

**Π.Μ.Σ. ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ  
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ**

**ΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ  
ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ :  
ΠΩΣ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΑΡΓΥΡΩ Ε. ΤΡΑΧΙΛΗ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΑΝ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΧΑΛΚΟΣ**

**ΒΟΛΟΣ, 2010**



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ  
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ & ΚΕΝΤΡΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ  
ΕΙΔΙΚΗ ΣΥΛΛΟΓΗ «ΓΚΡΙΖΑ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ»**

Αριθ. Εισ.: 8353/1  
Ημερ. Εισ.: 19-04-2010  
Δωρεά: Συγγραφέα  
Ταξιθετικός Κωδικός: Δ  
338.804 2  
ΤΡΑ

## ΥΠΕΥΘΥΝΗ ΔΗΛΩΣΗ ΠΡΩΤΟΤΥΠΙΑΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Βεβαιώνω υπεύθυνα ότι είμαι συγγραφέας αυτής της διπλωματικής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την οποία είχα για την προετοιμασία της, είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στην διπλωματική εργασία. Επίσης, έχω αναφέρει τις όποιες πηγές από τις οποίες έκανα χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφρασμένες. Επίσης, βεβαιώνω ότι αυτή η πτυχιακή εργασία προετοιμάστηκε από εμένα προσωπικά, ειδικά για τις απαιτήσεις του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών στην Εφαρμοσμένη Οικονομική του Τμήματος Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας.

Βόλος, Ιανουάριος 2010



## ΑΦΙΕΡΩΣΗ

*Αφιερώνω την διπλωματική μου εργασία  
στους γονείς μου, στον Γιώργο, αλλά περισσότερο  
στην αγαπημένη μου αδερφή, Μαρία.*

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Γεώργιο Χάλκο, για την εμπιστοσύνη που μου επέδειξε, την καθοδήγηση του και την συμπαράσταση του καθ' όλη την διάρκεια της συνεργασίας μας.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω και τον κ. Κρίντα Θεόδωρο για την πολύτιμη βοήθεια που μου προσέφερε.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ ( ΓΙΑ ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ).....</b>	<b>7</b>
<b>ABSTRACT (ΓΙΑ ΤΟ ΑΓΓΛΙΚΟ ΚΕΙΜΕΝΟ).....</b>	<b>7</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>8</b>
<b>1<sup>ο</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟ .....</b>	<b>11</b>
<b>ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ .....</b>	<b>11</b>
<b>ΟΡΙΣΜΟΙ – ΚΙΝΗΤΡΑ – ΚΥΜΑΤΑ Σ &amp; Ε.....</b>	<b>11</b>
1.1. ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ .....	12
1.1.1. Διάκριση βάσει του νομικού πλαισίου.....	12
1.1.2. Διάκριση βάσει της θέσης που έλαβε η διοίκηση της εταιρείας.....	13
1.1.3. Διάκριση με βάση την συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας .....	13
1.1.4. Διάκριση με βάση τον τρόπο της προσφοράς εξαγοράς.....	14
1.2. ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ .....	15
1.2.1. Θεωρία Αποτελεσματικότητας .....	16
1.2.2. Θεωρία Μονοπωλίου.....	18
1.2.3. Θεωρία εκτίμησης.....	18
1.2.4. Θεωρία Αυτοκρατορίας .....	18
1.3. ΤΑ ΚΥΜΑΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ .....	19
1.3.1. Τα κύματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις Η.Π.Α.....	20
1.3.2. Τα κύματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα.....	23
<b>2<sup>ο</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟ .....</b>	<b>25</b>
<b>ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....</b>	<b>25</b>
2.1. ΒΑΣΙΚΟΙ ΝΟΜΟΙ ΠΟΥ ΔΙΕΠΟΥΝ ΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	26
2.1.1. Συγχώνευση με απορρόφηση .....	27
2.1.2. Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας.....	29

2.1.3. Εξαγορά ανώνυμης εταιρείας .....	29
2.2. ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ Ν. 3461 / 2006.....	29
2.2.1. Υποχρεωτική δημόσια πρόταση .....	30
2.2.2. Προαιρετική δημόσια πρόταση .....	31
2.3. ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ .....	31
<b>3<sup>ο</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟ.....</b>	<b>33</b>
<b>Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ Σ &amp; Ε.....</b>	<b>33</b>
3.1. Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΜΗ – ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ.....	34
3.2. Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ .....	36
3.3. ΈΡΕΥΝΕΣ ΜΕΣΩ ΤΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ .....	38
3.4. ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ.....	38
3.5. ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ.....	40
3.5.1. Μεγάλη Βρετανία.....	40
3.5.2. Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής.....	43
3.5.3. Ευρώπη.....	47
<b>4<sup>ο</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟ .....</b>	<b>50</b>
<b>ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....</b>	<b>50</b>
4.2. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ .....	54
4.2.1. Αριθμοδείκτες.....	54
4.2.2. Περιγραφικά Στατιστικά Αριθμοδεικτών .....	57
4.2.3. Το Μοντέλο Αλλαγών .....	62
<b>5<sup>ο</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟ .....</b>	<b>65</b>
<b>ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....</b>	<b>65</b>
5.1. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΑΛΛΑΓΩΝ.....	66
5.2. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ WILCOXON TWO SAMPLE SIGNED RANK TEST .....	73
<b>6<sup>ο</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟ .....</b>	<b>75</b>
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ .....</b>	<b>75</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>78</b>

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα μελέτη έχει ως στόχο να διερευνηθούν οι επιδράσεις των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Το δείγμα που χρησιμοποιείται αφορά 34 συγχωνεύσεις και εξαγορές από όλες τις χώρες της Ευρώπης, οι οποίες ολοκληρώθηκαν την περίοδο 01-01-2006 / 31-12-2006. Οι επιδράσεις των υπό μελέτη συγχωνεύσεων και εξαγορών, εξετάζονται με τη χρήση 13 αριθμοδεικτών, η εκτίμηση των οποίων πραγματοποιείται για 2 έτη πριν την ενοποίηση και 2 έτη μετά την ενοποίηση. Η εξέλιξη των βασικών οικονομικών μεγεθών, αναλύεται με την χρήση ενός μοντέλου αλλαγών μεταξύ των αποδόσεων πριν και μετά τις Σ & Ε και του μη παραμετρικού τεστ Wilcoxon. Τα αποτελέσματα της έρευνας οδηγούν σε αντικρουόμενα συμπεράσματα, καθώς οι δύο μεθοδολογίες παρέχουν διαφορετικά αποτελέσματα αναφορικά με τις επιδράσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, προηγούμενες έρευνες βάσει ανάλυσης των λογιστικών στοιχείων έχουν αποδείξει ότι δεν υπάρχει σημαντική βελτίωση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων. Αντίθετα, η δική μας έρευνα, βάσει του υποδείγματος παλινδρόμησης των αλλαγών πριν και μετά την συγχώνευση όσο και του απαραμετρικού ελέγχου Wilcoxon, καταλήγει σε διαφορετικά συμπεράσματα αναφορικά με την επίδραση των Σ & Ε στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Οι δείκτες αποτελεσματικότητας, η μεταβολή των πωλήσεων (CS) και η μεταβολή των υποχρεώσεων (CL) δείχνουν ότι οι Σ & Ε συνεπάγονται σημαντική αύξηση της αποτελεσματικότητας των επιχειρήσεων ενώ η μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων (CE) προκαλεί μείωση. Τέλος, οι μεταβολές στους επενδυτικούς δείκτες μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι Σ & Ε έχουν αρνητικό αντίκτυπο στην επενδυτική δραστηριότητα των επιχειρήσεων.

**Λέξεις Κλειδιά:** Συγχωνεύσεις-εξαγορές, αριθμοδείκτες, παραμετρικές και μη-παραμετρικές αναλύσεις, αποδοτικότητα, μοντέλο αλλαγών

**JEL κωδικοί:** G3, G34



**ABSTRACT**

This study aims to investigate the effects of mergers and acquisitions on company profitability. The sample used refers to 34 mergers and acquisitions from all countries of Europe, which were completed the period 01-01-2006 / 31-12-2006. The effects of the studied mergers and acquisitions are examined using 13 indicators, of which the assessment is carried out for 2 years before the unification and 2 years after the unification. The evolution of economic fundamentals is analyzed using a change model between the versions before and after the M & E and a non-parametric test of Wilcoxon. The results lead to conflicting conclusions as the two methodologies provide different results regarding the effects of mergers and acquisitions on company profitability. Previous research analysis of accounting data has shown that there is no significant improvement in business efficiency. Instead, our research, using the regression model of the changes before and after the merger, and the test of non parametric Wilcoxon, results in equivocal findings regarding the impact of M & A in profitability. The efficiency ratios, which are the change in sales (CS) and the change in liabilities (CL), show that M & A imply a significant increase in business efficiency. On the contrary, the ratio of change in equity (CE) causes a decrease in business efficiency. Finally, changes in our investment ratios suggest that M & A have a negative impact on investment activity of enterprises.

**Keywords:** Mergers and acquisitions; indexes; papametric and non-parametric analysis, efficiency, change model.

**JEL κωδικοί:** G3, G34

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές (Σ & Ε) αποτελούν δύο βασικούς τρόπους στρατηγικής ανάπτυξης και επέκτασης των επιχειρήσεων στο σύγχρονο ανταγωνιστικό περιβάλλον. Με τις Σ & Ε οι εταιρείες ενώνονται με σκοπό να επιτύχουν συγκεκριμένους στρατηγικούς στόχους μεγάλης σημασίας, όχι μόνο για τις ίδιες αλλά και για την οικονομία στο σύνολό της.

Αν και οι Σ & Ε έχουν ιστορία περίπου 100 ετών, η σημαντική αναζωπύρωση της διεθνούς δραστηριότητάς τους κατά τα τελευταία έτη είναι αυτή που αποτέλεσε το έναυσμα για μία πληθώρα ερευνητικών μελετών, με κεντρικό πυρήνα την επίδραση των Σ & Ε στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Σε αυτό το πλαίσιο, οι κυριότερες μέθοδοι που αναπτύχθηκαν για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας πριν και μετά την ενοποίηση των εταιρειών, αφορούν την μέθοδο μη κανονικών αποδόσεων (abnormal returns method), την μέθοδο αξιολόγησης της απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (account based analysis), τις έρευνες των διευθυντικών στελεχών (surveys of executives) και τις μελέτες περιπτώσεων (case studies).

Σύμφωνα με την βιβλιογραφία, οι δύο μέθοδοι που χρησιμοποιούνται πιο συχνά είναι οι δύο πρώτες. Οι ερευνητές εφαρμόζοντας την μέθοδο μη κανονικών αποδόσεων έχουν καταλήξει στην θετική επίδραση των Σ & Ε για τους μετόχους των εταιρειών στόχων (Healy *et al.*, 1992; DeLong, 2001), αλλά και στην αρνητική τους επίδραση αναφορικά με τους μετόχους των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων (Frank *et al.*, 1991; Gosh, 2001). Αντίθετα, οι μελέτες αξιολόγησης της απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων έχουν οδηγήσει σε αντικρουόμενα συμπεράσματα, καθώς οι έρευνες που είχαν υιοθετήσει ως μέτρα απόδοσης τους δείκτες ROA και ROE κατέληξαν σε μείωση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων μετά την ενοποίηση (Meeks, 1977; Ravenscraft και Scherer, 1987; Herman και Lowenstein, 1988), ενώ όσες είχαν χρησιμοποιήσει ως μέτρα απόδοσης τις λειτουργικές ταμειακές ροές (operating cash flows) παρατήρησαν ενδείξεις βελτίωσης της λειτουργικής απόδοσης των εταιρειών μετά τις Σ & Ε (Healy *et al.*, 1992; Chatterjee και Meeks, 1996; Heron και Lie, 2002).

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να προσεγγίσει την αξιολόγηση της αποδοτικότητας των εξαγοραζουσών εταιρειών μετά την ολοκλήρωση των Σ & Ε, με την χρήση της μεθόδου των λογιστικών στοιχείων. Για την επίτευξη αυτού του στόχου εξετάζεται ένα δείγμα 34 Σ & Ε που αφορούν την Ευρώπη και την χρονική περίοδο 01/01/2006 – 31/12/2006. Η μελέτη βασίζεται σε 13 χρηματοοικονομικούς δείκτες, οι οποίοι υπολογίζονται με την χρήση των μέσων τιμών και καλύπτουν χρονικά μία περίοδο τεσσάρων ετών, δηλαδή δύο έτη πριν την ενοποίηση και δύο έτη μετά. Από την ανάλυση εξαιρείται το έτος της ολοκλήρωσης καθώς δεν είναι συγκρίσιμο με τα προηγούμενα έτη.

Η δομή της παρούσας μελέτης περιλαμβάνει 6 ενότητες. Στο πρώτο κεφάλαιο αναλύονται οι τα είδη, τα κίνητρα και τα κύματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών, ενώ στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται μία σύντομη ανασκόπηση του ελληνικού θεσμικού πλαισίου που διέπει τις Σ & Ε. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται αναλυτικά οι δύο βασικότερες μέθοδοι αξιολόγησης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων μετά τις Σ & Ε καθώς και ορισμένες διεθνείς εμπειρικές μελέτες. Στη συνέχεια πραγματοποιείται η παρουσίαση του δείγματος των εταιρειών που χρησιμοποιούνται για την διεξαγωγή της εμπειρικής μελέτης της εργασίας και περιγράφεται αναλυτικά η μεθοδολογία που υιοθετείται. Τέλος, στο πέμπτο κεφάλαιο παρατίθενται τα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνας και ο σχολιασμός τους, ενώ στο έκτο κεφάλαιο συνοψίζονται τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγουμε.

# 1<sup>ο</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟ

## ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΟΡΙΣΜΟΙ – ΚΙΝΗΤΡΑ – ΚΥΜΑΤΑ Σ & Ε

### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές συνιστούν δύο βασικούς τρόπους υλοποίησης στρατηγικών ανάπτυξης των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων. Οι ραγδαίες τεχνοοικονομικές εξελίξεις και τα νέα οικονομικά δεδομένα, πολλές φορές ωθούν τις επιχειρήσεις στην αναζήτηση σύγχρονων μορφών λειτουργίας και ανάπτυξης μέσω της αλλαγής νομικού τύπου ή μέσω της συγχωνεύσεως με άλλες επιχειρήσεις. Τα συγκεκριμένα είδη μετασχηματισμών αποτελούν σήμερα για τη χώρα μας ένα σύνηθες φαινόμενο στρατηγικής και οικονομικής σημασίας.

Για να διερευνηθούν οι στρατηγικές ανάπτυξης των συγχωνεύσεων και εξαγορών, στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζονται αναλυτικά τα είδη και οι μορφές των Σ & Ε, τα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις να υιοθετήσουν αυτή τη στρατηγική καθώς περιγράφεται και η ιστορική εξέλιξη των Σ & Ε σε παγκόσμιο επίπεδο.

## 1.1. ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, είναι ο τρόπος με τον οποίο δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις ενώνονται με σκοπό να επιτύχουν συγκεκριμένους στρατηγικούς στόχους. Αν και οι δύο αυτές έννοιες συχνά συγχέονται, στην πραγματικότητα διαφέρουν πολύ μεταξύ τους. Προκειμένου να εντοπιστούν οι διαφορές τους, στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται αναλυτικά τα είδη και οι μορφές των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, η διάκριση τους με βάση το νομικό πλαίσιο, την θέση της εξαγοραζόμενης εταιρείας, την συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας και τον τρόπο με τον οποίο έγινε η προσφορά εξαγοράς.

### 1. 1.1. Διάκριση βάσει του νομικού πλαισίου

Με βάση το νόμο 2190 / 1920 των ανωνύμων εταιρειών υπάρχουν τρία είδη επιχειρηματικών σχηματισμών:

I. Συγγώνευση με απορρόφηση είναι η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες (απορροφούμενες), οι οποίες λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, μεταβιβάζουν σε άλλη υφιστάμενη ανώνυμη εταιρεία (απορροφούσα) το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) έναντι απόδοσης, στους μετόχους τους, μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφούσα εταιρεία. Κατόπιν αυτών, η απορροφώμενη επιχείρηση παύει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου, ενώ η απορροφώσα διατηρεί την ταυτότητα και το όνομα της <sup>1</sup>.

II. Συγγώνευση με ενοποίηση είναι η πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες εταιρείες, συνιστούν μία νέα εταιρεία στην οποία μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό). Παράλληλα, στους μετόχους παρέχουν μετοχές εκδιδόμενες από τη νέα εταιρεία και, ενδεχομένως, ένα χρηματικό ποσό σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται (Pazarskis *et. al.* 2006).

---

<sup>1</sup> Νόμος 2190 / 1920 περί Ανωνύμων εταιρειών

III. Εξαγορά είναι η διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος ή και ολόκληρης της επιχείρησης, κατά την οποία η αγοράστρια εταιρεία αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, η οποία μπορεί να εξακολουθεί να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου.

### 1.1.2. Διάκριση βάσει της θέσης που έλαβε η διοίκηση της εταιρείας

Ανάλογα με την στάση που κράτησε η διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης στην προσφορά εξαγοράς υπάρχουν δύο είδη εξαγορών :

I. Φιλική (friendly) εξαγορά : όπου η διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης συνεργάζεται επιτυχώς για την υλοποίηση της εξαγοράς (Soubeniotis *et. al.* 2006).

II. Εχθρική (hostile) εξαγορά : όπου η διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης απορρίπτει την πρόταση εξαγοράς προκειμένου να την καθυστερήσει ή να την αποφύγει.

### 1.1.3. Διάκριση με βάση την συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας

Οι Σ & Ε ανάλογα με την συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας ή το λεγόμενο βαθμό ολοκλήρωσης, διακρίνονται στις εξής κατηγορίες (Παπαδάκης, 2007) :

- Οριζόντιες συγχωνεύσεις (horizontal mergers) που αφορούν στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας, καθώς οι επιχειρήσεις παράγουν τα ίδια προϊόντα ή προσφέρουν τις ίδιες υπηρεσίες.

- Κάθετες συγχωνεύσεις (vertical mergers), είναι ένας συνδυασμός επιχειρήσεων που έχουν σχέση πελάτη – προμηθευτή και αποσκοπούν στην καθετοποίηση της παραγωγής, τον πλήρη έλεγχο των τιμών και τη μείωση του κόστους παραγωγής. Η κάθετη ολοκλήρωση μπορεί να πραγματοποιηθεί είτε προς τα εμπρός (forward vertical integration), προσθέτοντας ένα παραγωγικό στάδιο μετά από το στάδιο στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση, είτε προς τα πίσω ( backward vertical integration), προσθέτοντας ένα παραγωγικό στάδιο πριν από το στάδιο στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση.

- Ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις (unrelated mergers / conglomerates), που αφορούν σε κλάδους δραστηριότητας που δεν συσχετίζονται άμεσα μεταξύ τους.

- Μοχλευμένη εξαγορά (Leveraged Buy – Out) είναι εκείνη η εξαγορά, που έχει ως κύριο χαρακτηριστικό ότι η χρηματοδότηση της προέρχεται κατά ένα πολύ μεγάλο ποσοστό (τουλάχιστον 75%) από τραπεζικό δανεισμό και όχι από τα κεφάλαια της εξαγοράστριας εταιρείας, για αυτό και ονομάζεται μοχλευμένη. Ο δανεισμός γίνεται κυρίως μέσα από συγκεκριμένες επιχειρήσεις που ειδικεύονται στις εξαγορές ή από επενδυτικές τράπεζες που οργανώνουν τέτοιες συναλλαγές. Μετά την εξαγορά, η εξαγοράστρια εταιρεία λειτουργεί ως εταιρεία με μερικούς μετόχους εκτός του πλαισίου της χρηματιστηριακής αγοράς.

- Εξαγορά επιχειρήσεων από την διοίκηση τους (Management Buy – Out), είναι η εξαγορά που ξεκινά με την πρωτοβουλία των διευθυντικών στελεχών μιας επιχείρησης να αγοράσουν ένα μέρος των μετοχών μιας εταιρείας. Σε περιπτώσεις μεγάλων επιχειρήσεων, οι οποίες και έχουν υψηλή κεφαλαιοποίηση, επειδή η εξαγορά ολόκληρης της επιχείρησης είναι πολύ δύσκολο να χρηματοδοτηθεί από τα διευθυντικά στελέχη, η εξαγορά αναφέρεται σε μία θυγατρική ή παραγωγική μονάδα της επιχείρησης.

#### 1.1.4. Διάκριση με βάση τον τρόπο της προσφοράς εξαγοράς

Οι Σ & Ε διακρίνονται σε πέντε κατηγορίες (Soubeniotis *et. al.* 2006) ανάλογα με τον τρόπο που γίνεται η προσφορά εξαγοράς, όπως αναλύονται παρακάτω :

- ♦ Συγχώνευση με απορρόφηση (Absorption merger) είναι όταν τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού μιας εταιρείας απορροφούνται πλήρως από μία άλλη. Η απορροφώμενη εταιρεία παύει να υφίσταται ως νομικό πρόσωπο ενώ η εταιρεία που εκτελεί την εξαγορά αποκτά όλα τα στοιχεία του ενεργητικού - παθητικού της. Οι μέτοχοι της εταιρείας που εξαγοράσθηκε, πληρώνονται είτε με μετρητά είτε με τίτλους της εταιρείας που εκτελεί την εξαγορά. Αυτή η επιχειρηματική συνένωση απαιτεί την έγκριση των μετόχων και των δύο εταιρειών ενώ η διοίκηση της εταιρείας «στόχου» έχει το δικαίωμα να αρνηθεί την πρόταση συγχώνευσης πριν αυτή υποβληθεί στους μετόχους για συζήτηση.

♦ Ενοποίηση (Consolidation) είναι η συνένωση δύο ή περισσότερων εταιρειών σε μια νέα εταιρεία η οποία έχει ξεχωριστή νομική υπόσταση ενώ οι συγχωνευμένες εταιρείες παύουν να υφίστανται. Για τον συγκεκριμένο μετασχηματισμό η έγκριση των μετόχων είναι απαραίτητη ενώ τα διοικητικά στελέχη έχουν το δικαίωμα να αρνηθούν την πρόταση συγχώνευσης.

♦ Απόκτηση στοιχείων του ενεργητικού (Acquisition of assets) λαμβάνει χώρα όταν μια εταιρεία αγοράζει συγκεκριμένα στοιχεία του ενεργητικού μιας άλλης εταιρείας. Σε αυτή την συναλλαγή, η εταιρεία που εκτελεί την εξαγορά αποκτά μόνο τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγορασθείσας εταιρείας και όχι τις υποχρεώσεις της. Επιπλέον, η εταιρεία προς πώληση διατηρεί νομικά την ύπαρξή της.

♦ Απόκτηση μετοχών της εταιρείας στόχου (Shares acquisition) είναι όταν μία εταιρεία αγοράζει μέρος ή το σύνολο των μετοχών της εξαγορασθείσας επιχείρησης.

♦ Δημόσια προσφορά στους μετόχους (Public tender offer) πραγματοποιείται όταν η εξαγοράστρια επιχείρηση απευθύνει δημόσια πρόσκληση για να αγοράσει ένα μέρος (συνήθως το πλειοψηφικό πακέτο) των κοινών μετοχών της εξαγορασθείσας εταιρείας σε μια καθορισμένη τιμή και με ημερομηνία λήξης. Συνήθως αυτή η προσφορά υπόκειται σε ορισμένους περιορισμούς, όπως ο αριθμός των προσφερόμενων μετοχών. Οι μέτοχοι που προσφέρουν τις μετοχές τους λαμβάνουν ως αντίτιμο είτε κάποιο χρηματικό ποσό είτε τίτλους της εξαγορασθείσας επιχείρησης, συνήθως κοινές μετοχές. Σημαντικό είναι ότι η συγκατάθεση των διοικητικών στελεχών δεν είναι απαραίτητη. Ωστόσο, η συνεργασία της διοίκησης συμβάλει στην επιτυχή υλοποίηση της εξαγοράς.

## 1.2. ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Η τάση των τελευταίων ετών αναφορικά με τα κύματα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών έχει προκαλέσει έντονα το ενδιαφέρον των οικονομολόγων. Εάν και η ακαδημαϊκή κοινότητα στο παρελθόν είχε εστιάσει το ενδιαφέρον της αποκλειστικά στα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, σταδιακά φαίνεται να αναγνωρίζει εξίσου και τη



σημασία των κινήτρων που ωθούν στην υλοποίησή τους, καθώς είναι εκείνα που καθορίζουν εάν θα ολοκληρωθεί η ενοποίηση των εταιρειών.

Προκειμένου να κατατάξουμε τις κινητήριες δυνάμεις των Σ & Ε σε κάποιες ευρύτερες κατηγορίες, πρέπει να αναγνωρίσουμε ότι το κοινό στοιχείο που υπάρχει σε όλες αυτές τις στρατηγικές κινήσεις είναι η επίτευξη «συνεργειών». Οι συνέργειες αφορούν στην ικανότητα δύο ή περισσότερων μονάδων ή εταιρειών να δημιουργούν μεγαλύτερη αξία όταν συνεργάζονται, παρά όταν δρουν ως μεμονωμένες επιχειρήσεις (Goold και Campell, 1998) και αντικατοπτρίζουν την ανάγκη των επιχειρήσεων να επιβιώσουν σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον προωθώντας στόχους μεγιστοποίησης κερδών και κατά συνέπεια μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων. Πρόκειται για τον κοινό παρανομαστή σε όλες τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές και με βάση αυτόν διακρίνονται τέσσερις θεωρίες αναφορικά με τα κίνητρα των Σ & Ε, οι οποίες θα αναλυθούν στην παρούσα ενότητα.

### 1.2.1. Θεωρία Αποτελεσματικότητας

Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι η μεγιστοποίηση των κερδών από τις Σ & Ε μπορεί να προέλθει από την αύξηση της αποτελεσματικότητας (efficiency gains) μέσω των συνεργειών, οι οποίες οδηγούν σε μείωση του κόστους των προϊόντων, τόσο στο λειτουργικό όσο και στο διοικητικό και χρηματοοικονομικό επίπεδο.

Οι λειτουργικές συνέργειες (operational synergies) προκύπτουν από τον συνδυασμό των λειτουργιών των μέχρι τώρα ανεξάρτητων επιχειρήσεων ή από την μεταφορά γνώσεων (Trautwein, 1990), οι οποίες μειώνουν το κόστος των επιχειρηματικών μονάδων και ενεργοποιούν τις εταιρείες ώστε να προσφέρουν μοναδικά προϊόντα. Το συγκεκριμένο είδος συνεργειών επιτυγχάνεται μέσα από τις οικονομίες κλίμακας (economies of scale), οικονομίες φάσματος (economies of scope) και οικονομίες μάθησης και εμπειρίας (economies of learning).

Οι οικονομίες κλίμακας μπορούν να επιτευχθούν στην αγορά πρώτων υλών ή στον τομέα της παραγωγής και ουσιαστικά αφορούν στη μείωση του μακροχρόνιου μέσου κόστους καθώς αυξάνεται η ποσότητα παραγωγής, διατηρώντας σταθερή την αναλογία των παραγόμενων προϊόντων (Stigler, 1958). Η μείωση του κόστους, που αποτελεί τον κυριότερο

λόγο πραγματοποίησης μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης, εμφανίζεται κυρίως στις οριζόντιες συγχωνεύσεις, όταν η αγοράστρια και η εξαγοραζόμενη επιχείρηση ανήκουν στον ίδιο κλάδο.

Οι οικονομίες φάσματος αφορούν στην παροχή νέων εξειδικευμένων ή έντονα διαφοροποιημένων υπηρεσιών και προϊόντων από την επιχείρηση. Στην περίπτωση αυτή το μέσο μακροχρόνιο κόστος ενδέχεται να μειωθεί με την αύξηση της ποικιλίας των παραγόμενων προϊόντων που συνεπάγονται μεγαλύτερη αξιοποίηση του υπάρχοντος παραγωγικού εξοπλισμού και ανθρώπινου κεφαλαίου. Ουσιαστικά το οριακό κόστος παραγωγής ενός προϊόντος μειώνεται όταν παράγεται από κοινού με άλλα προϊόντα (Clark, 1988), για αυτό και οι οικονομίες φάσματος εμφανίζονται περισσότερο σε συσχετισμένες ή ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις.

Οι διοικητικές συνέργειες (managerial synergies) εμφανίζονται όταν η διευθυντική ομάδα της αγοράστριας εταιρείας κατέχει ανώτερο σχεδιασμό και έλεγχο των ικανοτήτων γεγονός που μπορεί να ωφελήσει την απόδοση της εταιρείας – στόχου. Δηλαδή, η αντικατάσταση μιας αναποτελεσματικής ομάδας management της εξαγοραζόμενης εταιρείας από μία ικανότερη ομάδα της αγοράστριας εταιρείας θα αυξήσει την αποτελεσματικότητα της πρώτης.

Οι χρηματοοικονομικές συνέργειες (financial synergies) προκύπτουν από την ανικανότητα των επιχειρήσεων να χρηματοδοτούν κερδοφόρα και βραχυπρόθεσμα σχέδια ως ανεξάρτητες οντότητες. Έτσι οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε συγχωνεύσεις, και ιδιαίτερα conglomerates, προκειμένου να θεωρηθούν ως μία ενιαία και μεγαλύτερη οικονομική μονάδα και να εξασφαλίσουν την χρηματοδότηση των επενδυτικών τους σχεδίων, τα οποία σε άλλη περίπτωση δεν θα προκαλούσαν το ενδιαφέρον των επενδυτών (Fluck και Lynch, 1999). Παράλληλα, οι φορολογικές εξοικονομήσεις που μπορούν να προέλθουν από τα φορολογικά κίνητρα που παρέχει η κυβέρνηση, είτε από την μεταφορά ζημιών από την μία επιχείρηση στην άλλη για τη μείωση του φορολογικού συντελεστή, δημιουργούν ένα ακόμα είδος οικονομικών συνεργειών που αποτελεί ελκυστικό κίνητρο για Σ & Ε.

### 1.2.2. Θεωρία Μονοπωλίου

Η προσέγγιση αυτή θεωρεί τις Σ & Ε ως στρατηγικές κινήσεις των επιχειρήσεων προκειμένου να επιτύχουν την αύξηση της δύναμης τους στην αγορά, καθώς αυξάνεται η κερδοφορία της ενιαίας επιχείρησης και λόγω έλλειψης ανταγωνισμού δημιουργούνται μονοπωλιακά κέρδη. Ένας τρόπος μείωσης του ανταγωνισμού είναι η αποτροπή των δυνητικών νεοεισερχόμενων επιχειρήσεων είτε μέσω μίας συγχώνευσης με τον ηγέτη της αγοράς είτε με την εξαγορά ενός βασικού προμηθευτή. Αυτά τα πλεονεκτήματα που έχουν αναφερθεί ως συνέργειες συμπαιγνίας (Chatterjee, 1986), δεν αντιπροσωπεύουν αύξηση της αποτελεσματικότητας αλλά μεταβιβάσεις πλούτου από τους πελάτες προς τις επιχειρήσεις.

### 1.2.3. Θεωρία εκτίμησης

Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι οι συγχωνεύσεις προκαλούνται λόγω των διαφορετικών εκτιμήσεων της αξίας των επιχειρήσεων – στόχων που πηγάζουν από την ασύμμετρη κατανομή των πληροφοριών μεταξύ των επενδυτών στην αγορά (Κυριαζής, 2007). Ουσιαστικά, η διοίκηση της αγοράστριας επιχείρησης θεωρεί ότι έχει μοναδικές πληροφορίες για την αξία μιας εταιρείας – στόχου ( π.χ. υποτιμημένη) και προσδοκεί ότι θα προκύψουν πιθανά πλεονεκτήματα από τον συνδυασμό των δύο επιχειρήσεων. Οι πληροφορίες αυτές αποκαλύπτονται με την προσφορά εξαγοράς του πλειοδότη ενώ στην συνέχεια η τιμή της μετοχής της εταιρείας στόχου θα αυξηθεί, καθώς θα προσελκύσει και άλλους επίδοξους αγοραστές αφού ίσως η πραγματική αξία της επιχείρησης να είναι μεγαλύτερη από αυτή που θεωρούσαν.

### 1.2.4. Θεωρία Αυτοκρατορίας

Η θεωρία αυτή αναφέρεται στις αγορές που δεν επικρατεί τέλειος ανταγωνισμός, με αποτέλεσμα, οι διοικήσεις των εταιρειών να επιδιώκουν στόχους αύξησης μεγέθους αντί αύξησης των κερδών. Η προσέγγιση αυτή περιγράφεται α) με την θεωρία αντιπροσώπευσης (Agency theory) και β) την αλαζονεία των διοικητικών στελεχών ( Hubris Hypothesis) .

Η θεωρία αντιπροσώπευσης (Jensen και Meckling, 1976) υποστηρίζει ότι υπάρχει διάκριση μεταξύ των μετόχων (principals) μιας εταιρείας και των εκπροσώπων – διευθυντών (agents) της, με αποτέλεσμα οι διοικήσεις των εταιρειών να σχεδιάζουν συγχωνεύσεις με απώτερο σκοπό την μεγιστοποίηση της δικής τους ωφέλειας αγνοώντας τα κέρδη των

μετόχων. Ο αναποτελεσματικός έλεγχος των ιδιοκτητών επιδεινώνει το πρόβλημα, δίνοντας την ευκαιρία στους managers να αυξήσουν το μέγεθος της εταιρείας αυξάνοντας τους μισθούς τους και το κύρος τους εις βάρος της κερδοφορίας της επιχείρησης. Μέσω της ύπαρξης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών οι managers επιδιώκουν δραστηριότητες εξαγορών, προκειμένου να καλύψουν τα υπερβάλλοντα κεφάλαια της επιχείρησης, αντί να διανέμουν μερίσματα στους μετόχους. Έτσι καταλήγουν σε αποφάσεις που μπορεί να μειώνουν την αξία της επιχείρησης στην οποία δεν έχουν μέρος του μετοχικού κεφαλαίου (Berkovitch και Narayanan, 1993).

Η υπόθεση της αλαζονείας των διοικητικών στελεχών βασίζεται στην τάση των διευθυντών των bidder επιχειρήσεων να πληρώνουν υπερβολικό τίμημα για τις εξαγορασθείσες επιχειρήσεις κάνοντας λάθη αποτιμήσεων, τα οποία οφείλονται στην υπερβολική αισιοδοξία και στην εμπιστοσύνη στις ικανότητές τους. Θεωρώντας ότι είναι περισσότερο ικανοί να αποσπάσουν αξία από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας στόχου, οι διευθυντές των bidders είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν αρκετά περισσότερα από αυτό που πραγματικά αξίζει η εταιρεία (Shojai, 2009). Η πλάνη αυτή της αλαζονείας τους, τους οδηγεί σε λανθασμένες επενδυτικές κινήσεις και γίνεται αντιληπτή από την αγορά που προσπαθεί να επωφεληθεί από την διάθεση τους να πληρώσουν περισσότερα.

### 1.3. ΤΑ ΚΥΜΑΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έχουν παρατηρηθεί ότι έρχονται κατά κύματα (merger waves), δηλαδή χαρακτηρίζονται από κυκλική δραστηριότητα. Το φαινόμενο αυτό δεν έχει μπορέσει μέχρι σήμερα να ερμηνευτεί με κάποια ολοκληρωμένη θεωρία, παρά μόνο ότι υπάρχουν ορισμένοι καθοριστικοί παράγοντες που υποκινούν την έναρξη του κάθε κύματος. Σύμφωνα με τον Gort (1969) μία θεωρία που εξηγεί την εμφάνιση των Σ & Ε με κυκλικότητα είναι η θεωρία της διατάραξης των αγορών. Συγκεκριμένα, υποστηρίζει ότι όταν υπάρχει μία αύξηση στην γενική οικονομική δραστηριότητα που προκαλεί μια ανισορροπία στις αγορές, τότε οι επενδυτές αποκτούν πολύ πιο θετικές προσδοκίες σχετικά με την μελλοντική ζήτηση από άλλους, αποτιμώντας έτσι υψηλότερα κάποιες επιχειρήσεις που γίνονται στόχοι εξαγοράς. Την ίδια στρατηγική ακολουθούν και άλλοι ανταγωνιστές προκειμένου να προλάβουν τις εξελίξεις.

Στην τρίτη υποενότητα θα περιγραφούν τα πέντε κύματα των Σ & Ε που παρουσιάστηκαν στις Η.Π.Α., τα οποία χρονικά αποτυπώνονται με τις εξής περιόδους 1897 – 1904, 1904 – 1916, 1929 – 1965 και 1984 – 1989 και θα αναλυθούν οι κινητήριες δυνάμεις της κάθε περιόδου. Επιπλέον, θα γίνει μία σύντομη επισκόπηση των Σ & Ε στην Ελλάδα, περιγράφοντας τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούσαν την περίοδο 1998 – 1999.

### 1.3.1. Τα κύματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις Η.Π.Α.

#### A) Το πρώτο κύμα : 1897 – 1904

Το πρώτο κύμα εμφανίστηκε μετά την οικονομική κρίση του 1883, κορυφώθηκε μεταξύ το 1898 και 1902, και τελείωσε το 1904. Οι κυριότεροι λόγοι εμφάνισης του ήταν η ολοκλήρωση των βασικών οικονομικών υποδομών και των σημαντικών τεχνολογικών και οργανωτικών καινοτομιών της περιόδου 1870 – 1880, που οδήγησαν σε αύξηση της βέλτιστης κλίμακας των επιχειρήσεων σε πολλές μεταποιητικές βιομηχανίες (Ο' Brien, 1988). Το αποτέλεσμα ήταν η δημιουργία μεγάλων επιχειρήσεων, οι οποίες με σκοπό να μειώσουν τον ανταγωνισμό επιδίωξαν την οριζόντια συγκέντρωση, γεγονός που οδήγησε στην μονοπωλιακή δομή της αγοράς .

Κατά τη διάρκεια της περιόδου 1897 - 1883, υπήρξαν 300 μεγάλες συγχωνεύσεις που κάλυψαν πολλές βιομηχανικές περιοχές και απέκτησαν τον έλεγχο του 40% του εθνικού βιομηχανικού κεφαλαίου. Οι κυριότερες ήταν η U.S. Steel, που αποτέλεσε την πρώτη μεγάλη συγχώνευση δισεκατομμυρίων δολαρίων και ακολούθησαν οι DuPont Inc., Standard Oil, General Electric, Eastman Kodak, American Tobacco Inc. και Navistar International.

**Πίνακας 1, Mergers 1897 - 1904**

Year	Numbers of Mergers
1897	69
1898	303
1899	1,208
1900	340
1901	423
1902	379
1903	142
1904	79

Πηγή : Mergerstat Review, 1989, (Gaughan, 2002)

### B) Το δεύτερο κύμα : 1916 – 1929

Κατά τη διάρκεια του δεύτερου κύματος, αρκετές βιομηχανίες ενοποιήθηκαν και το αποτέλεσμα ήταν η δημιουργία μιας ολιγοπωλιακής βιομηχανικής δομής (Gaughan, 2002). Στην περίοδο αυτή η αμερικάνικη οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται, εξαιτίας της οικονομικής ύφεσης μετά τον Πρώτο Παγκόσμιο πόλεμο, που πρόσφερε μεγάλα επενδυτικά κεφάλαια για τις αγορές κινητών αξιών. Η διαθεσιμότητα του κεφαλαίου, η οποία τροφοδοτήθηκε από ευνοϊκές οικονομικές συνθήκες και μεγάλα περιθώρια απαιτήσεων, δημιούργησε το σκηνικό για την χρηματιστηριακή κρίση του 1929.

Παράλληλα με ένα πιο αυστηρό αντιμονοπωλιακό περιβάλλον, το δεύτερο κύμα των συγχωνεύσεων δημιούργησε λιγότερα μονοπώλια, αλλά περισσότερα ολιγοπώλια και αρκετές οριζόντιες συγχωνεύσεις. Επιπλέον, αρκετές επιχειρήσεις σε ασυσχέτιστες βιομηχανίες συγχωνεύθηκαν, με αποτέλεσμα να γίνει αισθητή η πρώτη εμφάνιση των conglomerates.

Την περίοδο 1916 – 1929 οι κυριότερες ενοποιήσεις που έγιναν ήταν των General Motors, IBM, John Deere και Union Carbide Corporation. Από το 1926 ως το 1930, διεξήχθησαν συνολικά 4.600 συγχωνεύσεις και από το 1919 ως το 1930 12.000 μεταποιητικές, δημόσιας ωφέλειας και τραπεζικές επιχειρήσεις εξαφανίστηκαν. Το δεύτερο κύμα τελείωσε με την χρηματιστηριακή κρίση του 1929, καθώς ο αριθμός των συγχωνεύσεων μειώθηκε δραματικά, αφού οι επιχειρήσεις έπρεπε να λύσουν πλέον προβλήματα ρευστότητας και να αντιμετωπίσουν τη μείωση της ζήτησης.

### Γ) Το τρίτο κύμα : 1965 – 1969

Το τρίτο κύμα χαρακτηρίστηκε από ένα υψηλό επίπεδο δραστηριοτήτων συγχώνευσης conglomerate. Όπως ανέφερε η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Εμπορίου (Gaughan, 2002), το 80% των συγχωνεύσεων που έγιναν την περίοδο 1965 – 1975 ήταν ασυσχέτιστες. Το κύριο χαρακτηριστικό αυτών των ενοποιήσεων ήταν η διαφοροποίηση των εταιρειών στις παραγωγικές τους γραμμές. Αν και οι πιο γνωστές συγχωνεύσεις του τρίτου κύματος είναι των εταιρειών Ling – Tmeco – Vought (LTV), Litton Industries και ITT, παρατηρήθηκε ότι αρκετές επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους ακολούθησαν αυτή την τακτική και προχώρησαν σε επενδύσεις εκτός του πυρήνα των επιχειρήσεων τους.

Δ) Το τέταρτο κύμα : 1981 – 1989

Το κύριο χαρακτηριστικό της περιόδου 1981-1989 ήταν ο σημαντικός ρόλος των φιλικών συγχωνεύσεων, με απώτερο σκοπό οι επιχειρήσεις να καρπωθούν υψηλά κέρδη σε σύντομο χρονικό διάστημα. Παρόλο που ο αριθμός των φιλικών εξαγορών δεν είναι πολύ υψηλός αναφορικά με το σύνολο των εξαγορών, το σχετικό ποσοστό τους συγκριτικά με την συνολική αξία των εξαγορών είναι υψηλό.

Επίσης, η τέταρτη περίοδος των συγχωνεύσεων μπορεί να διακριθεί από τα άλλα τρία κύματα, από το μέγεθος και την υπεροχή των επιχειρήσεων στόχων. Για αυτό και είναι γνωστό ως κύμα μεγάλων συγχωνεύσεων. Οι δέκα μεγαλύτερες συγχωνεύσεις της περιόδου αναφέρονται στο παρακάτω διάγραμμα.

**Πίνακας 2 : Οι δέκα μεγαλύτερες συγχωνεύσεις στην Αμερική την περίοδο 1981-1989**

Year	Buyer	Target	Price ( \$ Billions)
1988	Kohlberg Kravis	RJR Nabisco	25.1
1984	Chevron	Gulf Oil	13.3
1988	Philip Morris	Kraft	13.1
1989	Bristol Myers	Squibb	12.5
1984	Texaco	Getty Oil	10.1
1981	DuPont	Conoco	8.0
1987	British Petroleum	Standard Oil of Ohio	7.8
1981	U.S. Steel	Marathon Oil	6.6
1988	Campeau	Federated Stores	6.5
1986	Kohlberg Kravis	Beatrice	6.2

Πηγή: Gaughan, 2002.

Ε) Το πέμπτο κύμα : 1993 – 1999

Από το 1992 ο αριθμός των συγχωνεύσεων και των εξαγορών άρχισε και πάλι να αυξάνεται, με μεγάλες διαπραγματεύσεις, παρόμοιες στο μέγεθος με εκείνες του τέταρτου κύματος. Αν και το πέμπτο κύμα χαρακτηρίστηκε και αυτό από μεγάλες Σ & Ε, ωστόσο υπήρξαν λιγότερες φιλικές ενοποιήσεις και περισσότερο συγχωνεύσεις στρατηγικής σημασίας, με σκοπό την επίτευξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

Η περίοδος 1993 – 1999 ήταν πραγματικά ένα διεθνές κύμα συγχωνεύσεων. Η αξία του δολαρίου και ο αριθμός των διαπραγματεύσεων στις Η.Π.Α. αυξήθηκε δραματικά από το 1996, ενώ το κύμα των συγχωνεύσεων στην Ευρώπη ξεκίνησε από το 1998 και μέσα σε ένα χρόνο η αξία των διαπραγματεύσεων ήταν τόσο μεγάλη όσο και στην Αμερική.

### 1.3.2. Τα κύματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα οι εξελίξεις στις Σ & Ε φαίνεται να υστερούν χρονικά ενώ συγκριτικά με τα κύματα των συγχωνεύσεων είτε στην Αμερική είτε στην Ευρώπη είναι πολύ μικρότερες. Το κύμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών που έλαβε χώρα κατά την περίοδο 1998-1999 στην Ελλάδα δείχνει την προσπάθεια των επιχειρήσεων να αντιμετωπίσουν μέσω οικονομικών κλίμακας, την αύξηση του ανταγωνισμού που επέφερε η είσοδος στην ευρώ-ζώνη και η παγκοσμιοποίηση των αγορών (Koumanakos *et al.*, 2005). Μέχρι τότε, οι εξαγορές των επιχειρηματικών μονάδων, οι οποίες ήταν υπό τον έλεγχο του κράτους, επικράτησαν κατά τη διάρκεια μιας πολιτικής της οποίας στόχος ήταν ιδιωτικοποίηση των εταιρειών αυτών. Ένα από τα χαρακτηριστικά εκείνης της περιόδου ήταν ο άμεσος έλεγχος από το κράτος που εφαρμόστηκε λόγω της απροθυμίας του ιδιωτικού τομέα να αναλάβει μεγάλες Σ & Ε. Από την άλλη πλευρά, ανεξάρτητα από τις επενδυτικές κινήσεις που πραγματοποιήθηκαν, οι ενοποιήσεις των εταιρειών περιβάλλονταν από ένα ανύπαρκτο νομικό κανονιστικό πλαίσιο, ιδίως στις περιπτώσεις των εχθρικών εξαγορών.

Το μεγαλύτερο κίνητρο των ελληνικών επιχειρήσεων προκειμένου να συμμετάσχουν σε Σ & Ε, ήταν η ενίσχυση και η επέκταση των εξαγωγών τους, ώστε να αναλάβουν ηγετικό ρόλο στην περιοχή των Βαλκανίων. Ακριβώς όπως και στη διεθνή αγορά, οι τομείς των τραπεζών και των κατασκευών επικράτησαν σε αυτή την στρατηγική ανάπτυξης.

Σύμφωνα με έρευνα της Pricewaterhouse Coopers το 2004 καταγράφηκαν στην Ελλάδα συνολικά 198 εξαγορές- συγχωνεύσεις παρουσιάζοντας μια αύξηση σε σχέση με το 2003 οι οποίες έφθασαν τις 154 και το 2002 τις 308. Η πλειοψηφία των συναλλαγών πραγματοποιήθηκε από μεγάλες εταιρίες με κύκλο εργασιών άνω των 50 εκ. ευρώ και σε ποσοστό περίπου 36% είχε σκοπό την απόκτηση μειοψηφικού μεριδίου συμμετοχής.



Πίνακας 3: Οι σημαντικότερες συναλλαγές του 2006

Εταιρεία αγοραστής	Εταιρεία στόχος	Ποσοστό εξαγοράς	Κλάδος
Vodafone Group	Vodafone Panafone	98.20%	Τεχνολογία - Τηλεπικοινωνίες
European Goldfields	Hellas Gold	65%	Εξόρυξη ορυκτών
First data Corporation	Delta Singular Outsourcing Services	100%	Τεχνολογία - Τηλεπικοινωνίες
Societe Generale	Γενική Τράπεζα	51%	Τράπεζες - Χρηματ. Υπηρεσίες
EFG Eurobank Ergasias	Intertrust	100%	Τράπεζες - Χρηματ. Υπηρεσίες
Dixons Group	Κωτσόβολος Α.Ε.	65%	Χονδρεμπόριο - Λιανεμπ'οριο
Alpha Bank	Alpha Leasing	22%	Τράπεζες - Χρηματ. Υπηρεσίες
Εμπορική Τράπεζα	Εμπορική Επενδυτική	47.8%	Τράπεζες - Χρηματ. Υπηρεσίες
Τράπεζα Πειραιώς	Ελληνική εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου	10%	Τράπεζες - Χρηματ. Υπηρεσίες
Αργυρομεταλλευμάτων και Βαρυντίνης Α.Ε.	Stoilberg	100%	Βιομηχανία
Ibedrola	Χ. Ρόκας	21%	Ενέργεια - μεταφορές
Τράπεζα Πειραιώς	Πειραιώς Χρηματοδ. Μισθώσεις	83%	Τράπεζες - Χρηματ. Υπηρεσίες
Ελληνικά Χρηματιστήρια	Κεντρικό Αποθετήριο	100%	Τράπεζες - Χρηματ. Υπηρεσίες
Arnoldo Mondatori Editore	Αττικές Εκδόσεις	20%	MME
Herman Gutman Werke	Josef Gartner Gmbh	22%	Βιομηχανία

Πηγή: PricewaterhouseCoopers (ICAP, 2006)

Πίνακας 4: Οι σημαντικότερες συναλλαγές του 2005

Εταιρεία αγοραστής	Εταιρεία στόχος	Ποσοστό εξαγοράς	Κλάδος
ΔΕΛΤΑ	Chipita	100%	Τρόφιμα - Ποτά
Όμιλος Σελόντα	Κορωνίς	75%	Τρόφιμα - Ποτά
Όμιλος Σελόντα	Interfish	49.75%	Τρόφιμα - Ποτά
Apax Prtners & Texas Pacific	TIM	80%	Τεχνολογία - Τηλεπικοινωνίες
Apax Prtners & Texas Pacific	Q - Telecom	-	Τεχνολογία - Τηλεπικοινωνίες
ALCAN	Αλουμινίου της Ελλάδος	53%	Βιομηχανία
Όμιλος Βαρδινογιάννη	Motor Oil	41.9%	Βιομηχανία
Intracom	Hellas on line	-	Τεχνολογία - Τηλεπικοινωνίες
Intracom	Inteltek	25%	Τεχνολογία - Τηλεπικοινωνίες
Lamda detergent	Μπαλλής	69%	Τεχνολογία - Τηλεπικοινωνίες
Eurobank	Instabul Holdings	-	Τράπεζες - Χρηματ. Υπηρεσίες

Πηγή: PricewaterhouseCoopers (ICAP, 2006)

## 2<sup>ο</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟ

### ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

#### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο δεύτερο κεφάλαιο θα γίνει μία σύντομη επισκόπηση του ελληνικού νομοθετικού πλαισίου που διέπει τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Πιο συγκεκριμένα θα αναλυθούν οι κάτωθι τρόποι συγχώνευσης σύμφωνα με το Νόμο 2190 / 1920 και με τον μεταγενέστερο Νόμο 3607 / 2007.:

1. Με απορρόφηση εταιρείας από την απορροφώσα
2. Με λύση των συγχωνευμένων εταιρειών και σύσταση νέας εταιρείας
3. Με εξαγορά μίας εταιρείας ή και περισσότερων από άλλη ανώνυμη εταιρεία.

Επιπλέον, θα γίνει μία αναφορά στα φορολογικά κίνητρα και τις διευκολύνσεις που καθορίζονται από τους Ν.Δ. 1297 / 72 και ο Ν. 2166 / 93 και αποτελούν σημαντικό δέλεαρ για την πραγματοποίηση στρατηγικών ανάπτυξης.

## 2.1. ΒΑΣΙΚΟΙ ΝΟΜΟΙ ΠΟΥ ΔΙΕΠΟΥΝ ΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Οι διατάξεις που διέπουν τις συγχωνεύσεις επιχειρήσεων είναι (Κυριαζής, 2007) :

α) Τα άρθρα 68 – 80 του Κ.Ν. 2190/20, όπως αυτά τροποποιήθηκαν και ισχύουν σύμφωνα το Π.Δ. 498/87 ( προσαρμογή στην Τρίτη Οδηγία της ΕΟΚ), τα οποία αναφέρονται στη συγχώνευση αποκλειστικά ανωνύμων εταιρειών (Λεοντάρης, 2002). Στις διατάξεις αυτές ορίζεται η διαδικασία συγχώνευσης ανωνύμων εταιρειών με απορρόφηση από άλλη Α.Ε. Η ίδια διαδικασία ακολουθείται και στις περιπτώσεις : ι) Συγχώνευση Α.Ε. από άλλη Α.Ε. που κατέχει το σύνολο (100%) των μετοχών τους, ιι) Συγχώνευση ανώνυμης εταιρείας με σύσταση νέας Α.Ε. και ιιι) Εξαγορά μιας ή περισσότερων ανωνύμων εταιρειών από άλλη Α.Ε.

β) Το Ν.Δ. 1297/72 και τα άρθρα 1-5 του Ν. 2166/93, που αναφέρονται στις συγχωνεύσεις οποιαδήποτε εταιρικών τύπων, αλλά και ατομικών επιχειρήσεων σε Α.Ε. ή Ε.Π.Ε.

γ) Τα άρθρα 54-55 του Ν. 3190/55, για συγχώνευση εταιρειών περιορισμένης ευθύνης, είτε με σύσταση νέας Ε.Π.Ε., είτε με απορρόφηση από μία άλλη Ε.Π.Ε.

δ) Το άρθρο 16 του Ν. 2515/97, που ρυθμίζει τις συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων.

ε) Το άρθρο 9 του Ν. 2992 / 2002 για την παροχή φορολογικών κινήτρων στις συγχωνευόμενες εταιρείες.

ζ) Το άρθρο 29 του Ν. 3091 / 2001, που ρυθμίζει την απόσβεση υπεραξίας εξαγοράς.

η) Ο Νόμος 3607 / 2007, που τροποποιεί και συμπληρώνει το Ν. 2190/120 περί Ανωνύμων Εταιρειών, καθώς το ελληνικό δίκαιο προσαρμόζεται στις Οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Στην παρούσα ενότητα, θα γίνει μία ενδεικτική αναφορά των νόμων που διέπουν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές των ανωνύμων εταιρειών.

### 2.1.1. Συγχώνευση με απορρόφηση

Με την συγχώνευση εταιρειών με απορρόφηση μία ή και περισσότερες εταιρείες λύνονται, και χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, μεταβιβάζουν την περιουσία τους ως σύνολο σε μία άλλη εταιρεία, την απορροφούσα. Οι μέτοχοι των απορροφούμενων εταιρειών γίνονται μέτοχοι της απορροφούσας, η οποία συνεχίζει και υπάρχει. Η συγκεκριμένη διαδικασία πραγματοποιείται με την παροχή σε αυτούς μετοχών, που εκδίδει η απορροφούσα έναντι της περιουσίας που έλαβε από την κάθε απορροφούμενη εταιρεία <sup>2</sup>.

Οι βασικές προϋποθέσεις για να πραγματοποιηθεί μία συγχώνευση είναι οι εξής :

- Η λήψη απόφασης από την γενική συνέλευση των μετόχων όλων των συγχωνευμένων εταιρειών.
- Η σύναψη σύμβασης συγχώνευσης μεταξύ των ενδιαφερομένων εταιρειών, η οποία πρέπει να συνταχθεί ως συμβολαιογραφικό έγγραφο.
- Η έγκριση της σύμβασης συγχώνευσης και όλων των απαραίτητων πράξεων από την Διοίκηση.
- Η τήρηση των διατυπώσεων δημοσιότητας, όπως προβλέπει ο νόμος <sup>3</sup>.

Η διαδικασία της συγχώνευσης με απορρόφηση μπορεί να διαχωριστεί στα ακόλουθα στάδια :

1. Σύμφωνα με το άρθρο 69 του Νόμου 2190 / 1920 §1 και § 4 [το οποίο αντικαταστάθηκε με το άρθρο 10 του ΠΔ 498/1987 (προσαρμογή στα άρθρα 5, παρ. 1-2, 6 και 9 της Τρίτης Οδηγίας ΕΟΚ)], το διοικητικό συμβούλιο κάθε μιας από τις συγχωνευμένες εταιρείες, θα πρέπει να συντάξει σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης, το οποίο θα συνοδεύεται από λεπτομερή έκθεση. Η συγκεκριμένη έκθεση θα επεξηγεί και θα δικαιολογεί, από νομική και οικονομική άποψη, το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης και ειδικότερα, τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών της ή των απορροφούμενων εταιρειών προς τις μετοχές που εκδίδει η απορροφούσα εταιρεία. Επίσης, θα πρέπει να καταχωρείται στο μητρώο ανώνυμων εταιρειών και να υποβάλλεται στη γενική συνέλευση των μετόχων [Άρθρο 69 § 3, όπως αντικαταστάθηκε με το άρθρο 67 του Ν. 3607 / 2007 και άρθρο 70 § 1, όπως αντικαταστάθηκε με το άρθρο 11 του ΠΔ 498/1987 (προσαρμογή στα άρθρα 13, 14 και 15 της Τρίτης Οδηγίας ΕΟΚ)].

<sup>2</sup> Άρθρο 68, § 2 του Ν. 2190 / 1920

<sup>3</sup> Άρθρο 75, § 1 του Ν. 2190 / 1920

Πιο συγκεκριμένα στο σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης πρέπει υποχρεωτικά να αναφέρονται τα στοιχεία, που εξατομικεύουν τις εταιρείες, που πρόκειται να συγχωνευτούν, οι διατυπώσεις παράδοσης των νέων μετοχών, ο χρόνος απόκτησης δικαιώματος στο μέρισμα, ο τρόπος εξασφάλισης των μετόχων, που είχαν δικαιώματα στις απορροφούμενες εταιρείες, αλλά κυρίως η σχέση ανταλλαγής των μετοχών κάθε απορροφούμενης εταιρείας με τις μετοχές που εκδίδει η απορροφούσα <sup>4</sup>. Ο υπολογισμός τους θα πρέπει να γίνει με βάση την εσωτερική αξία ή την χρηματιστηριακή αξία των μετοχών, αν αυτές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών.

2. Η επιτροπή εμπειρογνομόνων με βάση το άρθρο 9 θα πρέπει να ελέγξει και να εκτιμήσει τα περιουσιακά στοιχεία κάθε μιας από τις συγχωνευμένες εταιρείες και να υποβάλλει έκθεση στη γενική συνέλευση των μετόχων κάθε εμπλεκόμενης εταιρείας. Επίσης, θα πρέπει να διευκρινίσει αν η σχέση ανταλλαγής είναι δίκαιη και λογική και να περιγράψει όλους τους υπόλοιπους όρους της σύμβασης συγχώνευσης. Η έκθεση της επιτροπής εμπειρογνομόνων πρέπει να υποβληθεί στην γενική συνέλευση των μετόχων της κάθε συγχωνευόμενης εταιρείας σύμφωνα με το άρθρο 71 (αντικαταστάθηκε με το άρθρο 68 του 3607 / 2007).

3. Η γενική συνέλευση των μετόχων κάθε εταιρείας θα πρέπει να εγκρίνει το σχέδιο σύμβασης και τις τροποποιήσεις του καταστατικού της εταιρείας <sup>5</sup>.

4. Μετά από την έγκριση του σχεδίου σύμβασης πρέπει να συνταχθεί η σύμβαση συγχώνευσης, η οποία θα φέρει τον τύπο ενός συμβολαιογραφικού εγγράφου. Παράλληλα, θα πρέπει να επισυναφθεί υπεύθυνη δήλωση των διοικητικών συμβουλίων των εταιρειών που να επιβεβαιώνει ότι οι εταιρικοί δανειστές δεν έχουν αντιρρήσεις για την συγχώνευση.

5. Σύμφωνα με το άρθρο 74 § 1, η διοικητική έγκριση, μαζί με την σύμβαση συγχώνευσης και τις αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων, θα πρέπει να καταχωρηθούν στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών στην αντίστοιχη νομαρχία.

6. Η έγκριση που προβλέπεται από την προηγούμενη παρ. 1 παρέχεται μόνο αφού εξακριβωθεί η ύπαρξη και η νομιμότητα όλων των πράξεων και διατυπώσεων που επιβάλλει ο νόμος στις συγχωνευόμενες εταιρείες για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης <sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Άρθρο 69, § 2 του Ν. 2190 / 1920

<sup>5</sup> Άρθρο 72, § 1 του Ν. 2190 / 1920 ( προσαρμογή στο άρθρο 36 του Ν. 3607 / 2007)

<sup>6</sup> Άρθρο 72, § 2 του Ν. 2190 / 1920 ( προστέθηκε το άρθρο 12 του Π.Δ. 498 / 1987)

7. Μετά την μεταβίβαση των περιουσιών των απορροφούμενων εταιρειών στην απορροφούσα, η τελευταία προβαίνει σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου.

### *2.1.2. Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας*

Όταν πραγματοποιείται συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας, όλες οι συγχωνευμένες εταιρείες παύουν να υπάρχουν αυτοτελώς και ενώνονται σε μία νέα εταιρεία, την οποία ιδρύουν. Η εταιρεία αυτή αποτελείται από το άθροισμα των περιουσιών των συγχωνευμένων εταιρειών και από τους μετόχους τους. Έτσι κάθε συγχωνευόμενη εταιρεία μεταβιβάζει όλη την περιουσία της στη νέα, ενώ στους μετόχους παρέχονται ως αντάλλαγμα για την απώλεια της συμμετοχής τους στην εταιρεία τους, μετοχές της νέας εταιρείας. Η συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας καθορίζεται από τις διατάξεις του άρθρου 80 του Νόμου 2190 / 1920 (προστέθηκε το άρθρο 13 του Προεδρικού Διατάγματος 498 / 1987).

### *2.1.3. Εξαγορά ανώνυμης εταιρείας*

Η εξαγορά είναι η πράξη με την οποία μεταβιβάζεται η περιουσία μίας ή περισσότερων εταιρειών (εξαγοραζόμενων), σε άλλη (εξαγοράστρια), ενώ οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων εταιρειών αποκλείονται από την εξαγοράζουσα. Αυτό συμβαίνει γιατί αντί να τους χορηγηθούν νέες μετοχές, όπως γίνεται στη συγχώνευση με απορρόφηση, καταβάλλονται χρήματα, ως αντάλλαγμα για την απώλεια της εταιρικής τους συμμετοχής. Ουσιαστικά η εξαγορά εξομοιώνεται με τη συγχώνευση με απορρόφηση και εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις των άρθρων 69 – 77 του 2190/20 (Αλεξανδρίδου, 1995).

## **2.2. ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ Ν. 3461 / 2006**

Ο νόμος αυτός έχει σκοπό την προσαρμογή της υφιστάμενης νομοθεσίας προς τις διατάξεις της υπ' αριθμ. 2004/25/ΕΚ Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004 σχετικά με τις Δημόσιες Προτάσεις Αγοράς Κινητών

Αξιών<sup>7</sup>. Σύμφωνα με τον ισχύοντα στην ελληνική νομοθεσία ορισμό η «δημόσια πρόταση» απευθύνεται στους κατόχους κινητών αξιών μιας εταιρίας για την απόκτηση του συνόλου ή μέρους των αξιών αυτών.

Το πεδίο εφαρμογής του νόμου 3461/2006, είναι οι δημόσιες προτάσεις που αφορούν στην απόκτηση κινητών αξιών μιας εταιρίας, της οποίας η καταστατική έδρα βρίσκεται στην Ελλάδα και το σύνολο ή ένα μέρος των αξιών αυτών, είναι εισηγμένες για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά στην Ελλάδα κατά την ημέρα δημοσιοποίησης της απόφασης για υποβολή της δημόσιας πρότασης. Η αρμόδια αρχή για την εποπτεία τήρησης των διατάξεων του νόμου αυτού είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Σύμφωνα με τον νόμο 3461 / 2006 οι δημόσιες προτάσεις μπορούν να αντιμετωπιστούν είτε ως διαδικασία με την οποία αποκτάται ο έλεγχος μίας επιχείρησης είτε ως μηχανισμός προστασίας των δικαιωμάτων της μειοψηφίας μετά τη απόκτηση του ελέγχου μιας εταιρείας. Για αυτό και οι διακρίνονται σε υποχρεωτικές και προαιρετικές δημόσιες προτάσεις.

### 2.2.1. Υποχρεωτική δημόσια πρόταση

Σύμφωνα με τον Ν. 3461 / 2006 προβλέπεται<sup>8</sup> η υποχρέωση υποβολής δημόσιας πρότασης όταν συγκεκριμένα, κάθε πρόσωπο, το οποίο αποκτά με οποιονδήποτε τρόπο, άμεσα ή έμμεσα, απευθείας ή σε συνεννόηση με άλλα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτό, κινητές αξίες και, λόγω της απόκτησης αυτής, το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει το πρόσωπο αυτό, άμεσα ή έμμεσα, απευθείας ή σε συνεννόηση με άλλα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτό, υπερβαίνει το όριο του ενός τρίτου (1/3) του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας, υποχρεούται, εντός είκοσι (20) ημερών από την απόκτηση αυτή, να απευθύνει υποχρεωτική δημόσια πρόταση για το σύνολο των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρείας καταβάλλοντας δίκαιο και εύλογο αντάλλαγμα.

Την ίδια υποχρέωση υπέχει και κάθε πρόσωπο που κατέχει περισσότερο από το ένα τρίτο (1/3) χωρίς να υπερβαίνει το ένα δεύτερο (1/2) του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας και το οποίο αποκτά μέσα σε δώδεκα (12) μήνες, οι οποίες

<sup>7</sup> [http://www.taxheaven.gr/show\\_law.php?id=5649](http://www.taxheaven.gr/show_law.php?id=5649)

<sup>8</sup> <http://nomothesia.ependyseis.gr/eu-law/downloadsDetails.do?action=itemDetails&itemId=299350>

αντιπροσωπεύουν ποσοστό ανώτερο του τρία τοις εκατό (3%) του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας.

### 2.2.2. Προαιρετική δημόσια πρόταση

Η υποβολή προαιρετικής δημόσιας πρότασης για την απόκτηση κινητών αξιών επιτρέπεται όταν οι κινητές αξίες είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα και δεν ενσωματώνουν δικαιώματα ψήφου σε μία εταιρεία. Επιπλέον, όποιος προβαίνει σε προαιρετική δημόσια πρόταση για την απόκτηση κινητών αξιών είναι υποχρεωμένος να αποκτήσει όλες τις κινητές αξίες, οι οποίες θα του προσφερθούν, εκτός εάν έχει ορίσει μέγιστο αριθμό κινητών αξιών που δεσμεύεται να αποδεχθεί.

## 2.3. ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ

Οι βασικότεροι νόμοι που παρέχουν φορολογικές απαλλαγές και διευκολύνσεις είναι το Ν.Δ. 1297 / 72 και ο Ν. 2166 / 93. Με βάση αυτές τις διατάξεις απαλλάσσονται από κάθε φόρο ή τέλος χαρτοσήμου η σύμβαση μετατροπής ή συγχώνευσης και η εισφορά ή η μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων της μετατρεπόμενης εταιρείας. Επίσης, τα ακίνητα που παρέχονται από την απορροφώμενη στην απορροφώσα εταιρεία απαλλάσσονται από τον φόρο μεταβίβασης ακινήτων καθώς και η υπεραξία που προέκυψε από την μετατροπή των εταιρειών. Επιπλέον οι ζημιές της τρέχουσας χρήσης και ίσως και παρελθόντων ετών που υπάρχουν στον ισολογισμό της μετασχηματιζόμενης εταιρείας θα πρέπει να μεταφερθούν στη νέα επιχείρηση. Πιο συγκεκριμένα με το άρθρο 9 του Ν. 2929 / 2002 οι ζημιές αυτές μπορούν να συμψηφιστούν με τα κέρδη που προκύπτουν από τον μετασχηματισμό ή με τα κέρδη των επόμενων 2 χρήσεων.

Για να ισχύουν οι παραπάνω φορολογικές διευκολύνσεις στην περίπτωση της συγχώνευσης ανωνύμων εταιρειών με απορρόφηση θα πρέπει οι μετασχηματιζόμενες εταιρείες να μην έχουν ως κύριο αντικείμενο την κατασκευή ή εκμετάλλευση ακινήτων (Κυριαζής, 2007). Ωστόσο, πρόσφατες τροποποιήσεις των διατάξεων Ν.Δ. 1297 / 1972 και Ν. 2166 / 1993 επιτρέπουν την ενασχόληση της απορροφώσας με την κατασκευή ή εκμετάλλευση πάσης φύσεως ακινήτων με την προϋπόθεση όμως ότι η απορροφούμενη δεν σχετίζεται με αυτό το αντικείμενο.



Επιπλέον, με το Νόμο 2992 / 2002 παρέχονται κίνητρα επιχειρηματικότητας στις ανώνυμες εταιρείες που προκύπτουν από συγχώνευση ή απορροφούν άλλες εταιρείες και έχουν στην κατοχή τους μετοχές μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, φορολογούνται με για τα κέρδη που προκύπτουν μετά τον πρώτο χρόνο από τον μετασχηματισμό με συντελεστή φορολογίας μειωμένο κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες. Για το δεύτερο χρόνο ο συντελεστής φορολογίας είναι μειωμένος κατά 5 ποσοστιαίες μονάδες. Απαραίτητη προϋπόθεση για να εφαρμοστούν οι παραπάνω φορολογικές διευκολύνσεις, αποτελούν τα εξής :

1. Οι μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις δεν έχουν καταστεί συνδεδεμένες κατά την έννοια των διατάξεων της παραγράφου 5 του άρθρου 42ε του Κ.Ν. 2190/1920, όπως ισχύει, από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1997 μέχρι τη δημοσίευση του νόμου.
2. Ο μετασχηματισμός γίνεται με τις διατάξεις του Ν.Δ. 1297/1972 (ΦΕΚ Α' 217) ή του Ν. 2166/1993 (ΦΕΚ Α' 137) ή του άρθρου 16 του Ν. 2515/1997 (ΦΕΚ Α' 154).
3. Στην περίπτωση της απορρόφησης, τα ίδια κεφάλαια καθεμιάς από τις εταιρείες που απορροφώνται ανέρχονται τουλάχιστον στο ένα πέμπτο των ιδίων κεφαλαίων της απορροφώσας εταιρείας, όπως αυτά εμφανίζονται στον ισολογισμό μετασχηματισμού ή στον ισολογισμό που υποβάλλεται για εκτίμηση από την Επιτροπή του άρθρου 9 του Κ.Ν. 2190/1920.
4. Ο μετασχηματισμός να έχει ολοκληρωθεί από την 1η Ιανουαρίου 2002 και μέχρι την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2005. [Η παρ. δ τίθεται όπως αντικαταστάθηκε με το άρθρο 28 του Ν. 3259/2004 (ΦΕΚ Α' 149/2004).

Επίσης, η μειωμένη φορολογία κατά 10% ή 5% ισχύει με τις ίδιες προϋποθέσεις και για τις ανώνυμες εταιρείες με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ενώ ταυτόχρονα προϋποθέτει ότι τα ίδια κεφάλαια κάθε απορροφουμένης εταιρείας θα ανέρχονται τουλάχιστον στο ένα δέκατο των ιδίων κεφαλαίων της απορροφώσας.

Όσο αφορά στις συγχωνεύσεις κατασκευαστικών εταιρειών αν και είχε ψηφιστεί στο παρελθόν ο νόμος Ν. 2940 / 01, η συγκεκριμένη διάταξη δεν ισχύει πλέον.

Συνοψίζοντας, παρατηρούμε ότι στο ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο υπάρχουν κάποια φορολογικά κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις σε στρατηγικές κινήσεις συγχωνεύσεων. Ωστόσο, αξιοσημείωτο είναι ότι οι εξαγορές δεν αντιμετωπίζονται νομικά με την ίδια εύνοια.

### 3<sup>ο</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟ

#### Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ Σ & Ε

##### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η αυξημένη δραστηριότητα των Σ & Ε τα τελευταία 40 χρόνια θέτει ως κεντρικό ζήτημα κατά πόσο οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές καταστρέφουν, διατηρούν ή δημιουργούν αξία για τα εμπλεκόμενα μέρη. Πιο συγκεκριμένα το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στην βελτίωση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε μία συγχώνευση ή εξαγορά μετά την ενοποίηση των εταιρειών.

Στο παρόν κεφάλαιο θα παρουσιαστούν συνοπτικά οι βασικότερες μέθοδοι αξιολόγησης της απόδοσης των επιχειρήσεων μετά τη Σ & Ε, όπως είναι α) η μέθοδος μη κανονικών αποδόσεων (abnormal returns methodology) και β) η μέθοδος αξιολόγησης της απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (account – based method). Στη συνέχεια θα αναφερθούν αναλυτικά ορισμένες μελέτες που έγιναν σε παγκόσμιο επίπεδο προκειμένου να γίνουν πιο ευδιάκριτα τόσο η μεθοδολογία και των δύο μεθόδων όσο και τα αποτελέσματα τους.

### 3.1. Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΜΗ – ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Μία μέθοδος, που έγινε γνωστή μετά την αποδοχή της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών (Fama, 1970) και της εφαρμογής της στην πρωτοπόρα μελέτη των Fama et. al., (1969), είναι η μέθοδος των μη – κανονικών αποδόσεων (abnormal returns methodology). Η μέθοδος αυτή προσπαθεί να εκτιμήσει την επίπτωση του γεγονότος της συγχώνευσης πάνω στον πλούτο των μετόχων, τόσο του υποψήφιου αγοραστή (Bidder) όσο και της εταιρείας στόχου (Target).

Με την παραπάνω διαδικασία, συγκρίνονται οι αποδόσεις των μετόχων των εταιρειών - bidder και των εταιρειών – στόχων, κατά την διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης του «γεγονότος» (Σ & Ε) και μέχρι την ολοκλήρωσή του, με τις κανονικές αποδόσεις πριν από την περίοδο ενοποίησης των εταιρειών. Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων λέγεται abnormal returns ή residuals.

Οι μη κανονικές αποδόσεις δίνονται από τον τύπο :

$$A R = R - E ( R ) \quad (1)$$

όπου  $R$  είναι οι πραγματικές αποδόσεις κατά την διάρκεια ολοκλήρωσης των Σ & Ε, ενώ  $E(R)$  είναι οι προβλεπόμενες αποδόσεις μετοχών σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα, χωρίς την επίδραση των Σ & Ε. Για να μετρηθεί το  $R$  χρειάζεται ο υπολογισμός των μεταβολών των τιμών των μετοχών και των πληρωτέων μερισμάτων κατά την περίοδο ανακοίνωσης, ενώ για την εκτίμηση του  $E(R)$  χρειάζεται η ανάλυση παλινδρόμησης με τη βοήθεια διαφόρων υποδειγμάτων, όπως το υπόδειγμα αγοράς (Market Model), το υπόδειγμα μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων (Mean Adjusted Return Model) και το μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (CAPM).

Εάν η διαφορά που προκύπτει από την παραπάνω σχέση είναι θετική τότε η συγχώνευση δημιουργεί αξία, εάν είναι αρνητική τότε η συγχώνευση καταστρέφει αξία (negative NPV), ενώ εάν είναι μηδενική η επίπτωση της συγχώνευσης είναι ουδέτερη.

Στους δύο επόμενους πίνακες παρουσιάζονται περιληπτικά κάποιες μελέτες αποδόσεων για τους μετόχους των εταιρειών στόχων και για τους μετόχους των εξαγοραζουσών εταιρειών αντίστοιχα.

**Πίνακας 5 : Μελέτες αποδόσεων για τους μετόχους των εταιρειών στόχων**

Μελέτη	CARs	Μέγεθος Δείγματος	Περίοδος	Event Window	% Θετικών Αποδόσεων
Bradley, Desai, Kim (1988)	+31.77%	236	1963-1984	(-5,+5)	95%
Frank, Harris, Titman (1991)	+28.04%	399	1975-1984	(-5,+5)	-
Servaes (1991)	+23.64%	704	1972-1987	(-1, close)	-
Healy, Palepu, Ruback (1992)	+45.6%	50	1979-1984	(-5,+5)	-
Smith, Kim (1994)	+30.19%	177	1980-1986	(-5,+5)	96.0%
Schwert (1996)	+26.3%	666	1975-1991	(-42,126)	-
Maquieira, Megginson Nail (1998)	+41.65%	47	1963-1996	(-60,60)	61.8%
Mulherin, Boone, (2000)	+10.14%	202	1962-1997	(-1,0)	76%
DeLong (2001)	+16.61%	280	1988-1995	(-10,1)	88.6%
Renneboog, Goergen (2003)	+9.01%	136	1993-2000	(-1,0)	-

Πηγή : Bruner (2004)

**Πίνακας 6: Μελέτες αποδόσεων για τους μετόχους των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων**

Μελέτη	CARs	Μέγεθος Δείγματος	Περίοδος	Event Window	% Θετικών Αποδόσεων
Dodd (1980)	-1.09%	60	1970-1977	(-1,0)	-
Asquith, Bruner Mullins (1987)	-0.85%	343	1973-1983	(-1,0)	41%
Frank, Harris, Titman (1991)	-1.45%	399	1973-1983	(-1,0)	-
Bannerjee, Owers (1992)	-3.3%	57	1978-1987	(-1,0)	21%
Kaplan, Weisbach (1992)	-1.49%	271	1971-1992	(-5,5)	-
Sirower (1994)	-2.3%	168	1979-1990	(1,1)	35%
Ecko, Thorburn (2000)	-0.30%	390	1964-1983	(-40,0)	-
Walker (2000)	-0.84%	278	1980-1996	(-10,1)	33.6%
DeLong (2001)	-1.68%	280	1988-1995	(-10,1)	33.6%

Ghosh (2002)	-0.96%	1.190	1985-1999	(-5,0)	-
--------------	--------	-------	-----------	--------	---

Πηγή : Bruner (2004)

### 3.2. Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Η βασική μεθοδολογία (Bruner, 2004; Sudarsanam, 2003) στις έρευνες βάσει λογιστικών στοιχείων (account – based method), είναι η σύγκριση των δημοσιοποιημένων κερδών μετά τη συγχώνευση με τα σταθμισμένα κατά μέσο όρο κέρδη πριν την συγχώνευση των εταιρειών που ενοποιούνται. Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιούνται διάφορα μέτρα σύγκρισης που προέρχονται από τις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών, όπως λειτουργικά κέρδη – EBIT, πωλήσεις, ταμειακές ροές, δείκτες ROA, ROE. Για να καταστεί δυνατή η σύγκριση των κερδών, θα πρέπει τα κέρδη να υπολογίζονται σε σχέση με την απόδοση των εταιρειών του ίδιου κλάδου, ή σε σχέση με την απόδοση ενός δείγματος εταιρειών που δεν συγχωνεύθηκαν.

Τα αποτελέσματα των ερευνών που χρησιμοποίησαν αυτή την μέθοδο έδειξαν ότι υπάρχει μία σημαντική μειοψηφία συγχωνευμένων εταιρειών που πραγματικά βελτίωσαν την κερδοφορία τους, παρόλο που η μέση απόδοση του δείγματος ήταν αρνητική. Επομένως, υπάρχουν συγκεκριμένα είδη συγχωνεύσεων που μπορεί να οδηγήσουν σε επιτυχία.

Στον επόμενο πίνακα, παρουσιάζονται ενδεικτικά κάποιες σημαντικές μελέτες που εφάρμοσαν την μέθοδο λογιστικών στοιχείων.

**Πίνακας 7 : Μελέτες αξιολόγησης της απόδοσης βάσει λογιστικών δεδομένων**

Μελέτη	Μέτρο Απόδοσης	Μέγεθος Δείγματος	Περίοδος	Ευρήματα	Χώρα
Meeks (1977)	ROA	233	1964-1972	Σημαντική πτώση της κερδοφορίας κατά τα 3-5 έτη μετά τη συγχώνευση	U.K.

Mueller (1980)	ROA, ROE, ROS	287	1962-1972	Δεν υπήρξαν ενδείξεις είτε βελτίωσης είτε επιδείνωσης της κερδοφορίας των επιχειρήσεων ως απόρροια των Σ & Ε, τόσο στις Η.Π.Α. όσο και στην Ευρώπη	U.S. Belgium, Germany U.K., France, Netherlands, Sweden
Ravenscraft, Scherer (1987)	ROA	471	1950-1977	Μείωση της κερδοφορίας κατά μέσο όρο 0,5% κάθε χρόνο για τις εταιρείες στόχους που	U.S.
Herman, Lowenstein (1988)	ROE	56	1975-1983	Αύξηση του δείκτη ROC για τις εξαγοράστριες εταιρείες από 14,7% σε 19,6% για την περίοδο 1975-1978. Αντίθετα στην περίοδο 1981-1983 ο δείκτης ROC μειώθηκε.	U.K.
Healy, Palepu, Ruback (1992)	Operating CF / Market Value of Assets	50	1979-1984	Σημαντική βελτίωση της τάξης του 3%. Αύξηση στην παραγωγικότητα του ενεργητικού.	U.S.
Manson, Stark & Thomas (1994)	Operating CF / Market Value of Assets	38	1985-1987	Βελτίωση της λειτουργικής απόδοσης μετά τις Σ & Ε	U.S.
Chatterjee, Meeks (1996)	Accounting profit divided by book value of assets	144	1977-1990	Μετά το 1985 η κερδοφορία των εταιρειών βελτιώθηκε σημαντικά της τάξης του 13% - 22%.	U.K.
Parino, Harris (1999)	Operating CF / Market Value of Assets	197	1982-1987	Σημαντική βελτίωση της λειτουργικής απόδοσης κατά 2,1% μετά τις Σ & Ε	U.S.
Ghosh (2001)	Operating CF / Market Value of assets & Sales	315	1981-1995	Δεν βρέθηκε σημαντική βελτίωση	U.S.
Sharma, Ho (2002)	ROA, ROE, Profit Margin	36	1986-1991	Πτώση των δεικτών ROA, ROE, EPS μετά τις Σ & Ε	Australia

Heron, Lie, (2002)	EBITDA / Sales	896	1985-1997	Βελτίωση της λειτουργικής απόδοσης μετά τις Σ & Ε	U.S.
-----------------------	----------------	-----	-----------	--	------

Πηγή : Bruner (2004)

### 3.3. ΕΡΕΥΝΕΣ ΜΕΣΩ ΤΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Με τη μέθοδο αυτή χρησιμοποιούνται ερωτηματολόγια προς τα στελέχη των επιχειρήσεων, με βασικό στόχο να διερευνηθεί κατά πόσο μία εξαγορά δημιουργεί μεγαλύτερη αξία για τις επιχειρήσεις. Κατά την διαδικασία της έρευνας, παρουσιάζονται τυποποιημένα ερωτηματολόγια στα στελέχη των επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε μία Σ & Ε, και στη συνέχεια αθροίζονται τα αποτελέσματα που προκύπτουν, ώστε τελικά από την εξέταση του δείγματος να δημιουργηθούν πιο γενικευμένα συμπεράσματα.

### 3.4. ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ

Η μέθοδος αυτή επικεντρώνεται σε βάθος σε μία συναλλαγή Σ & Ε ή σε ένα μικρό δείγμα επιχειρήσεων που ενοποιήθηκαν, χρησιμοποιώντας στοιχεία που προέκυψαν από τις συνεντεύξεις με τα στελέχη των επιχειρήσεων και από παρατηρητές που είχαν γνώση του γεγονότος. Πιο συγκεκριμένα, η μέθοδος αυτή είναι επαγωγική καθώς εκμαιεύει πληροφορίες και τα πραγματικά στοιχεία μιας συναλλαγής, με αποτέλεσμα οι ερευνητές να οδηγούνται σε νέα ευρήματα.

Στον επόμενο πίνακα γίνεται μία ενδεικτική σύγκριση των μεθόδων αναφορικά με την κερδοφορία των Σ & Ε.

**Πίνακας 8 : Σύγκριση μεθόδων σχετικά με την κερδοφορία των Σ & Ε**

<b>ΜΕΘΟΔΟΣ</b>	<b>ΔΥΝΑΤΑ ΣΗΜΕΙΑ</b>	<b>ΑΔΥΝΑΤΑ ΣΗΜΕΙΑ</b>
----------------	----------------------	-----------------------

<p><b>Μελέτες ανάλυσης γεγονότων (event studies)</b></p>	<p>Άμεσο μέτρο της αξίας που προκύπτει για τους επενδυτές</p> <p>Διορατικό μέτρο της δημιουργίας αξίας. Στην θεωρία, οι τιμές των μετοχών είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών.</p>	<p>Απαιτεί σημαντικές υποθέσεις για την λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών : αποδοτικότητα, ορθολογισμός, έλλειψη περιορισμών αρμπιτάζ. Οι έρευνες προτείνουν ότι για τις περισσότερες αγορές δεν υπάρχουν κατά μέσο όρο παράλογες υποθέσεις με την πάροδο του χρόνου.</p> <p>Παραποιεί τις αποδόσεις συγκεκριμένων εταιρειών, καθώς είναι ευάλωτη μέθοδος στη σύγχυση των γεγονότων.</p>
<p><b>Λογιστικές μελέτες: Εκτίμηση αποδόσεων από τις δημόσιες λογιστικές καταστάσεις</b></p>	<p>Αξιόπιστο μέτρο. Οι καταστάσεις είναι εγκεκριμένες και οι λογαριασμοί έχουν ελεγχθεί.</p> <p>Έμμεσο μέτρο δημιουργίας οικονομικής αξίας. Χρησιμοποιείται από επενδυτές για την εκτίμηση εταιρικών επιδόσεων.</p>	<p>Πιθανώς μη συγκρίσιμα στοιχεία για διαφορετικά έτη. Οι εταιρείες αλλάζουν τον τρόπο έκθεσης των οικονομικών τους στοιχείων.</p> <p>Οπισθοδρομικό μέτρο</p> <p>Αγνοεί την αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων.</p> <p>Ευαίσθητο μέτρο στον πληθωρισμό και στον αποπληθωρισμό λόγω της προσέγγισης του ιστορικού κόστους.</p> <p>Πιθανώς ανεπαρκή πληροφόρηση οικονομικών στοιχείων από τις εταιρείες. Υπάρχει μεγάλο εύρος αναφοράς των οικονομικών αποτελεσμάτων.</p> <p>Διαφορές μεταξύ των εταιρειών στην λογιστική πολιτική τους.</p> <p>Δύσκολη η διασυνοριακή σύγκριση στοιχείων λόγω των διαφορετικών λογιστικών αρχών σε κάθε χώρα.</p>
<p><b>Έρευνες των στελεχών</b></p>	<p>Παρέχει πληροφορίες για την δημιουργία αξίας που μπορεί να μην είναι γνωστές στην χρηματιστηριακή αγορά.</p> <p>Οφέλη από την στενή εξοικείωση με την πραγματική επιτυχία της εξαγοράς.</p>	<p>Παρέχει τις απόψεις των διευθυντών, οι οποίοι μπορεί και να μην είναι μέτοχοι, και οι εκτιμήσεις των οποίων μπορεί και να μην επικεντρώνονται στην δημιουργία οικονομικής αξίας.</p> <p>Ανακαλεί ιστορικά αποτελέσματα που μπορεί να είναι ασαφή.</p> <p>Οι συνήθεις έρευνες έχουν χαμηλό ποσοστό συμμετοχής ( 2 - 10%), το οποίο τις κάνει ευάλωτες στις επικρίσεις για γενίκευση.</p>
<p><b>Μελέτες περιπτώσεων</b></p>	<p>Παρέχει αντικειμενικότητα και δυνατότητα ανασχεδιασμού μιας πραγματικής εμπειρίας.</p>	<p>Προσφέρει μικρό αριθμό παρατηρήσεων που περιορίζει τους ερευνητές να γενικεύσουν τα συμπεράσματα τους.</p>



Επαγωγική έρευνα. Ιδανική για την εύρεση νέων υποδειγμάτων και συμπεριφορών.

Τα αποτελέσματα των ερευνών μπορεί να είναι ιδιοσυγκρατικά και να δυσκολεύουν τον αναγνώστη να καταλήξει σε συμπεράσματα.

Πηγή : Bruner ( 2004)

### 3.5. ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ

Σε αυτήν την υποενότητα εξετάζονται οι σημαντικότερες μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί στην Μεγάλη Βρετανία, στην Αμερική και στην Ευρώπη.

#### 3.5.1. Μεγάλη Βρετανία

Ο **Sudarsanam (1996)** διερεύνησε τις επιπτώσεις των συνεργειών τόσο για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις όσο και για τις εξαγοραζόμενες καθώς και τις επιδράσεις της ιδιοκτησιακής δομής στις αποδόσεις των μετόχων. Το δείγμα που χρησιμοποίησε ήταν 429 ολοκληρωμένες συγχωνεύσεις στη Μ. Βρετανία την περίοδο 1980 – 1990.

Το βασικό μεθοδολογικό υπόδειγμα της έρευνας ήταν το μοντέλο της αγοράς, το οποίο προσαρμόστηκε αναφορικά με την συχνότητα των συγχωνεύσεων, υποθέτοντας ως τομή το 0 και beta το 1. Τα δεδομένα λογαριθμοποιήθηκαν ενώ οι παράμετροι του προσαρμοσμένου πλέον μοντέλου αγοράς εκτιμήθηκαν για την περίοδο συναλλαγών - 290 έως - 41 ημέρες πριν από την ανακοίνωση της προσφοράς. Οι μη κανονικές αποδόσεις (Abnormal Returns) σύμφωνα με το μοντέλο του Dimson (1979), υπολογίστηκαν με το μέσο όρο των καθημερινών παρατηρήσεων και ελέγχθηκαν για στατιστική σημαντικότητα τους. Στη συνέχεια αθροίστηκαν για να παράγουν τις σωρευτικές κατά μέσο όρο μη κανονικές αποδόσεις (cumulative abnormal returns). Αυτή η διαδικασία πραγματοποιήθηκε και με το προσαρμοσμένο μοντέλο μη κανονικών αποδόσεων.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι οικονομικές, διαχειριστικές και λειτουργικές συνέργειες δημιουργούν αξία για τους μετόχους και των δύο πλευρών. Πιο συγκεκριμένα, οι οικονομικές συνέργειες φαίνεται να κυριαρχούν έναντι των διαχειριστικών συνεργειών, ενώ οι συγχωνεύσεις μεταξύ εταιρειών οι οποίες αλληλοσυμπληρώνουν η μία την άλλη αναφορικά με την ρευστότητα και τις επενδυτικές ευκαιρίες τους, αυξάνουν τον πλούτο των μετόχων. Ωστόσο, προκύπτει ότι οι μέτοχοι υψηλά εκτιμημένων εταιρειών

αντιμετωπίζουν απώλεια πλούτου όταν συγχωνεύονται με εταιρείες μικρότερης αξίας και το αντίθετο, το οποίο είναι συνεπές με την θεωρία της υπεροψίας των διευθυντικών στελεχών.

Επίσης, παρατηρείται ότι η ιδιοκτησιακή δομή επηρεάζει σημαντικά των πλούτο των μετόχων καθώς, ο μεγάλος αριθμός μετόχων μειώνει τα κέρδη τόσο για τους μετόχους των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων όσο και για τους μετόχους των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων.

Ο **Firth (1979)** διερεύνησε την αποδοτικότητα των συγχωνεύσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο, συγκρίνοντας την χρηματιστηριακή τιμή των επιχειρήσεων πριν από την ανακοίνωση της συγχώνευσης και μετά την ανακοίνωση. Με αυτό τον τρόπο προσέγγισε την εκτίμηση της χρηματιστηριακής αγοράς για τα κέρδη ή τις ζημιές που προκύπτουν από τις Σ & Ε, καθώς θεώρησε ότι οι τιμές των μετοχών ενσωματώνουν αμέσως της «πληροφορίες» που προέρχονται από την ανακοίνωση ενός συγκεκριμένου γεγονότος. Το δείγμα που μελέτησε ήταν 224 συγχωνεύσεις κατά την περίοδο 1972 – 1974. Για την διεξαγωγή της έρευνας ως ημερομηνία βάσης επέλεξε τον τελευταίο μήνα όπου τα κατάλοιπα και τα συναθροιστικά κατάλοιπα ήταν «κανονικά».

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι κατά μέσο όρο δεν υπήρχαν κέρδη που να συνδέονται με τις εξαγορές, και ίσως υπήρχε μία μικρή απώλεια λόγω των δαπανών που σχετίζονται με τις Σ & Ε. Η ουδέτερη αυτή θέση αναφορικά με τα κέρδη ή τις ζημιές διατηρήθηκε και 24 μήνες μετά την ενοποίηση, γεγονός που επαλήθευσε ότι η χρηματιστηριακή αγορά αντιδρά σωστά σε καταστάσεις Σ & Ε. Ουσιαστικά, αποδεικνύεται ότι τα κέρδη που δημιουργήθηκαν από την εξαγορασθείσα επιχείρηση αντισταθμίστηκαν, και κατά συνέπεια εξουδετερώθηκαν, από τις απώλειες που υπέστη η εξαγοράζουσα επιχείρηση, προσφέροντας εξαιρετικά μεγάλα πριμ για την ολοκλήρωση της εξαγοράς.

Συμπερασματικά, η έρευνα έδειξε ότι η χρηματιστηριακή αγορά αντικατοπτρίζει την ρεαλιστική εικόνα που προκύπτει από τα αποτελέσματα των Σ & Ε. Μάλιστα, επισημαίνει ότι παρά τα οφέλη που εμφανίζονται για τις διοικήσεις και των δυο μερών, τα αποτελέσματα των Σ & Ε δεν είναι τόσο επωφελή για τους μετόχους των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων.

Ο **Meeks (1977)** αναζήτησε τα οφέλη που προέρχονται από τις Σ & Ε βασιζόμενος σε ένα δείγμα 233 συναλλαγών από την Μεγάλη Βρετανία για την περίοδο 1964 – 1971.

Βασικός στόχος της έρευνας του ήταν να εξετάσει την μεταβολή στην κερδοφορία μετά τις συγχωνεύσεις, χρησιμοποιώντας ως μέτρο απόδοσης τον δείκτη της απόδοσης του ενεργητικού ROA (οριζόμενος ως τα κέρδη προ φόρων και μετά αποσβέσεων δια του μέσου όρου του ενεργητικού της χρήσεως). Πιο συγκεκριμένα, μελέτησε τη σχέση  $ROA_{CHANGE} = ROA_{AFTER} - ROA_{BEFORE}$ , όπου οι μεταβλητές  $ROA_{AFTER}$  και  $ROA_{BEFORE}$  αποτελούν μέτρα αποδοτικότητας του ενεργητικού πριν και μετά την συγχώνευση, σταθμισμένα με τον μέσο όρο των αποδόσεων της απορροφούσας εταιρείας.

Τα αποτελέσματα της έρευνας του έδειξαν μία ήπια μείωση της αποδοτικότητας των απορροφουσών εταιρειών, με τον δείκτη ROA να υφίσταται το μεγαλύτερο πλήγμα κατά το 5<sup>ο</sup> έτος μετά το γεγονός της συγχώνευσης. Πιο συγκεκριμένα, παρατήρησε πτώση του δείκτη κατά 1,5% και 1% τα δύο πρώτα έτη μετά τη συγχώνευση, ενώ το 3<sup>ο</sup>, 4<sup>ο</sup> και 5<sup>ο</sup> έτος οι απώλειες στην απόδοση ανήλθαν στο 5,8%, 9,8% και 1,10% αντίστοιχα. Τέλος, στο 4<sup>ο</sup> και 5<sup>ο</sup> έτος μετά τη συγχώνευση, οι επιχειρήσεις που παρουσίασαν αρνητική μεταβολή στην κερδοφορία τους, άγγιζαν το 66% και 64,2% του συνολικού δείγματος.

Οι Dickerson *et al.*, (1997), εξέτασαν τις συνέπειες των Σ & Ε στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων που ενοποιήθηκαν. Συγκεκριμένα, ερεύνησαν αν υπάρχει μόνιμη αλλαγή στην απόδοση των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται καθώς και αν υπάρχουν διαφορετικές αποδόσεις τόσο όταν η ανάπτυξη των επιχειρήσεων επιτυγχάνεται μέσω Σ & Ε όσο και όταν αναπτύσσονται εσωτερικά μέσω επενδύσεων. Το δείγμα που χρησιμοποίησαν για την έρευνα τους ήταν μία μεγάλη ομάδα βρετανικών επιχειρήσεων που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο κατά την περίοδο 1948 – 1977.

Η βασική μέθοδος που εφάρμοσαν ήταν ένα μοντέλο παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τον δείκτη απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού (ROA) και ανεξάρτητη την μεταβλητή lag ROA με χρονική υστέρηση ώστε να τεθεί υπό έλεγχο ο βαθμός επικράτησης των κερδών, το σχετικό μέγεθος των επιχειρήσεων, το επίπεδο μόχλευσης και ο ρυθμός ανάπτυξης του ενεργητικού. Τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης έρευνας έδειξαν ότι οι Σ & Ε έχουν επιβλαβείς επιδράσεις στην απόδοση των εταιρειών, μετρούμενη με δείκτες κερδοφορίας. Πιο συγκεκριμένα ο δείκτης ROA έλαβε σημαντική μείωση της τάξης του 1,38% - 2,90% ενώ οι επιχειρήσεις που αναπτύχθηκαν μέσω επενδύσεων φαίνεται να

ξεπερνούν εκείνες που αναπτύχθηκαν μέσω Σ & Ε. Συνολικά ο αντίκτυπος των συγχωνεύσεων ήταν η μείωση της αποδοτικότητας κατά 1,86% ετησίως.

### 3.5.2. Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

**Οι Dodd και Ruback (1977)**, με ένα δείγμα 386 προσφορών εξαγοράς, μελέτησαν τις αντιδράσεις της χρηματιστηριακής αγοράς στις προσφορές Σ & Ε είτε αν ήταν επιτυχείς είτε αν ήταν ανεπιτυχείς. Η μέθοδος που χρησιμοποίησαν ήταν το μοντέλο της αγοράς όπου συσχέτισαν την απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων του δείγματος με τον γενικό δείκτη της αγοράς, για την περίοδο εκτίμησης -73 έως -14 μήνες πριν την ανακοίνωση του γεγονότος και + 14 μήνες έως + 73 μήνες μετά την ανακοίνωση. Στη συνέχεια, υπολογίζοντας τα κατάλοιπα και τα συναθροιστικά κατάλοιπα κατά μέσο όρο, κατέληξαν σε μία περιγραφή της συμπεριφοράς των μη κανονικών αποδόσεων.

Τα αποτελέσματα από την συγκεκριμένη μέθοδο έδειξαν ότι τον μήνα της ανακοίνωσης της προσφοράς οι μέτοχοι των εταιρειών – στόχων κέρδισαν μεγάλες και σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 20,58% για τις επιτυχημένες προσφορές και του 18,96% για τις μη επιτυχημένες. Αντίθετα, οι μέτοχοι των εταιρειών που πραγματοποίησαν τις προσφορές παρουσίασαν θετικά μη κανονικά κέρδη ύψους 2,83%, τα οποία όμως ήταν πολύ μικρότερα συγκριτικά με εκείνα των εταιρειών – στόχων.

**Οι Agrawal *et al.*, (1992)**, εξέτασαν την μεταβολή της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων ως αποτέλεσμα των Σ & Ε, βασιζόμενοι σε ένα δείγμα 1.164 συγχωνεύσεων και εξαγορών την περίοδο 1955 – 1987 στις Η.Π.Α. Για την διεξαγωγή της έρευνας τους χρησιμοποίησαν δύο εναλλακτικές μεθόδους. Αρχικά, υπολόγισαν με το υπόδειγμα CAPM τις μη κανονικές αποδόσεις (AR) των εταιρειών του δείγματος και στη συνέχεια τις συναθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις (CARs). Τα αποτελέσματα σύμφωνα με αυτή την μέθοδο έδειξαν ότι 5 έτη μετά τη συγχώνευση οι συναθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις ήταν - 10,26% ενώ το ποσοστό των θετικών μη κανονικών αποδόσεων για τις εταιρείες ήταν 43,97%.

Η δεύτερη μέθοδος που εφάρμοσαν ήταν ο υπολογισμός των αποδόσεων των μετοχών στο πέρασμα του χρόνου (RATS), προσαρμοσμένες με το μέγεθος των επιχειρήσεων. Η

μέθοδος αυτή επιτρέπει στο beta να μεταβάλλεται κάθε μήνα. Αφού λοιπόν βρήκαν σημαντική διακύμανση του βι από μήνα σε μήνα, το ετήσιο βι παρέμεινε σταθερό. Έτσι, τα αποτελέσματα ήταν παρόμοια με τα αποτελέσματα της προηγούμενης μεθόδου, δηλαδή οι συναθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις με την τιμή του σταθμισμένου δείκτη ήταν - 10,26%.

Οι Agrawal *et. al.*, (1992), εξέτασαν την μείωση του πλούτου των μετόχων κατά 10% μετά τον 5<sup>ο</sup> έτος της συγχώνευσης, και με την υπόθεση ότι η αγορά αργεί να προσαρμόσει το γεγονός των Σ & Ε. Για να εξετάσουν αν ισχύει αυτή η υπόθεση, παλινδρόμησαν τις CARs μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης α) με τις CARs 3 μήνες μέχρι να λήξει ο μήνας της ανακοίνωσης και β) με τις CARs 2 μηνών πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Τα αποτελέσματα έδειξαν αρνητική αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση των Σ & Ε και των ακόλουθων αποδόσεων των επιχειρήσεων. Συμπερασματικά, δεν μπόρεσαν να αιτιολογήσουν τις μεγάλες αρνητικές αποδόσεις των εταιριών του δείγματος μετά την συγχώνευση.

Ο Mueller το 1980 (Bruner, 2002) παρουσίασε μία συλλογή ερευνητικών μελετών για την κερδοφορία των Σ & Ε σε επτά χώρες (Βέλγιο, Γερμανία, Γαλλία, Σουηδία, Μεγάλη Βρετανία και Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής). Σε όλες τις ανωτέρω έρευνες εφαρμόστηκαν οι καθιερωμένοι στατιστικοί έλεγχοι και τα τυπικά κριτήρια επιλογής δεδομένων, με αποτέλεσμα να προκύψει μία ασυνήθιστα πλούσια διασυννοριακή σύγκριση των αποτελεσμάτων που προήλθαν τόσο από έρευνες στην Ευρώπη, όσο και από την Αμερική.

Το κύριο αντικείμενο της έρευνας του ήταν η μελέτη διαφόρων θεωριών σχετικά με την επίδραση των Σ & Ε στις μεταβολές του μεγέθους, του κινδύνου, της μόχλευσης και της αποδοτικότητας των εταιριών. Για την διεξαγωγή της έρευνας, το μέτρο της αποδοτικότητας προσεγγίστηκε με τρεις τρόπους: α) ως τα κέρδη διαιρεμένα με τα ίδια κεφάλαια (ROE), β) ως τα κέρδη διαιρεμένα με το σύνολο του ενεργητικού (ROA) και γ) ως τα κέρδη διαιρεμένα με τις πωλήσεις (ROS). Αντίθετα, οι μεταβολές στην κερδοφορία για την απορροφούσα εταιρεία, οι οποίες μετρήθηκαν ως η διαφορά της απόδοσης πριν και μετά τη συγχώνευση, προσαρμόστηκαν τόσο με βάση το είδος και το μέγεθος του κλάδου των επιχειρήσεων που συμμετείχαν σε κάποια Σ & Ε, όσο και σύμφωνα με ένα γενικό δείγμα εταιριών που δεν πραγματοποίησαν καμία δραστηριότητα Σ & Ε κατά την υπό εξέταση περίοδο.

Τα αποτελέσματα της έρευνας του Mueller έδειξαν ότι οι απορροφούσες επιχειρήσεις υπερτερούν έναντι των εταιριών - στόχων τόσο ως προς το μέγεθος και το επίπεδο

μόχλευσης, όσο και ως προς τον ρυθμό ανάπτυξης που παρουσιάζουν. Αντίθετα όμως με τα ευρήματα αυτά, η κερδοφορία των απορροφουσών εταιρειών μετά την συγχώνευση παρατηρήθηκε ότι ήταν μικρότερη από εκείνη των εταιρειών που δεν συγχωνεύθηκαν. Συγκεκριμένα, οι δείκτες ROE, ROA και ROS διαμορφώθηκαν στο - 8.4%, - 3.8% και - 2.9% αντίστοιχα, όταν η προσαρμογή των αποδόσεων έγινε βάσει ενός τυχαίου δείγματος επιχειρήσεων και στο - 12.8%, - 4.9% και - 3.4%, όταν η προσαρμογή των αποδόσεων έγινε βάσει επιχειρήσεων που ήταν παρόμοιες με τις συγχωνευθείσες. Αν και τα αποτελέσματα έδειξαν μία σαφή μείωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων μετά τη συγχώνευση, το γεγονός ότι δεν ήταν στατιστικά σημαντικά οδήγησε τον Mueller στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει κανένα σταθερό πρότυπο βελτίωσης ή επιδείνωσης της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, ως απόρροια των Σ & Ε σε καμία από τις επτά χώρες.

Οι Healy *et al*, (1992) μελέτησαν την απόδοση των 50 μεγαλύτερων συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν στις Η.Π.Α. την περίοδο μεταξύ 1979 και μέχρι τα μέσα του 1984. Για την μέτρηση της οικονομικής αποδοτικότητας χρησιμοποίησαν τις αποδόσεις λειτουργικών ταμειακών ροών προς το σύνολο του ενεργητικού, που άντλησαν από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών, και ως σημείο αναφοράς για την αξιολόγηση της απόδοσης μετά την συγχώνευση υιοθέτησαν την απόδοση του κλάδου της βιομηχανίας. Ως αποδόσεις Λ.Τ.Ρ. / Σύνολο Ενεργητικού όρισαν τις πωλήσεις μείον το κόστος πωληθέντων και τα έξοδα διοίκησης και διάθεσης, πρόσθεσαν τις αποσβέσεις και τα έξοδα της υπεραξίας και τα διαίρεσαν με την τιμή αγοράς των περιουσιακών στοιχείων κατά την έναρξη της λογιστικής χρήσης. Καθώς το μέτρο αυτό είναι αποπληθωρισμένο από την αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων, μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ως μέτρο σύγκρισης των αποδόσεων μεταξύ όλων των επιχειρήσεων.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις είχαν υψηλότερες αποδόσεις Λ.Τ.Ρ. / Σύνολο Ενεργητικού από εκείνες που είχαν οι αντίστοιχοι κλάδοι της βιομηχανίας μετά την συγχώνευση. Συνολικά η ετήσια μέση απόδοση των επιχειρήσεων του δείγματος πέντε χρόνια μετά τη συγχώνευση διαμορφώθηκε στο 2,8%, ποσοστό που αντιστοιχούσε σε 16% υψηλότερες αποδόσεις για τις συγχωνευθείσες επιχειρήσεις από τις αποδόσεις που είχαν οι επιχειρήσεις του κλάδους τους. Στη συνέχεια για να διαπιστώσουν αν η αύξηση της απόδοσης προερχόταν από το γεγονός της συγχώνευσης ή από την καλύτερη απόδοση των επιχειρήσεων πριν την συγχώνευση, εφάρμοσαν μία

παλινδρόμηση στις μη κανονικές προσαρμοσμένες αποδόσεις Λ.Τ.Ρ. πριν και μετά την συγχώνευση. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν και πάλι ότι υπήρχε μία σημαντική βελτίωση των λειτουργικών αποδόσεων των ενοποιημένων επιχειρήσεων της τάξης του 2,8%.

Συνοψίζοντας, η βελτίωση των αποδόσεων των Λ.Τ.Ρ. μπορεί να αποδοθεί στην αύξηση της παραγωγικότητας του ενεργητικού, εάν αυτό συγκριθεί με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις του κλάδου. Παράλληλα δεν σημειώθηκε κάποια εμφανή μεταβολή στην επενδυτική πολιτική των επιχειρήσεων μετά τη συγχώνευση, δηλαδή στην μείωση των κεφαλαιουχικών δαπανών ή στην μείωση των επενδύσεων σε έρευνα και ανάπτυξη, πολιτικές που θα εμπόδιζαν την μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα των συγχωνευμένων εταιρειών.

Ο **Gosh (2001)**, εστίασε την έρευνα του στην βελτίωση των λειτουργικών αποδόσεων των ενοποιημένων επιχειρήσεων μετά τη συγχώνευση. Στηριζόμενος στην έρευνα του Healy, ο Gosh επέκτεινε την μεθοδολογία του, καθώς θεώρησε ότι τα αποτελέσματα μιας παλινδρόμησης μπορεί να είναι μεροληπτικά όταν χρησιμοποιείται ως σημείο αναφοράς ο κλαδικός μέσος των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, σύγκρισε την απόδοση ανάμεσα στις συγχωνευμένες εταιρείες πριν και μετά την συγχώνευση και σε παρόμοιες εταιρείες, προκειμένου να προσδιορίσει κατά πόσο η απόδοση των λειτουργικών ταμειακών ροών βελτιώνεται μετά την ενοποίηση των επιχειρήσεων.

Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 315 Σ & Ε, που πραγματοποιήθηκαν στις Η.Π.Α. την περίοδο 1981 – 1995 και λαμβάνοντας ως δεδομένη την μέθοδο του Healy, ο Gosh κατέληξε ότι οι αποδόσεις των λειτουργικών ταμειακών ροών των συγχωνευμένων επιχειρήσεων αυξάνονται σημαντικά. Παράλληλα, συμπέρανε ότι οι επιχειρήσεις που ενοποιήθηκαν, υπερτερούσαν συστηματικά από τον μέσο του κλάδου των επιχειρήσεων κατά την περίοδο πριν από την συγχώνευση. Επομένως, θεώρησε ότι οι εκτιμήσεις για τη βελτίωση των αποδόσεων μπορεί να είναι μεροληπτικές. Για αυτό και προχώρησε στην εύρεση της καλύτερης αποδοτικότητας των επιχειρήσεων πριν την συγχώνευση, χωρίς όμως να καταλήγει σε κάποια ιδιαίτερη βελτίωση της αποδοτικότητας τους μετά τη συγχώνευση. Ειδικότερα, οι λειτουργικές αποδόσεις μετά τις Σ & Ε δεν αυξήθηκαν, όταν ως σημείο αναφοράς χρησιμοποιήθηκαν οι επιχειρήσεις του δείγματος, σταθμισμένες ως προς την αποδοτικότητα και το μέγεθος των εταιρειών πριν της συγχώνευσης.

Στη συνέχεια, λαμβάνοντας υπόψη τις θεωρητικές έρευνες (Myers *et. al.*, 1984), (Fishman, 1989), που πρότειναν ότι η μέθοδος πληρωμής που χρησιμοποιείται στην

συγχώνευση επηρεάζει την αξία των συγχωνευμένων επιχειρήσεων, εξέτασε κατά πόσο η λειτουργική αποδοτικότητα διαφέρει σε περιπτώσεις εξαγορών με μετοχές ή με μετρητά. Παράλληλα, διαχώρισε τις λειτουργικές ταμειακές ροές σε πωλήσεις και έξοδα διαχείρισης, για να εξακριβώσει κατά πόσο η βελτίωση της αποδοτικότητας οφείλεται στην αύξηση των πωλήσεων ή στη μείωση των δαπανών. Τα ευρήματα του έδειξαν ότι οι υψηλότεροι ρυθμοί διεύρυνσης των πωλήσεων δημιουργούν βελτίωση των ταμειακών ροών κατά 3% κάθε χρόνο μετά τη συγχώνευση.

Τέλος, στην περίπτωση των Σ & Ε που ως μέσο χρηματοδότησης χρησιμοποιήθηκαν οι μετοχές, παρατήρησε επιδείνωση της λειτουργικής απόδοσης των επιχειρήσεων, η οποία συνοδευόταν από μείωση του ρυθμών μεταβολής των πωλήσεων, χωρίς όμως να είναι ιδιαίτερα σημαντική.

### 3.5.3. Ευρώπη

Οι **Goergen και Renneboog (2003)**, με μία Πανευρωπαϊκή μελέτη είχαν ως στόχο να διερευνήσουν τις επιπτώσεις των Σ & Ε στον πλούτο των εταιρειών κατά τη δεκαετία του 1980. Πιο συγκεκριμένα, εξέτασαν τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις ευρωπαϊκών εγχώριων και διασυνοριακών Σ & Ε, ανέλυσαν αν το είδος της προσφοράς επηρέασε σημαντικά το premium που πληρώνεται στις εταιρείες στόχους και μελέτησαν τις πιθανές επιπτώσεις των διαφορετικών μέσων πληρωμής αναφορικά με την προσφορά εξαγοράς.

Το δείγμα που χρησιμοποίησαν στην μελέτη τους οι Goergen και Renneboog αποτελούνταν από 228 Σ & Ε από την ηπειρωτική Ευρώπη και την Αγγλία. Για να μετρήσουν τις βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις των Σ & Ε, υπολόγισαν τις σωρευτικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CARs) των εταιρειών του δείγματος μέσω του μοντέλου CAPM, για χρονικό διάστημα - 60 ημέρες πριν από την ανακοίνωση και + 60 ημέρες μετά την ανακοίνωση της επιχειρηματικής κίνησης.

Τα συμπεράσματα της έρευνας τους, έδειξαν ότι υπήρχαν μεγάλες επιδράσεις στις εταιρείες στόχους από την ανακοίνωση των Σ & Ε, της τάξης του 9%, ενώ οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις τους, οι οποίες συμπεριέλαβαν την πορεία των τιμών κατά τη διάρκεια των δύο μηνών πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης, ήταν 23%. Ωστόσο, η τιμή της μετοχής των απορροφουσών επιχειρήσεων αντέδρασε θετικά στην ανακοίνωση της συγχώνευσης, με σημαντική στατιστική επίδραση της τάξης του 0,7%. Παράλληλα, οι



Goergen και Renneboog συμπέραναν ότι οι δημόσιες προσφορές εξαγορών είχαν μεγάλες επιπτώσεις στον πλούτο των μετόχων του δείγματος, ενώ οι εχθρικές εξαγορές προκάλεσαν μεγάλες διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών σε σχέση με τις φιλικές Σ & Ε. Όσο αφορά στα υψηλότερα premiums που προσφέρθηκαν στις εταιρείες στόχους εικάζεται ότι μπορεί να οφείλονταν στον υψηλό δείκτη Τρέχουσα αξία μετοχών / Λογιστική αξία μετοχών, ενώ παράλληλα ο δείκτης αυτός προκάλεσε την αρνητική αντίδραση των τιμών των μετοχών των απορροφουσών εταιρειών. Τέλος, με έκπληξη διαπίστωσαν ότι οι εγχώριες εξαγορές δημιουργούν μακροπρόθεσμα οφέλη στον πλούτο των μετόχων συγκριτικά με τις διασυνοριακές Σ & Ε.

Οι Ooghe *et al*, (2006), εξέτασαν τον αντίκτυπο των Σ & Ε στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων βασιζόμενοι σε ένα δείγμα 143 εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στο Βέλγιο κατά την περίοδο 1992 – 1994. Για να εκτιμήσουν την επίδοση των εταιρειών του δείγματος, χρησιμοποίησαν ως βασικά στοιχεία αξιολόγησης της οικονομικής τους κατάστασης, δείκτες που μετρούσαν την ρευστότητα, την αποδοτικότητα, την οικονομική δομή ή φερεγγυότητα και την προστιθέμενη αξία. Οι τιμές που παρουσιάστηκαν στην παρούσα έρευνα έχουν προσαρμοστεί αναφορικά με τον κλάδο, αφαιρώντας την μέση τιμή του κλάδου, ή έχουν προσαρμοστεί αναφορικά με τον κλάδο και το μέγεθος των επιχειρήσεων, αφαιρώντας την τιμή κάθε μεταβλητής μίας επιχείρησης.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής τους έρευνας τα οποία κάλυπταν χρονικά μία περίοδο εννέα ετών, 3 έτη πριν τη εξαγορά και 5 έτη μετά, έδειξαν ότι το καθαρό περιθώριο των πωλήσεων πριν τους φόρους και οι δείκτες ROA και ROE μειώθηκαν μετά την εξαγορά, ενώ αυξήθηκαν μετά το 4<sup>ο</sup> έτος. Πιο συγκεκριμένα, οι αποδόσεις των ταμειακών ροών των ιδίων κεφαλαίων μετά τους φόρους και ο δείκτης ROE βελτιώθηκαν το 1<sup>ο</sup> έτος μετά τη συγχώνευση, στη συνέχεια παρουσίασαν μία μικρή μείωση μέχρι το 4<sup>ο</sup> έτος, και μετά αυξήθηκαν ξανά.

Ως πιθανές αιτίες για την προσωρινή μείωση των δεικτών, οι Ooghe, *et al.*, (2006), πρότειναν ότι οι απορροφούμενες εταιρείες είναι πιθανό να αντιμετώπιζαν προβλήματα απώλειας διαχειριστικού ελέγχου, αφού η νέα πλέον ενοποιημένη εταιρεία ήταν πιο σύνθετη, με αποτέλεσμα η διοίκηση να χάσει την ικανότητα της να διαχειριστεί αποτελεσματικά την οργάνωσή της. Επίσης, μία ακόμη πιθανή εξήγηση για την μείωση της αποδοτικότητας ήταν

η τάση των μη κανονικών αποδόσεων να επιστρέφουν με την πάροδο του χρόνου σε πιο «φυσιολογικά» επίπεδα.

Αναφορικά με τους δείκτες της φερεγγυότητας στο 1<sup>ο</sup> και 2 έτος μετά την συγχώνευση, οι Ooghe, Vanlaere και Lannhe παρατήρησαν κάποια βελτίωση ενώ από το 3<sup>ο</sup> και 4 έτος υπήρξε μία μικρή μείωση στους δείκτες χρηματοοικονομικής ανεξαρτησίας και στην κάλυψη των ταμειακών ροών του χρέους. Αντίθετα, για τους δείκτες της ρευστότητας συμπεράναν κάποια μείωση μετά την ολοκλήρωση της ενοποίησης. Δηλαδή, παρατήρησαν μία αύξηση του δείκτη ρευστών διαθεσίμων τα πρώτα δύο χρόνια μετά την συγχώνευση και μετά μείωση, ενώ ο δείκτης ρευστότητας έδειξε μείωση μετά την ενοποίηση. Τέλος, με βάσει τους δείκτες προστιθέμενης αξίας τα αποτελέσματα ανέδειξαν την σημαντική αύξηση του δείκτη μικτής προστιθέμενης αξίας ανά εργαζόμενο, υποδηλώνοντας την ύπαρξη θετικής επίδρασης στην παραγωγικότητα του εργατικού δυναμικού των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων.

## 4<sup>ο</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟ

### ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

#### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο παρόν κεφάλαιο επιχειρείται να διερευνηθεί ο κεντρικός προβληματισμός όλης έρευνας, δηλαδή κατά πόσο η ενιαία επιχείρηση που προκύπτει από την ένωση δύο η περισσότερων επιχειρήσεων οδηγεί σε υψηλότερες ή χαμηλότερες αποδόσεις. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζεται το δείγμα των εταιριών που συμμετείχαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ευρώπη για την περίοδο 01-01-2006 ως 31-12-2006, και αναλύεται η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε για τις ανάγκες της μελέτης. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στο Μοντέλο Αλλαγών και στο Wilcoxon two paired sample test, τα οποία αποτελούν τα κυριότερα εργαλεία της εργασίας.

#### 4.1. ΔΕΙΓΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Η εμπειρική μελέτη της παρούσας έρευνας βασίζεται σε δεδομένα που προέρχονται από την βάση δεδομένων BLOOMBERG. Πρόκειται για στοιχεία που αφορούν στις σημαντικότερες Σ & Ε, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν στην Ευρώπη και ολοκληρώθηκαν το 2006. Πιο συγκεκριμένα, το 2006 επιλέχθηκε ως έτος βάσης, ώστε όλες οι χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης να έχουν ήδη εφαρμόσει τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (International Financial Reporting Standards) και τα οικονομικά μεγέθη των εταιρειών να είναι συγκρίσιμα μεταξύ τους.

Αρχικά, το δείγμα που επιλέχθηκε περιελάμβανε 64 Σ & Ε εταιρειών από όλους τους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας των χωρών – μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ωστόσο, ορισμένες εταιρείες εξαιρέθηκαν από το αρχικό δείγμα, καθώς πρόκειται για εταιρείες ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων (private equity), οι οποίες δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών της χώρας προέλευσής τους και κατά συνέπεια δεν υπάρχουν επαρκή στοιχεία για την αξιολόγησή τους. Τελικά, το δείγμα προς εξέταση αναφέρεται σε 39 Σ & Ε που πραγματοποιήθηκαν από 34 εταιρείες στην Ευρώπη την περίοδο 01/01/2006 – 31/12/2006, όπως παρουσιάζεται στον πίνακα 7.

Συγκεκριμένα, τα δεδομένα αριθμούν 4 συγχωνεύσεις και 30 εξαγορές, από τις οποίες οι τέσσερις είναι εχθρικές ενώ οι υπόλοιπες είναι φιλικές. Ως αντάλλαγμα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, σε 25 ενοποιήσεις χρησιμοποιήθηκαν μόνο μετρητά, σε 7 χρησιμοποιήθηκαν μόνο μετοχές ενώ σε 5 η ανταλλαγή έγινε τόσο με μετρητά όσο και μέσω μετοχών. Αναφορικά με 2 εξαγορές το μέσο ανταλλαγής δεν παρατίθεται καθώς δεν δημοσιοποιήθηκε.

Deal Type	Acquirer Name	Industry Group	Country	Target Name	Industry Group	Country
ACQ	ABERTIS INFRAESTRUCTURAS SA	Commercial Services	SP	SANEF	Transportation	FR
ACQ	ABERTIS INFRAESTRUCTURAS SA	Commercial Services	SP	SANEF	Transportation	FR
ACQ	ABN AMRO HOLDING NV	Banks	NE	BANCA ANTONVENETA SPA	Banks	IT
ACQ	ACCIONA SA	Engineering&Construction	SP	CORP EOLICA CESA	Energy	SP
ACQ	ACCIONA SA	Engineering&Construction	SP	ENDESA SA	Public Utility	SP
ACQ	ACS ACTIVIDADES CONS Y SERV	Engineering&Construction	SP	IBERDROLA SA	Utilities	SP
MERG	ALLIANCE BOOTS LIMITED	Retail	GB	ALLIANCE UNICHEM PLC	Pharmaceuticals	EU
MERG	ALLIANZ SE-REG	Insurance	GE	RAS HOLDING SPA	Insurance	IT
ACQ	ARCELORMITTAL	Iron/Steel	LX	ARCELOR	Iron/Steel	SP
MERG	ASSICURAZIONI GENERALI	Insurance	IT	TORO ASSICURAZIONI SPA	Insurance	IT
MERG	BAYER AG	Chemicals	GE	BAYER SCHERING PHARMA AG	Pharmaceuticals	GE
ACQ	BNP PARIBAS	Banks	FR	BANCA NAZIONALE LAVORO-ORD	Banks	SP
ACQ	CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS	Building Materials	SP	UNILAND CEMENTERA S.A.	Building Materials	SP
ACQ	COMMERZBANK AG	Banks	GE	EUROHYPO AG	Banks	GE
ACQ	COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN	Building Materials	FR	BPB LTD	Building Materials	GB
ACQ	CREDIT AGRICOLE SA	Banks	FR	EMPORIKI BANK OF GREECE SA	Banks	GR
ACQ	DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	Telecommunications	GE	T-ONLINE INTERNATIONAL AG	Telecommunications	FR
ACQ	EIRCOM HOLDINGS LTD	Investment Companies	AU	EIRCOM GROUP PLC	Telecommunications	IR
ACQ	FRESENIUS SE	Healthcare-Products	GE	HELIOS KLINIKEN GMBH	Hospital	GE
ACQ	HBOS PLC	Banks	GB	MCCARTHY & STONE PLC	Housebuilding	GB
ACQ	INVESTOR AB-B SHS	Investment Companies	SW	GAMBRO AB-A SHS	Pharmaceuticals	SW
ACQ	KONINKLIJKE BAM GROEP NV	Engineering&Construction	NE	AM NV	Engineering&Construction	NE
ACQ	LINDE AG	Chemicals	GE	BOC GROUP LTD/THE	Industrial gas	BT
ACQ	LOGICA PLC	Computers	GB	WM-DATA AB-B SHS	Consulting	SW
ACQ	L'OREAL	Cosmetics/Personal Care	FR	BODY SHOP INTERNATL PLC/THE	Cosmetics/Personal Care	GB
ACQ	MARFIN POPULAR BANK PUBLIC C	Banks	CC	MARFIN INVESTMENT GROUP SA	Holding Company	GR

ACQ	OLD MUTUAL PLC	Insurance	GB	SKANDIA FORSAKRINGS AB	Banks	GB
ACQ	PERSIMMON PLC	Home Builders	GB	WESTBURY PLC	Home Builders	GB
ACQ	PUNCH TAVERNS PLC	Retail	GB	SPIRIT GROUP HOLDINGS LTD	Pubs	GB
ACQ	SGS SA-REG	Commercial Services	SZ	SEQUANA S.A.	Holding Company	FR
ACQ	TELEFONICA SA	Telecommunications	SP	TELEFONICA EUROPE PLC	Telecommunications	GB
ACQ	TELEFONICA SA	Telecommunications	SP	TELEFONICA MOVILES SA	Telecommunications	SP
ACQ	TEMASEK HOLDINGS	Investment Companies	SI	STANDARD CHARTERED PLC	Banks	GB
ACQ	UCB SA	Pharmaceuticals	BE	SCHWARZ PHARMA AG	Pharmaceuticals	BG
ACQ	VINCI SA	Engineering&Construction	FR	AUTOROUTES DU SUD DE LA FRAN	Engineering&Construction	FR
ACQ	VINCI SA	Engineering&Construction	FR	AUTOROUTES DU SUD DE LA FRAN	Engineering&Construction	FR
ACQ	VIRGIN MEDIA INC	Telecommunications	US	VIRGIN MEDIA HOLDINGS INC	Telecommunications	GB
ACQ	VIRGIN MEDIA INC	Telecommunications	US	VIRGIN MOBILE HLDGS (UK) LTD	Telecommunications	GB
ACQ	YELL GROUP PLC	Media	GB	YELL PUBLICIDAD SA	Information company	GB

Πηγή : Data Base BLOOMBERG

## 4.2. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στην παρούσα μελέτη ερευνάται η απόδοση των απορροφουσών εταιρειών μετά την ενοποίηση τους με τις απορροφούμενες εταιρείες, χρησιμοποιώντας την μέθοδο αξιολόγησης της απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (account – based analysis). Προκειμένου να εξεταστεί η απόδοση των απορροφουσών εταιρειών χρησιμοποιήθηκαν διάφορα βασικά στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών υπό εξέταση, όπως είναι η κερδοφορία, η αποδοτικότητα, η βιωσιμότητα, και η αποτελεσματικότητα των εταιρειών. Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιήθηκαν 13 αριθμοδείκτες ο υπολογισμός των οποίων πραγματοποιήθηκε με την χρήση των μέσων τιμών και καλύπτει χρονικά μία περίοδο τεσσάρων ετών, 2 έτη πριν το γεγονός της συγχώνευσης – εξαγοράς (-2, -1) και 2 έτη μετά (+1, +2). Από την ανάλυση έχει εξαιρεθεί το έτος ολοκλήρωσης των Σ & Ε κατά το οποίο τα αποτελέσματα ενδέχεται να επηρεάστηκαν από την ενοποίηση των εταιρειών και κατά συνέπεια να μην είναι συγκρίσιμα με τα προηγούμενα έτη.

### 4.2.1. Αριθμοδείκτες

Όπως προαναφέρθηκε, για την διεξαγωγή της παρούσας έρευνας χρησιμοποιήθηκαν 13 αριθμοδείκτες, οι οποίοι αναλύονται και διακρίνονται στις παρακάτω κατηγορίες.

#### A) Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (NPM) : δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει μια επιχείρηση από τις πωλήσεις της, δηλαδή δείχνει το κέρδος από τις λειτουργικές της δραστηριότητες.

$$NPM = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}} \times 100$$

Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους (OPM) : δείχνει το ποσοστό του λειτουργικού κέρδους που επιτυγχάνει μια επιχείρηση από τις πωλήσεις της, δηλαδή δείχνει την λειτουργική αποδοτικότητα της εταιρείας.

$$OPM = \frac{\text{Κέρδη προ Φόρων & Τόκων}}{\text{Πωλήσεις}} \times 100$$

Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA): εκφράζει την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης και αποτελεί ένα είδος αξιολόγησης και ελέγχου της διοίκησης.

$$ROA = \frac{\text{Κέρδη προ Φόρων & Τόκων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \times 100$$

Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) : μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτή.

$$ROE = \frac{\text{Κέρδη προ Φόρων & Τόκων}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}} \times 100$$

Σύνολο Χρέους προς Σύνολο Ενεργητικού (DTA) : χρησιμοποιείται για την μέτρηση των οικονομικών κινδύνων μιας επιχείρησης προσδιορίζοντας πόσο από το σύνολο του ενεργητικού της έχει χρηματοδοτηθεί με δανεισμό.

$$DTA = \frac{\text{Βραχυπρόθεσμο} + \text{Μακροπρόθεσμο Χρέος}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \times 100$$

## B) Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες

Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής (MP) : αντανακλά την κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης.



Χρηματιστηριακή Τιμή προς Εσωτερική Αξία Μετοχής (PBV) : εκφράζει πόσες φορές η τιμή των μετοχών μιας επιχείρησης διαπραγματεύεται την εσωτερική της αξία στην αγορά και παρέχει ένδειξη κατά πόσο η μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη.

$$PBV = \frac{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής}}{\text{Εσωτερική Αξία Μετοχής}}$$

Τιμή προς Κέρδη ανά Μετοχή (P/E) : δείχνει πόσα χρήματα είναι ένας επενδυτής διατεθειμένος να καταβάλλει για κάθε μονάδα κέρδους της επιχείρησης.

$$P/E = \frac{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή}}$$

### Γ) Αποτελεσματικοί Αριθμοδείκτες

Οι δείκτες αυτοί προσφέρουν πληροφόρηση για την μεταβολή βασικών μεγεθών όσο και για την πολιτική ανάπτυξης που ακολουθούν οι επιχειρήσεις.

Ποσοστό Μεταβολής Πωλήσεων (CS) : εκφράζει την ποσοστιαία μεταβολή των πωλήσεων από έτος σε έτος.

$$CS = \frac{\text{Πωλήσεις}_2 - \text{Πωλήσεις}_1}{\text{Πωλήσεις}_1} \times 100$$

Ποσοστό Μεταβολής Ενεργητικού (CA) : εκφράζει την ποσοστιαία μεταβολή των ενεργητικού από έτος σε έτος.

$$CA = \frac{\text{Ενεργητικό}_2 - \text{Ενεργητικό}_1}{\text{Ενεργητικό}_1} \times 100$$

Ποσοστό Μεταβολής Ιδίων Κεφαλαίων (CE) : εκφράζει την ποσοστιαία μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων από έτος σε έτος.

$$CA = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}_2 - \text{Ίδια Κεφάλαια}_1}{\text{Ίδια Κεφάλαια}_1} \times 100$$

Ποσοστό Μεταβολής Κέρδους (CP) : εκφράζει την ποσοστιαία μεταβολή του κέρδους από έτος σε έτος.

$$CP = \frac{\text{Κέρδους}_2 - \text{Κέρδους}_1}{\text{Κέρδους}_1} \times 100$$

Ποσοστό Μεταβολής Υποχρεώσεων (CL) : εκφράζει την ποσοστιαία μεταβολή των υποχρεώσεων από έτος σε έτος.

$$CL = \frac{\text{Υποχρεώσεις}_2 - \text{Υποχρεώσεις}_1}{\text{Υποχρεώσεις}_1} \times 100$$

#### 4.2.2. Περιγραφικά Στατιστικά Αριθμοδεικτών

Στην παρούσα υποενότητα παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά του δείγματος, τόσο για τους αριθμοδείκτες πριν την συγχώνευση όσο και για τους αριθμοδείκτες μετά την συγχώνευση. Συγκεκριμένα, στους πίνακες 7 και 8 περιγράφονται ο μέσος όρος (Mean), η διάμεσος (Median), η ελάχιστη (Minimum) και η μέγιστη (Maximum) τιμή κάθε μεταβλητής. Στη συνέχεια παρέχεται η τυπική απόκλιση (St.Dev), οι συντελεστές ασυμμετρίας (Skewness) και κύρτωσης (Kurtosis), όπως και ο έλεγχος Jarque – Bera ο οποίος αφορά την κανονικότητα.

Επίσης, παρατίθενται τα διαγράμματα 1-13 στα οποία γίνεται εμφανής η πορεία του κάθε αριθμοδείκτη στη διάρκεια των 5 ετών. Για την δημιουργία των γραφημάτων λαμβάνονται υπόψη οι μέσοι όροι και οι διάμεσοι των μεταβολών κάθε δείκτη.

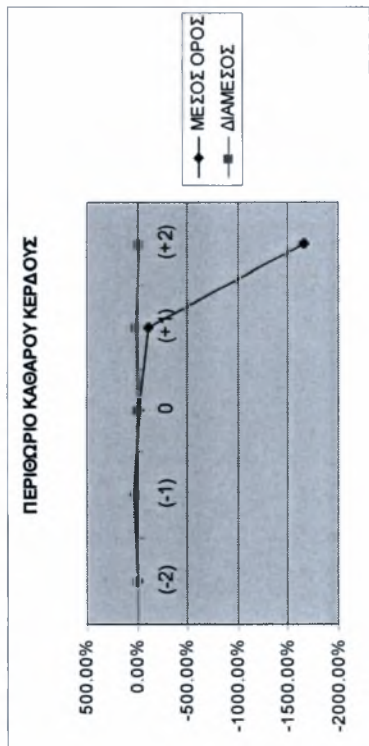
Πίνακας 10 : Περιγραφικά Στατιστικά των αριθμοδεικτών πριν την συγχώνευση

	NPMRE	OPMRE	ROAPRE	ROEPRE	DTAPRE	MPPRE	PBNPRE	PEPRE	CSPRE	CAPRE	CEPRE	CPPRE	CLPRE
Mean	14.036	18.514	6.213	20.477	30.354	175.331	2.149	14.205	0.275	0.187	0.296	0.511	0.142
Median	8.872	12.508	3.557	16.570	30.107	40.749	1.922	14.429	0.166	0.176	0.231	0.376	0.157
Maximum	80.505	85.005	29.795	73.172	69.215	974.500	5.474	30.000	2.876	0.768	1.289	5.671	0.624
Minimum	1.743	1.613	0.179	7.109	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.336	-0.326	-0.034	-9.968	-0.440
Std. Dev.	17.202	17.868	7.065	14.010	17.335	295.046	1.163	7.082	0.559	0.196	0.302	2.224	0.227
Skewness	2.829	2.230	1.718	2.307	0.260	1.854	1.022	-0.084	3.728	0.366	2.081	-2.671	-0.246
Kurtosis	10.723	7.775	5.450	8.777	2.557	4.807	4.506	2.764	16.686	4.650	7.394	16.512	3.668
Jarque-Bera	129.837	60.482	25.232	77.442	0.661	24.094	9.137	0.119	344.105	4.619	51.890	299.071	0.976

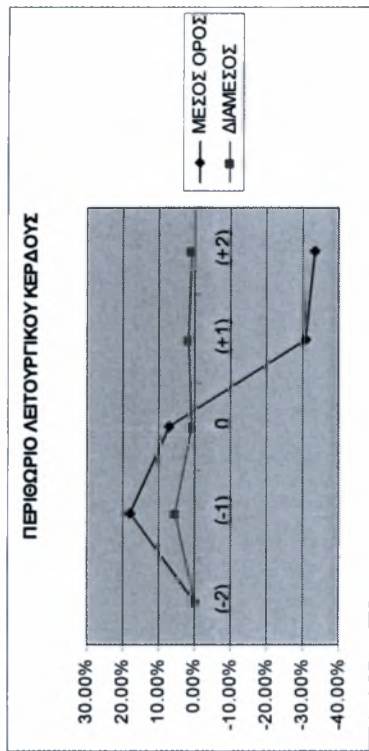
Πίνακας 11 : Περιγραφικά Στατιστικά των αριθμοδεικτών μετά την συγχώνευση

	NPMPOST	OPMPOST	ROAPOST	ROEPOST	DTAPOST	MPOST	PBNPOST	PEPOST	CSPOST	CAPOST	CEPOST	CPPOST	CLPOST
Mean	7.721	15.161	2.041	9.957	36.940	136.632	1.748	37.302	-42.361	0.785	-11.380	253.062	6.617
Median	6.314	12.618	2.109	10.051	35.431	46.111	1.252	10.493	-0.228	-0.019	-9.175	-52.375	4.709
Maximum	54.790	75.015	18.079	44.198	67.433	1204.200	4.822	834.500	59.261	34.064	27.833	9959.726	46.800
Minimum	-19.142	-47.771	-11.652	-41.757	0.000	0.000	0.000	0.000	-1319.760	-34.958	-58.538	-652.201	-34.672
Std. Dev.	13.394	20.607	4.992	17.053	19.082	238.223	1.295	141.589	227.462	13.686	18.608	1728.242	13.751
Skewness	1.032	0.385	0.225	-0.741	-0.037	3.091	1.073	5.482	-5.438	0.046	-0.216	5.440	0.142
Kurtosis	6.233	6.318	6.066	4.690	1.944	13.250	3.304	31.378	31.058	4.082	3.410	31.072	5.517
Jarque-Bera	20.848	16.435	13.601	7.159	1.587	202.977	6.653	1311.159	1282.850	1.670	0.504	1284.137	9.092

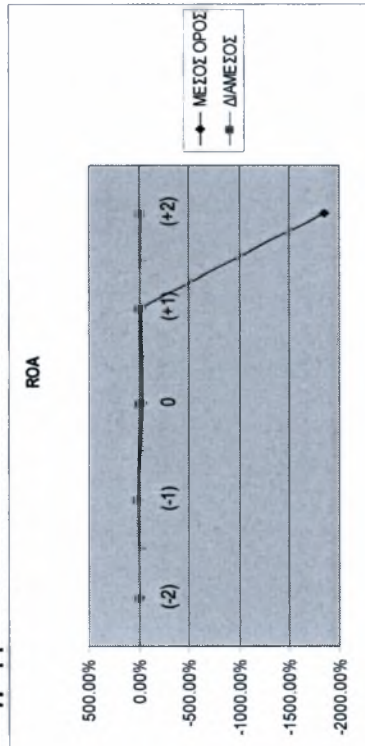
Διάγραμμα 1 : ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΑΟΥΣ



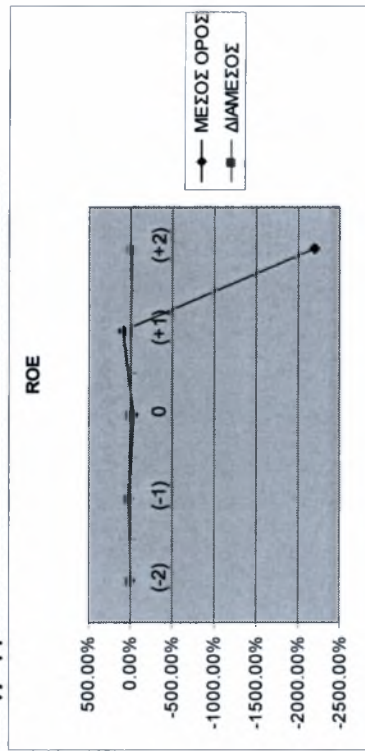
Διάγραμμα 2 : ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΥ ΚΕΡΑΟΥΣ



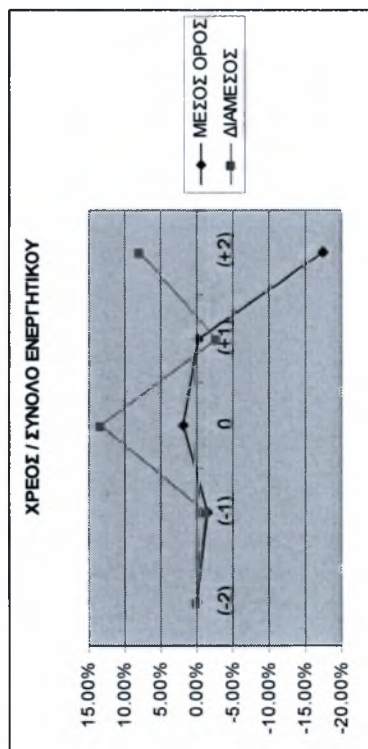
Διάγραμμα 3 : ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ



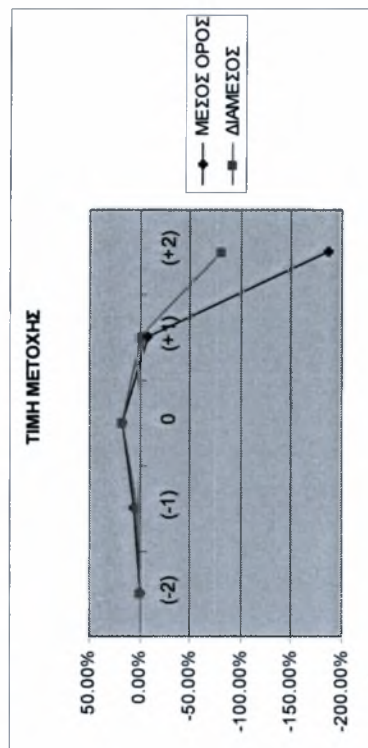
Διάγραμμα 4 : ΑΠΟΔΟΣΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ



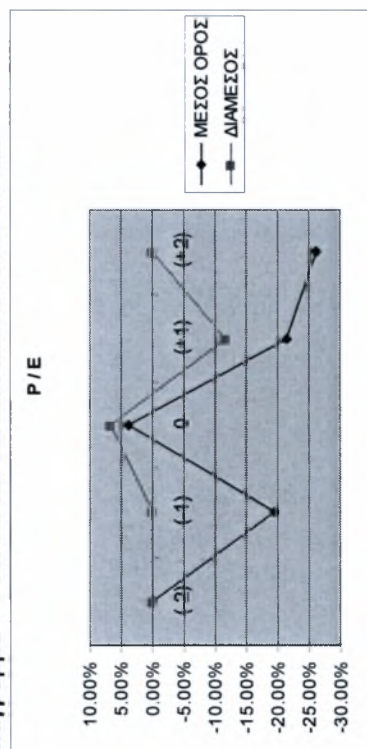
Διάγραμμα 5 : ΧΡΕΟΣ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ



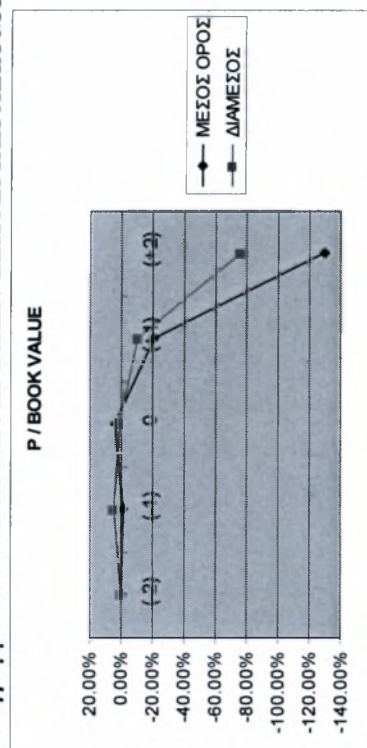
Διάγραμμα 6 : ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ



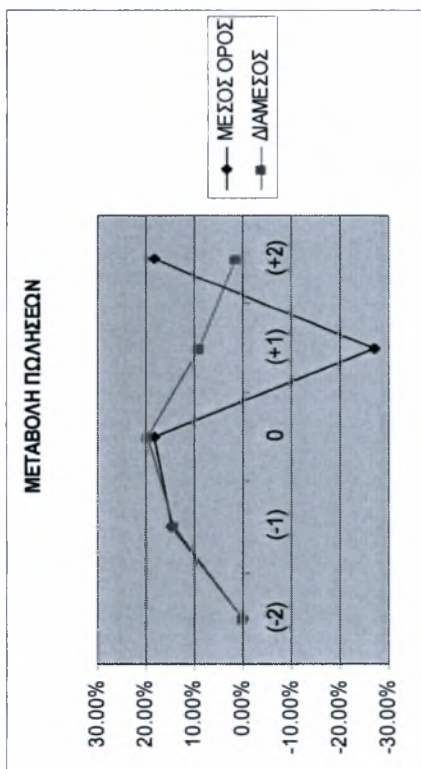
Διάγραμμα 7 : ΤΙΜΗ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ



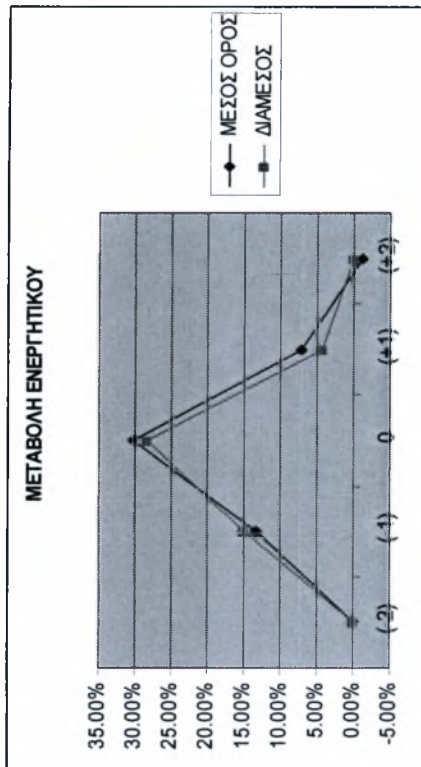
Διάγραμμα 8 : ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ / ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΤΧ



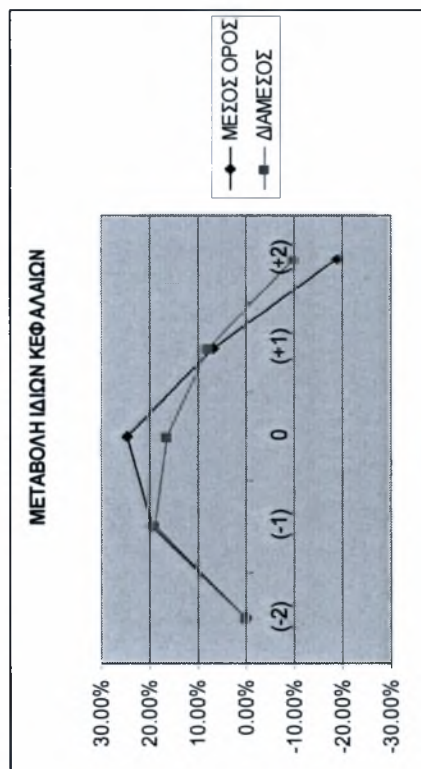
Διάγραμμα 9 : ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΠΩΛΗΣΕΩΝ



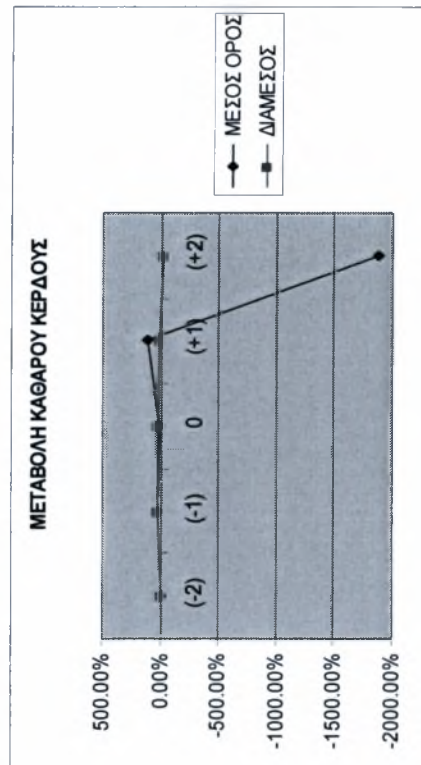
Διάγραμμα 10 : ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ



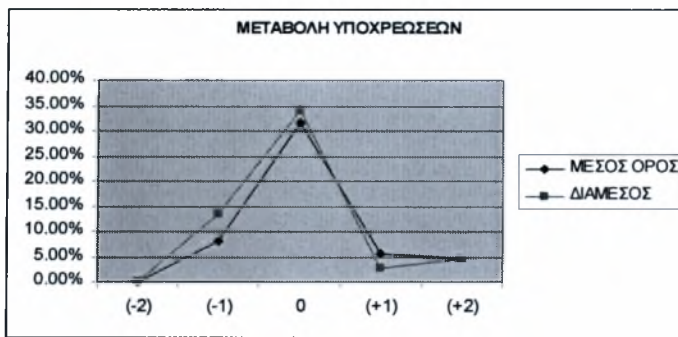
Διάγραμμα 11 : ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ



Διάγραμμα 12 : ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ



Διάγραμμα 13 : ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ



Στα πρώτα τέσσερα διαγράμματα, λαμβάνοντας υπόψη την διάμεσο, δεν παρατηρείται κάποια ιδιαίτερη μεταβολή των αριθμοδεικτών. Αντίθετα, στον αριθμοδείκτη Χρέος / Σύνολο Ενεργητικού (DTA) παρουσιάζεται μία μεγάλη μεταβολή από το  $-1_0$  έτος πριν την συγχώνευση μέχρι το  $+1_0$  έτος μετά την συγχώνευση και μετά ο δείκτης επανέρχεται στα αρχικά του επίπεδα. Επίσης, η μεταβλητή Τιμή Μετοχής (PX) εμφανίζει μεγάλη μείωση από το  $1_0$  στο  $2_0$  έτος μετά τη συγχώνευση, περίπου  $-83,33\%$ , όπως ακριβώς και η μεταβλητή P/Book Value. Παράλληλα, έντονες μεταβολές παρατηρούνται και στον δείκτη P/E, ο οποίος από το έτος που πραγματοποιείται η συγχώνευση μέχρι και το  $1_0$  έτος μετά την ενοποίηση μειώνεται κατά  $11,64\%$  και στη συνέχεια αυξάνεται κατά  $6,00\%$ . Ιδιαίτερα σημαντικό είναι ότι οι μεταβλητές Πωλήσεις (Sales) και Ίδια Κεφάλαια (Equity) μετά την ενοποίηση των εταιρειών φαίνονται να έχουν μεγάλη μείωση της τάξης του  $10\%$ . Αντίθετα, οι μεταβλητές Ενεργητικό (Asset) και Υποχρεώσεις (Liabilities) ακολουθούν μία ιδιαίτερα ανοδική πορεία μέχρι το έτος της συγχώνευσης και αμέσως μετά μειώνονται.

#### 4.2.3. Το Μοντέλο Αλλαγών

Το σημαντικότερο εργαλείο που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα έρευνα για την εκτίμηση των μη – κανονικών αποδόσεων των εταιρειών που ενοποιήθηκαν είναι το μοντέλο αλλαγών, το οποίο ενσωματώνει τη σχέση που υπάρχει μεταξύ των αποδόσεων πριν και μετά το γεγονός της συγχώνευσης – εξαγοράς. Σύμφωνα με τους Healy *et al.*, (1992); Dickerson *et al.*, (1997); Rahman *et al.*, (2000); Gosh, (2001); Ooghe *et al.*, (2006) το μοντέλο αλλαγών περιγράφεται από την ακόλουθη σχέση:

$$\text{Ratio}_{\text{post},i} = C_0 + C_1 * \text{Ratio}_{\text{pre},i} + \varepsilon_i \quad (2)$$

όπου

$\text{Ratio}_{\text{post},i}$  = η μέση απόδοση του εκάστοτε δείκτη για τα έτη (+1,+2) μετά την συγχώνευση – εξαγορά

$\text{Ratio}_{\text{pre},i}$  = η μέση απόδοση του εκάστοτε δείκτη για τα έτη (-1,-2) πριν την συγχώνευση – εξαγορά

$C_0$  = ο σταθερός όρος της συνάρτησης (2), ο οποίος αντικατοπτρίζει τις μη κανονικές αποδόσεις των ενοποιημένων εταιρειών. Ουσιαστικά, εκφράζει τις μεταβολές στις αποδόσεις των εταιρειών, οι οποίες προέρχονται από το γεγονός της Σ & Ε

$C_1$  = ο συντελεστής των μέσων αποδόσεων πριν την συγχώνευση – εξαγορά και εκφράζει κατά πόσο οι αποδόσεις των εταιρειών πριν και μετά την ενοποίηση συσχετίζονται.

Το μοντέλο αυτό, χρησιμοποιήθηκε για όλους τους δείκτες που είχαμε στη διάθεσή μας.

#### 4.2.4. *Wilcoxon two-sample paired signed rank test*

Οι δύο εναλλακτικές υποθέσεις της παρούσας έρευνας είναι ότι η απόδοση των απορροφουσών εταιρειών μετά την ενοποίηση είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη από την απόδοση που είχαν οι εταιρείες πριν την ενοποίηση. Από την στιγμή που χρησιμοποιούμε χρηματοοικονομικούς δείκτες των ενοποιημένων εταιρειών θα μπορούσαμε να εφαρμόσουμε ένα μη παραμετρικό τεστ συσχετιζόμενων δειγμάτων (a two related sample test), καθώς συνήθως οι χρηματοοικονομικούς δείκτες δεν κατανέμονται κανονικά (Ooghe *et al*, 2006; Χάλκος, 2006). Έτσι, θα ήταν χρήσιμο να εφαρμόσουμε ένα μη παραμετρικό τεστ, όπως το Wilcoxon two-sample paired signed rank test. Το τεστ αυτό χρησιμοποιείται για να ελέγξει τις υποθέσεις:

$H_0$  : Οι διάμεσοι των 2 πληθυσμών είναι όμοιοι

$H_1$  : Οι διάμεσοι των 2 πληθυσμών δεν είναι όμοιοι, ( μεγαλύτερες ή μικρότερες)



ή εναλλακτικά

$H_0$  : Η διάμεσος του πληθυσμού των ζευγαρωτών διαφορών των 2 δειγμάτων είναι 0

$H_1$  : Η διάμεσος του πληθυσμού των ζευγαρωτών διαφορών των 2 δειγμάτων δεν είναι 0,  
(μεγαλύτερες ή μικρότερες)

Το πλεονέκτημα του προσημικού τεστ είναι ότι δεν απαιτεί υποθέσεις για την χρήση του, καθώς εξετάζει μόνο πόσες τιμές του πληθυσμού των ζευγαρωτών διαφορών είναι μεγαλύτερες (+) ή μικρότερες (-) από τη διάμεσο ( $\eta_0$ ) του πληθυσμού των ζευγαρωτών διαφορών, χωρίς να λαμβάνει υπόψη κατά πόσο κάθε μέτρηση ξεπερνά ή όχι την δεδομένη τιμή  $\eta_0$ . Η βασική υπόθεση εφαρμογής της μεθόδου είναι ότι ο υπό εξέταση πληθυσμός είναι συμμετρικός. Η υπόθεση αυτή συνεπάγεται ότι ο μέσος και η διάμεσος είναι ίσοι και αυτό με τη σειρά του δίνει τη δυνατότητα στο Wilcoxon two-sample paired signed rank test να ελέγχει είτε τον πληθυσμιακό μέσο είτε την πληθυσμιακή διακύμανση (Χάλκος, 2000).

## 5<sup>ο</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟ

### ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

#### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα της παρούσας έρευνας, με την χρήση όλων των μεθοδολογικών εργαλείων που περιγράψαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Αρχικά, εξετάζουμε την επίδραση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών σε όλα τα οικονομικά μεγέθη των εταιρειών που είχαμε στη διάθεση μας, με την χρήση του Μοντέλου Αλλαγών. Στη συνέχεια περιγράφονται τα αποτελέσματα μιας πολλαπλής παλινδρόμησης, τόσο για την περίοδο πριν την ενοποίηση όσο και μετά την ενοποίηση, προκειμένου να εντοπίσουμε τις μεταβλητές που επηρεάζουν την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Αντιλαμβανόμενοι, ότι οι χρηματοοικονομικοί δείκτες είναι μεταβλητές που μπορεί να μην κατανέμονται κανονικά, χρησιμοποιούμε το μη παραμετρικό τεστ Wilcoxon two sample signed rank test, για να καταλήξουμε αν η διάμεσος των ζευγαρωτών διαφορών είναι ίση με το μηδέν, ολοκληρώνοντας με αυτόν τον τρόπο την μελέτη για την πραγματική επίπτωση των Σ & Ε στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων.

## 5.1. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΑΛΛΑΓΩΝ

Στη παράγραφο αυτή παρουσιάζεται η εκτίμηση του μοντέλου παλινδρόμησης για κάθε κατηγορία αριθμοδεικτών. Στόχος της ανάλυσης μας είναι να εξετάσουμε τις υπερκανονικές αποδόσεις ή αλλιώς μη κανονικές αποδόσεις οι οποίες προέκυψαν από την συγχώνευση ή εξαγορά των επιχειρήσεων. Το μοντέλο της παλινδρόμησης όπως έχουμε αναφέρει είναι :

$$\text{Ratio}_{\text{post},i} = C_0 + C_1 * \text{Ratio}_{\text{pre},i} + \varepsilon_i$$

Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων παρουσιάζονται στους πίνακες που ακολουθούν ανά κατηγορία δεικτών. Στο πρώτο τμήμα κάθε πίνακα εμφανίζονται αναλυτικά οι συντελεστές κάθε παλινδρόμησης και η στατιστική τους σημαντικότητα, ενώ στο δεύτερο τμήμα παρατίθενται τα αποτελέσματα διαφόρων οικονομετρικών ελέγχων.

Οι έλεγχοι Breusch-Pagan-Godfrey, White και Glejser αφορούν στο πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας και βασίζονται στον έλεγχο των υποθέσεων :

$H_0$  : Δεν υπάρχει πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας

$H_1$  : Υπάρχει πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας

Όταν  $P < \alpha$ , η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται και υπάρχει πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας στο υπόδειγμα. Με άλλα λόγια, η διακύμανση του διαταρακτικού όρου του εξεταζόμενου υποδείγματος είναι ασταθής κατά μήκος των παρατηρήσεων και επηρεάζει αρνητικά οποιαδήποτε στατιστικά συμπεράσματα (Χάλκος, 2006).

Το τεστ Ramsey – Reset χρησιμοποιείται για τον έλεγχο ύπαρξης σφάλματος εξειδίκευσης και βασίζεται στον έλεγχο της υπόθεσης :

$H_0$  : Δεν υπάρχει πρόβλημα εξειδίκευσης

$H_1$  : Υπάρχει πρόβλημα εξειδίκευσης

Σε περιπτώσεις για τις οποίες ισχύει  $P < \alpha$ , η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται και υπάρχει πρόβλημα εξειδίκευσης. Αυτό σημαίνει ότι είτε η συναρτησιακή μορφή που έχει υιοθετηθεί για το υπόδειγμα είναι λανθασμένη, είτε ότι υπάρχουν λάθη στις μετρήσεις.

Το διαγνωστικό τεστ Jarque – Bera, ελέγχει εάν τα κατάλοιπα μίας παλινδρόμησης κατανέμονται κανονικά ή όχι. Ο συγκεκριμένος έλεγχος βασίζεται στις παρακάτω υποθέσεις :

$H_0$  : Ο διαταρακτικός όρος ακολουθεί την κανονική κατανομή

$H_1$  : Ο διαταρακτικός όρος δεν ακολουθεί την κανονική κατανομή

Η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται για υψηλές τιμές της στατιστικής JB, δηλαδή για χαμηλές τιμές P.

### A) Δείκτες Αποδοτικότητας

Πίνακας 12 : Το μοντέλο αλλαγών για τους δείκτες αποδοτικότητας

	Dependent Variable				
	NPMPOST	OPMPOST	ROAPOST	ROEPOST	DTAPOST
<b>Σταθερός Όρος</b>	0.5447 (0.2501) [0.8041]	-1.4128 (-0.4319) [0.6686]	1.7809 (2.6148) [0.0135]	5.9864 (1.6020) [0.1190]	10.4438 (2.5293) [0.0166]
<b>RATIO<sub>PRE</sub></b>	0.5112 (4.9042) [0.0000]	0.8952 (11.4072) [0.0000]	0.0418 (0.2543) [0.8009]	0.1939 (1.3138) [0.1982]	0.8729 (7.3630) [0.0000]
<b>BPG</b>	0.7241	0.5896	0.0105**	0.6504	0.4732
<b>Glejser</b>	0.3651	0.6313	0.0028***	0.3526	0.3803
<b>White</b>	0.7158	0.8591	0.0048***	0.2198	0.4033
<b>Reset</b>	0.0689	0.5739	0.3303	0.3717	0.5230
<b>JB</b>	0.2700	0.0000***	0.0010***	0.0224***	0.0880

Σε παρενθέσεις είναι τα t-statistics και σε αγκύλες είναι οι τιμές P-values.

Όπου RATIO<sub>PRE</sub> είναι οι δείκτες NMPRE, OMPRE, ROAPRE, ROEPRE και DTAPRE αντίστοιχα.

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 99%

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 95%

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 90%

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, ο σταθερός όρος των παλινδρομήσεων είναι στις περισσότερες των περιπτώσεων θετικός και κυμαίνεται μεταξύ του 54,47% και 1.044%, με μοναδική εξαίρεση τον δείκτη OPM (Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους) που είναι αρνητικός.

Ωστόσο, μόνο οι σταθεροί όροι των δεικτών ROA και DTA (Χρέος / Σύνολο Ενεργητικού) είναι στατιστικά σημαντικοί, με αποτέλεσμα να παρατηρείται μία θετική επίδραση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στους δείκτες αποδοτικότητας των επιχειρήσεων κατά 178.09% και 1.044% αντίστοιχα. Όσο αφορά στον συντελεστή των αποδόσεων, ο οποίος δείχνει την συσχέτιση των αποδόσεων των αριθμοδεικτών πριν και μετά την συγχώνευση, παρατηρούμε ότι κατά μέσο όρο διαμορφώνεται στο 0.5, και στα περισσότερα αποτελέσματα εμφανίζεται στατιστικά σημαντικός. Για την ακρίβεια, ο συντελεστής  $C_1$  δείχνει ότι η επίδοση των εταιρειών πριν την ενοποίηση επηρεάζει κατά 50% τις αποδόσεις των επιχειρήσεων μετά το γεγονός των Σ & Ε.

Αναφορικά με τους υπόλοιπους ελέγχους για την ετεροσκεδαστικότητα, την κανονικότητα και το σφάλμα εξειδίκευσης, παρατηρούμε ότι στην παλινδρόμηση του NPM για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας  $\alpha=0,10$  υπάρχει σφάλμα εξειδίκευσης, ενώ αποδεικνύεται ότι ο δείκτης OPM κατανέμεται κανονικά για κάθε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας. Αντίθετα, στην παλινδρόμηση του δείκτη ROA, σύμφωνα με τους ελέγχους Glejser και White, υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα και σύμφωνα με τον έλεγχο JB υπάρχει κανονικότητα. Σύμφωνα με το τεστ JB αποδεικνύεται ότι μόνο ο δείκτης NPM κατανέμεται κανονικά για κάθε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας, ενώ ο DTA ακολουθεί την κανονική κατανομή για  $\alpha=0,1$ .

## B) Επενδυτικοί Δείκτες

Πίνακας 13 : Το μοντέλο αλλαγών για τους επενδυτικούς δείκτες

	Dependent Variable		
	MPPOST	PBVPOST	PEPOST
<b>Σταθερός Όρος</b>	13.4146 (1.1796) [0.2468]	0.1733 (0.7015) [0.4880]	-14.5793 (-0.9973) [0.3261]
<b>RATIO<sub>PRE</sub></b>	0.7027 (4.0964) [0.0003]	0.7330 (6.8878) [0.0000]	3.6522 (1.4166) [0.1662]
<b>BPG</b>	0.0003 <sup>***</sup>	0.5725	0.4427
<b>Glejser</b>	0.0000 <sup>***</sup>	0.1583	0.1970
<b>White</b>	0.0005 <sup>***</sup>	0.3622	0.7089
<b>Reset</b>	0.6303	0.2841	0.8128
<b>JB</b>	0.0000 <sup>***</sup>	0.0356 <sup>***</sup>	0.0000 <sup>***</sup>

Σε παρενθέσεις είναι τα t-statistics και σε αγκύλες είναι οι τιμές P-values.  
Όπου RATIO<sub>PRE</sub> είναι οι δείκτες MPPRE, PBVPRE και PEPRE, αντίστοιχα.

- \* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 99%  
 \*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 95%  
 \*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 90%

Στην κατηγορία των επενδυτικών αριθμοδεικτών, ο σταθερός όρος της παλινδρόμησης κυμαίνεται από -145,79% έως 1.341,46% αλλά σε καμία περίπτωση δεν είναι στατιστικά σημαντικός, γεγονός που δεν επιτρέπει την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων. Αντίθετα, ο συντελεστής των αποδόσεων πριν την συγχώνευση είναι σε όλες τις περιπτώσεις θετικός και στην πλειοψηφία των αποτελεσμάτων στατιστικά σημαντικός. Έτσι, οι αποδόσεις των εταιρειών πριν την συγχώνευση επηρεάζουν κατά 70% τις αποδόσεις μετά την ενοποίηση.

Σύμφωνα με όλους τους ελέγχους ετεροσκεδαστικότητας (BPG, Glejser και White), παρατηρούμε ότι μόνο ο δείκτης MP αντιμετωπίζει πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας, για κάθε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας ( $\alpha=0,1$ ,  $\alpha=0,05$  και  $\alpha=0,01$ ). Αντίθετα, σφάλμα εξειδίκευσης (test Reset) παρουσιάζουν όλοι οι δείκτες για κάθε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας, εκτός από τον PBV που έχει σφάλμα εξειδίκευσης για  $\alpha=0,1$  και  $\alpha=0,05$ . Με βάση τον έλεγχο της κανονικότητας (test JB), κανένας δείκτης δεν κατανέμεται κανονικά.

### Γ) Δείκτες Αποτελεσματικότητας

Πίνακας 14 : Το μοντέλο αλλαγών για τους δείκτες αποτελεσματικότητας

	Dependent Variable				
	CSPOST	CAPOST	CEPOST	CPPOST	CLPOST
<b>Σταθερός Όρος</b>	49.5695 (2.3476) [0.0252]	-2.6666 (-1.2423) [0.2232]	-17.7079 (-4.3941) [0.00001]	131.2980 (0.5602) [0.5792]	4.7092 (2.3291) [0.0263]
<b>RATIO<sub>PRE</sub></b>	-3.3386 (-2.3940) [0.0227]	0.1850 (1.7810) [0.0844]	0.2137 (2.2705) [0.0300]	2.3809 (0.9482) [0.3501]	0.1346 (1.9737) [0.0571]
<b>BPG</b>	0.0000***	0.1412	0.8719	0.1887	0.3653
<b>Glejser</b>	0.0000***	0.0664**	0.6515	0.4853	0.3710
<b>White</b>	0.0000***	0.2608	0.8066	0.0310***	0.4732
<b>Reset</b>	0.0000***	0.9777	0.4217	0.0058***	0.7901
<b>JB</b>	0.0000***	0.4011	0.4787	0.0000***	0.0079***

Σε παρενθέσεις είναι τα t-statistics και σε αγκύλες είναι οι τιμές P-values.

Όπου RATIO<sub>PRE</sub> είναι οι δείκτες CSPRE, CAPRE, CEPRE, CPPRE και CLPRE, αντίστοιχα.

- \* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 99%  
 \*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 95%  
 \*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 90%

Τέλος, σύμφωνα με τους δείκτες αποτελεσματικότητας, παρατηρούμε ότι ο σταθερός όρος στην πλειοψηφία του είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, υποδηλώνοντας θετική απόδοση των εταιρειών μετά την συγχώνευση. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρείται μία θετική επίδραση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στους δείκτες αποτελεσματικότητας των επιχειρήσεων CS και CE κατά 4.956,46% και 470.09% αντίστοιχα, ενώ ο δείκτης CE δείχνει ότι οι αποδόσεις των εταιρειών μετά την συγχώνευση μειώνονται κατά 1.770,79%. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει ο συντελεστής των αποδόσεων του δείκτη CS (Μεταβολή Πωλήσεων), ο οποίος επηρεάζει αρνητικά την απόδοση των εταιρειών μετά την ενοποίηση κατά 333%, καθώς είναι σημαντικά διάφορος του μηδενός. Αντίθετα, ο συντελεστής των αποδόσεων του CE (Μεταβολή Ιδίων Κεφαλαίων), ο οποίος είναι στατιστικά σημαντικός, έχει θετική επίδραση στις μετά - αποδόσεις κατά 21.37%.

Λαμβάνοντας υπόψη τους ελέγχους ετεροσκεδαστικότητας, φαίνεται ότι στον δείκτη CS υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα για κάθε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας ( $\alpha=0,05$ ,  $\alpha=0,01$  και  $\alpha=0,1$ ). Το ίδιο πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας αντιμετωπίζει και ο δείκτης CA για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας  $\alpha=0,10$ , σύμφωνα με το Glejser τεστ. Επίσης, ο έλεγχος του σφάλματος εξειδίκευσης με το Ramsey τεστ δείχνει ότι οι δείκτες CS και CP έχουν σφάλμα εξειδίκευσης για κάθε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας. Τέλος, ο έλεγχος της κανονικότητας με το JB τεστ δείχνει ότι οι δείκτες CS, CE και CL δεν κατανομούνται κανονικά για κάθε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας ( $\alpha=0,05$ ,  $\alpha=0,01$  και  $\alpha=0,1$ ).

#### Δ) Υπόδειγμα Κερδοφορίας

Σε αυτό το σημείο της έρευνας, θεωρείται σκόπιμο να επεκτείνουμε το μοντέλο αλλαγών εκτιμώντας άλλη μία σχέση (Dickerson *et al*, 1997; Vennet, 1996) που θα μας επιτρέψει την σύγκριση ανάμεσα στην περίοδο πριν και μετά την ενοποίηση των εταιρειών :

$$\pi_{\mu} = \beta_0 + \beta_1\pi_{\mu-1} + \beta_2\text{Efficiency} + \beta_3\text{Leverage} + \beta_4\text{Growth} + \varepsilon$$

όπου  $\pi_{\mu}$  είναι η κερδοφορία κάθε εταιρείας, όπως αντιπροσωπεύεται από τον δείκτη ROE και όπου  $\pi_{\mu-1}$  είναι ο δείκτης ROE με μία υστέρηση, ενώ ο συντελεστής  $\beta_1$  εκφράζει την διαχρονικότητα των κερδών. Η μεταβλητή Efficiency είναι τρεις αριθμοδείκτες, οι οποίοι

εκφράζουν την αποδοτικότητα των εταιρειών, όπως το ROE, το καθαρό περιθώριο κέρδους (NPM) και το περιθώριο λειτουργικού κέρδους (OPM). Η μεταβλητή Leverage είναι η μόχλευση που αποδίδεται από τον δείκτη Χρέος / Σύνολο Ενεργητικού (DTA) και η μεταβλητή Growth είναι η αύξηση των καθαρών περιουσιακών στοιχείων των εταιρειών, η οποία αποδίδεται από την μεταβολή των πωλήσεων (CS), την μεταβολή του ενεργητικού (CA) και την μεταβολή των υποχρεώσεων (CL). Η πολλαπλή παλινδρόμηση του υποδείγματος τόσο για την περίοδο πριν την ενοποίηση όσο και για την περίοδο μετά την ενοποίηση παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες.

Πίνακας 15 : Πολλαπλή Παλινδρόμηση του ROEPRE

Dependent Variable :	ROEPRE		
Independent Variable	Coefficient	t - Statistic	Probability
C <sub>0</sub>	4.8446	0.8615	0.3975
ROEPRE(-1)	0.0404	0.3760	0.7102
ROAPRE	1.6613***	6.9891	0.0000
NPMPRE	0.2781	1.3189	0.1996
OPMPRE	-0.3203*	-1.9311	0.0654
DTAPRE	0.1326	1.6739	0.1071
CSPRE	-0.0537**	-2.2191	0.0362
CAPRE	0.2175	0.8199	0.4203
CLPRE	-0.0321	-0.1753	0.8623
BPG	0.3033	Reset	0.0213
Glejser	0.3227	JB	0.1283

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 99%

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 95%

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 90%

Το υπόδειγμα για την περίοδο πριν την Σ & Ε διαμορφώνεται ως εξής :

$$ROE = 10,0751 + 0,0416ROE(-1) + 1,4767ROA + 0,3278NPM - 0,2854OPM + 0,1326DTA - 0,0548CS + 0,1391CA + 0,0581CL.$$

Παρατηρούμε, λοιπόν ότι οι μεταβλητές που επηρεάζουν σημαντικά την απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE), είναι η απόδοση του ενεργητικού (ROA), το περιθώριο λειτουργικού κέρδους (OPM) και η μεταβολή των πωλήσεων (CS). Αντίθετα, ο συντελεστής του ROEPRE(-1), ο οποίος δείχνει την διαχρονικότητα των κερδών δεν είναι στατιστικά σημαντικός για κάθε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας.



Πίνακας 16 : Πολλαπλή Παλινδρόμηση του ROEPOST

Dependent Variable : ROEPOST			
Independent Variable	Coefficient	t - Statistic	Probability
C <sub>0</sub>	3.6675	0.7960	0.4338
ROEPOST(-1)	0.1492	1.5947	0.1239
ROAPOST	2.2100***	5.3829	0.0000
NPMPOST	0.6869**	2.2542	0.0336
OPMPOST	-0.2605	-1.1503	0.2613
DTAPOST	0.0687	0.6833	0.5009
CSPOST	-0.0089	-0.7635	0.4526
CAPOST	0.5246**	2.6507	0.0140
CLPOST	-0.6238***	-3.0736	0.0052
<b>BPG</b>	<b>0.9139</b>	<b>Reset</b>	<b>0.4846</b>
<b>Glejser</b>	<b>0.8505</b>	<b>JB</b>	<b>0.1127</b>

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 99%

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 95%

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 90%

Το υπόδειγμα για την περίοδο μετά την Σ & Ε διαμορφώνεται ως εξής :

$$ROE = 3.6675 + 0.1492ROE(-1) + 2.21ROA + 0.6869NPM - 0.2605OPM + 0.0687DTA - 0.0089CS + 0.5246CA - 0.6238CL.$$

Για την περίοδο μετά την ενοποίηση των εταιρειών, παρατηρούμε ότι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) επηρεάζεται σημαντικά από την απόδοση του ενεργητικού (ROA), το καθαρό περιθώριο κέρδους (NPM) και την μεταβολή των υποχρεώσεων (CL). Αντίθετα, ο συντελεστής του ROEPRE(-1), δεν είναι στατιστικά σημαντικός αλλά παρουσίασε κάποια βελτίωση από την περίοδο πριν την συγχώνευση. Το πιο σημαντικό όμως, είναι ότι ο σταθερός όρος μειώθηκε από 4.84 σε 3.66 δείχνοντας την αρνητική επίδραση των Σ & Ε στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων.

## 5.2. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ WILCOXON TWO SAMPLE SIGNED RANK TEST

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του Wilcoxon two sample signed rank test, με βάση το οποίο ελέγχουμε αν η διάμεσος του πληθυσμού των ζευγαρωτών διαφορών των 2 δειγμάτων είναι 0 ή είναι μικρότερη.

**Πίνακας 17 : WILCOXON TWO SAMPLE SIGNED RANK TEST**

ΔΕΙΚΤΕΣ	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>	N <sub>3</sub>	W	P - value
		POST > PRE	POST < PRE		
<b>NPM</b>	34	15	19	176	0.0190 <sup>***</sup>
<b>OPM</b>	34	17	17	212	0.0740 <sup>*</sup>
<b>ROA</b>	34	7	27	125	0.0010 <sup>***</sup>
<b>ROE</b>	34	9	25	142	0.0030 <sup>***</sup>
<b>DTA</b>	33	24	9	456	0.9990
<b>MP</b>	33	17	16	254	0.3230
<b>PBV</b>	33	8	25	132	0.0030 <sup>***</sup>
<b>PEP</b>	32	9	23	161	0.0270 <sup>***</sup>
<b>CSP</b>	34	6	28	92	0.0000 <sup>***</sup>
<b>CAP</b>	34	5	29	49	0.0000 <sup>***</sup>
<b>CEP</b>	34	1	33	1	0.0000
<b>CPP</b>	34	6	28	112	0.0000 <sup>***</sup>
<b>CLP</b>	34	12	22	191	0.0350 <sup>**</sup>

\* Επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%

\*\* Επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%

\*\*\* Επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%

Η πρώτη γραμμή του πίνακα παρουσιάζει τις υποθέσεις ελέγχου, δηλαδή

$$H_0 : \text{Η διάμεσος των Ratios}_{\text{post}} = \text{διάμεσος των Ratios}_{\text{pre}}$$

$$H_1 : \text{Η διάμεσος των Ratios}_{\text{post}} < \text{διάμεσος των Ratios}_{\text{pre}}$$

Τα υπόλοιπα αποτελέσματα αφορούν τον αριθμό των παρατηρήσεων (N<sub>1</sub>), τον αριθμό των εταιρειών με τους υψηλότερους δείκτες μετά τη συγχώνευση (N<sub>2</sub>), τον αριθμό των εταιρειών με τους χαμηλότερους δείκτες μετά τη συγχώνευση (N<sub>3</sub>), το Wilcoxon test (W), και τα P – values. Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι ενώ ο αριθμός των ζευγαρωτών διαφορών είναι 34, σε ορισμένες περιπτώσεις ο αριθμός των δεδομένων είναι μικρότερος. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι κάποιες από τις ζευγαρωτές διαφορές των 2 δειγμάτων ισούνται με την υποτιθέμενη τιμή της διαμέσου (0), οπότε και παραλείπονται.

Σύμφωνα με τον ανωτέρω πίνακα, παρατηρούμε ότι σε 10 δείκτες η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται, με αποτέλεσμα να αποδεχόμαστε την εναλλακτική υπόθεση, δηλαδή ότι η διάμεσος των  $Ratios_{post}$  είναι μικρότερη από την διάμεσο των  $Ratios_{pre}$ . Αντίθετα, σε 2 δείκτες (DTA, MP) αποδεχόμαστε ότι η διάμεσος των  $Ratios_{post}$  είναι μεγαλύτερη από την διάμεσο των  $Ratios_{pre}$ , καθώς το  $N_2 > N_3$ . Τέλος, μόνο ένας δείκτης (OPM) ικανοποιεί την αρχική υπόθεση ότι η διάμεσος  $Ratio_{post}$  είναι ίση με τη διάμεσο  $Ratio_{pre}$  σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας  $\alpha=0,1$ . Σύμφωνα με το Wilcoxon test, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι τα 2 δείγματα των δεικτών δεν είναι όμοια, καθώς οι δείκτες αποδεικνύεται ότι η αποδοτικότητα των εταιρειών μετά την ενοποίηση είναι μικρότερη από την αποδοτικότητα των εταιρειών πριν την ενοποίηση.

## 6<sup>ο</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟ

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Το κεντρικό ζήτημα της παρούσας εργασίας είναι να διερευνηθεί αν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, μεταξύ εταιρειών από χώρες της Ευρώπης που ολοκληρώθηκαν την περίοδο 01/01/2006 – 31/12/2006, συνέβαλαν στην δημιουργία, στη διατήρηση ή στην καταστροφή της αξίας για τα εμπλεκόμενα μέρη. Με άλλα λόγια, η συγκεκριμένη μελέτη ερευνά αν η ενιαία επιχείρηση που προκύπτει από τις Σ & Ε παρουσιάζει υψηλότερες αποδόσεις.

Οι επιδράσεις των υπό μελέτη συγχωνεύσεων και εξαγορών, εξετάστηκαν με τη χρήση 13 αριθμοδεικτών, η εκτίμηση των οποίων πραγματοποιήθηκε για 2 έτη πριν την ενοποίηση και 2 έτη μετά την ενοποίηση. Η εξέλιξη των βασικών οικονομικών μεγεθών, αναλύθηκε με την χρήση ενός μοντέλου αλλαγών μεταξύ των αποδόσεων πριν και μετά τις Σ & Ε και ενός μη παραμετρικού τεστ. Τα κυριότερα αποτελέσματα αναλύονται παρακάτω.

Προηγούμενες έρευνες, χρησιμοποιώντας την μέθοδο ανάλυσης των λογιστικών στοιχείων, έχουν αποδείξει ότι δεν υπάρχει σημαντική βελτίωση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων (Meeks, 1977; Mueller, 1980; Dickerson *et al.* 1997). Αντίθετα, η δική μας έρευνα, χρησιμοποιώντας τόσο το υπόδειγμα παλινδρόμησης των αλλαγών πριν και μετά την συγχώνευση όσο και τον μη παραμετρικό έλεγχο Wilcoxon, καταλήγει σε διαφορετικά συμπεράσματα αναφορικά με την επίδραση των Σ & Ε στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων.

Αρχικά με την εφαρμογή του μοντέλου αλλαγών, φαίνεται ότι οι Σ & Ε επιδρούν θετικά στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων, καθώς η μόχλευση (DTA) και η απόδοση του ενεργητικού (ROA) εμφανίζουν σημαντική αύξηση των αποδόσεων κατά 1.044% και 54,47% αντίστοιχα. Αναφορικά με τους υπόλοιπους δείκτες αποδοτικότητας, η μελέτη δείχνει ότι υπάρχει κάποια βελτίωση των αποδόσεων, χωρίς όμως οι δείκτες να είναι στατιστικά σημαντικοί. Τα αποτελέσματα αυτά, έρχονται σε σύγκρουση με προηγούμενες μελέτες, όπου οι ερευνητές παρατήρησαν μείωση της αποδοτικότητας των ενοποιημένων επιχειρήσεων μέσω των δεικτών ROE και ROA (Ravenscraft και Scherer, 1987; Herman και Lowenstein, 1988; Sharma και Ho, 2002). Αντίθετα, συμφωνούν με τις μελέτες που χρησιμοποίησαν ως

μέτρα αποδοτικότητας τις λειτουργικές ταμειακές ροές (Healy *et al.* 1992; Manson *et al.* 1994; Chatterjee και Meeks, 1996; Parino και Harris, 1999; Heron και Lie, 2002) και την μελέτη των Neely και Rochester (1987), οι οποίες καταλήγουν στα ίδια συμπεράσματα με την παρούσα έρευνα. Πιο συγκεκριμένα, οι Neely και Rochester (1987) συγκρίνουν την πορεία των συγχωνευμένων χρηματοπιστωτικών οργανισμών με την πορεία εκείνων που δεν συγχωνεύθηκαν για την χρονική περίοδο 1976 – 1979 και συμπεραίνουν ότι οι Σ & Ε βελτιώνουν την μετέπειτα απόδοση των εμπλεκόμενων εταιρειών κατά 3%, ενώ οι μη εμπλεκόμενες εταιρείες υφίστανται μείωση της αποδοτικότητας τους κατά 4%.

Όσο αφορά στους δείκτες αποτελεσματικότητας, η μεταβολή των πωλήσεων (CS) και η μεταβολή των υποχρεώσεων (CL) δείχνουν ότι οι Σ & Ε συνεπάγονται σημαντική αύξηση της αποτελεσματικότητας των επιχειρήσεων κατά 495.69% και 4.709%, ενώ η μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων (CE) συνεπάγεται μείωση κατά 1.770%. Τέλος, οι μεταβολές στους επενδυτικούς δείκτες μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι Σ & Ε έχουν αρνητικό, αλλά στατιστικά μη σημαντικό, αντίκτυπο στην επενδυτική δραστηριότητα των επιχειρήσεων.

Μετά την εφαρμογή του υποδείγματος των αλλαγών, το επόμενο σημείο της έρευνας που παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον αφορά την επίδραση των Σ & Ε στην εξέλιξη του δείκτη αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων, ROE. Ο συγκεκριμένος δείκτης, ως βασικός δείκτης αποδοτικότητας των επιχειρήσεων, αναμενόταν ότι θα επηρεαζόταν σημαντικά από την πραγματοποίηση των Σ & Ε. Ωστόσο, τα αποτελέσματα του μοντέλου αλλαγών οδήγησαν σε αντίθετα συμπεράσματα, με αποτέλεσμα να θεωρείται σκόπιμη η περαιτέρω διερεύνηση των μεταβλητών που επηρεάζουν τον δείκτη ROE. Με την εφαρμογή μίας πολλαπλής παλινδρόμησης τόσο για την περίοδο πριν την ενοποίηση όσο και μετά την ενοποίηση, τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι ο δείκτης ROE επηρεάζεται κυρίως από την μεταβλητή ROA, στην οποία οι Σ & Ε έχουν θετική επίδραση.

Η τελευταία ενότητα της εμπειρικής μελέτης αναφέρεται στη σύγκριση της συμπεριφοράς των δεικτών πριν και μετά την συγχώνευση, η οποία πραγματοποιείται με την χρήση του μη παραμετρικού ελέγχου Wilcoxon. Πρόκειται για ένα τεστ, το οποίο ελέγχει την υπόθεση της ομοιότητας των εξεταζόμενων δειγμάτων, χωρίς να απαιτεί την υπόθεση της κανονικότητας. Στην προκειμένη περίπτωση, τα αποτελέσματα του συγκεκριμένου ελέγχου έρχονται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα του μοντέλου αλλαγών. Πιο συγκεκριμένα, μόνο η διάμεσος των μεταβλητών DTA και MP μετά την συγχώνευση βρέθηκε να είναι μεγαλύτερη από την διάμεσο τους πριν την συγχώνευση. Το γεγονός αυτό ενδέχεται να οφείλεται στην

αύξηση των δανειακών κεφαλαίων που χρησιμοποίησαν οι επιχειρήσεις, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την στρατηγική επέκτασή τους. Ωστόσο, τα αποτελέσματα αναφορικά με τις υπόλοιπες μεταβλητές μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι δείκτες μετά την ενοποίηση είναι μικρότεροι από τους δείκτες πριν την ενοποίηση.

Πιθανές εξηγήσεις για αυτή την μείωση της αποδοτικότητας των εταιρειών, σύμφωνα με το μη παραμετρικό τεστ, αφορούν σε πιθανά προβλήματα διαχείρισης των διευθυντών των απορροφουσών εταιρειών, που ενδέχεται να αντιμετώπισαν δυσκολίες στην ολοκλήρωση της συγχώνευσης. Εξάλλου, μετά τη συγχώνευση, η ενιαία επιχείρηση που προκύπτει γίνεται περισσότερο περίπλοκη, με αποτέλεσμα να υπάρχει μεγάλη πιθανότητα η διοίκησή της να μην μπορεί να διαχειριστεί αποτελεσματικά όλο τον οργανισμό και να καταλήξει σε μείωση της κερδοφορίας του. Στην παρούσα μελέτη, όμως, λαμβάνοντας υπόψη ότι η εξεταζόμενη περίοδο της έρευνας αφορά μόνο 2 έτη μετά την ενοποίηση, τα συμπεράσματα σχετικά με τις επιδράσεις των Σ & Ε δεν μπορούν να είναι ξεκάθαρα. Συνήθως, στα πρώτα δύο χρόνια μετά την ενοποίηση οι εταιρείες δεν μπορούν να ενσωματωθούν πλήρως στην νέα επιχείρηση και το ανθρώπινο δυναμικό δεν μπορεί να προσαρμοστεί στην νοοτροπία της νέας εταιρείας (Agrawal *et al*, 1992).

Ως συμπέρασμα της παρούσας μελέτης, θα προτείναμε να γίνει περαιτέρω έρευνα στην δημιουργία αξίας των εταιρειών μέσα από τις Σ & Ε χρησιμοποιώντας ως οικονομικά μεγέθη την απόδοση του ενεργητικού και την μόχλευση για μία χρονική περίοδο μεγαλύτερη των 2 ετών μετά την ενοποίηση των εταιρειών.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Agrawal A., Jaffe J. and Mandelker G., (1992), The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re – examination of an Anomaly, *The Journal of Finance*, Vol. XLVII, No 4, pp 1605 - 1621

Berkovitch E. and Narayanan M., (1993), Motives for Takeovers: An Empirical Investigation, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28, No 3 (Sep., 1993), pp. 347 - 362

Bradley M., Desai A. and Kim H., (1988), Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms, *Journal of Financial Economics*, 21, pp 3-40

Bruner R., (2002). Does M & A Pay? A Survey of Evidence for the Decision – Maker, *Journal of Applied Finance*, Vol. 12, No 1, pp 1 - 34

Bruner R, (2004), *Applied Mergers and Acquisitions*, J. Wiley & Sons

Chatterjee S. (1986), Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms, *Strategic Management Journal*, Vol. 7, pp 119 - 139

Chatterjee R. and Meeks G., (1996), The financial effects of takeovers: Accounting rates of return and accounting regulation, *Journal of Business Finance & Accounting*, 23 (5) & (6), pp. 851-868

Clark J., (1988), Economies of Scale and Scope at Depository Financial Institutions: A review of the literature, *Economic Review*, September / October, pp 16 - 33

DeLong G., (2001), Stockholder gains from focusing versus diversifying bank merger, *Journal of Financial Economics*, 59, pp 221-252

Dickerson A. Gibson H. and Tsakalotos E., (1997), The impact of acquisitions on company performance: Evidence from a large panel of UK firms, *Oxford Economic Papers*, 49, pp. 344 - 361

Dimson E., (1979), Risk measurement when shares are subject to infrequent trading, *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, Issue 2, pp. 197 - 226

Dodd P. and Ruback R., (1977), Tender offers and stockholder returns, *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 351 – 373

Fama E.F., Fisher L, Jensen M.C. and Roll R., (1969), The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review*, Vol. 10, No 1, pp. 1 - 21

Fama E., (1970), Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, Vol. 25, No 2, pp. 383 - 417

Firth M., (1979), The Profitability of Takeovers and Mergers, *The Economic Journal*, Vol. 89, No 354 (Jun., 1979), pp. 316 - 328

Fishman M, (1989), “Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions, *Journal of Financial Economics*, Vol. 44, No 1, pp. 41 - 57

Fluck Z. and Lynch A., (1999). Why do firms merge and then divest? A theory of financial synergy, *The Journal of Business*, Vol. 72, No 3, pp. 319 - 346

Franks J. Harris R and Titman S., (1991), The postmerger share-price performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics*, 29, pp. 81-96

Gaughan P. (2002), *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, John Wiley & Sons Inc, Third Edition



Ghosh A., (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 7, pp. 151 - 178

Goergen M. and Renneboog L., (2003), Shareholders wealth effects of European domestic and cross – border takeover bids, *European Financial Management Journal*, Working paper No 08 / 2003

Goold M. and Campell A., (1998), Desperately Seeking Synergies, *Harvard Business Review*, Sep. 01, pp. 131 - 144

Gort M. (1969). An Economic Disturbance Theory of Mergers, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 83, No 4, pp. 624 - 642

Healy P, Palepu K. and Ruback R., (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31, pp. 135 – 175

Herman E. and Lowenstein L. (1988). The efficiency effects of hostile takeovers. In: Coffee J., Lowenstein L. and Rose-Ackerman S. (Eds), *Knights, Raiders and Targets; The impact of the hostile takeover*, Oxford University Press, New York

Heron R. and Lie E., (2002), Operating performance and the method of payment in takeovers, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 37, No 1, pp. 137-155

Jensen M. and Meckling W., (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305 – 360

Jensen M and Ruback R., (1983), The Market for Corporate Control: The scientific Evidence, *Journal of Financial Economics*, 11, pp 5-50

Koumanakos E., Siriopoulos C. and Georgopoulos A., (2005), Firm acquisitions and earnings management: evidence from Greece, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 20 No. 7, pp 663-678

Martynova M. Oosting S. Renneboog L, and Room B., (2006), The long-term operating performance of European mergers and acquisitions, *European Corporate Governance Institute*, Finance Working Paper N<sup>0</sup> 137/2006

Meeks, G. (1977), *Disappointing Marriage: a Study of the Gains of the Merger*. University of Cambridge Occasional Paper 51, Cambridge University Press, Cambridge.

Meeks G. and Meeks J. (1981), Profitability Measures as Indicators of Post – Merger Efficiency, *Journal of Industrial Economics*, Vol. XXIX, pp 335 – 344

Mueller D. (1980), *The determinants and effects of mergers*. Cambridge : Oelgeschlager

Myers S. and Majluf N., (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No W1396

Neely W. and Rochester D., (1987), Operating performance and merger benefits: The savings and loan experience, *The Financial Review*, Vol. 22, No 1, pp 111 – 130

O' Brien A., (1988), Factory Size, Economies of Scale, and the Great Merger Wave of 1898-1902, *The Journal of Economic History*, Vol. XLVIII, No 3, pp. 639 - 649

Ooghe H., Van Laere E. and Langhe T, (2006), Are acquisitions worthwhile? An empirical study of the post – acquisition performance of privately held Belgian companies, *Small Business Economics*, Vol. 27, No 2-3, pp. 223 - 243

Parrino J. and Harris R., (1999), Takeovers, Management Replacement and Post Acquisition Operating Performance: Some Evidence from the 1980s, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11, No 4, pp. 88-97

Pazarskis M., Vogiatzoglou M., Christodoulou P. and Drogalas G., (2006), Exploring the Improvement of Corporate Performance after Mergers – the Case of Greece, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 6, pp 184-192

Rahman A. and Limmack R. (2000), Corporate Acquisitions and the Operating Performance of Malaysian Companies, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 31, Issue 3, pp. 359 - 400

Ravenscraft D. and Scherer F. (1987), Life after takeovers, *International Journal of Industrial Economic*, 7, pp. 101-116

Powell R and Stark A., (2003), Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks, *Journal of Corporate Finance*, 5, pp. 293-317

Sharma D. and Ho J., (2002), The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence, *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(1) & (2), 155 - 200

Scherer F. M., (1988), Corporate Takeovers: The efficiency arguments, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No 1, pp. 69-82

Schweiger D. and Goulet P., (2000), Integrating Mergers and Acquisitions: An international Research Review, *Emerald Group Publishing Limited*, Vol.1, pp 61-91.

Servaes H., (1991), Tobin's Q and the gains from takeovers, *The Journal of Finance*, Vol. 46, No 1, pp. 409-419

Shojai S., (2009), Economists' hubris: The case of mergers and acquisitions, *Journal of Financial Transformation*, Vol. 26, pp. 4 - 12

Soubeniotis D., Mylonakis J., Fotiadis T., Chatzithomas L. and Mertzimekis C., (2006), Evaluation of Mergers and Acquisitions in Greece, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 4, pp 92-104

Stigler J., (1958), The economies of scale, *Journal of Law and Economics*, Vol. 1, (Oct., 1958), pp. 54 - 71

Sudarsanam S, (1996), Shareholder wealth gains in mergers: effect of synergy and ownership structure, *Journal of Business Finance and Accounting*, 23, (5) & (6), pp. 673 - 698

Sudarsanam S, (2003), *Creating value from Mergers & Acquisitions*, Prentice Hall

Trautwein F., (1990), Merger Motives and Merger Prescriptions, *Strategic Management Journal*, Vol. 11, No 4, (May – Jun, 1990), pp 283 – 295

Vennet V., (1996). The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 25, No 9, pp 1531-1558

Αλεξανδρίδου Ε., (1995), *Δίκαιο Εμπορικών Επιχειρήσεων*, Εκδόσεις Σάκκουλα

Κυριαζής Δ., (2007), *Συγχωνεύσεις και Εξαγορές*, Εκδόσεις Σμπίλια Κων/νου

Λεοντάρης Μ., (2002), *Μετατροπή – Συγχώνευση - Διάσπαση Εταιρειών*, Εκδόσεις Πάμισος

Παπαδάκης Β, (2007), *Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία*, Τόμος Α, Εκδόσεις Μπένου

Χάλκος Γ., (2000), *Στατιστική*, Εκδόσεις Τυπωθήτω

Χάλκος Γ., (2006), *Οικονομετρία: Θεωρία και Πράξη*, Εκδόσεις Β. Γκιούρδας

<http://nomothesia.ependyseis.gr/eu-law/downloadsDetails.do?action=itemDetails&itemId=299350>.

Accessed 20 October 2009

[http://www.taxheaven.gr/show\\_law.php?id=5649](http://www.taxheaven.gr/show_law.php?id=5649). Accessed 20 October 2009

[dir.icap.gr/.../index\\_gr\\_7421.asp](http://dir.icap.gr/.../index_gr_7421.asp). Accessed 10 October 2009



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ  
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ



004000104395