασικοί παράγοντες της συγκεκριμένης περιόδου είναι η παγκοσμιοποίηση των προϊόντων, των αγορών και των κεφαλαιαγορών, όπως επίσης και η μείωση των νομοθετικών περιορισμών σχετικά με τα μονοπώλια και τις διασυνοριακές συναλλαγές, με αποτέλεσμα τη μεγιστοποίηση του ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων και των κλάδων. Ακόμα, προοδεύει η εξέλιξη της τεχνολογίας και η χρήση της ως ανταγωνιστικό πλεονέκτημα των επιχειρήσεων. Κίνητρο των εξαγορών κατά το πέμπτο κύμα αποτελεί η ανάπτυξη με στόχο τις παγκοσμιοποιημένες αγορές (Μάρτη, 2014).

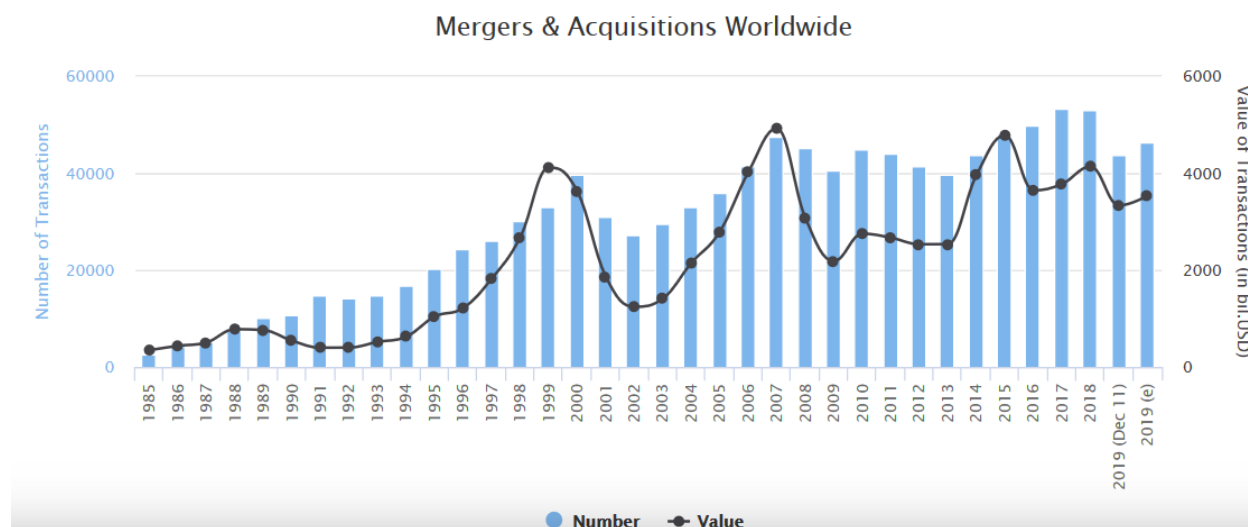


Σχήμα 1.1: Ο αριθμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις ΗΠΑ (Ali-Yrkko, 2002).

Συμπεραίνεται λοιπόν, ότι κοινά χαρακτηριστικά και κίνητρα όλων των κυμάτων είναι η εμφάνιση τους σε χρονικές περιόδους οικονομικής ανάκαμψης και συνέχισή τους με ανοδικές χρηματιστηριακές αγορές. Επίσης, τα κύματα συμβαίνουν πριν από βιομηχανικές και τεχνολογικές εξελίξεις με τη βοήθεια χρηματοοικονομικών καινοτομιών και της απελευθέρωσης της αγοράς και σε περιόδους με ξαφνικές ρυθμιστικές αλλαγές (Martynova and Renneboog, 2008).

Στην επιρροή της έντονης τάσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών συμβάλλουν δύο παράγοντες με διαφορετική θεωρία ο καθένας (Πασιούρας et al, 2006):

- Ο πρώτος παράγοντας είναι η νεοκλασική θεωρία σύμφωνα με την οποία, το φαινόμενο αυτό αποτελεί μία αντίδραση των επιχειρήσεων σε αξιοσημείωτες αλλαγές σχετικά με τον κλάδο της επιχειρηματικής τους δραστηριότητας, όπως είναι οι τεχνολογικές αλλαγές, οι μεταβολές νομοθετικού και θεσμικού πλαισίου, η αναπάντεχα μεγάλη ανάπτυξη, η έρευνα και ανάπτυξη και πολλές άλλες.
- Ο δεύτερος παράγοντας είναι η θεωρία της συμπεριφοράς, κατά την οποία αιτία του φαινομένου των κυμάτων είναι οι συνθήκες που επικρατούν στις χρηματιστηριακές αγορές. Οπότε σε περιόδους ακμής των αγορών, οι εξαγοράζουσες εταιρίες χρησιμοποιούν τις υπερεκτιμημένες μετοχές τους για να αποκτήσουν τις υποεκτιμημένες εξαγοραζόμενες εταιρίες.



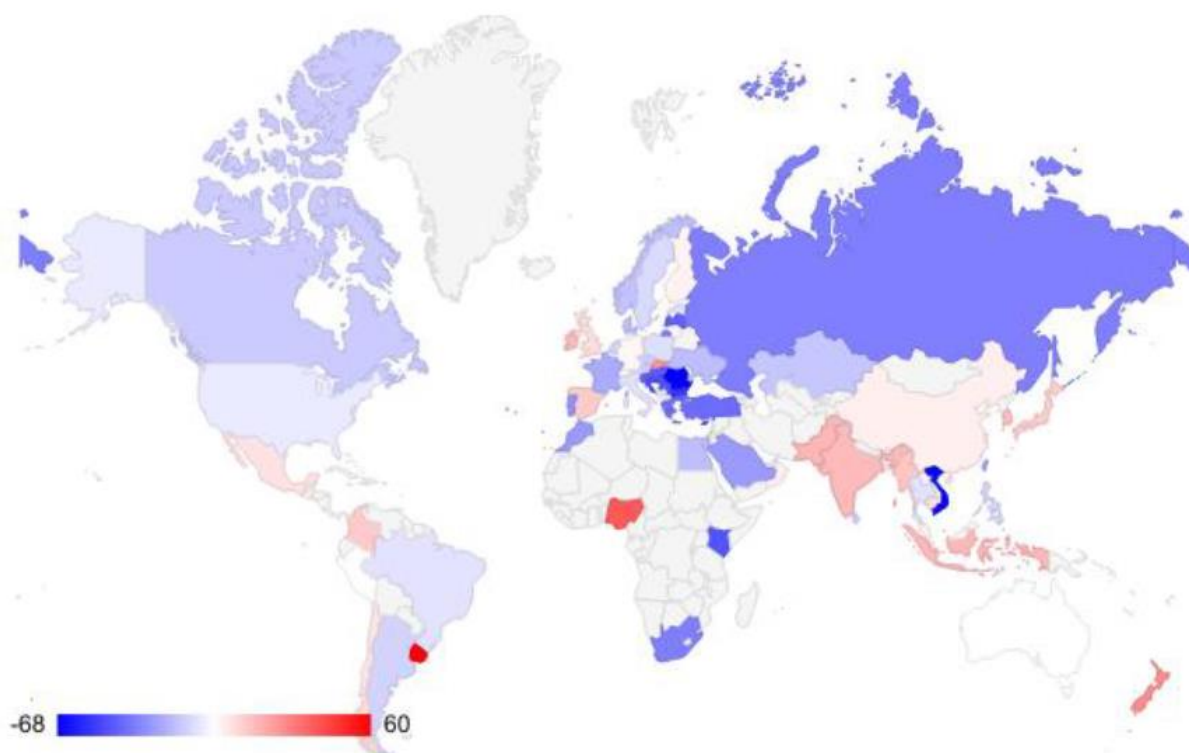
Σχήμα 1.2: Συγχωνεύσεις και εξαγορές παγκοσμίως.

Πηγή: IMAA, Δεκέμβριος 2019, <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

Όπως φαίνεται στην εικόνα παραπάνω, οι συνενώσεις έχουν αυξηθεί σε μεγάλο βαθμό τις τελευταίες τρεις δεκαετίες. Το 1994 ξεκίνησε το πέμπτο κύμα, το οποίο διαρκεί μέχρι σήμερα, παρόλο που υπάρχουν αρκετές διακυμάνσεις στον αριθμό των συμφωνιών και συνενώσεων. Οι περισσότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές με τις μεγαλύτερες αξίες συναλλαγής παγκοσμίως σημειώνονται κατά τις χρονολογίες 2000 με 39.783 συμφωνίες και συνολική αξία 3.623 δισεκατομμύρια δολάρια, το 2007 με 47.455 συμφωνίες και συνολική αξία 4.920 δισεκατομμύρια δολάρια και το 2017 με 53.302 συμφωνίες και συνολική αξία 3.777 δισεκατομμύρια δολάρια.

Σύμφωνα με μία πιο πρόσφατη έρευνα του Ινστιτούτου συγχωνεύσεων και εξαγορών “IMAA”, από το έτος 2000 έχουν πραγματοποιηθεί περισσότερες από 790.000 συγχωνεύσεις και εξαγορές σε όλο τον κόσμο με αξία συναλλαγών άνω των 57 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Παρόλο που τα τελευταία χρόνια οι εξαγορές είχαν εμφανίσει τεράστια αύξηση παγκοσμίως, το 2018 ο αριθμός των συναλλαγών μειώθηκε κατά 8%. Το παράδοξο που συναντάται για το έτος 2018 είναι, ότι η αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών αυξήθηκε κατά 4% στις ΗΠΑ.

Ενώ λοιπόν υπήρξε συνολική μείωση στις συμφωνίες το 2018, κάποιες χώρες παρουσίασαν ανάπτυξη στις διαπραγματεύσεις των εξαγορών και κάποιες άλλες υποβαθμίστηκαν στον τομέα αυτό. Οι χώρες με την πιο υψηλή ανάπτυξη για το 2018 ήταν η Ουρουγουάη, η Νιγηρία, η Νέα Ζηλανδία και η Σλοβακία, και αντίθετα οι χώρες με τη χαμηλότερη ανάπτυξη όσον αφορά τις εξαγορές ήταν η Ρουμανία, το Βιετνάμ, η Βουλγαρία και η Κροατία. Στην τελευταία κατηγορία ανήκει η Ελλάδα με ποσοστό κατάταξης ανάπτυξης για το έτος 2018, - 40%. Ακολουθεί χάρτης θερμότητας κατάταξης της ανάπτυξης για το έτος 2018.



Σχήμα 1.3: Χάρτης θερμότητας κατάταξης της ανάπτυξης των εξαγορών για το έτος 2018.

Πηγή: IMAA (ετήσια έκθεση 2018), Δεκέμβριος 2019, <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

Στο επόμενο σχήμα παρουσιάζονται αναλυτικά σε πίνακα τα ποσοστά ανάπτυξης των εξαγορών για το έτος 2018, όπως παρουσιάστηκαν στην ετήσια έκθεση του 2018 του ινστιτούτου IMAA. Στην πρώτη στήλη αναφέρεται η σειρά κατάταξης, στη δεύτερη η χώρα και στην τρίτη το ακριβές ποσοστό ανάπτυξης, άλλοτε θετικό (+) και άλλοτε αρνητικό (-).

Rank	Country	Growth	Rank	Country	Growth
1	Uruguay	60%	38	Poland	-12%
2	Nigeria	38%	39	Netherlands	-13%
3	New Zealand	25%	40	Sweden	-13%
4	Slovak Republic	22%	41	Philippines	-14%
5	Jersey	17%	42	Argentina	-15%
6	Indonesia	14%	43	Austria	-16%
7	Pakistan	14%	44	Czech Republic	-16%
8	India	13%	45	Canada	-17%
9	Republic of Ireland	13%	46	Sri Lanka	-17%
10	South Korea	12%	47	Kazakhstan	-18%
11	Mauritius	10%	48	Norway	-19%
12	Myanmar	10%	49	Ukraine	-20%
13	Spain	9%	50	Denmark	-20%
14	Colombia	9%	51	Egypt	-20%
15	Japan	8%	52	Hong Kong	-23%
16	Cambodia	4%	53	Luxembourg	-23%
17	United Kingdom	4%	54	Israel	-24%
18	Mexico	3%	55	France	-25%
19	Kuwait	3%	56	Taiwan	-27%
20	Chile	2%	57	Morocco	-29%
21	Oman	0%	58	Saudi Arabia	-29%
22	China	0%	59	Portugal	-31%
23	Malaysia	-1%	60	South Africa	-36%
24	Finland	-1%	61	Russia	-36%
25	Lithuania	-2%	62	Greece	-40%
26	Singapore	-2%	63	Turkey	-41%
27	Germany	-2%	64	Slovenia	-44%
28	Peru	-4%	65	Latvia	-44%
29	Australia	-4%	66	Hungary	-45%
30	Switzerland	-4%	67	Kenya	-47%
31	United States	-9%	68	Serbia	-47%
32	United Arab Emirates	-11%	69	Cyprus	-48%
33	Brazil	-11%	70	Croatia	-50%
34	Belgium	-11%	71	Bulgaria	-55%
35	Thailand	-11%	72	Vietnam	-67%
36	Italy	-11%	73	Romania	-68%
37	Estonia	-12%			

Σχήμα 1.4: Πίνακας κατάταξης της ανάπτυξης των εξαγορών για το έτος 2018.

Πηγή: IMAA (ετήσια έκθεση 2018), Δεκέμβριος 2019, <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

Στη συνέχεια παρατίθενται πίνακες με τις 10 μεγαλύτερες εξαγορές παγκοσμίως γενικά και τις μεγαλύτερες εξαγορές παγκοσμίως για το χρονικό διάστημα 2014-2019.

Πίνακας 1.1: Οι 10 μεγαλύτερες συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών που έχουν πραγματοποιηθεί παγκοσμίως.

Πηγή: IMAA, Δεκέμβριος 2019, <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

Σειρά	Έτος	Αγοράστρια Εταιρία	Εξαγοραζόμενη Εταιρία	Αξία συναλλαγής (σε δις €)
1	1999	Vodafone AirTouch PLC	Mannesmann AG	204.79
2	2000	America Online Inc	Time Warner	160.71
3	2013	Verizon Communications Inc	Verizon Wireless Inc	100.46
4	2007	Spin out	Philip Morris Intl Inc	68.08
5	2015	Anheuser-Busch Inbev SA/NV	SABMiller PLC	92.27
6	2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding NV	71.30
7	1999	Pfizer Inc	Warner-Lambert Co	85.31
8	2017	Walt Disney Co	21st Century Fox Inc	72.50
9	2016	AT&T Inc	Time Warner Inc	72.94
10	2019	Bristol-Myers Squibb Co	Celgene Corp	69.68

Πίνακας 1.2: Οι μεγαλύτερες συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών που έχουν πραγματοποιηθεί παγκοσμίως από το 2014 έως το 2019.

Πηγή: IMAA, Δεκέμβριος 2019, <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

Σειρά	Έτος	Αγοράστρια Εταιρία	Εξαγοραζόμενη Εταιρία	Αξία συναλλαγής (σε δις €)
1	2015	Anheuser-Busch Inbev SA/NV	SABMiller PLC	92.27
2	2016	AT&T Inc	Time Warner Inc	72.94
3	2017	Walt Disney Co	21st Century Fox Inc	72.50
4	2019	Bristol-Myers Squibb Co	Celgene Corp	69.68
5	2015	Royal Dutch Shell PLC	BG Group PLC	64.40
6	2017	CVS Health Corp	Aetna Inc	58.19
7	2015	The Dow Chemical Co	DuPont	56.38
8	2018	Cigna Corp	Express Scripts Holding Co	56.21
9	2015	Dell Inc	EMC Corp	51.38
10	2015	Charter Communications Inc	Time Warner Cable Inc	51.13
11	2018	Takeda Pharmaceutical Co Ltd	Shire PLC	50.43
12	2016	Bayer AG	Monsanto Co	49.75
13	2014	Actavis PLC	Allergan Inc	49.62
14	2016	British American Tobacco PLC	Reynolds American Inc	45.06
15	2014	Shareholders	Paypal Holdings Inc	36.29

Ενώ λοιπόν όπως αναφέρθηκε, παγκοσμίως οι εξαγορές και συγχωνεύσεις έκαναν το ξεκίνημά τους το 1897, στην Ελλάδα οι πρώτες συμφωνίες επισφραγίστηκαν στις αρχές της δεκαετίας του 1990 και κορυφώθηκαν τα έτη 1998 έως 2000. Η αργοπορημένη εμφάνιση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα οφείλεται κυρίως στη δομή της οικονομίας και τα εσωτερικά χαρακτηριστικά της, όπως για παράδειγμα το γεγονός, ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις είναι οικογενειακές. Αυτό σημαίνει, ότι μεγάλος αριθμός των επιχειρήσεων είναι μικρομεσαίες και είναι πιο δύσκολο για τις οικογενειακές επιχειρήσεις να προβούν σε μία τέτοια συμφωνία, καθώς τους διακατέχει το συναίσθημα της ενότητας. Επιπρόσθετα, εμπόδιο των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα ήταν το κράτος, με τον κυρίαρχο ρόλο στις συμφωνίες και με το ελλιπές θεσμικό και νομικό πλαίσιο για τις συμφωνίες αυτές.

Με την πάροδο των χρόνων όμως εξαλείφθηκαν τα εμπόδια αυτά και αυξήθηκε ο αριθμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών και στην Ελλάδα. Αρωγός για το επίτευγμα αυτό των επιχειρήσεων αποτέλεσε η απόδοση της τεχνογνωσίας, η χρήση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος έναντι άλλων επιχειρήσεων και γενικά τα πλεονεκτήματα των συνεργασιών αυτών με πιο σπουδαίο τις οικονομίες κλίμακας.

Έτσι, πλέον στις μέρες μας έχει επιτευχθεί η πραγματοποίηση αρκετών εξαγορών στην Ελλάδα, όχι όμως τόσες όπως σε παγκόσμιο επίπεδο. Σύμφωνα με στατιστικά στοιχεία της εταιρίας PwC, το 2016 ήταν άλλο ένα έτος με πολύ χαμηλή δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών. Πραγματοποιήθηκαν 38 εξαγορές και συγχωνεύσεις και η αξία τους ήταν 4,4 δισεκατομμύρια ευρώ, δηλαδή περίπου τριπλάσιες σε σχέση με το 2015. Το 75% της αξίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών αφορούσε πωλήσεις μη βασικών στοιχείων του ενεργητικού (non-core) από τις συστημικές τράπεζες.¹

¹ Τα μη βασικά περιουσιακά στοιχεία πωλούνται συχνά όταν μια επιχείρηση χρειάζεται μετρητά. Ορισμένες επιχειρήσεις πωλούν τα μη βασικά περιουσιακά τους στοιχεία για να εξοφλήσουν το χρέος τους, Πηγή: Ιανουάριος, 2020, <https://www.investopedia.com/terms/n/non-core-assets.asp>). Η έξοδος από την ύφεση κατά το 2016 δεν ήταν ορατή. (<https://www.pwc.com>, Ετήσια έκθεση της PwC, Ιανουάριος 2017).

Την επόμενη χρονιά επίσης, η επιχειρηματική δραστηριότητα ήταν χαμηλή βάσει της ετήσιας μελέτης «Εξαγορές και συγχωνεύσεις στην Ελλάδα» της PwC Ελλάδας, με 36 συνολικά συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών. Υπήρχαν ελάχιστες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και κυρίως αρκετές αποεπενδύσεις τραπεζών με το ποσοστό να φτάνει το 49% επί του συνόλου της αξίας των συναλλαγών. Ακόμα, τα έσοδα από τις ιδιωτικοποιήσεις ήταν ελάχιστα. Για άλλη μία χρονιά, κυρίαρχος κλάδος σε επίπεδο αξίας συναλλαγών εξακολουθούσε να είναι αυτός των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών με ποσοστό 47,2% και έπειτα της ενέργειας με ποσοστό 23,7% (<https://www.pwc.com>, Ετήσια έκθεση της PwC, Φεβρουάριος 2018).

Σε αντίθεση με τα παραπάνω, το 2018 αποτέλεσε ένα έτος με αυξημένη δραστηριότητα όσον αφορά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, αφού ο αριθμός των συνολικών συναλλαγών αυξήθηκε κατά περίπου 31% σε σχέση με το 2017. Οι 51 συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν το 2018 ήταν αξίας 5,5 δισεκατομμυρίων ευρώ. Επίσης, για άλλη μία χρονιά η πλειοψηφία των συναλλαγών αφορούσε τομείς της ενέργειας και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών(<https://www.pwc.com>, Ετήσια έκθεση της PwC, Φεβρουάριος 2019).

Φαίνεται λοιπόν, ότι ενώ στην Ελλάδα άργησαν να ξεκινήσουν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ των επιχειρήσεων, άρχισαν να πραγματοποιούνται ελάχιστες και σε λίγα χρόνια αυξήθηκαν. Η οικονομική κρίση που ξεκίνησε το 2009 στην Ελλάδα, ίσως άσκησε επιρροή για αρκετά χρόνια στις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Όμως, το 2018 υπήρχε για πρώτη φορά μετά την κρίση αύξηση των συναλλαγών και της αξίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αυτό δείχνει, ότι ίσως είναι η αρχή της εξόδου από την ύφεση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύονται τα κίνητρα και οι αιτίες των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που αποκτούν οι επιχειρήσεις και οι λόγοι που οδηγούν στην επιτυχία ή την αποτυχία μίας εξαγοράς, σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία.

2.1. Κίνητρα, Αιτίες και Παράγοντες Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Έχουν γίνει πάρα πολλές μελέτες, οι οποίες εξετάζουν τις αιτίες, στις οποίες οφείλονται οι συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι αιτίες αυτές μπορεί να είναι είτε ενδογενείς είτε εξωγενείς παράγοντες. Οι ενδογενείς παράγοντες σχετίζονται με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των ίδιων των επιχειρήσεων, ενώ οι εξωγενείς παράγοντες σχετίζονται με τη χρονική στιγμή και το μακροοικονομικό περιβάλλον στο οποίο υφίστανται οι επιχειρήσεις. Επειδή όμως οι συμφωνίες αυτές είναι γενικά πολύπλοκες, τα συμφέροντα της εξαγοραζόμενης και της αγοράστριας εταιρίας συχνά διαφέρουν, ενώ άλλες φορές ίσως και να συγκρούονται. Έχουν διαμορφωθεί λοιπόν κάποιες θεωρίες, που προσπαθούν να ερμηνεύσουν τους λόγους που οδηγούν σε συμφωνίες και συνενώσεις και οι οποίες διακρίνονται σε πέντε κατηγορίες (Μάρτη, 2014):

- Οικονομικές θεωρίες: Στις θεωρίες αυτές υποστηρίζεται, ότι οι αιτίες δημιουργίας μιας συγχώνευσης είναι οικονομικές. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορεί να οφείλονται στη μεγιστοποίηση των κερδών μιας επιχείρησης και του αριθμού των μετοχών ή στη λάθος πληροφόρηση σχετικά με την αξία μίας επιχείρησης. Ακόμα, ίσως οφείλονται στη διατάραξη και την παράλογη αντίδραση της αγοράς, όταν εμφανίζεται νέα και απρόσμενη πληροφόρηση ή στη θεωρία παιγνίων που προωθούν οι επιχειρήσεις για να υπερισχύσουν έναντι άλλων του ίδιου κλάδου.
- Διοικητικές θεωρίες: Σύμφωνα με αυτές τις θεωρίες, οι συμφωνίες πραγματοποιούνται με σκοπό τη μεγιστοποίηση του κέρδους των μετόχων και του μεγέθους της επιχείρησης και όχι των κερδών των επιχειρήσεων, όπως στις οικονομικές θεωρίες. Το πρόβλημα εντοπίζεται μέσα στην επιχείρηση, που υπάρχουν διαφορετικές ομάδες, όπως οι μέτοχοι και οι εργαζόμενοι και παρόλο που τα στελέχη διοίκησης θα έπρεπε να υποστηρίζουν τους μετόχους, συχνά δρουν με στρατηγική για να ικανοποιήσουν προσωπικές τους επιθυμίες.

Επίσης, κατά τις διοικητικές θεωρίες τα στελέχη διοίκησης κάνουν λανθασμένες εκτιμήσεις λόγω αλαζονικής συμπεριφοράς, που αρνούνται στη συνέχεια να παραδεχθούν.

- Στρατηγικές θεωρίες: Επιθυμία της αγοράστριας εταιρίας να αποκτήσει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στην αγορά έναντι των υπολοίπων και να ενισχύσει τη θέση της μέσα σ' αυτή. Επομένως, υιοθετεί στρατηγικές που θα της το επιτρέψουν, όπως μία εξαγορά. Στρατηγική θεωρία αποτελεί και η εξαγορά για την εκμετάλλευση και χρήση ωφέλιμων πόρων, που ειδάλλως δε θα μπορούσε να προσεγγίσει.
- Θεωρίες συμπεριφοράς οργανισμών: Όπως αναφέρθηκε παραπάνω μέσα στην επιχείρηση υπάρχουν διαφορετικές ομάδες με διαφορετικά κίνητρα, στόχους και επιθυμίες. Τα άτομα λοιπόν, που αποτελούν το ανθρώπινο δυναμικό, είναι αναγκαίο να οργανωθούν και να τους τεθούν κοινοί στόχοι ως νέα ομάδα πριν πραγματοποιηθεί η συνένωση και έπειτα από αυτή, ώστε να διατηρηθεί η νέα επεκταμένη επιχείρηση.
- Χρηματοοικονομικές θεωρίες: Οι θεωρίες αυτές σχετίζονται τόσο με τις διοικητικές, όσο και με τις οικονομικές θεωρίες και στόχος είναι να μεγιστοποιηθεί το κέρδος των μετόχων με τη βοήθεια της αγοράς. Αυτό μπορεί να γίνει με δύο τρόπους. Ο πρώτος τρόπος είναι με τον εταιρικό έλεγχο της αγοράς, σύμφωνα με τον οποίο, η εξαγορά γίνεται για να διορθωθούν επιζήμιες πράξεις στελεχών με τη βοήθεια της αγοράς. Ο δεύτερος τρόπος είναι η θεωρία πραγματικών δικαιωμάτων ή επιλογών, κατά την οποία η συμφωνία αποτελεί στρατηγική κίνηση για την εξαγοράζουσα εταιρία, ωστόσο αποτελεί κίνδυνο και ίσως κοστίζει αρκετά στην εταιρία στόχο, σε περίπτωση που για κάποιο λόγο η εξαγοράζουσα εταιρία προβεί στην ακύρωση της συμφωνίας.

2.2. Πλεονεκτήματα, Μειονεκτήματα και Κίνδυνοι Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Όλο και περισσότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές πραγματοποιούνται παγκοσμίως. Οι συνέπειες των συνενώσεων για την παγκόσμια οικονομία είναι πάρα πολλές, άλλοτε θετικές και άλλοτε αρνητικές. Αναλυτικότερα, τα πλεονεκτήματα που παρουσιάζουν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι τα εξής:

- **Μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετοχών:** Η εταιρία που δημιουργείται μετά τη συγχώνευση ή την εξαγορά αποκτά μία νέα δυναμική και με αυτόν τον τρόπο κερδίζει την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Το αποτέλεσμα είναι η άνοδος της τιμής της μετοχής και κάποιες φορές ακόμη και η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Σύμφωνα με έρευνα που διεξήγαγαν οι Chari, Ouimet και Tesar, (2004) παρατήρησαν, ότι μετά την ανακοίνωση μίας συγχώνευσης, οι μετοχές των εξαγοράζουσων επιχειρήσεων έχουν συνήθως θετικές έκτακτες αποδόσεις. Βέβαια, αυτή η άνοδος της μετοχής είναι βραχυπρόθεσμη και για να διατηρηθεί μακροπρόθεσμα θα πρέπει η νέα εταιρία να αποδείξει, ότι το αξίζει με μία πολλή καλή πορεία. Για να γίνει αυτό μακροπρόθεσμα, απαιτείται η αύξηση των κερδών για τα επόμενα χρόνια μετά τη συνένωση.
- **Η εξοικονόμηση του κόστους:** Υπάρχουν περιπτώσεις που μπορεί να μειωθεί το κόστος, όταν οι εταιρίες που συγχωνεύονται δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο ή οι δραστηριότητές τους είναι παρεμφερείς. Μπορεί να υπάρξουν οικονομίες κλίμακας, όσον αφορά τις οριζόντιες συγχωνεύσεις, που θα μειωθεί το μέσο κόστος παραγωγής ανά μονάδα προϊόντος μέσω της κατανομής των σταθερών εξόδων σε μεγαλύτερο όγκο παραγόμενων μονάδων. Οι οικονομίες κλίμακας κατά τις κάθετες συγχωνεύσεις προκύπτουν από τη μείωση γενικών και διοικητικών εξόδων, για παράδειγμα του λογιστηρίου. Μία ομάδα ερευνητών υποστηρίζει, ότι οι συσχετισμένες εξαγορές αποφέρουν υψηλότερες αποδόσεις από τις ασυσχέτιστες (Moeller and Sclingemann, 2005). Σε αντίθεση με τη θέση αυτή, μία άλλη ομάδα ερευνητών αναφέρει, ότι ακόμα και στις ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις δημιουργείται αξία και αυτό οφείλεται στις διοικητικές και χρηματοοικονομικές συνεργασίες που δημιουργούνται κατά τις συγχωνεύσεις (Grant, Jammine and Thomas, 1988; Ashlinger and Copeland, 1996). Επιπρόσθετα, μπορεί να υπάρξουν οικονομίες εύρους, που προκύπτουν από την αύξηση του κύκλου εργασιών, η οποία μπορεί να επιτευχθεί με μία συνένωση με τη διεύρυνση του χαρτοφυλακίου των προϊόντων της νέας επιχείρησης.
- **Η αντιμετώπιση του έντονου ανταγωνισμού:** Αυτό προϋποθέτει από τον όμιλο που θα δημιουργηθεί μετά τη συγχώνευση, νέα και διαφοροποιημένα προϊόντα που θα είναι υψηλής ποιότητας και θα παρέχονται σε χαμηλές τιμές. Για τις χαμηλές τιμές των προϊόντων, απαραίτητη προϋπόθεση είναι η μείωση των λειτουργικών εξόδων. Η βελτίωση των προϊόντων συμβάλλει στην αύξηση της κερδοφορίας και η διεύρυνση των δραστηριοτήτων

του χαρτοφυλακίου συμβάλλει στη μείωση του κινδύνου λόγω της διαφορετικής τους φύσεως (Brealey, Myers, Allen, 2007).

- Η ανάγκη δημιουργίας εταιριών μεγάλων μεγέθους λόγω της δαπανηρής νέας τεχνολογίας. Οι τεχνολογικές εξελίξεις επιβάλλουν την προσαρμογή των επιχειρήσεων. Τα νέα τεχνολογικά προϊόντα κοστίζουν ακριβά και αποτελούν συμφέρουσα επιλογή μόνο για τους ομίλους, ειδικότερα σε κλάδους υψηλού κινδύνου.
- Η δημιουργία ολιγοπωλίου: Για την αύξηση της κερδοφορίας απαιτούνται συνέργειες, οι οποίες συνήθως επιτυγχάνονται μέσω της ενδυνάμωσης της μονοπωλιακής δύναμης (Perry and Porter, 1985). Το ολιγοπώλιο επιφέρει εκτός από αύξηση των κερδών και διεύρυνση της φήμης των επιχειρήσεων.
- Η αντιμετώπιση προβλημάτων χρηματοοικονομικής και φορολογικής φύσεως: Η μεταφορά ζημιών προηγούμενων χρήσεων διαμοιράζεται μετά τη δημιουργία της νέας επιχείρησης. Η διασπορά των κερδών και η μείωση των διακυμάνσεων περιορίζουν την πιθανότητα χρεοκοπίας. Τα φορολογικά πλεονεκτήματα μπορεί να προκύψουν, είτε από την ενοποίηση των οικονομικών καταστάσεων των συγχωνευμένων επιχειρήσεων με αλλαγή φορολογικής κλίμακας, είτε λόγω αξιοποίησης φορολογικών αποθεμάτων που πριν την εξαγορά δε μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν λόγω χαμηλών κερδών (Παπαδάκης, 2002).
- Βελτιώνεται η ποιότητα των προϊόντων με την εκμετάλλευση της τεχνολογίας.
- Οφέλη που αφορούν τη διοίκηση, όπως καλύτερη και κατάλληλη πληροφόρηση και τεχνογνωσία. Οι βελτιωμένες και εξελιγμένες τεχνολογικές μέθοδοι ωφελούν μακροπρόθεσμα την αγοράστρια εταιρία (Παπαδάκης, 2012).

Πίνακας 2.1: Αποτελέσματα εξαγορών και συγχωνεύσεων βάσει του χρονικού ορίζοντα (Γεωργιάδης Ν, 1999).

**ΚΑΤΑΤΜΗΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ
ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΧΡΟΝΙΚΟΥ ΟΡΙΖΟΝΤΑ**

Βραχυπρόθεσμες Οικονομικές Συνέργιες	Μεσοπρόθεσμες Οικονομικές Συνέργιες	Μακροπρόθεσμες Οικονομικές Συνέργιες
<ul style="list-style-type: none"> • Επιδράσεις στα Κέρδη ανά Μετοχή • Επιδράσεις στο δείκτη Ρ/Ε • Βελτίωση της Ρευστότητας • Φορολογικές Επιδράσεις 	<ul style="list-style-type: none"> • Αυξημένη Ικανότητα Δανεισμού • Βελτίωση Κεφαλαιακών Πηγών • Μείωση του Δανεισμού και των Εξόδων • Διατήρηση Κερδοφορίας 	<ul style="list-style-type: none"> • Οικονομίες Κλίμακας • Αύξηση των Ρυθμών Ανάπτυξης της Επιχείρησης • Μείωση του Ανταγωνισμού • Απόκτηση Τεχνολογικής και Επιχειρηματικής Γνώσης • Αύξηση Παραγωγής ή Μεριδίου Αγοράς • Μείωση του “Ρίσκου” και της Αβεβαιότητας

Όσον αφορά τα μειονεκτήματα και τα προβλήματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι τα παρακάτω:

- Έρευνα που πραγματοποιήθηκε στο Εργαστήριο Επιχειρηματικής Στρατηγικής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, απέδειξε, ότι σχεδόν 6 στις 10 συγχωνεύσεις και συγκεκριμένα το 58,3% απέτυχαν, αφού δεν κατάφεραν να βελτιώσουν τη χρηματοοικονομική τους θέση μέχρι δύο χρονιά μετά τη συγχώνευση (Παπαδάκης, 2002).
- Μικρά περιθώρια απόκτησης μεριδίου της αγοράς: Σε ιδιαίτερα ανταγωνιστικές αγορές, όπου οι επιχειρήσεις εδρεύουν στην ίδια χώρα, τα περιθώρια κατάκτησης μεριδίου της αγοράς είναι ελάχιστα, ειδικά αν τα προϊόντα που παρέχονται δεν είναι διαφοροποιημένα και υψηλής ποιότητας.
- Οι περικοπές κόστους γίνονται μία μόνο φορά, στην αρχή της συμφωνίας με τις οικονομίες κλίμακας. Συχνά αποτελούν κοινωνικό πρόβλημα, αφού στις περικοπές κόστους συμπεριλαμβάνεται και το κοινωνικό κόστος, το οποίο είναι υψηλό, όπως η μείωση των εργαζομένων απασχόλησης και η περικοπή θέσεων εργασίας (Παπαδάκης και Θάνος, 2009).
- Επίσης, τα διοικητικά και διαχειριστικά κόστη γίνονται εφάπαξ και είναι υψηλά.
- Δυσκολίες προσαρμογής: Η ενοποίηση της διαφορετικής φιλοσοφίας και στρατηγικής των επιχειρήσεων, διαφορετικής μισθοδοσίας και διαφορετικού τρόπου επαγγελματικής εξέλιξης συχνά οδηγούν σε αποτυχία. Εμπόδιο αποτελεί και η γλωσσική ετερογένεια και οι μικρές διαφορές της νομοθεσίας, όταν πρόκειται για διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Όμως, η πλήρη ενσωμάτωση στη νέα εταιρία εμποδίζεται κυρίως από τον παράγοντα του ανθρώπινου δυναμικού με διαφορετική κουλτούρα και αξίες (Schuler, and Jackson, 2001).

Οι κίνδυνοι που ενδέχεται να εμφανιστούν κατά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, συνοψίζονται παρακάτω:

- Οι κίνδυνοι που ελλοχεύουν πριν την εξαγορά: Αφορούν κυρίως την τιμολόγηση της εταιρίας στόχου. Η αξία της συμφωνίας θα πρέπει να αντισταθμίζεται από την αξία την παρούσα χρονική στιγμή των εσόδων που αναμένεται να προκύψουν (Κυριαζόπουλος, Ζησόπουλος και Σαριγιαννίδης, 2009).
- Οι κίνδυνοι που αναμένονται μετά την εξαγορά: Τον πιο συχνό και μεγαλύτερο κίνδυνο αποτελεί ο λειτουργικός, καθώς η ενσωμάτωση του ανθρώπινου δυναμικού στο νέο όμιλο, η ενοποίηση των τεχνολογικών συστημάτων διαχείρισης, ελέγχου, παρακολούθησης και καταγραφής είναι πολύ δύσκολο να προσαρμοστούν λόγω ετερογένειας (Κυριαζόπουλος, Ζησόπουλος και Σαριγιαννίδης, 2009).
- Ο μεγαλύτερος κίνδυνος των σύνθετων ομίλων, που δημιουργούνται από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι οι μεταξύ τους αλληλεξαρτήσεις. Η απόδοση των μετοχών τους αυξομειώνεται ανάλογα με κάποια γεγονότα, όπως η ανακοίνωση μίας συνένωσης. Οι ανακοινώσεις αυτές κλονίζουν ή κερδίζουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών.

2.3. Παράγοντες που Οδηγούν στην Επιτυχία ή την Αποτυχία των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Η έκβαση των συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορεί να είναι θετική ή αρνητική. Αυτό εξαρτάται από κάποιους παράγοντες, οι οποίοι διαμορφώνουν το τελικό αποτέλεσμα μετά την πραγματοποίηση της διαδικασίας της εξαγοράς. Μέχρι να ολοκληρωθεί η μία συνένωση, μπορεί μία εξαγορά που αναμένεται να έχει επιτυχία, να αποτύχει εξαιτίας λόγων που δεν λήφθηκαν σοβαρά υπόψη, ή το αντίθετο.

2.3.1. Λόγοι Επιτυχίας Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιούνται μεταξύ των επιχειρήσεων, δεν έχουν πάντα το επιθυμητό αποτέλεσμα, την επιτυχία. Αρκετές φορές οι συνενώσεις αποτυγχάνουν και οδηγούνται στη διακοπή της λειτουργίας της επιχείρησης, ακόμα και της υγιούς εξαγοράζουσας εταιρίας που απορρόφησε την εταιρία στόχο. Οι λόγοι που οδηγείται μία εταιρία στην αποτυχία είναι ποικίλοι και δεν εστιάζουν σε μία μόνο αιτία. Για να χαρακτηριστεί επιτυχημένη μία εξαγορά, είναι αδήριτη ανάγκη να ληφθούν υπόψη κάποιες πολύ σημαντικές αρχές.

Αρχικά, ο σωστός προγραμματισμός μίας επιχείρησης θεωρείται απαραίτητος πριν το κλείσιμο μίας συνένωσης. Πιο συγκεκριμένα, η διεξοδική έρευνα και ανάλυση βοηθάει στην προετοιμασία για προβλήματα και εμπόδια που ίσως να εμφανιστούν μετά την εξαγορά. Μετά την εξαγορά οι δυσκολίες είναι σχεδόν αναπόφευκτο να αντιμετωπιστούν χωρίς προετοιμασία, λόγω του μικρού χρονικού περιθωρίου και αυτόματα επέρχεται η κατάρρευση της νέας εταιρίας. Η έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού και ορθής επενδυτικής λογικής βάσει ρεαλιστικών στοιχείων είναι ένας από τους λόγους που αποτυγχάνουν οι εξαγορές (Weber and Camerer, 2003).

Ο σωστός προγραμματισμός για μία εξαγορά στηρίζεται σε ικανά στελέχη. Το ανθρώπινο δυναμικό αποτελεί έναν παράγοντα που συμβάλλει στην αίσια έκβασης μίας εξαγοράς ή συγχώνευσης (Schuler and Jackson, 2001). Αναγκαίο χαρακτηριστικό των ικανών στελεχών είναι η εμπειρία, ώστε να έχουν την κριτική ικανότητα να κατανοήσουν αν η εξαγορά θα έχει θετικό αποτέλεσμα. Επίσης, θα πρέπει να τους χαρακτηρίζει η επιμέλεια και η αφοσίωση, ώστε να μπορούν να μελετούν διεξοδικά οικονομικά στοιχεία, όπως το ενεργητικό και το παθητικό τα έσοδα και τις δαπάνες, αλλά και μη οικονομικά στοιχεία και να διατηρούν εύρωστη την επιχείρηση.

Ο πιο σπουδαίος παράγοντας επιτυχίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτελεί το στρατηγικό όραμα. Η ηγεσία κάθε μίας εταιρίας που συμμετέχει στη συγχώνευση, οφείλει να αναλύσει λεπτομερώς το όραμα, ώστε να προσαρμοστούν και οι δύο επιχειρήσεις στο όραμα σε σχέση με τις κουλτούρες και τις διαδικασίες της κάθε μίας (Epstein, 2005). Το στρατηγικό όραμα κάθε επιχείρησης έχει στόχο την επίτευξη των οικονομικών κλίμακας. Οι οικονομίες

κλίμακας πρέπει να κατευθύνονται κυρίως προς τη διεύρυνση του κλάδου δραστηριοποίησης, τη γνώση και την επέκταση της επιχείρησης σε παγκόσμιο επίπεδο και όχι τόσο στη μείωση του κόστους παραγωγής. Η αποδοτικότητα και κατά συνέπεια η ανάπτυξη της επιχείρησης πρέπει να αποτελεί κατά κύριο λόγο τον πρωταρχικό στόχο της αγοράστριας εταιρίας. Ακόμα, η ύπαρξη ανταγωνιστικών προτερημάτων έναντι των άλλων επιχειρήσεων με διάρκεια στο χρόνο, εξυπηρετεί το στρατηγικό όραμα. Επομένως, το στρατηγικό όραμα είναι υποχρεωτικό για την υποστήριξη της συγχώνευσης και την επιτυχία αυτής.

Η δομή της συμφωνίας και ο τρόπος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων που πρόκειται να συνενωθούν είναι παράγοντες που οδηγούν σε μία επιτυχημένη συνένωση. Η σωστή δομή της συμφωνίας αποτελεί κρίσιμο ζήτημα, γιατί η νέος όμιλος θα κληθεί να ξεπληρώσει μεγάλες οφειλές χρέους. Ο σωστός τρόπος χρηματοδότησης θα την προστατέψει για να ανταπεξέλθει στις πληρωμές και να διατηρηθεί ακμαία στην αγορά. Συνήθως οι εξαγοράζουσες εταιρίες καλούνται να επιλέξουν ανάμεσα σε δύο τρόπους χρηματοδότησης, στα μετρητά και στα χρεόγραφα (για παράδειγμα μετοχές, ομόλογα ή προνομιούχες μετοχές μετατρέψιμες σε κοινές μετοχές), (Κυριαζής, 2007). Τα δύο αυτά στοιχεία των επιχειρήσεων, η δομή της συμφωνίας και ο τρόπος χρηματοδότησης, αν και μικρότερης σημασίας, συμβάλλουν στην επιτυχία μίας συγχώνευσης.

Σημαντικό παράγοντα επιτυχίας αποτελεί και η κατάλληλη χρονική στιγμή της σύναψης της σύμβασης. Επιπρόσθετα, ο συντονισμός δράσεων σε κατάλληλες χρονικές στιγμές συμβάλλουν στην επιτυχημένη πορεία της συγχώνευσης. Γενικότερα, η διαδικασία που ακολουθείται μέχρι να επισφραγιστεί η εξαγορά, όπως το χρονοδιάγραμμα που έχει σχεδιαστεί ή αν υπάρχουν σχέδια πριν την εξαγορά, επηρεάζουν θετικά το αποτέλεσμα της εξαγοράς (DePamphilis, 2011). Η έγκαιρη γνωστοποίηση ημερομηνιών λήψης των αποφάσεων και επίτευξης της συνένωσης είναι στοιχεία του σωστού προγραμματισμού, που θα επιφέρουν επιτυχία μετά τη συγχώνευση ή την εξαγορά.

Αξίζει να σημειωθεί, ότι σύμφωνα με τον DePamphilis (2003) οι φιλικές εξαγορές είναι περισσότερο διαδεδομένες, καθώς τα ποσοστά επιτυχίας τους είναι μεγαλύτερα από των εχθρικών εξαγορών που ίσως να περιέχουν συγκρούσεις.

Συμπερασματικά, όλα τα παραπάνω συνδυαστικά οδηγούν σε επιτυχημένες συγχωνεύσεις και εξαγορές. Ο σωστός προγραμματισμός με τη βοήθεια ικανών στελεχών που

διακρίνονται από εμπειρία, επιμέλεια και αφοσίωση, γνώση, αλλά και στρατηγικό όραμα μπορούν να κάνουν εφικτή μία εξαγορά ή συνένωση. Ιδιαίτερα, αν εφαρμοστούν με κατάλληλο χρονοδιάγραμμα τη σωστή χρονική στιγμή και κατάλληλο τρόπο χρηματοδότησης, ώστε να ολοκληρωθεί η διαδικασία.

2.3.2. Λόγοι Αποτυχίας Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Εκτός όμως από τους λόγους επιτυχίας μίας συνένωσης, υπάρχουν και λόγοι ή κίνητρα που οδηγούν στην καταστροφή μίας συμφωνίας (Παπαδάκης, 2002). Ο πιο σημαντικός λόγος αποτυχίας είναι η λάθος αξιολόγηση της εταιρίας στόχου, όσον αφορά τον τρόπο υπολογισμού της αξίας. Για τις περισσότερες επιχειρήσεις μετά τη συγχώνευση εμφανίζονται υπερεκτιμημένα οφέλη και υποεκτιμημένα κόστη σε σχέση με αυτά που περίμεναν. Ο λόγος που οδηγούνται συνήθως σε συνέργιες είναι η απόκτηση όλο και περισσότερων ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων. Όμως, τα οφέλη ίσως εκτιμηθούν λάθος, διότι η εκτίμησή τους βασίζεται σε ποικίλους εξωτερικούς παράγοντες, που δύσκολα ελέγχονται. Στους εξωτερικούς παράγοντες λαθεμένων εκτιμήσεων εντάσσονται ο διαφορετικός τρόπος αντίδρασης του πελατολόγιου της αγοράστριας εταιρίας σε νέες τιμές προϊόντων και νέα χαρακτηριστικά αυτών, όπως επίσης και η μείωση των τιμών των ανταγωνιστών για να ανταπεξέλθουν στις εξελίξεις.

Σε άλλες περιπτώσεις συμφωνιών, παρόλο που η εξαγορά είναι εφικτή, τα στελέχη διοίκησης μπορεί να μην έχουν τις ικανότητες, ώστε να οδηγήσουν σωστά την επιχείρηση ή λόγω της αυξημένης αυτοπεποίθησης και αλαζονείας τους να δημιουργούν σε μεγάλο χρέος, καθώς η εξαγοράζουσα εταιρία να μη γνωρίζει την πραγματικά μεγάλη αξία της εταιρίας στόχου. Είναι κοινώς αποδεκτό, ότι η πληρωμή υψηλής υπεραξίας για την απόκτηση της εξαγοραζόμενης εταιρίας, είναι πιο πιθανό να κατευθύνει την εξαγοράζουσα εταιρία σε συσσώρευση χρέους, παρά στη μεγιστοποίηση των κερδών της, ακόμα και στην περίπτωση που το θέμα ερευνηθεί σε μακροπρόθεσμο χρονικό διάστημα.

Γενικά, οι ρόλοι των στελεχών μπορούν να δημιουργήσουν προβλήματα στην πορεία των διαπραγματεύσεων, καθώς στις διαπραγματεύσεις συμμετέχουν στελέχη της αγοράστριας εταιρίας και έχουν άποψη για τη λήψη της απόφασης. Κάθε στέλεχος αντιμετωπίζει την εξαγορά από τη δική του πλευρά και όχι συνολικά, με αποτέλεσμα να παρουσιάζονται αμέτρητες απόψεις και να οδηγούνται όλοι σε αβεβαιότητα. Έτσι, μετά απ' όλη αυτή τη χρονοβόρα διαδικασία

αναγκάζονται συχνά να επισπεύσουν τις διαδικασίες και πιθανόν να οδηγηθούν σε λάθος εκτιμήσεις και να καταρρεύσει η ιδέα της εξαγοράς.

Ένας άλλος βασικός παράγοντας αποτυχίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτελεί και ο ανθρώπινος παράγοντας. Με τον όρο ανθρώπινο παράγοντα εννοούμε το ανθρώπινο δυναμικό των επιχειρήσεων και την εταιρική κουλτούρα που το διακρίνει. Εταιρική κουλτούρα αποτελεί το σύνολο των συμβόλων, αξιών, ιδεολογιών και υποθέσεων, που εφαρμόζονται ασυνείδητα για να κατευθύνουν και να διαμορφώνουν την ατομική κι εταιρική συμπεριφορά.

Αν και η συμβατότητα της εταιρικής κουλτούρας αποδεικνύεται καθοριστική για την επιτυχία μίας εξαγοράς, τις περισσότερες φορές αγνοείται. Οι αρνητικές συνέπειες εμφανίζονται συνήθως κατά τη μεταβατική περίοδο μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας και είναι πιθανό να οδηγήσουν μία επερχόμενη επιτυχημένη εξαγορά σε μια απρόσμενη αποτυχία.

Όσον αφορά τους εργαζομένους της εταιρίας στόχου, αισθάνονται αβεβαιότητα, αφού αγνοούν αν θα συνεχίσουν να εργάζονται ή θα απολυθούν. Το αίσθημα της αβεβαιότητας, μπορεί να προκαλέσει πτώση ηθικού, άγχος, αύξηση απουσιών από το χώρο εργασίας και ελάττωση παραγωγικότητας. Το φαινόμενο αυτό απαντάται, όταν συγχωνευμένες εταιρίες ήταν στο παρελθόν ανταγωνιστές κι έτσι οι εργαζόμενοι της εξαγοράζουσας εταιρίας νιώθουν μειονεκτικά και προδομένοι από τον εργοδότη τους, αφού δε γνωρίζουν το μέλλον τους στη νέα εταιρία και πως θα απορροφηθούν ομαλά μέσα σε αυτή.

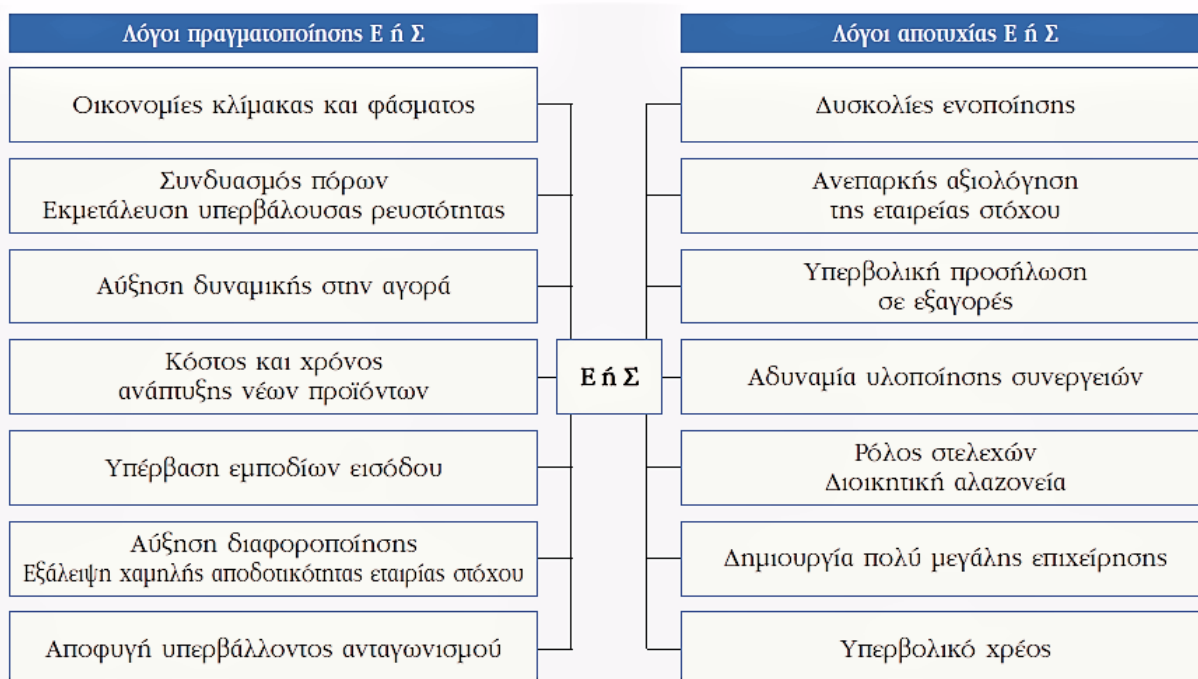
Επιπρόσθετα, για τα υψηλά διοικητικά στελέχη μειώνεται το αίσθημα του καθήκοντος και υπευθυνότητας και η θέληση για συνεργασία με τα στελέχη της νέας εταιρίας, εξαιτίας του ότι έρχονται αντιμέτωπα με διαφορετικό τρόπο λειτουργίας και την αναμενόμενη αναδιάρθρωση της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Αρκετές φορές τα στελέχη της εταιρίας στόχου σκέφτονται, ότι θα πρέπει να αποδείξουν τι αξίζουν ξανά από την αρχή και ότι η προσπάθεια των προηγούμενων χρόνων χάθηκε.

Γενικά όμως, όλοι οι εργαζόμενοι της εταιρίας στόχου είναι προκατειλημμένοι απέναντι στην αγοράστρια εταιρία και απορρίπτουν τους στόχους της και κατά συνέπεια και την εξαγορά. Η αβεβαιότητα που τους διακατέχει προκαλεί σύγκρουση των διαφορετικών ειδών κουλτούρας.

Στις διασυννοριακές κουλτούρες προκύπτει σύγκρουση της εθνικής κουλτούρας. Δυσκολίες και διαφορές εμφανίζονται στον τρόπο διεξαγωγής της εργασίας, στη διοίκηση,

στους κανόνες εργασίας και γενικά σε ποικίλους τομείς. Οπότε, η μη συμβατότητα της εθνικής κουλτούρας, μπορεί να αποτελέσει άλλο ένα λόγο αποτυχίας μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Πίνακας 2.2: Λόγοι πραγματοποίησης και λόγοι αποτυχίας στρατηγικής ανάπτυξης μέσω Εξαγορών ή Συγχωνεύσεων (Ε ή Σ) (Παπαδάκης Β, 2002).



2.4. Εκτίμηση της Αποτελεσματικότητας των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Η εκτίμηση της αποτελεσματικότητας των εξαγορών και συγχωνεύσεων ξεκίνησε να ερευνάται στη δεκαετία του '60. Από τη βιβλιογραφία εξάγεται το συμπέρασμα, ότι περίπου οι μισές από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιούνται δεν επιτυγχάνουν και τελικά εξαγοράζουσες εταιρίες δεν λαμβάνουν τα κέρδη και τα οφέλη που αρχικά υπολόγιζαν.

Οι απαιτήσεις όμως της εποχής μας για αύξηση της δυναμικής στην αγορά και υπερίσχυση των εταιριών και του ανταγωνισμού, οδήγησαν στην επιθυμία για μείωση των διοικητικών εξόδων και αύξηση της απόδοσης των μετοχών και κατά συνέπεια στην πραγματοποίηση όλο και περισσότερων συνενώσεων για την επιβίωση των εταιριών. Έτσι, ο

αριθμός των εξαγορών αυξήθηκε μαζί με τις επιχειρηματικές αλλαγές που έφεραν οι γρήγοροι ρυθμοί εξέλιξης της εποχής αυτής.

Σύμφωνα με τον Παπαδάκη (2002), παρόλο που έχουν διεξαχθεί αμέτρητες έρευνες προκειμένου να αναζητηθούν οι λόγοι που οι συγχωνεύσεις αποδίδουν, οι απόψεις διίστανται. Η πλειοψηφία των ερευνητών όμως υποστηρίζει τα παρακάτω:

- Οι φιλικές εξαγορές αποδίδουν σε μεγαλύτερο βαθμό συνήθως από τις επιθετικές εξαγορές.
- Οι εξαγορές που πραγματοποιούνται μεταξύ εταιριών με συσχετισμένες επιχειρηματικές δραστηριότητες είναι σχετικά πιο επιτυχημένες από αυτές που έχουν ανόμοιες επιχειρηματικές δραστηριότητες.
- Οι βιαστικές εξαγορές τις περισσότερες φορές αποτυγχάνουν.
- Οι εξαγορές που ολοκληρώθηκαν με πληρωμή μετοχών είχαν καλύτερο αποτέλεσμα από αυτές που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά.

Κάποιες έρευνες έχουν δείξει, ότι όταν οι επιχειρήσεις που πρόκειται να συνάψουν σύμβαση συνένωσης, έχουν διαφορές μεγέθους, συνήθως οδηγούνται στην αποτυχία ή ότι όσο λιγότερα κέρδη έχει η εξαγοράζουσα επιχείρηση, τόσο μεγαλύτερα είναι η αξία που θα αποκτήσει μέσω των εξαγορών, επειδή οι εταιρίες με μικρό κύκλο εργασιών αναμένουν μεγαλύτερα οφέλη από νέες επιπρόσθετες ικανότητες που απουσίαζαν πριν. Τελευταίο στοιχείο των ερευνών είναι, ότι οι διεθνείς εξαγορές δημιουργούν αυξημένα καθαρά κέρδη για τους μετόχους, σε αντίθεση με τις εγχώριες εξαγορές που δεν έχουν τόσο μεγάλες αποδόσεις γι' αυτούς.

Συμπερασματικά, γενικά οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να έχουν θετικό αποτέλεσμα υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις. Για την επίτευξη της επιτυχίας των συνενώσεων είναι αναγκαίος ο μελετημένος σχεδιασμός και προγραμματισμός και κυρίως η ορθή λήψη αποφάσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΜΕ ΤΗΝ ΠΟΛΥΚΡΙΤΗΡΙΑ ΜΕΘΟΔΟ PROMETHEE

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί θα παρουσιαστούν τα χαρακτηριστικά της πολυκριτήριας μεθόδου PROMETHEE και πως εφαρμόστηκε στο συγκεκριμένο δείγμα εταιριών που χρησιμοποιήθηκε, ώστε να διεξαχθεί συμπέρασμα για την αποδοτικότητα των εξαγορών και συγχωνεύσεων.

3.1. Πολυκριτήρια Ανάλυση Αποφάσεων

Η πολυκριτήρια ανάλυση αποφάσεων (multicriteria decision aid, MCDA ή multicriteria decision making, MCDM) είναι ένας συνεχώς εξελισσόμενος τομέας της επιχειρησιακής έρευνας, ο οποίος τα τελευταία χρόνια έχει γνωρίσει ιδιαίτερη άνθηση τόσο σε θεωρητικό όσο και σε πρακτικό επίπεδο (Γρηγορούδης et al, 2005). Ο λόγος που η πολυκριτήρια ανάλυση αποφάσεων αναπτύχθηκε και διαδόθηκε σε μεγάλο βαθμό, ήταν η κατανόηση της δυσκολίας που είχαν πολύπλοκα και ιδιαίτερα σημαντικά προβλήματα λήψης αποφάσεων να επιλυθούν.

Στόχος της πολυκριτήριας ανάλυσης αποφάσεων είναι η εξέταση όλων των παραμέτρων και των κριτηρίων ενός προβλήματος που επηρεάζουν τη λήψη ορθής απόφασης. Κατά τη διάρκεια της εξέτασης αυτής όμως, παρουσιάζεται ένα πρόβλημα, το οποίο εμποδίζει τους αποφασίζοντες να ολοκληρώσουν τη λήψη της απόφασής τους. Το πρόβλημα εντοπίζεται στον τρόπο με τον οποίο μπορεί να γίνει η σύνθεση όλων των παραμέτρων, ώστε να εξασφαλιστεί η λήψη ορθολογικών αποφάσεων.

Βασική διαφορά όμως της πολυκριτήριας ανάλυσης αποφάσεων από άλλες εναλλακτικές προσεγγίσεις δεν αποτελεί η σύνθεση όλων των παραμέτρων ενός προβλήματος απλά, αλλά η πραγματοποίηση της αναγκαίας σύνθεσης λαμβάνοντας υπόψη την πολιτική λήψη των αποφάσεων και του συστήματος προτιμήσεων και αξιών, το οποίο εφαρμόζει ο αποφασίζοντας συνειδητά ή ασυνείδητα (Γρηγορούδης et al, 2005). Η απλή σύνθεση όλων των παραμέτρων του προβλήματος πραγματοποιείται συνήθως μέσω μεθοδολογικών προσεγγίσεων.

Επομένως, η πολυκριτήρια λήψη αποφάσεων ενσωματώνει τις προτιμήσεις και τις αξίες του αποφασίζοντα, χωρίς αυτός να έχει απλά ένα παθητικό ρόλο και να περιορίζεται στην παρακολούθηση και την εφαρμογή των αποτελεσμάτων μαθηματικών υποδειγμάτων. Τελικά διαπιστώνουμε, ότι η πολυκριτήρια ανάλυση αποφάσεων έχει στόχο το σχεδιασμό συστηματικών μεθοδολογιών επίλυσης σύνθετων προβλημάτων, χρησιμοποιώντας απαραίτητες πληροφορίες. Με την εφαρμογή των μεθοδολογιών αυτών, αναλύονται τα κατάλληλα και επιθυμητά κριτήρια και μοντελοποιούνται οι προτιμήσεις του ατόμου, που καλείται να λάβει μία ορθή απόφαση. Έτσι, εξετάζεται η ιδιαιτερότητα όλων των διαθέσιμων εναλλακτικών λύσεων.

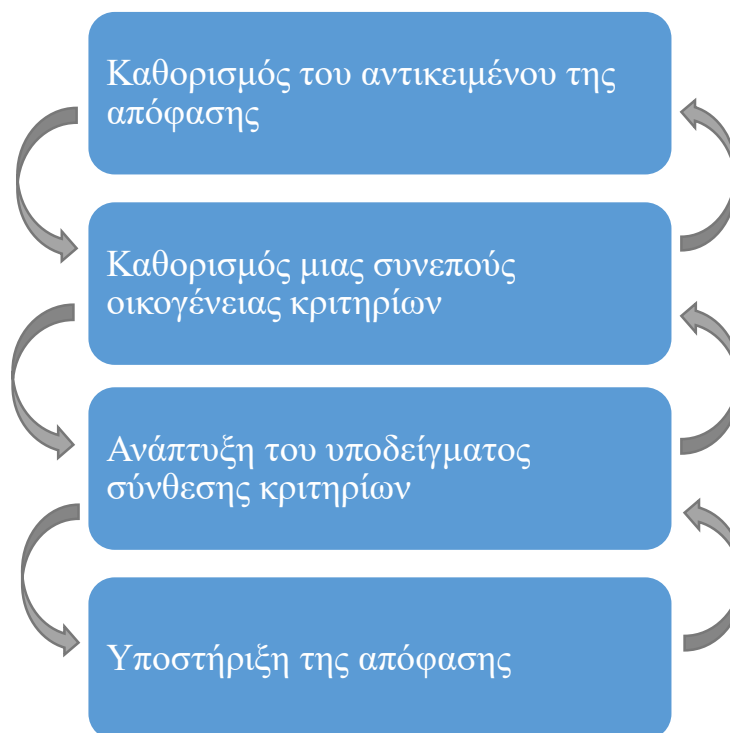
Λόγω των διαφοροποιήσεων που υπάρχουν μεταξύ των υποδειγμάτων που χρησιμοποιούνται στην πολυκριτήρια ανάλυση αποφάσεων, όσον αφορά τη μορφή τους και τη διαδικασία ανάπτυξής τους, διατυπώθηκε μία ομαδοποίηση σε τρεις βασικές κατηγορίες (Roy, 1985):

- Προσεγγίσεις μοναδικής σύνθεσης των κριτηρίων αγνοώντας κάθε ασυγκριτικότητα μεταξύ των εναλλακτικών δραστηριοτήτων (unique synthesis criterion).
- Προσεγγίσεις βασιζόμενες στις σχέσεις υπεροχής λαμβάνοντας υπόψη την πιθανή ασυγκριτικότητα μεταξύ των εναλλακτικών δραστηριοτήτων (outranking synthesis approach).
- Αλληλεπιδραστικές προσεγγίσεις (interactive local judgment approach).

Εναλλακτικά, οι μεθοδολογίες της πολυκριτήριας ανάλυσης αποφάσεων ομαδοποιούνται ανάλογα με τη μορφή των υποδειγμάτων που χρησιμοποιούνται, αλλά και με τον τρόπο ανάπτυξης του μοντέλου, σε τέσσερις κατηγορίες (Pardalos, Siskos, Zorounidis, 1995). Οι πιο σημαντικές πολυκριτήριες μεθοδολογίες στις οποίες διακρίνονται είναι:

- Πολυκριτήριος Μαθηματικός Προγραμματισμός (Multiobjective Mathematical Programming).
- Πολυκριτήρια Θεωρία Χρησιμότητας (Multiattribute Utility Theory).
- Θεωρία Των Σχέσεων Υπεροχής (Outranking Relations).
- Αναλυτική-Συνθετική Προσέγγιση (Preference Disaggregation Approach).

Η διαδικασία της ανάλυσης των προβλημάτων λήψης αποφάσεων περιλαμβάνει τέσσερα στάδια, κατά τα οποία μπορεί να υπάρξει και ανάδραση αν αυτό είναι αναγκαίο.



Σχήμα 3.1: Τα στάδια της διαδικασίας λήψης αποφάσεων στα πλαίσια της πολυκριτήριας ανάλυσης (Γρηγορούδης et al, 2005).f

3.2. Η Μέθοδος PROMETHEE

Οι μέθοδοι της οικογένειας PROMETHEE (PROMETHEE I μερικής κατάταξης και PROMETHEE II πλήρης κατάταξης) ανήκουν στη θεωρία των σχέσεων υπεροχής και παρουσιάστηκαν για πρώτη φορά από τον J. P. Brans σε συνέδριο το 1982 (Brans, 1982). Μερικά έτη αργότερα, αναπτύχθηκαν οι μέθοδοι PROMETHEE III (κατάταξη με βάση τα χρονικά διαστήματα) και PROMETHEE IV (συνεχής περίπτωση) από τους J.P. Brans και B. Mareschal. Στη συνέχεια, το 1992 και 1994 αντίστοιχα οι ίδιοι συγγραφείς πρότειναν τις επεκτάσεις της παραπάνω μεθόδου PROMETHEE V (MCDA συμπεριλαμβανομένων των περιορισμών κατάταξης) και PROMETHEE VI (αναπαράσταση του ανθρώπινου εγκεφάλου) (Βουβαλίδου, 2012).

Κατά το παρελθόν οι μέθοδοι της οικογένειας PROMETHEE έχουν εφαρμοστεί σε διάφορους τομείς, όπως στις τράπεζες, στις επενδύσεις, στις βιομηχανίες, στον σχεδιασμό του

ανθρωπίνου δυναμικού, στην ιατρική, στη χημεία, στην υγειονομική περίθαλψη, στον τουρισμό, στους υδάτινους πόρους, στο δυναμικό προγραμματισμό, και πολλούς άλλους. Η τόσο μεγάλη ανάδειξη της μεθόδου οφείλεται κυρίως στις μαθηματικές ιδιότητές της και ειδικότερα στο πόσο εύχρηστη μπορεί να γίνει για τον χρήστη.

Ωστόσο, οι μέθοδοι της οικογένειας PROMETHEE εξακολουθούν ακόμα και σήμερα να είναι αρκετά διαδεδομένες στο χώρο της πολυκριτήριας ανάλυσης. Όσον αφορά τις μεθόδους PROMETHEE I και PROMETHEE II αναπτύσσονται με την ίδια μεθοδολογία της σχέσης υπεροχής, όμως διαφοροποιούνται στο στάδιο εκμετάλλευσης της σχέσης που αναπτύσσεται.

Στόχος των μεθόδων PROMETHEE είναι η επίλυση ποικίλων, πολυκριτηρίων προβλημάτων και των σχετικών πινάκων αξιολόγησής τους. Για την εφαρμογή της PROMETHEE απαιτούνται κάποιες επιπρόσθετες πληροφορίες, οι οποίες είναι ιδιαίτερα σαφείς και αντιληπτές από τους μελετητές και τους αποφασίζοντες. Οι πληροφορίες που ζητούνται διακρίνονται α) σε πληροφορίες μεταξύ των κριτηρίων και β) σε πληροφορίες μέσα σε κάθε κριτήριο.

α) Πληροφορίες μεταξύ των κριτηρίων

Το στάδιο της ανάπτυξης της σχέσης υπεροχής ξεκινάει με τον προσδιορισμό του δείκτη προτίμησης $p(x_i, x_j)$:

$$p(x_i, x_j) = \sum_{k=1}^n w_k * p_k(x_{ik}, x_{jk})$$

όπου x_i, x_j είναι το ζεύγος των εναλλακτικών δραστηριοτήτων, w_k το βάρος κάθε κριτηρίου, που δείχνει τη σημαντικότητά του και $p_k(x_i, x_j)$ ο μερικός δείκτης προτίμησης για κάθε κριτήριο x_k . Ο μερικός δείκτης προτίμησης $p_k(x_i, x_j)$ ορίζεται ως η διαφορά $x_{ik}-x_{jk}$ μεταξύ των επιδόσεων των δύο εναλλακτικών για το κριτήριο x_k . Πιο συγκεκριμένα:

$$p_k(x_i, x_j) = \begin{cases} 0 & , \text{εάν } x_{ik} < x_{jk} \\ h_k(x_{ik} - x_{jk}), & \text{εάν } x_{ik} \geq x_{jk} \end{cases}$$

Στις μεθόδους PROMETHEE είναι δυνατό ο χρήστης να καταχωρήσει αυθαίρετους αριθμούς για τα βάρη, έτσι γίνεται πιο εύκολη η έκφραση της σημαντικότητας των κριτηρίων. Έπειτα, οι καταχωρημένοι αριθμοί διαχωρίζονται από το άθροισμα, με αποτέλεσμα τα βάρη να

γίνονται αυτόματα πρότυπα. Γενικά, η αξιολόγηση των βαρών αποτελεί μία ιδιαίτερα πολύπλοκη διαδικασία έως ότου ολοκληρωθεί.

β) Πληροφορίες μέσα σε κάθε κριτήριο

Οι μέθοδοι PROMETHEE στηρίζονται στις συγκρίσεις ανά ζεύγη. Έτσι, προκύπτει συνήθως, ότι υπάρχει απόκλιση μεταξύ των αξιολογήσεων δύο εναλλακτικών λύσεων για ένα συγκεκριμένο κριτήριο. Όταν η απόκλιση είναι μικρή, ο αποφασίζων θα χρειαστεί να δείξει μικρή προτίμηση για την καλύτερη εναλλακτική λύση, ίσως και καθόλου προτίμηση αν θεωρήσει ότι η απόκλιση είναι αμελητέα. Όσο αυξάνει όμως η απόκλιση, τόσο αυξάνει και η προτίμηση προς την εναλλακτική. Γενικά οι προτιμήσεις είναι πραγματικοί αριθμοί, οι οποίοι κυμαίνονται στο διάστημα 0 έως 1.

Υπάρχουν έξι γενικευμένα κριτήρια για τη συνάρτηση h_k , τα οποία είναι (Δούμπος, 2009):

➤ Σύνηθες κριτήριο (usual criterion)

$$h_k(x_{ik} - x_{jk}) = \begin{cases} 0, & x_{ik} = x_{jk} \\ 1, & x_{ik} > x_{jk} \end{cases}$$

Στην περίπτωση αυτή υπάρχει αδιαφορία μεταξύ των εναλλακτικών x_i και x_j στο κριτήριο x_k μόνο αν $x_{ik} = x_{jk}$, ενώ αν οι εκτιμήσεις x_{ik}, x_{jk} είναι διαφορετικές, ο υπεύθυνος λήψης αποφάσεων έχει αυστηρή προτίμηση για την εναλλακτική, που έχει τη μεγαλύτερη εκτίμηση.

➤ Σχεδόν κριτήριο (quassi criterion)

$$h_k(x_{ik} - x_{jk}) = \begin{cases} 0, & x_{ik} - x_{jk} < q_k \\ 1, & x_{ik} - x_{jk} \geq q_k \end{cases}$$

Στο κριτήριο αυτό, οι δύο εναλλακτικές x_i και x_j είναι αδιάφορες ως προς τον αποφασίζοντα, εφόσον η διαφορά των εκτιμήσεών τους $x_{ik} - x_{jk}$ δεν υπερβαίνει το κατώφλι αδιαφορίας q_k . Αν όμως η διαφορά τους ξεπεράσει το κατώφλι αδιαφορίας q_k , τότε υπάρχει αυστηρή προτίμηση της εναλλακτικής x_i πάνω στη x_j και στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να οριστεί το κατώφλι αδιαφορίας.

➤ Κριτήριο με γραμμική προτίμηση (criterion with linear preference)

$$h_k(x_{ik} - x_{jk}) = \begin{cases} \frac{x_{ik} - x_{jk}}{q_k}, & \text{εάν } x_{ik} - x_{jk} \leq p_k \\ 1, & \text{εάν } x_{ik} - x_{jk} > p_k \end{cases}$$

Στο συγκεκριμένο κριτήριο, εφόσον η διαφορά $x_{ik} - x_{jk}$ δεν υπερβαίνει ένα κατώφλι προτίμησης p_k , τότε ο βαθμός προτίμησης για την εναλλακτική x_i αυξάνει γραμμικά συναρτήσει της διαφοράς $x_{ik} - x_{jk}$. Από τη στιγμή όμως που η διαφορά $x_{ik} - x_{jk}$ υπερβεί το κατώφλι προτίμησης p_k , τότε υπάρχει σαφής προτίμηση του αποφασίζοντα της εναλλακτικής x_i πάνω στην εναλλακτική x_j .

Είναι αντιληπτό λοιπόν, ότι υπάρχουν δύο τύποι κατωφλίων:

1. Κατώφλι αδιαφορίας q_k : το οποίο είναι η μεγαλύτερη τιμή του $x_{ik} - x_{jk}$ κάτω από την οποία υπάρχει αδιαφορία στη προτίμηση του αποφασίζοντα.
2. Κατώφλι προτίμησης p_k : το οποίο είναι η χαμηλότερη τιμή του $x_{ik} - x_{jk}$ πάνω από την οποία υπάρχει αυστηρή προτίμηση για τον αποφασίζοντα.

Ισχύει όμως, ότι τα δύο αυτά κατώφλια (p, q) δεν είναι ίσα.

➤ Κριτήριο επιπέδου (level criterion)

$$h_k(x_{ik} - x_{jk}) = \begin{cases} 0 & , \text{εάν } x_{ik} - x_{jk} \leq q_k \\ 0.5 & , \text{εάν } x_{ik} - x_{jk} \in (q_k, p_k) \\ 1 & , \text{εάν } x_{ik} - x_{jk} > p_k \end{cases}$$

Στο κριτήριο επιπέδου είναι αναγκαίο να οριστεί το κατώφλι αδιαφορίας q και το κατώφλι προτίμησης p . Αν ισχύει $0 < x_{ik} - x_{jk} < q_k$, τότε υπάρχει αδιαφορία μεταξύ των εναλλακτικών x_i, x_j . Αν ισχύει $q_k < x_{ik} - x_{jk} < p_k$, τότε υπάρχει ασθενής προτίμηση για την εναλλακτικής x_i πάνω στη x_j και τέλος αν ισχύει $x_{ik} - x_{jk} > p_k$, τότε υπάρχει αυστηρή προτίμηση της εναλλακτικής x_i πάνω στη x_j .

- Κριτήριο γραμμικής προτίμησης και περιοχή αδιαφορίας (criterion with liner preference and indifference area)

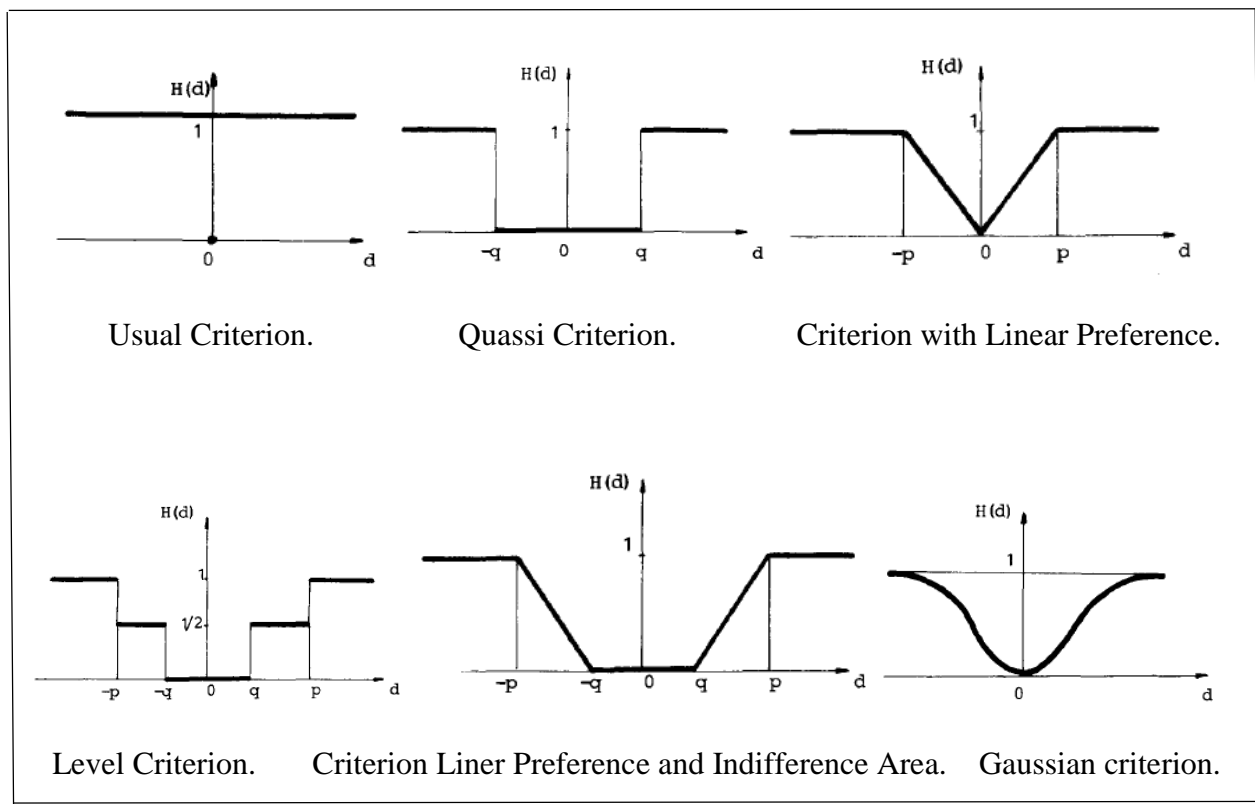
$$h_k(x_{ik} - x_{jk}) = \begin{cases} 0 & , \text{εάν } x_{ik} - x_{jk} \leq q_k \\ \frac{x_{ik} - x_{jk} - q_k}{p_k - q_k} & , \text{εάν } x_{ik} - x_{jk} \in (q_k, p_k) \\ 1 & , \text{εάν } x_{ik} - x_{jk} > p_k \end{cases}$$

Κατά το κριτήριο αυτό, ο βαθμός προτίμησης αυξάνει γραμμικά από το 0 στο 1, όταν η διαφορά $x_{ik} - x_{jk}$ βρίσκεται μεταξύ του ορίου αδιαφορίας και του ορίου προτίμησης. Πιο αναλυτικά, όταν η διαφορά $x_{ik} - x_{jk}$ βρίσκεται μεταξύ του 0 και του κατωφλιού αδιαφορίας q_k , τότε υπάρχει αδιαφορία του αποφασίζοντα για τις εναλλακτικές x_i, x_j . Όταν ισχύει $q_k < x_{ik} - x_{jk} < p_k$, τότε η προτίμηση του υπεύθυνου λήψης απόφασης αυξάνει γραμμικά με τη διαφορά $x_{ik} - x_{jk}$ και τελικά, για την περίπτωση που ισχύει $x_{ik} - x_{jk} > p_k$, υπάρχει αυστηρή προτίμηση της εναλλακτικής x_i ως προς τη x_j .

- Κριτήριο του Gauss (Gaussian criterion)

$$h_k(x_{ik} - x_{jk}) = 1 - e^{\left(\frac{-(x_{ik} - x_{jk})^2}{2\sigma^2}\right)}$$

Στο τελευταίο κριτήριο του Gauss απαιτείται μόνο η τιμή της διασποράς σ , οποία υπολογίζεται μέσω της κανονικής κατανομής από τη στατιστική και είναι η παράμετρος που καθορίζει το σημείο αλλαγής στην καμπή της συνάρτησης. Ο βαθμός προτίμησης του αποφασίζοντα περιγράφεται από μία συνεχή συνάρτηση, όπως η παραπάνω. Γενικότερα το κριτήριο αυτό, εμφανίζει μεγαλύτερη σταθερότητα αποτελεσμάτων από όλα τα υπόλοιπα.



Σχήμα 3.2: Τύποι κριτηρίων (Brans, Vincke and Mareschal, 1986).

Με τη βοήθεια του καθορισμού της συνάρτησης h_k μέσω των παραπάνω κριτηρίων σε συνδυασμό με τη σχέση του δείκτη προτίμησης είναι δυνατόν να υπολογιστεί ο δείκτης προτίμησης για κάθε ένα ζεύγος των εναλλακτικών. Το διάστημα ορισμού του δείκτη προτίμησης είναι το $[0,1]$ και έχουμε:

- $p(x_i, x_j) \approx 0 \Rightarrow$ «οριακή» υπεροχή της x_i σε σχέση με την x_j
- $p(x_i, x_j) \approx 1 \Rightarrow$ «ασχυρή» υπεροχή της x_i σε σχέση με την x_j

Όσον αφορά την κατάταξη των εναλλακτικών λύσεων μέσω της εκμετάλλευσης της σχέσης υπεροχής, ορίζονται δύο ροές. Η μία είναι η εξερχόμενη ροή ή ροή εξόδου και ο μαθηματικός της τύπος είναι:

$$\varphi^+(x_i) = \frac{1}{m-1} \sum_{j=1}^m p(x_j, x_i)$$

και η άλλη η εισερχόμενη ροή ή ροή εισόδου με μαθηματικό τύπο:

$$\varphi^-(x_i) = \frac{1}{m-1} \sum_{j=1}^m p(x_i, x_j),$$

όπου m είναι το πλήθος των εναλλακτικών υπό αξιολόγηση.

Η εισερχόμενη ροή και η εξερχόμενη ροή δηλώνουν μία πρώτη ταξινόμηση για κάθε μία εναλλακτική λύση. Η πιο μεγάλη ροή εξόδου $\varphi^+(x_i)$ δηλώνει, ότι η εναλλακτική λύση x_i υπερέρχει έναντι όλων των άλλων εναλλακτικών του συνόλου των εναλλακτικών με πλήθος m , ενώ η πιο μικρή ροή εισόδου $\varphi^-(x_i)$ δηλώνει, ότι η εναλλακτική x_i κυριαρχείται από τις υπόλοιπες εναλλακτικές λύσεις.

Έστω λοιπόν, ότι έχουμε την παρακάτω καθαρή ροή:

$$\varphi(x_i) = \varphi^+(x_i) - \varphi^-(x_i)$$

Αυτή η καθαρή ροή είναι ένα συνολικό μέγεθος αξιολόγησης της εναλλακτικής x_i προς όλες τις άλλες εναλλακτικές. Αντίστοιχα, είναι εφικτό να υπολογιστούν ροές και για κάθε κριτήριο ξεχωριστά. Σχετικά με την PROMETHEE II, υπάρχει μια κατάταξη εναλλακτικών με βάση τις καθαρές ροές, η οποία είναι πλήρης. Αυτό σημαίνει, ότι δεν υπολογίζεται η σχέση ασυγκριτικότητας. Ακολουθεί η κατάταξη:

$$x_i > x_j \leftrightarrow \varphi(x_i) > \varphi(x_j)$$

$$x_i \sim x_j \leftrightarrow \varphi(x_i) = \varphi(x_j)$$

3.3. Εφαρμογή της Μεθόδου PROMETHEE

Για την παρούσα εργασία εφαρμόστηκε η πολυκριτήρια μέθοδος PROMETHEE II με χρήση του έκτου κριτηρίου του Gauss (Gaussian criterion) από τους έξι τύπους κριτηρίων. Τα δεδομένα αναλύθηκαν σε περιβάλλον Microsoft Excel με τη βοήθεια κατάλληλων μακροεντολών.

Το δείγμα της εργασίας αυτής αποτελείται από 26 συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στο χρονικό διάστημα 2014 έως 2017. Οι 26 αγοράστριες εταιρίες είναι εισηγμένες όλες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Ακολουθεί σχήμα από το οποίο φαίνονται οι κλάδοι επιχειρηματικής δραστηριότητας των επιχειρήσεων που χρησιμοποιήθηκαν στο δείγμα. Η πλειοψηφία των επιχειρήσεων ανήκει στον κλάδο κατασκευών και υλικών κατασκευών (6) και στον κλάδο των πρώτων υλών (4). Αρκετές επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται στον τομέα βιομηχανικών προϊόντων και υπηρεσιών (3) και στον τομέα προσωπικών και οικιακών αγαθών (3) και λιγότερες στον κλάδο της ακίνητης περιουσίας (2) και της γεωργίας και αλιείας (2). Από μία επιχείρηση δραστηριοποιείται στον κλάδο εμπορικών οχημάτων και φορτηγών, στου εμπορίου, στην σταθερή τηλεφωνία, στον κλάδο ταξιδιών και τουρισμού, στον κλάδο τροφίμων και τέλος των χημικών.

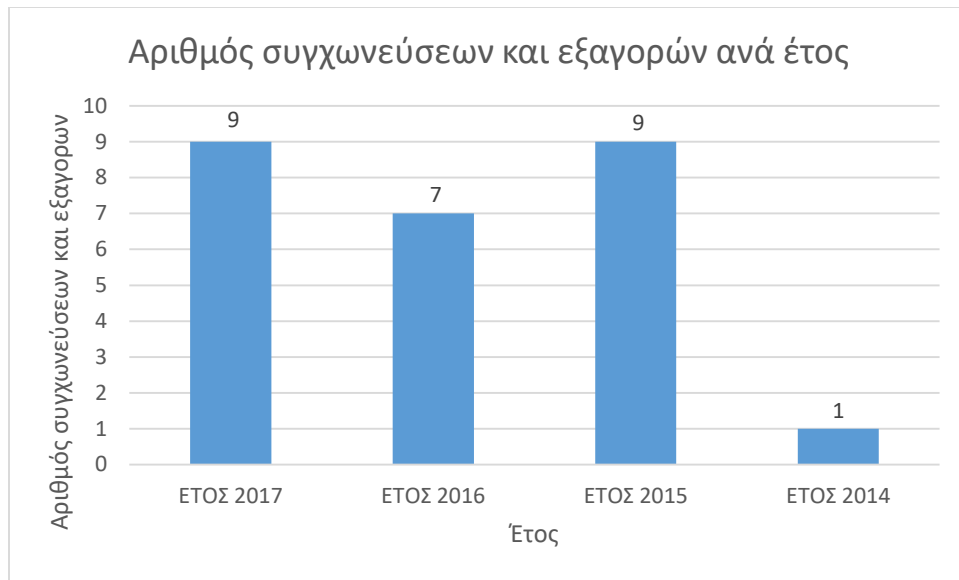


Σχήμα 3.3: Αριθμός συγχωνεύσεων και εξαγορών ανά κλάδο επιχειρηματικής δραστηριότητας.

Καταγράφονται λοιπόν ονομαστικά, οι εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών Αξιών, οι οποίες πραγματοποίησαν εξαγορές από το 2014 έως το 2017. Ακόμα, καταγράφεται σε παρένθεση το έτος, το οποίο ολοκληρώθηκε η συμφωνία:

- Ε. ΠΑΪΡΗΣ (2017)
- ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ (2017)
- ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ (2017)
- ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΑΕ (2017)
- ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ (2017)
- J & P ΑΒΑΞ ΑΕ (2017)
- ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ (2017)
- TRASTOR ΑΕ (2017)
- ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΒΕΕ (2017)
- VIOHALCO SA (2016)
- JUMBO ΑΕΕ (2016)
- ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ (2016)
- ΕΛΑΣΤΡΟΝ ΑΕΒΕ ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΚΑ (2016)
- HOUSEMARKET ΑΕ (2016)
- ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ (2016)
- SPIROU GROUP (2016)
- ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ ΑΒΕΕ (2015)
- ΚΛΕΜΑΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ (2015)
- ΟΤΕ ΑΕ (2015)
- AUTOHELLAS ΑΤΕΕ (2015)
- ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ (2015)
- ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕ (2015)
- ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ (2015)
- F.H.L. Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - ΓΡΑΝΙΤΕΣ ΑΒΕΕ (2015)
- ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΑΜΑ ΑΕ (2015)
- ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕΒΕ (2014)

Όπως φαίνεται στο επόμενο σχήμα, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν σύμφωνα με το δείγμα που μελετάμε για το έτος 2014 ήταν μόλις 1. Έπειτα, υπήρξε αύξηση του αριθμού για το έτος 2015 (9). Το έτος 2016 μειώθηκαν στις 7 και το έτος 2017 ανήλθαν πάλι στις 9 συγχωνεύσεις και απορροφήσεις.



Σχήμα 3.4: Αριθμός συγχωνεύσεων και εξαγορών ανά έτος.

3.3.1. Επιλογή Κριτηρίων

Ως κριτήρια της μεθόδου PROMETHEE II χρησιμοποιήθηκαν χρηματοοικονομικοί δείκτες της αποδοτικότητας, της φερεγγυότητας και της επίδοσης της διαχείρισης. Τα κριτήρια αποδοτικότητας που επιλέχθηκαν είναι τα ακόλουθα:

- Δείκτης κυκλοφορίας ενεργητικού: Είναι το πηλίκο των πωλήσεων προς το σύνολο του ενεργητικού. Ο συγκεκριμένος δείκτης αντιπροσωπεύει την αποδοτικότητα το ρυθμό εντατικότητας, που μία επιχείρηση χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιήσει πωλήσεις.
- Δείκτης βιομηχανικής αποδοτικότητας: Είναι το πηλίκο των κερδών πριν από τόκους και φόρους προς το σύνολο του ενεργητικού και μετράει την απόδοση του προϊόντος στην αγορά. Πιο συγκεκριμένα, φανερώνει αν η επιχείρηση έχει την ικανότητα να προσελκύσει νέους επενδυτές, ανταμείβοντάς τους αυτά που τους αναλογούν.
- Δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους: Τα κέρδη μετά από φόρους προς τις πωλήσεις δείχνουν τη συνολική ικανότητα κερδοφορίας της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης αυτός, τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση και βοηθάει τη διοίκηση μελλοντικά να προβλέψει τα κέρδη της επιχείρησης.

- Δείκτης κάλυψης τόκων: ορίζεται ως τα κέρδη προ τόκων και φόρων προς τα χρηματοοικονομικά έξοδα. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης αυτός, τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητα της επιχείρησης να πληρώνει τους τόκους της και επίσης μειώνεται ο κίνδυνος αθετήσεως στην εξόφληση των υποχρεώσεών της.

Οι δείκτες *φερεγγυότητας* που εφαρμόστηκαν είναι οι παρακάτω:

- Δείκτης συνολικής ικανότητας δανεισμού: Υπολογίζεται ως το σύνολο των υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού. Ιδανικά, το ποσοστό του αριθμοδείκτη θα πρέπει να είναι μικρότερο ή ίσο από 67%. Αποδεικνύει την ικανότητα δανεισμού και της επιχείρησης.
- Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις/Ενεργητικό: Αντιπροσωπεύει το ποσοστό των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μιας επιχείρησης σε σχέση με τα περιουσιακά της στοιχεία.
- Δείκτης γενικής ρευστότητας: Ορίζεται ως το κυκλοφορούν ενεργητικό προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Ο δείκτης γενικής ρευστότητας δείχνει το μέτρο ρευστότητας της επιχείρησης, καθώς και το περιθώριο ασφάλειας που διατηρεί η διοίκησή της για να είναι σε θέση να αντιμετωπίζει μια ανεπιθύμητη εξέλιξη στη ροή των κεφαλαίων κινήσεως. Ο δείκτης αυτός θα πρέπει να είναι μεγαλύτερος ή ίσος του 2 για να είναι σε πολλή καλή οικονομική κατάσταση επιχείρηση. Αυτό σημαίνει, ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό θα πρέπει να είναι τουλάχιστον δύο φορές των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.
- Δείκτης ταμειακής ρευστότητας: Είναι το πηλίκο των διαθέσιμων προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις μιας επιχείρησης. Ο συγκεκριμένος δείκτης παρουσιάζει πόσες φορές τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης μπορούν να καλύψουν τις τρέχουσες και ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Η τιμή του δείκτη ταμειακής ρευστότητας είναι συνήθως <1 και είναι πολύ δύσκολο να επιτευχθεί.
- Δείκτης μακροπρόθεσμης ικανότητας δανεισμού: ο δείκτης αυτός ορίζεται ως Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις/(Ιδία κεφάλαια και Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις) και φανερώνει την ικανότητα να δανειστεί μακροπρόθεσμα.

Τέλος, οι δείκτες *επίδοσης της διαχείρισης* που εφαρμόστηκαν ακολουθούν:

- Δείκτης σημασίας χρηματοοικονομικών εξόδων: είναι τα χρηματοοικονομικά έξοδα προς τις πωλήσεις μίας επιχείρησης. Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης παρουσιάζει τη σημασία των χρηματοοικονομικών εξόδων σε σχέση με το ποσοστό των πωλήσεων που χρησιμοποιήθηκαν για την εξόφλησή τους. Όσο μεγαλύτερη τιμή του δείκτη αυτού σημαίνει

μεγαλύτερο βάρος για τον οικονομικό οργανισμό σε κάλυψη των εξόδων και επομένως συμπίεση των καθαρών κερδών χρήσης. Αν οι χρεωστικοί τόκοι ξεπερνούν το 3%, θεωρείται επικίνδυνο.

- Δείκτης σημασίας γενικών και διοικητικών εξόδων: ορίζεται ως το πηλίκο των γενικών και διοικητικών εξόδων προς τις πωλήσεις. Ομοίως με τον παραπάνω δείκτη, όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης αυτός σημαίνει και μεγαλύτερο οικονομικό βάρος για την επιχείρηση για κάλυψη των εξόδων, άρα μειώνονται περισσότερο τα καθαρά κέρδη χρήσης.

3.3.2. Βάρη Κριτηρίων

Ο ακριβής προσδιορισμός των βαρών των κριτηρίων στην εφαρμογή της μεθόδου PROMETHEE είναι ιδιαίτερα πολύπλοκος. Ιδανικά, θα έπρεπε οι συντελεστές στάθμισης σε ένα μοντέλο αξιών να είναι δυνατόν να αποτυπώσουν ποσοτικά τις παραχωρήσεις που είναι διατεθειμένος να κάνει ο υπεύθυνος λήψης απόφασης. Επειδή όμως αντιμετωπίζεται η δυσκολία καθορισμού τους, χρησιμοποιούνται τα βάρη των κριτηρίων, τα οποία καθορίζονται από τον αποφασίζοντα προσεγγιστικά για την εκτίμηση των βαρών.

Μία χαρακτηριστική μεθοδολογία που έχει αναπτυχθεί και βασίζεται στην παραπάνω λογική είναι ο προσδιορισμός της σημαντικότητας των κριτηρίων ανάλογα με τον τρόπο με τον οποίο κατατάσσονται. Εάν θεωρηθεί ότι γνωρίζουμε την κατάταξη των κριτηρίων με βάση τη σημαντικότητά τους, αλλά χωρίς να υπάρχει καμία επιπλέον πληροφορία για τα ακριβή τους βάρη, τότε αυτά μπορούν να θεωρηθούν ότι προκύπτουν από την ομοιόμορφη κατανομή έτσι ώστε $w_{(1)}, w_{(2)}, \dots, w_{(n)} \geq 0$ και $\sum_i w_{(i)} = 1$, όπου ως $w_{(i)}$ συμβολίζεται το βάρος του i -οστού κατά σειρά σημαντικότητας κριτηρίου (Δούμπος, 2009).

Για τη γενική περίπτωση έστω ότι υπάρχουν R κλάσεις ισοδυναμίας στην κατάταξη των κριτηρίων, ορισμένες έτσι ώστε κάθε κλάση να περιλαμβάνει κριτήρια ίδιας σημαντικότητας, με την πρώτη κλάση να περιλαμβάνει τα κριτήρια με την υψηλότερη σημαντικότητα και την τελευταία τα λιγότερα σημαντικά κριτήρια. Συμβολίζοντας ως n_i το πλήθος των κριτηρίων στην κλάση ισοδυναμίας i ($n_1 + n_2 + \dots + n_R = n$) και ως $r_i = r_{i-1} + n_i$ τη σχετική θέση της κλάσης i στην κατάταξη ($r_0 = 0$), η σημαντικότητα των κριτηρίων στην κλάση αυτή υπολογίζεται ως εξής:

$$w_{(i)} = \frac{1}{R} \sum_{k=1}^R \frac{1}{r_k}$$

Τα βάρη που προσδιορίζονται κατά τον τρόπο αυτό αναφέρονται ως βάρη ROC (rank-order centroid, Barron and Barrett, 1996, Jia et al., 1998). Με τη συγκεκριμένη διαδικασία αποδίδεται υψηλή βαρύτητα στα κριτήρια που κατατάσσονται στις πρώτες θέσεις σημαντικότητας.

Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιήθηκαν τα βάρη:

Περίπτωση α) Την πρώτη φορά τα βάρη των δεικτών φερεγγυότητας στο σύνολο ήταν 0.5, τα βάρη των δεικτών αποδοτικότητας στο σύνολο ήταν 0.3333 και τα βάρη των δεικτών επίδοσης της διαχείρισης στο σύνολο ήταν 0.1667.

Περίπτωση β) Τη δεύτερη φορά τα βάρη των δεικτών αποδοτικότητας στο σύνολο ήταν 0.5, τα βάρη των δεικτών φερεγγυότητας στο σύνολο ήταν 0.3333 και τα βάρη των δεικτών επίδοσης της διαχείρισης στο σύνολο ήταν 0.1667.

Πίνακας 3.1: Βάρη δεικτών που χρησιμοποιήθηκαν.

	Δείκτες	Βάρη κριτηρίων στην περίπτωση (α)	Βάρη κριτηρίων στην περίπτωση (β)
w ₁	δείκτης συνολικής ικανότητας δανεισμού	0.154	0.133
w ₂	δείκτης (βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων / ενεργητικό)	0.115	0.100
w ₃	δείκτης γενικής ρευστότητας	0.077	0.067
w ₄	δείκτης ταμειακής ρευστότητας	0.038	0.033
w ₅	δείκτης μακροπρόθεσμης ικανότητας δανεισμού	0.115	0.100
w ₆	δείκτης κυκλοφορίας ενεργητικού	0.067	0.077
w ₇	δείκτης βιομηχανικής αποδοτικότητας	0.133	0.154
w ₈	δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους	0.100	0.115
w ₉	δείκτης κάλυψης τόκων	0.033	0.038
w ₁₀	δείκτης σημασίας χρηματοοικονομικών εξόδων	0.083	0.083
w ₁₁	δείκτης σημασίας γενικών και διοικητικών εξόδων	0.083	0.083

3.3.3. Αποτελέσματα Μεθόδου PROMETHEE

3.3.3.1. Αξιολόγηση επιδόσεων επιχειρήσεων πριν και μετά την εξαγορά

Στους επόμενους πίνακες παρουσιάζονται τα αποτελέσματα (οι ολικές ροές) των 26 επιχειρήσεων που μελετήθηκαν εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για το χρονικό διάστημα 2013 έως 2018 και πραγματοποίησαν συγχωνεύσεις και απορροφήσεις τα έτη 2014 έως 2017, με την εφαρμογή της μεθόδου PROMETHEE. Έπειτα παρουσιάζεται η σειρά κατάταξης των επιχειρήσεων ανά έτος:

Περίπτωση α) Βάρη κριτηρίων: φερεγγυότητα 0.5, αποδοτικότητα 0.3333, επίδοση διαχείρισης 0.1667:

Πίνακας 3.2: Αποτελέσματα της μεθόδου PROMETHEE για τα έτη 2013 έως 2018 περίπτωση α).

ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΑ ΕΤΑΙΡΙΑ	ΕΤΗ					
	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Ε. ΠΑΪΡΗΣ	-0.0875	-0.1057	-0.0819	-0.0906	-0.0679	-0.0652
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ	0.0405	0.0112	-0.0922	-0.1472	-0.2250	-0.2729
ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	0.0303	0.0230	0.0272	0.0577	0.0443	0.0485
ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΑΕ	0.2490	0.2719	0.2851	0.2883	0.1815	0.1051
ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ	0.0379	0.0246	-0.1489	-0.1161	-0.1190	-0.1189
J & P ΑΒΑΞ ΑΕ	-0.1429	-0.1535	-0.2053	-0.1522	-0.1356	-0.1738
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	-0.1196	-0.1299	-0.1017	-0.1111	-0.0409	-0.1452
TRASTOR ΑΕ	0.1450	0.2525	0.2121	0.1296	0.2163	0.2311
ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΒΕΕ	0.0759	0.0721	0.0933	0.0771	0.0664	0.0582
ΥΙΟΗΑΛCO SA	-0.0206	-0.0241	-0.1024	-0.0804	-0.0764	-0.0880
JUMBO ΑΕΕ	0.2813	0.3333	0.3373	0.2855	0.2869	0.2305
ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ	0.1944	0.2251	0.2039	0.3131	0.2879	0.1729
ΕΛΑΣΤΡΟΝ ΑΕΒΕ ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΚΑ	0.0854	0.1064	0.1394	0.1988	0.0765	0.1156
HOUSEMARKET ΑΕ	0.1663	0.1587	0.0806	0.0922	0.0710	0.1197
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	-0.1423	-0.2825	-0.3121	-0.1964	-0.1926	-0.2296
SPIROU GROUP	-0.2412	-0.2195	-0.3475	-0.2068	-0.2054	-0.1471
ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ ΑΒΕΕ	0.0261	0.0406	-0.3475	-0.2068	-0.2201	-0.1489
ΚΛΕΜΑΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ	0.0959	0.0977	0.0926	0.1156	0.1488	0.1352
ΟΤΕ ΑΕ	0.1750	0.0524	0.0061	-0.0140	0.0938	-0.1027
AUTOHELLAS ΑΤΕΕ	-0.0596	-0.0650	-0.0642	-0.0537	-0.0120	-0.0700
ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ	-0.1609	-0.0968	-0.0330	0.0982	-0.2102	-0.3422
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕ	-0.1649	-0.1636	-0.1527	-0.1101	-0.0673	-0.1413
ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ	-0.0529	-0.0424	-0.0459	-0.0726	-0.0769	-0.0810
F.H.L. H. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - ΓΡΑΝΙΤΕΣ ΑΒΕΕ	0.3697	0.3376	0.3563	0.2271	0.2024	0.2767
ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΑΜΑ ΑΕ	-0.1737	-0.1661	-0.3225	-0.3513	-0.2489	-0.2286
ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕΒΕ	0.1390	0.0932	0.0920	0.0823	0.0608	0.0022

Πίνακας 3.3: Σειρά κατάταξης των επιχειρήσεων στην περίπτωση (α).

	ΕΤΗ					
ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΑ ΕΤΑΙΡΙΑ	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Ε. ΠΑΪΡΗΣ	19	20	16	17	16	12
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ	12	15	17	21	25	25
ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	14	14	11	12	12	10
ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΑΕ	3	3	3	2	5	8
ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ	13	13	20	20	19	17
J & P ΑΒΑΞ ΑΕ	22	22	22	22	20	22
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	20	21	18	19	14	19
TRASTOR ΑΕ	7	4	4	6	3	2
ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΒΕΕ	11	10	7	11	10	9
ΒΙΟΗΑΛCO SA	16	16	19	16	17	15
JUMBO ΑΕΕ	2	2	2	3	2	3
ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ	4	5	5	1	1	4
ΕΛΑΣΤΡΟΝ ΑΕΒΕ ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΚΑ	10	7	6	5	8	7
HOUSEMARKET ΑΕ	6	6	10	9	9	6
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	21	26	23	23	21	24
SPIROU GROUP	26	25	25	24	22	20
ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ ΑΒΕΕ	15	12	26	25	24	21
ΚΛΕΜΑΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ	9	8	8	7	6	5
ΟΤΕ ΑΕ	5	11	12	13	7	16
AUTOHELLAS ΑΤΕΕ	18	18	15	14	13	13
ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ	23	19	13	8	23	26
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕ	24	23	21	18	15	18
ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ	17	17	14	15	18	14
F.H.L. H. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - ΓΡΑΝΙΤΕΣ ΑΒΕΕ	1	1	1	4	4	1
ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΑΜΑ ΑΕ	25	24	24	26	26	23
ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕΒΕ	8	9	9	10	11	11

Περίπτωση β) Βάρη κριτηρίων: αποδοτικότητα 0.5, φερεγγυότητα 0.3333, επίδοση διαχείρισης 0.1667:

Πίνακας 3.4: Αποτελέσματα της μεθόδου PROMETHEE για τα έτη 2013 έως 2018 περίπτωσης β).

ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΑ ΕΤΑΙΡΙΑ	ΕΤΗ					
	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Ε. ΠΑΪΡΗΣ	-0.0407	-0.0646	-0.0427	-0.0581	-0.0451	-0.0387
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ	0.0605	0.0385	-0.1575	-0.2127	-0.2810	-0.3607
ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	-0.0152	-0.0046	-0.0006	0.0442	0.0389	0.0640
ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΑΕ	0.1931	0.2116	0.2157	0.1838	0.0694	0.0026
ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ	0.0406	0.0143	-0.1037	-0.0796	-0.0984	-0.0866
J & P ΑΒΑΞ ΑΕ	-0.1053	-0.1132	-0.1801	-0.1341	-0.1098	-0.1722
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	-0.0667	-0.0955	-0.0644	-0.0890	-0.0089	-0.1795
TRASTOR ΑΕ	0.1153	0.1314	0.0250	-0.0962	0.0338	0.0546
ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΒΕΕ	0.0359	0.0504	0.0508	0.0364	0.0348	0.0533
ΥΙΟΗΛCO SA	0.0349	0.0253	-0.0340	-0.0260	-0.0346	-0.0403
JUMBO ΑΕΕ	0.2931	0.3228	0.3204	0.2790	0.2806	0.2513
ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ	0.1974	0.2241	0.1773	0.2433	0.2457	0.0978
ΕΛΑΣΤΡΟΝ ΑΕΒΕ ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΚΑ	0.0660	0.0868	0.1014	0.1287	0.0302	0.0569
HOUSEMARKET ΑΕ	0.1967	0.1847	0.0710	0.0847	0.0619	0.1105
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	-0.0676	-0.1798	-0.2002	-0.1287	-0.1352	-0.1907
SPIROU GROUP	-0.2035	-0.1785	-0.3804	-0.1991	-0.2272	-0.1629
ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ ΑΒΕΕ	0.0668	0.0668	-0.3804	-0.1991	-0.2419	-0.1647
ΚΛΕΜΑΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ	0.0959	0.1109	0.0673	0.0930	0.1221	0.1065
ΟΤΕ ΑΕ	0.1687	0.0790	0.0306	0.0040	0.1834	-0.1014
AUTOHELLAS ΑΤΕΕ	-0.0101	-0.0201	-0.0307	-0.0250	0.0031	-0.0512
ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ	-0.1386	-0.0386	-0.0218	0.2023	-0.1616	-0.3721
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕ	-0.2943	-0.2919	-0.2866	-0.2453	-0.1689	-0.2770
ΓΑΛΑΞΙΑΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ	0.0041	0.0003	0.0004	-0.0299	-0.0342	-0.0501
Ε.Η.Λ. Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - ΓΡΑΝΙΤΕΣ ΑΒΕΕ	0.4517	0.4372	0.4289	0.2637	0.2407	0.3260
ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΑΜΑ ΑΕ	-0.1095	-0.1021	-0.2122	-0.2582	-0.1932	-0.1863
ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕΒΕ	0.1772	0.1247	0.1366	0.1204	0.0861	0.0222

Πίνακας 3.5: Σειρά κατάταξης των επιχειρήσεων στην περίπτωση (β).

	ΕΤΗ					
	2018	2017	2016	2015	2014	2013
ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΑ ΕΤΑΙΡΙΑ						
Ε. ΠΑΪΡΗΣ	19	20	17	16	17	12
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ	12	13	20	24	26	25
ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	18	17	13	10	9	6
ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΑΕ	5	4	3	5	7	11
ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ	13	15	19	17	18	16
J & P ΑΒΑΞ ΑΕ	22	23	21	21	19	20
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	20	21	18	18	14	21
TRASTOR ΑΕ	8	6	11	19	11	8
ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΒΕΕ	14	12	9	11	10	9
ΒΙΟΗΑΛCO SA	15	14	16	14	16	13
JUMBO ΑΕΕ	2	2	2	1	1	2
ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ	3	3	4	3	2	5
ΕΛΑΣΤΡΟΝ ΑΕΒΕ ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΚΑ	11	9	6	6	12	7
HOUSEMARKET ΑΕ	4	5	7	9	8	3
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	21	25	22	20	20	23
SPIROU GROUP	25	24	25	22	24	18
ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ ΑΒΕΕ	10	11	26	23	25	19
ΚΛΕΜΑΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ	9	8	8	8	5	4
ΟΤΕ ΑΕ	7	10	10	12	4	17
AUTOHELLAS ΑΤΕΕ	17	18	15	13	13	15
ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ	24	19	14	4	21	26
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕ	26	26	24	25	22	24
ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ	16	16	12	15	15	14
F.H.L. H. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - ΓΡΑΝΙΤΕΣ ΑΒΕΕ	1	1	1	2	3	1
ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΑΜΑ ΑΕ	23	22	23	26	23	22
ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕΒΕ	6	7	5	7	6	10

Αξίζει να σημειωθεί, ότι οι η κατάταξη των επιχειρήσεων στις τελευταίες θέσεις δε σημαίνει απαραίτητα, ότι οι συγχωνεύσεις και απορροφήσεις που πραγματοποιήθηκαν δεν είχαν επιτυχία ή ότι οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις οδηγήθηκαν σε οικονομικό πρόβλημα. Η κατάταξη προέκυψε από τη συγκριτική αξιολόγηση που πραγματοποιήθηκε σύμφωνα με τα κριτήρια που επιλέχθηκαν.

Επειδή, οι περιπτώσεις α) και β) δεν απέκλιναν πολύ μεταξύ τους ως προς τη σειρά κατάταξης, οι επιχειρήσεις αξιολογήθηκαν με βάση το μεγαλύτερο βάρος στο κριτήριο της αποδοτικότητας.

Έτσι, για να γίνουν τα αποτελέσματα της αξιολόγησης πιο εύκολα αντιληπτά, έγινε κατηγοριοποίηση των επιχειρήσεων σε τρεις ομάδες ανάλογα με την κατάταξη τους το χρονικό διάστημα 2013 έως 2018.

- Επιχειρήσεις υψηλής επίδοσης: Στην κατηγορία αυτή ανήκουν οι επιχειρήσεις που βρίσκονται από την 1^η θέση έως την 8^η θέση κατάταξης.
- Επιχειρήσεις μέτριας επίδοσης: Στην κατηγορία αυτή ανήκουν οι επιχειρήσεις που βρίσκονται από την 9^η θέση έως την 16^η θέση κατάταξης.
- Επιχειρήσεις χαμηλής επίδοσης: Στην κατηγορία αυτή ανήκουν οι επιχειρήσεις που βρίσκονται από την 17^η θέση έως την 26^η θέση κατάταξης.

Με βάση την κατηγοριοποίηση αυτή φαίνεται, ότι κάποιες επιχειρήσεις τείνουν όλα τα έτη που μελετήθηκαν να βρίσκονται στις πρώτες θέσεις κατάταξης, κάποιες στις μεσαίες και κάποιες άλλες στις τελευταίες θέσεις κατάταξης.

Υψηλής επίδοσης:

1. Η εταιρία F.H.L. H. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - GRANITEΣ ABEE βρίσκεται στην 1^η θέση τέσσερις χρονιές και όλα τα έτη στις πρώτες θέσεις. Επομένως, αποτελεί την καλύτερη επιχείρηση σε επίδοση και όπως φαίνεται τη βοήθησε η απορρόφηση που πραγματοποίησε το 2015.
2. Η εταιρία JUMBO AEE φαίνεται να είναι η δεύτερη επιχείρηση με την καλύτερη επίδοση, καθώς βρίσκεται τα έτη 2014 και 2015 στην 1^η θέση και όλα τα υπόλοιπα έτη στη 2^η θέση. Ίσως να οφείλεται στην εξαγορά που έκανε το 2016 και πάλι όμως είχε πολλή καλή επίδοση.
3. Η εταιρία ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ βρίσκεται στην 3^η θέση με υψηλή επίδοση τα περισσότερα έτη. Η εξαγορά το 2016 δεν την επηρέασε.
4. Η εταιρία ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΑΕ είχε υψηλές επιδόσεις όλα τα έτη εκτός το 2013 που η επίδοσή της ήταν μέτρια και βρισκόταν στην 11^η θέση. Ακόμα και μετά τον εταιρικό μετασχηματισμό λόγω απορρόφησης το 2017 παρέμεινε σε υψηλή θέση.

5. Η εταιρία HOUSEMARKET ΑΕ είχε επίσης υψηλές επιδόσεις όλα τα έτη εκτός το 2015, που βρισκόταν στην 9^η θέση.
6. Η εταιρία ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕΒΕ μόνο το έτος 2013 βρισκόταν στην 13^η θέση. Από το 2014 έως το 2018 βρισκόταν στις επιχειρήσεις με υψηλή επίδοση και με βελτίωση της θέσης της ίσως λόγω της εξαγοράς το 2016.
7. Η εταιρία ΚΛΕΜΑΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ ενώ ξεκίνησε το 2013 να βρίσκεται στην 4^η θέση κατάταξης, άρχισε να πέφτει η σειρά κατάταξής της παραμένοντας όμως στις επιχειρήσεις υψηλής επίδοσης, παρά την εξαγορά που έγινε το 2015. Το 2018 βρέθηκε στην 9^η θέση κι έτσι εντάχθηκε στις επιχειρήσεις με μέτρια επίδοση.
8. Η εταιρία ΕΛΑΣΤΡΟΝ ΑΕΒΕ ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΚΑ τα έτη 2013, 2015 και 2016 βρισκόταν στις πρώτες θέσεις της κατάταξης των επιχειρήσεων και τα έτη 2014, 2017 και 2018 βρισκόταν στις μεσαίες θέσεις κατάταξης. Φαίνεται, ότι η απορρόφηση που έγινε το 2016 είχε αρνητικό αντίκτυπο στην εταιρία.

Μέτριας επίδοσης:

1. Η επιχείρηση TRASTOR ΑΕ παρόλο που το 2013 βρισκόταν στην 8^η θέση με υψηλή επίδοση, τα έτη 2014, 2015 και 2016 βρισκόταν στις μεσαίες και τελευταίες θέσεις κατάταξης των επιχειρήσεων. Μετά από μία εξαγορά που έκανε το 2017 ανήλθε πάλι στις πρώτες θέσεις τα έτη 2017 και 2018.
2. Η εταιρία ΟΤΕ ΑΕ (ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ ΕΛΛΑΔΟΣ) παρόλο που το 2013 βρισκόταν στην 17^η θέση, το 2014 ανήλθε στην 4^η θέση. Όμως τα έτη 2015, 2016 και 2017 είχε μέτρια επίδοση με τάση βελτίωσης της θέσης κατάταξής της και τελικά το 2018 εντάχθηκε στις επιχειρήσεις με υψηλή επίδοση. Η απορρόφηση το 2015 θεωρείται αμφιλεγόμενη.
3. Η επιχείρηση ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΒΕΕ όλο το χρονικό διάστημα που μελετήθηκε βρισκόταν στις επιχειρήσεις μέτριας απόδοσης με πιο χαμηλή θέση κατάταξης τα τελευταία έτη, ιδιαίτερα μετά την απόκτηση άλλης εταιρίας το 2017.
4. Η εταιρία VIOHALCO SA όλα τα έτη βρισκόταν στις μεσαίες θέσεις κατάταξης και δεν επηρεάστηκε από την εξαγορά που πραγματοποίησε το 2016.

5. Η εταιρία ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ επίσης είχε μέτρια επίδοση όλα τα έτη από το 2013 έως το 2018 και δεν εντοπίστηκε αλλαγή μετά την απορρόφηση το 2015.
6. Η εταιρία ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ ενώ ξεκίνησε με υψηλή επίδοση και βρισκόταν στην 6^η θέση κατάταξης, είχε φθίνουσα πορεία και μετά την εξαγορά το 2017, κατέληξε το 2018 στη 18^η θέση κατάταξης.
7. Η εταιρία AUTOHELLAS ΑΤΕΕ τα έτη 2013 έως 2016 είχε μέτρια επίδοση και τα έτη 2017 και 2018 είχε χαμηλή επίδοση. Μάλλον επηρεάστηκε αρνητικά από την εξαγορά το 2015.
8. Η εταιρία ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ ξεκίνησε το 2013 με μέτρια επίδοση, συνέχισε από το 2014 έως το 2016 με χαμηλή επίδοση και κατέληξε το 2017 και 2018 με μέτρια επίδοση, άρα την ευνόησε η απορρόφηση το 2017.

Χαμηλής επίδοσης:

1. Η εταιρία Ε. ΠΑΪΡΗΣ είχε μέτρια επίδοση τις χρονιές 2013 και 2015 και όλες τις υπόλοιπες η επίδοση της ήταν χαμηλή. Επομένως, δεν τη βοήθησε η απόκτηση άλλης εταιρίας το 2017.
2. Η εταιρία ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ παρόλο που το 2015 που έγινε η απορρόφηση βρέθηκε στην 4^η θέση, πριν από αυτό είχε αρκετά χαμηλή επίδοση, αλλά και μετά είχε μέτρια και κυρίως χαμηλή επίδοση.
3. Η εταιρία ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ είχε όλη τα χρονικά έτη που μελετήθηκαν χαμηλή επίδοση, εκτός το 2014 που ήταν στην 14^η θέση κατάταξης, παρά την εξαγορά το 2017.
4. Η εταιρία ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ ΑΒΕΕ ξεκίνησε με πάρα πολλή χαμηλή επίδοση παρά την εξαγορά το 2015, κατάφερε όμως το 2017 και 2018 να βελτιωθεί και να έχει μέτρια επίδοση.
5. Το ίδιο ισχύει και για την εταιρία ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ που αρχικά βρισκόταν στις τελευταίες θέσεις κατάταξης και το 2017 και 2018 βρέθηκε στη 13^η και 12^η θέση αντίστοιχα. Σε αυτό ίσως οφείλεται η απορρόφηση το 2017.
6. Η εταιρία J & P ΑΒΑΞ ΑΕ βρισκόταν όλο το χρονικό διάστημα στις τελευταίες θέσεις με όλο και μεγαλύτερη επιδείνωση. Η απορρόφηση του 2017 δεν είχε επιτυχία.
7. Ομοίως και η επιχείρηση ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ είχε χαμηλή επίδοση, με την εξαγορά το 2016 να θεωρείται αδιάφορη.

8. Η εταιρία SPIROU GROUP επίσης βρισκόταν στις τελευταίες θέσεις από το 2013 μέχρι το 2018 και δεν επηρεάστηκε από την απόκτηση άλλης εταιρίας το 2016.
9. Η εταιρία ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΑΜΑ ΑΕ όλα τα έτη βρισκόταν στη 22^η ή 23^η θέση, με εξαίρεση το 2015 που βρέθηκε στην τελευταία θέση, την ίδια χρονιά που πραγματοποιήθηκε η εξαγορά.
10. Τέλος, η εταιρία ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕ είχε την πιο χαμηλή επίδοση και το 2017 και 2018 ήταν στην τελευταία θέση. Προκύπτει λοιπόν, ότι η απορρόφηση το 2015 την οδήγησε στην τελευταία θέση κατάταξης των επιχειρήσεων που μελετήθηκαν.

Πίνακας 3.6: Μέσος όρος αποτελεσμάτων PROMETHEE χρονικού διαστήματος πριν και χρονικού διαστήματος μετά την εξαγορά.

ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΑ ΕΤΑΙΡΙΑ	ΕΤΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ
Ε. ΠΑΪΡΗΣ	2017	-0.0462	-0.0527
ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ ΑΕ	2017	-0.2530	0.0495
ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	2017	0.0366	-0.0099
ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΑΕ	2017	0.1179	0.2023
ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ	2017	-0.0921	0.0274
J & P ΑΒΑΞ ΑΕ	2017	-0.1491	-0.1093
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	2017	-0.0855	-0.0811
TRASTOR ΑΕ	2017	0.0043	0.1233
ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΒΕΕ	2017	0.0438	0.0432
ΒΙΟΗΑΛCO SA	2016	-0.0336	0.0087
JUMBO ΑΕΕ	2016	0.2703	0.3121
ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ	2016	0.1956	0.1996
ΕΛΑΣΤΡΟΝ ΑΕΒΕ ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΚΑ	2016	0.0720	0.0847
HOUSEMARKET ΑΕ	2016	0.0857	0.1508
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	2016	-0.1515	-0.1492
SPIROU GROUP	2016	-0.1964	-0.2541
ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ ΑΒΕΕ	2015	-0.2033	-0.1115
ΚΛΕΜΑΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ	2015	0.1143	0.0918
ΟΤΕ ΑΕ	2015	0.0410	0.0706
AUTOHELLAS ΑΤΕΕ	2015	-0.0240	-0.0215
ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ	2015	-0.2669	0.0008
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕ	2015	-0.2229	-0.2795
ΓΑΛΑΞΙΑΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ	2015	-0.0421	-0.0063
F.H.L. H. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - ΓΡΑΝΙΤΕΣ ΑΒΕΕ	2015	0.2834	0.3954
ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΑΜΑ ΑΕ	2015	-0.1898	-0.1705
ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕΒΕ	2014	0.0222	0.1290

Σύμφωνα με τις παραπάνω τιμές του πίνακα, για την πλειοψηφία των επιχειρήσεων ο μέσος όρος των αποτελεσμάτων της μεθόδου PROMETHEE μετά την εξαγορά αυξήθηκε σε σχέση με το μέσο όρο των αποτελεσμάτων πριν την εξαγορά. Αυτό δείχνει, ότι οι περισσότερες απορροφήσεις που διεκπεραιώθηκαν είχαν επιτυχία.

Στους επόμενους πίνακες παρουσιάζονται οι μέσοι όροι των δεικτών που χρησιμοποιήθηκαν ως κριτήρια πριν και μετά την εξαγορά για όλο το δείγμα.

Πίνακας 3.7: Μέσος όρος δεικτών χρονικού διαστήματος πριν την εξαγορά.

ΕΤΑΙΡΙΑ	Υποχρεώσεις/ Ενεργητικό	BY/ Ενεργητικό	Κυκλ οφορο ύν Ενεργ ητικό/ BY	Διαθέσιμα/ BY	ΜΥ/ (ΜΥ + Ιδία Κεφάλαια)	Πωλήσεις/ Ενεργητικό	ΚΠΤ Φ/ Ενεργητικό	ΚΠΦ/ Πωλήσεις	ΚΠΤ Φ/ Χρηματοοικονομικά έξοδα	Χρηματοοικονομικά Έξοδα / Πωλήσεις	Διοικητικά Έξοδα / Πωλήσεις
Ε. ΠΑΪΡΗΣ	0.691	0.655	0.641	0.012	0.106	0.595	0.036	-0.035	0.883	0.069	0.060
ΜΥΤΙΑΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ	0.373	0.197	0.196	0.532	0.215	0.016	0.003	-0.329	0.185	1.175	1.076
ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	0.463	0.432	1.613	0.122	0.055	0.503	0.051	-0.001	4.844	0.028	0.151
ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΑΕ	0.138	0.068	6.793	0.566	0.075	0.141	-0.026	0.760	7.639	0.042	0.177
ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ	0.764	0.294	0.964	0.060	0.667	1.017	-0.044	-0.044	-1.094	0.040	0.021
J & P ΑΒΑΞ ΑΕ	0.752	0.397	1.244	0.139	0.590	0.286	-0.003	-0.084	-0.133	0.074	0.049
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	0.673	0.597	1.140	0.089	0.191	0.630	-0.008	-0.051	-0.238	0.055	0.100
TRASTOR ΑΕ	0.011	0.009	8.823	6.634	0.002	0.045	-0.047	-0.932	-3835	0.000	0.041
ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΒΕΕ	0.343	0.253	2.362	0.421	0.113	0.290	0.015	0.426	0.202	0.442	0.143
ΥΙΟΗΑΛCO SA	0.750	0.273	1.013	0.060	0.656	1.015	0.008	-0.040	0.213	0.040	0.021
JUMBO ΑΕΕ	0.313	0.192	2.763	1.105	0.142	0.569	0.117	0.201	15.80	0.013	0.036
ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ	0.114	0.019	2.780	2.193	0.125	0.044	0.029	0.568	11.05	0.101	0.124
ΕΛΑΣΤΡΟΝ ΑΕΒΕ ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΚΑ	0.311	0.175	3.089	0.517	0.161	0.530	-0.003	-0.028	-0.236	0.033	0.035
HOUSEMARKET ΑΕ	0.396	0.333	0.712	0.203	0.095	0.898	0.022	0.005	1.226	0.020	0.057
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	0.993	0.229	1.123	0.058	0.991	0.804	-0.019	-0.108	-0.330	0.067	0.074
SPIROU GROUP	0.687	0.492	0.775	0.028	0.360	0.262	-0.029	-0.227	-0.886	0.124	0.118
ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ ΑΒΕΕ	0.665	0.452	0.902	0.028	0.354	0.251	-0.033	-0.249	-1.034	0.126	0.154
ΚΛΕΜΑΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ	0.353	0.236	2.514	0.618	0.153	0.672	0.034	0.065	3.960	0.013	0.079
ΟΤΕ ΑΕ	0.585	0.270	0.572	0.299	0.432	0.240	0.478	-0.001	20.61	0.101	0.247
AUTOHELLAS ΑΤΕΕ	0.605	0.320	0.611	0.276	0.392	0.349	0.051	0.092	1.730	0.087	0.072
ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ	0.815	0.675	0.631	0.013	0.433	0.543	-0.095	-0.225	-1.920	0.081	0.126
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕ	0.108	0.023	0.335	0.004	0.087	0.003	-0.003	-1.229	-1.832	1.528	0.883
ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ	0.721	0.643	1.300	0.043	0.216	0.635	0.030	0.010	1.282	0.039	0.026
Ε.Η.Λ. Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - ΓΡΑΝΙΤΕΣ ΑΒΕΕ	0.364	0.256	1.679	0.337	0.145	0.572	0.196	0.278	6.295	0.075	0.072
ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΑΜΑ ΑΕ	0.902	0.460	1.010	0.158	0.819	0.529	-0.013	-0.144	-0.334	0.077	0.043
ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕΒΕ	0.594	0.405	1.597	0.544	0.318	0.871	0.023	0.005	0.782	0.034	0.064
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΔΕΙΚΤΩΝ	0.519	0.321	1.815	0.579	0.303	0.473	0.030	0.051	145	0.172	0.156

Πίνακας 3.8: Μέσος όρος δεικτών χρονικού διαστήματος μετά την εξαγορά

ΕΤΑΙΡΙΑ	Υποχρεώσεις/ Ενεργητικό	BY/ Ενεργητικό	Κυκλ οφορο ύν Ενεργ ητικό/ BY	Διαθέσιμα/ BY	MY/ (MY + Ιδία Κεφ)	Πωλή σεις/ Ενεργ ητικό	ΚΠΤ Φ/ Ενεργ ητικό	ΚΠΦ/ Πωλή σεις	ΚΠΤ Φ/ Χρημ ατοοι κονομ ικά Έξοδα	Χρημ ατοοι κονομ ικά Έξοδα / Πωλή σεις	Διοικ ητικά Έξοδα / Πωλή σεις
Ε. ΠΑΪΡΗΣ	0.770	0.749	0.620	0.002	0.081	0.653	0.048	-0.067	1.137	0.065	0.062
ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ ΑΕ	0.571	0.289	1.558	0.175	0.397	0.518	0.070	0.118	4.390	0.032	0.051
ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	0.392	0.324	0.992	0.358	0.100	0.423	0.004	-0.045	0.958	0.029	0.195
ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΑΕ	0.173	0.098	4.499	0.424	0.083	0.294	0.053	0.171	18.01	0.012	0.102
ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ	0.511	0.242	1.590	0.083	0.354	0.845	-0.012	0.045	-0.886	0.015	0.020
J & P ΑΒΑΞ ΑΕ	0.794	0.363	1.187	0.133	0.676	0.429	0.020	-0.015	0.756	0.063	0.030
INTRAKOM ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	0.762	0.608	1.222	0.150	0.375	0.603	0.031	-0.050	1.006	0.059	0.079
TRASTOR ΑΕ	0.185	0.016	3.550	3.242	0.172	0.050	0.024	0.369	3.552	0.122	0.233
ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΒΕΕ	0.376	0.207	2.610	0.302	0.212	0.248	0.026	0.260	3.064	0.169	0.158
VIOHALCO SA	0.717	0.397	1.036	0.088	0.525	1.041	0.044	-0.006	1.462	0.031	0.025
JUMBO ΑΕΕ	0.267	0.154	3.601	1.384	0.128	0.593	0.120	0.203	21.38	0.010	0.030
ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ	0.225	0.111	0.762	0.321	0.124	0.065	0.065	0.839	5.901	0.171	0.023
ΕΛΑΣΤΡΟΝ ΑΕΒΕ ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΚΑ	0.404	0.180	2.681	0.212	0.274	0.765	0.015	-0.003	0.718	0.028	0.028
HOUSEMARKET ΑΕ	0.415	0.243	0.903	0.240	0.227	1.080	0.071	0.039	2.353	0.027	0.050
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	0.985	0.664	0.543	0.011	0.952	0.771	0.027	0.012	0.840	0.042	0.062
SPIROU GROUP	0.820	0.476	0.713	0.020	0.656	0.298	-0.025	-0.262	-0.688	0.091	0.135
ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ ΑΒΕΕ	0.697	0.404	1.708	0.154	0.487	0.499	0.003	-0.126	2.275	0.068	0.098
ΚΛΕΜΑΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ	0.417	0.265	1.923	0.211	0.204	0.766	0.038	0.037	3.556	0.014	0.103
ΟΤΕ ΑΕ	0.458	0.246	0.416	0.217	0.290	0.261	0.103	0.147	7.096	0.058	0.187
AUTOHELLAS ΑΤΕΕ	0.679	0.242	0.498	0.155	0.575	0.331	0.069	0.157	2.890	0.073	0.072
ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ	0.626	0.411	1.498	0.066	0.512	0.455	0.083	0.132	2.674	0.061	0.152
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕ	0.158	0.025	0.641	0.005	0.136	0.004	-0.003	-5.059	-1.737	0.695	1.385
ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ	0.718	0.652	1.240	0.043	0.189	0.784	0.044	0.034	2.442	0.024	0.036
Ε.Η.Λ. Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - GRANITEΣ ΑΒΕΕ	0.401	0.248	2.351	1.072	0.200	0.644	0.301	0.449	38,16	0.019	0.036
ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΑΜΑ ΑΕ	1.035	0.995	0.509	0.069	-0.412	0.642	0.015	-0.048	0.347	0.066	0.038
ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕΒΕ	0.537	0.393	1.719	0.519	0.237	1.366	0.062	0.029	3.356	0.014	0.044
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΔΕΙΚΤΩΝ	0.542	0.346	1.560	0.371	0.298	0.555	0.050	0.102	4.808	0.079	0.132

3.3.3.2. Αξιολόγηση επιδόσεων επιχειρήσεων σύμφωνα με την κατηγορία δεικτών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών που ανήκουν

Το Χρηματιστήριο Αθηνών, σε συνεργασία με τους εγκυρότερους διεθνείς παρόχους δεικτών, υπολογίζει και διαχέει σε παγκόσμιο επίπεδο πάνω από 30 δείκτες, είτε σε πραγματικό χρόνο είτε στο τέλος της ημέρας. Έτσι, οι μετέχοντες της αγοράς, επαγγελματίες και μη, ενημερώνονται από ένα αξιόπιστο σημείο αναφοράς για τις επενδυτικές αποφάσεις, που πρέπει να λάβουν, αλλά ταυτόχρονα αυτό αποτελεί ένα χρήσιμο εργαλείο για τη δημιουργία, μέσω αδειοδότησης, χρηματοοικονομικών προϊόντων όπως για παράδειγμα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, Δικαιώματα Προαίρεσης, ETFs και Σύνθετα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα. Το φάσμα των δεικτών που χρησιμοποιείται είναι ευρύ και περιλαμβάνει βασικούς και κλαδικούς δείκτες, δείκτες συνολικής απόδοσης και άλλους (Ιανουάριος 2020, <https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/indices>).

Ο δείκτης μεγάλης κεφαλαιοποίησης (FTSE/X.A. Large Cap) έχει στόχο την καταγραφή σε πραγματικό χρόνο των τάσεων των τιμών των μετοχών των είκοσι μεγαλύτερων σε κεφαλαιοποίηση εισηγμένων εταιριών του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Ο δείκτης μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης (FTSE/X.A. Mid&Small Cap) έχει στόχο την καταγραφή σε πραγματικό χρόνο των τάσεων των τιμών των μετοχών των σαράντα μεγαλύτερων σε κεφαλαιοποίηση εισηγμένων εταιριών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, που ακολουθούν σε κατάταξη τις μετοχές που συνθέτουν τον υφιστάμενο δείκτη FTSE/X.A 20.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα αποτελέσματα (οι ολικές ροές) των επιχειρήσεων που μελετήθηκαν και αξιολογήθηκαν με τη μέθοδο PROMETHEE και:

- Ανήκουν στο δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης (FTSE/X.A. Large Cap).
- Ανήκουν στο δείκτη μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης (FTSE/X.A. Mid & Small Cap).
- Διαγράφηκαν οι μετοχές τους από το Χρηματιστήριο Αθηνών.

α) Δείκτης μεγάλης κεφαλαιοποίησης (FTSE/X.A. Large Cap)

Πίνακας 3.9: Αποτελέσματα μεθόδου PROMETHEE για τις επιχειρήσεις που ανήκουν στο δείκτη FTSE/X.A. Large Cap για τα έτη 2013 έως το 2018.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ (2017)	0.1878	0.1066	0.0632	-0.0093	-0.1507	-0.1976
ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΒΕΕ (2017)	-0.1075	0.0042	0.1360	0.1155	0.0333	-0.1815
ΒΙΟΗΑΛCO SA (2016)	0.3384	0.2476	-0.2244	-0.0730	-0.1403	-0.1483
JUMBO ΑΕΕ (2016)	0.2803	0.2278	0.1785	-0.2555	-0.2506	-0.1806
ΟΤΕ ΑΕ (2015)	0.4048	0.0766	-0.0030	-0.1409	-0.0289	-0.3085

Στην 1^η στήλη του παραπάνω πίνακα αναγράφονται οι εταιρίες που ανήκουν στο δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης και σε παρένθεση το έτος κατά το οποίο πραγματοποιήθηκε η συγχώνευση ή εξαγορά.

Προκύπτει λοιπόν το συμπέρασμα, ότι η εταιρία ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ, η εταιρία ΒΙΟΗΑΛCO SA και η εταιρία JUMBO ΑΕΕ είχαν μία σχεδόν σταθερή ανοδική πορεία και με τις εξαγορές που προχώρησαν το 2017, 2016 και 2016 αντίστοιχα η κάθε μία, ευνοήθηκαν ακόμα περισσότερο. Ωστόσο, παρά την ανοδική τους πορεία, όπως είδαμε παραπάνω μόνο η εταιρία JUMBO ΑΕΕ άνηκε στις επιχειρήσεις με υψηλή απόδοση. Η εταιρία ΒΙΟΗΑΛCO SA είχε μέτρια απόδοση, ενώ η ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ είχε σχετικά χαμηλή απόδοση.

Η εταιρία ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΒΕΕ μετά την εξαγορά το 2017, φαίνεται ότι επηρεάστηκε αρνητικά και η ολική ροή της μειώθηκε. Όσον αφορά την επιχείρηση ΟΤΕ ΑΕ, με την απορρόφηση το 2015 είχε αρκετά μεγάλη πρόοδο, αφού οι αρνητικές ολικές ροές της έγιναν θετικές, σύμφωνα με τον πίνακα 3.9.

β) Δείκτης μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης (FTSE/X.A. Mid & Small Cap)

Πίνακας 3.10: Αποτελέσματα μεθόδου PROMETHEE για τις επιχειρήσεις που ανήκουν στο δείκτη FTSE/X.A. Mid & Small Cap για τα έτη 2013 έως το 2018.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013
J & P ΑΒΑΞ ΑΕ (2017)	0.4048	0.0766	-0.0030	-0.1409	-0.0289	-0.3085
INTRAKOM ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ (2017)	-0.0191	-0.0744	0.0825	-0.0615	0.2534	-0.1809
AUTOHELLAS ΑΤΕΕ (2017)	0.0916	-0.0729	-0.0688	0.0429	0.1896	-0.1823
ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ (2016)	0.0309	0.0376	0.1623	0.2093	-0.2263	-0.2137
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕ (2016)	-0.2314	-0.0790	-0.1178	0.0668	0.2018	0.1596
ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕΒΕ (2015)	0.4815	0.1528	0.0813	0.0073	-0.1150	-0.6150

Ομοίως, στην 1^η στήλη του πίνακα 3.10. αναγράφονται οι εταιρίες που ανήκουν στο δείκτη μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης και σε παρένθεση το έτος κατά το οποίο έκαναν κάποια απορρόφηση.

Οι απορροφήσεις άλλων εταιριών που έγιναν από τις επιχειρήσεις J & P ΑΒΑΞ ΑΕ και AUTOHELLAS ΑΤΕΕ το έτος 2017 και από την ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕΒΕ το έτος 2015, είχαν τελικά επιτυχία, καθώς αυξήθηκαν αρκετά οι ολικές ροές τους. Αντίθετα, η απορρόφηση που έγινε από την ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ τη χρονιά 2016, είχε αποτυχία, σύμφωνα με τον πίνακα 3.10.

Η εταιρία INTRAKOM ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ μετά την εξαγορά στην οποία προχώρησε το 2017, εκτιμάται ότι είχε βελτίωση παραμένοντας όμως χαμηλή η επίδοσή της σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις. Τέλος, η ανώνυμη εταιρία ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ είχε αρκετές αυξομειώσεις στις ολικές ροές της και το αποτέλεσμα της εξαγοράς το 2016 ήταν να βελτιωθεί προσωρινά, όμως στη συνέχεια η κατάστασή της επιδεινώθηκε.

γ) Εταιρίες που διαγράφηκαν οι μετοχές τους από το Χρηματιστήριο Αθηνών

Πίνακας 3.11: Αποτελέσματα μεθόδου PROMETHEE για τις επιχειρήσεις που διαγράφηκαν από το Χρηματιστήριο Αθηνών.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013
ΚΛΕΜΑΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ (2015) έως 2016	-0.1235	-0.1439	-0.1978	-0.0081	0.3069	0.1665
ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ (2015) έως 2017	-0.0755	0.1474	0.1608	-0.0757	-0.0475	-0.1095
F.H.L. H. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - ΓΡΑΝΙΤΕΣ ΑΒΕΕ (2015) έως 2017	0.2200	0.1432	0.2042	-0.1397	-0.3597	-0.0679

Στην 1^η στήλη του παραπάνω πίνακα αναγράφονται οι εταιρίες που διαγράφηκαν από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, σε παρένθεση το έτος κατά το οποίο είχαν κάνει κάποια απορρόφηση και μέχρι τότε βρισκόντουσαν στο χρηματιστήριο.

Για τις εταιρίες ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ και F.H.L. H. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - ΓΡΑΝΙΤΕΣ ΑΒΕΕ παρά το γεγονός ότι οι εξαγορές που έκαναν το 2015 είχαν θετική κατάληξη, αποφάσισαν να βγουν από το χρηματιστήριο το έτος 2017. Το γεγονός αυτό ωφέλησε την F.H.L. H. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - ΓΡΑΝΙΤΕΣ ΑΒΕΕ, όχι όμως και ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ, που μειώθηκε αρκετά η ολική ροή της.

Η απορρόφηση στην οποία προχώρησε η εταιρία ΚΛΕΜΑΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ το 2015, είχε αρνητική επίδραση σε αυτή. Την επόμενη χρονιά διαγράφηκαν οι μετοχές της από το Χρηματιστήριο Αθηνών και παρά τη δύσκολη κατάστασή της υπήρχε μία αμελητέα βελτίωση.

Συνοψίζοντας, προκύπτει το συμπέρασμα ότι η σειρά κατάταξης των επιχειρήσεων σύμφωνα με τη μέθοδο PROMETHEE, δεν απεικονίζει ακριβώς την κατάσταση της επιχείρησης σε βάθος χρόνων, αν και η αξιολόγηση ανά επιχείρηση έγινε επίσης με τη μέθοδο PROMETHEE.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν μία πολύπλοκη διαδικασία, η οποία εξαρτάται από πολλούς παράγοντες. Για τις περισσότερες επιχειρήσεις οι εξαγορές αποτελούν στρατηγικές κινήσεις, προκειμένου να αντιμετωπίσουν τον ανταγωνισμό. Για να καταφέρουν οι επιχειρήσεις να ανταπεξέλθουν στις συνεχώς μεταβαλλόμενες συνθήκες του περιβάλλοντος, πρέπει να γνωρίζουν ποιους πρέπει να ανταγωνιστούν και με ποιους να γίνουν συνεργάτες για να επιτύχουν τις κοινές τους προσδοκίες. Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις όμως δεν έχουν πάντα θετικά αποτελέσματα.

Η παρούσα εργασία πραγματοποιήθηκε με στόχο τη μελέτη των επιχειρήσεων του δείγματος που προχώρησαν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις, προκειμένου να διαπιστωθεί αν αυτές είχαν επιτυχία ή αποτυχία. Για το λόγο αυτό χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος PROMETHEE, της οποίας το πλεονέκτημα είναι, ότι δεν απαιτείται κάποια συνάρτηση, αλλά μόνο η εισαγωγή δεδομένων και σχετικά απλά μαθηματικά.

Ειδικότερα, παρουσιάστηκαν αρχικά, οι έννοιες που σχετίζονται με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές και η ιστορική εξέλιξή τους από το τέλος του 19^{ου} αιώνα που εμφανίστηκαν μέχρι σήμερα. Έπειτα, αναλύθηκαν τα κίνητρα και οι αιτίες των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, αλλά και οι λόγοι που οδηγούν σε επιτυχία ή σε αποτυχία μίας τέτοιας συμφωνίας. Επίσης, έγινε αναφορά και στην αποτελεσματικότητα των απορροφήσεων.

Στη συνέχεια, παρουσιάστηκε η μέθοδος PROMETHEE και ο τρόπος με τον οποίο εφαρμόστηκε στην περίπτωση αυτή. Πιο συγκεκριμένα, εφαρμόστηκε η μέθοδος PROMETHEE στο δείγμα των 26 επιχειρήσεων με χρήση χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών μία φορά με έμφαση στους δείκτες της φερεγγυότητας και μία φορά στους δείκτες της αποδοτικότητας. Η έμφαση δόθηκε μέσω των βαρών των κριτηρίων. Αποδείχθηκε, ότι τα αποτελέσματα στις δύο αυτές περιπτώσεις της φερεγγυότητας και αποδοτικότητας δε διέφεραν ουσιαστικά, οπότε επιλέχθηκε να αναλυθεί η περίπτωση της αποδοτικότητας. Έτσι, οι επιχειρήσεις χωρίστηκαν σε στις υψηλής απόδοσης, μέτριας απόδοσης και χαμηλής απόδοσης. Ακόμα, παρουσιάστηκαν κάποια στατιστικά στοιχεία των αποτελεσμάτων της μεθόδου PROMETHEE και των δεικτών πριν και μετά την εξαγορά. Επιπρόσθετα η μέθοδος PROMETHEE εφαρμόστηκε στις

επιχειρήσεις που ανήκαν στο δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης, στις επιχειρήσεις που ανήκαν στο δείκτη μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης και στις επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές διαγράφηκαν από το Χρηματιστήριο Αθηνών.

Τα συμπεράσματα ήταν, ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες είχαν υψηλή απόδοση, δεν επηρεάστηκαν τόσο από την εξαγορά και ότι όσες είχαν μέτρια απόδοση ίσως τελικά ωφελήθηκαν από την εξαγορά. Ακόμα, οι επιχειρήσεις υψηλής κεφαλαιοποίησης ευνοήθηκαν ακόμα περισσότερο και η διαγραφή κάποιων επιχειρήσεων από το Χρηματιστήριο μάλλον συνδέεται με μία εξαγορά, η οποία τελικά δεν είχε την αναμενόμενη επιτυχία.

Όμως, ανακεφαλαιώνοντας, αυτό που υποστηρίζεται και δεν υπάρχει αμφιβολία είναι, ότι το θετικό ή αρνητικό αποτέλεσμα μίας εξαγοράς δεν εξαρτάται σε τόσο μεγάλο βαθμό από τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, αλλά κυρίως από την προετοιμασία και τις διαδικασίες που πραγματοποιούνται πριν την εξαγορά μέχρι αυτή να ολοκληρωθεί. Η αξιολόγηση της επιτυχίας ή αποτυχίας των εξαγορών πρέπει να συνεκτιμήσει και το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον πριν και μετά την εξαγορά. Αυτό για την Ελλάδα είναι πολύ σημαντικό, λόγω των μεγάλων οικονομικών αλλαγών την τελευταία δεκαετία. Επίσης, πρέπει να εξεταστούν και άλλα μεγέθη που υποδεικνύουν την επιτυχία ή αποτυχία, όπως οι αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών στο χρηματιστήριο, η αύξηση των πωλήσεων και των κερδών.

Συμπερασματικά, ναι μεν οι εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι πολύ σημαντικές για την επιτυχημένη πορεία και κερδοφορία των επιχειρήσεων, ωστόσο πολλές φορές τα αποτελέσματα είναι αρνητικά λόγω διαφόρων παραγόντων και συνεπώς επηρεάζονται αρνητικά τα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων.

Βιβλιογραφία

Ελληνική βιβλιογραφία:

Βουβαλίδου, Μ., (2012). Συγκριτική Χρηματοοικονομική Ανάλυση Δημοσίων Επιχειρήσεων Και Οργανισμών (2008-2010), Διπλωματική εργασία, Σχολή Μηχανικών Παραγωγής και Διοίκησης-Πολυτεχνείο Κρήτης, Χανιά.

Γρηγορούδης, Ε., Δούμπος, Μ., Ζοπουνίδης, Κ., Ματσατσίνης Ν. (2005). *Πολυκριτήρια Ανάλυση Αποφάσεων Μεθοδολογικές Προσεγγίσεις Και Εφαρμογές*, Εκδόσεις Νέων Τεχνολογιών Αθήνα.

Δούμπος, Μ. (2009), “Πολυκριτήρια Συστήματα Αποφάσεων”, Σχολή Μηχανικών Παραγωγής και Διοίκησης-Πολυτεχνείο Κρήτης, Χανιά.

Ζοπουνίδης, Κ. (2013). *Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικού Μάνατζμεντ*, Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα.

Κυριαζής, Δ., (2007). *Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Εταιρειών*, Εκδόσεις Κων/νου Σμπίλια & Σία Ο.Ε, Αθήνα.

Κυριαζόπουλος Γ., Ζησόπουλος Δ. και Σαριγιαννίδης Ν. (2009). “Τα Πλεονεκτήματα και τα Μειονεκτήματα των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων των Τραπεζών στη Διεθνή και την Ελληνική Οικονομία”, *Πρακτικά ΕΣΔΟ 2009*, σελίδες 131-150.

Μάρτη, Ι., (2014). ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ, Μεταπτυχιακή εργασία Σχολή Επιστημών Διοίκησης Επιχειρήσεων-Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.

Πασιούρας, Φ., Δούμπος, Μ., Ζοπουνίδης, Κ. (2006). *Πρόβλεψη Εξαγορών: Μεθοδολογικό Πλαίσιο Και Εφαρμογές*, Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα.

Παπαδάκης, Β. (2002). *Εξαγορές και συγχωνεύσεις Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία*, 4^η έκδοση-Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα.

Παπαδάκης Β και Θάνος Ι.. (2009). “Εξαγορές και Συγχωνεύσεις, Η Ελληνική Εμπειρία”, *Επιστημονικό Marketing*, Τεύχος Μαρτίου 2009, σελίδες 97-100.

Παπαδάκης, Β. (2012), *Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία*, τόμος Α, 7^η έκδοση-Εκδόσεις Ε. Μπένου, Αθήνα.

Διεθνής βιβλιογραφία:

Ali-Yrkkö, Jyrki. (2002). “Mergers and acquisitions: Reason and results”, *ETLA Discussion Papers*, No. 792, pp.1-32.

Ashlinger, P.L. and Copeland, T.E. (1996). “Growth through acquisitions: A fresh look”, *Harvard Business Review*, Vol. 74, pp. 126-135.

Brans J.P., (1982). L’ingénierie de la décision; Elaboration d’instruments d’aide à la décision. La méthode PROMETHEE. In R. Nadeau and M. Landry, editors, L’aide à la décision: Nature, Instruments et Perspectives d’Avenir, *Presses de l’Université Laval*, Québec, Canada, pp.183-214.

Brans, J.P. and Mareschal, B. (1986). “How to select and how to rank projects”, *European Journal of Operational Research*, Vol. 24, No. 2, pp.228-238.

Brealey R., Myers S. and Allen F. (2007). *Principles of corporate finance*. 11th Edition, pp. 792-805.

Chari, A., Ouimet, P., Tesar, L.L. (2004) “Cross border mergers and acquisitions in emerging markets: The stock market valuation of corporate control”, *University of Michigan working paper*.

Grant, R., M., Jammine, A., P. and Thomas, H. (1988). “Diversity, diversification and profitability among British manufacturing companies, 1972-1984”, *Academy of Management Journal*, Vol. 31, No. 4, December 1988, pp.771-802.

DePamphilis, D. M. (2003). *Mergers, Acquisitions and other Restructuring Activities, an integrated approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, Academic Press.

DePamphilis D. (2011). *Mergers and acquisitions Basics. All You Need To Know*. Academic Press Publications, imprint of Elsevier.

Epstein, M. (2005). "The determinants and evaluation of merger success", *Business Horizons*, Vol. 48 No. 1, pp.37-46.

Martynova, M., and Renneboog, L. (2008). "A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, No. 10, pp.2148-2177.

Moeller, S.B. and Schlingemann, F.P. (2005). "Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions", *Journal of Banking & Finance*, Vol.29, pp. 533-564.

Pardalos, P.M., Siskos, Y., and Zopounidis, C. (1995). *Advances in Multicriteria Analysis*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, pp.203-211.

Perry, M. and Porter R. (1985). "Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger", *American Economic Review*, Vol. 75, No. 1 (Mar., 1985), pp. 219-227.

Roy, B. (1985), *Methodologie Multicritere d'Aide a la Decision*, Economica, Paris.

Schuler, R., and Jackson, S. (2001). "HR issues and activities in mergers and acquisitions", *European Management Journal*, Vol. 19, No. 3, pp. 239-253.

Weber R.A and Camerer C.F. (2003). Cultural Conflict and Merger Failure.: *Management Science* Vol. 49, No.4, pp.400-415.