

Πανεπιστήμιο Πειραιώς
Μ.Π.Σ Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής
Διοικητικής

Διπλωματική Εργασία

“ Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα.

Ανάλυση Λογιστικών Στοιχείων ”

Mergers & Acquisitions in Greece.

Accounting-based Analysis

Αλεξάνδρα Γ. Κωτσομούτη

Επιβλέπων Καθηγητής: Ν. Τσαγκαράκης

Ιούλιος 2008

*Στην αγαπημένη μου μητέρα,
Κατερίνα*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΙΑ

Θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον καθηγητή μου κ. Νικόλαο Τσαγκαράκη για την εμπιστοσύνη που μου επέδειξε, την καθοδήγηση και την συμπαράσταση του καθόλη την διάρκεια της συνεργασίας.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου και τις αδελφές μου, Ελένη και Γιούλη, που βρίσκονται πάντα δίπλα μου σε κάθε βήμα της ζωής μου.

Περιεχόμενα

<i>Εισαγωγή</i>	6
<i>Κεφάλαιο 1^ο</i>	8
<i>Συγχωνεύσεις και εξαγορές, Ορισμοί-Κίνητρα Κύματα</i>	
<i>1.1. Διάκριση Συγχωνεύσεων και Εξαγορών</i>	10
<i>1.1.1. Διάκριση Βάσει του Νομικού Πλαισίου και Λογιστικού Χειρισμού</i>	10
<i>1.1.2. Διάκριση Βάσει της Διαδικασίας Πραγματοποίησης τους</i>	11
<i>1.1.3. Διάκριση Βάση της Συσχέτισης του Κλάδου Δραστηριότητας</i>	11
<i>1.2. Τρόποι Πραγματοποίησης Συγχωνεύσεων & Εξαγορών</i>	13
<i>1.3. Κίνητρα Συγχωνεύσεων & Εξαγορών</i>	14
<i>1.4. Κύματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών</i>	18
<i>1.4.1. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στις ΗΠΑ</i>	18
<i>1.4.2. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στις Χώρες της Ε.Ε.</i>	21
<i>Κεφάλαιο 2^ο</i>	
<i>Θεσμικό Πλαίσιο Συγχωνεύσεων & Εξαγορών</i>	23
<i>2.1. Είδη Συγχώνευσης Βάσει του Κ.Ν. 2190/1920</i>	24
<i>2.1.1 Συγχώνευσης Α.Ε. με απορρόφηση (άρθρα 68 έως 78 του Ν 2190/1920)</i>	25
<i>2.1.2. Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας (άρθρα 68 έως 78 του Ν 2190/1920)</i>	29
<i>2.1.3. Συγχώνευση με απορρόφηση καθολικά εξαρτημένης εταιρείας (άρθρο 78)</i>	29
<i>2.1.4. Εξαγορά μιας εταιρείας (ή περισσότερων) από άλλη ανώνυμη εταιρεία</i>	30
<i>2.2. Δημόσιες Προτάσεις Ν.3461/2006</i>	31

2.3. Φορολογικοί νόμοι	33
Κεφάλαιο 3^ο	
<i>Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας</i>	37
<i>“Αποδοτικότητα των Συγχωνεύσεων και εξαγορών”</i>	
Κεφάλαιο 4^ο	
<i>Δεδομένα και Μεθοδολογία</i>	56
4.1. Δείγμα Εταιρειών	57
4.2. Δεδομένα	57
4.3. Μεθοδολογία <i>accounting-based analysis</i>	58
4.3.1 Αριθμοδείκτες	58
4.3.2 Μεθοδολογία	64
4.3.2.1 Μοντέλο Διαφορών (<i>Change Model</i>)	64
4.3.2.2 <i>Kolmogorov-Smirnov test</i>	65
4.3.2.3 Μοντέλο Παλινδρόμησης (<i>Regression Model</i>)	65
Κεφάλαιο 5^ο	
<i>«Εμπειρικά Αποτελέσματα»</i>	67
5.1 Αποτελέσματα Μοντέλου Διαφορών (<i>Change Model</i>)	68
5.1.1 Αποτελέσματα Μοντέλου Διαφορών (<i>Raw Ratios</i>)	68
5.1.2 Αποτελέσματα Μοντέλου Διαφορών (<i>MF Adjusted</i>)	73
5.2 <i>Kolmogorov - Smirnov test</i>	78
5.3 Αποτελέσματα Μοντέλου Παλινδρόμησης (<i>MF Adjusted</i>)	89
Κεφάλαιο 6^ο	
<i>Επίλογος – Συμπεράσματα</i>	93
<i>Βιβλιογραφία</i>	96

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές αποτελούν μια από τις βασικότερες μορφές στρατηγικής επέκτασης και ανάπτυξης των επιχειρήσεων που κερδίζει συνεχώς έδαφος στο σύγχρονο ανταγωνιστικό περιβάλλον. Πρόκειται για συναλλαγές εξαιρετικής σημασίας, τόσο λόγω των σημαντικών επιπτώσεων τους στα εμπλεκόμενα μέρη όσο και λόγω των τεράστιων κεφαλαίων που επενδύονται σε αυτές, και έτσι δεν είναι τυχαίο ότι έχουν αποτελέσει κεντρικό αντικείμενο πληθώρας ερευνητικών μελετών την τελευταία 35ετία.

Μια σημαντική πτυχή τους που θα μας απασχολήσει στην παρούσα εργασία, είναι η αξιολόγηση της επίδρασης τους στην αποδοτικότητα των εμπλεκόμενων εταιρειών. Διαχρονικά, έχουν αναπτυχθεί διάφορες μεθοδολογίες που επιχειρούν να δώσουν απάντηση στον ανωτέρω προβληματισμό, όπως η μέθοδος των μη-κανονικών αποδόσεων (Abnormal Returns-events studies), η μέθοδος αξιολόγησης της απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (accounting studies), οι έρευνες στα διευθυντικά στελέχη (surveys of executives) και οι κλινικές μελέτες (clinical studies or case studies), με τις δυο πρώτες να κυριαρχούν στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία.

Σύμφωνα λοιπόν με την πρώτη μέθοδο (Abnormal Returns-events studies), υπολογίζονται οι μη-κανονικές αποδόσεις για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις, κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης της συγχώνευσης-εξαγοράς μέχρι την ολοκλήρωση της, και βάσει αυτών εξάγονται συμπεράσματα για το αν καταστρέφεται ή δημιουργείται

αξία για τους μέτοχους. Τα αποτελέσματα των περισσότερων ερευνητικών μελετών έχουν δείξει ότι οι μέτοχοι των εταιρειών στόχων επωφελούνται από τις Σ&Ε, ιδιαίτερα στις περιπτώσεις των εχθρικών εξαγορών, κατά 20%-40%, ενώ οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων εμφανίζονται άλλοτε να επιτυγχάνουν οριακά κέρδη και άλλοτε να υφίστανται ζημιές.

Από την άλλη πλευρά σύμφωνα με τη μέθοδο αξιολόγησης της απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (accounting studies), η οποία θα αποτελέσει τη βασική μας μεθοδολογία, υπολογίζονται διάφορα μέτρα απόδοσης (ΛΤΡ, λειτουργικά κέρδη, ROA, ROE, ROS, κ.τ.λ.) για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις πριν και μετά τη συγχώνευση-εξαγορά και στην συνέχεια ερευνάται η πραγματική επίπτωση της Σ/Ε στην αποδοτικότητα και την λειτουργία των επιχειρήσεων, όπως αυτή καταγράφεται στις λογιστικές τους καταστάσεις.

Στην παρούσα εργασία, όπως αναφέραμε κι ανωτέρω, επιχειρείται με την μέθοδο αξιολόγησης της απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (accounting based analysis) να διερευνηθεί αν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές, μεταξύ εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών, που έλαβαν χώρα κατά την περίοδο 1/1/1997-31/12/2005, συνέβαλαν στην δημιουργία, διατήρηση ή καταστροφή αξίας για τα εμπλεκόμενα μέρη.

Η ανάλυση μας δεν περιορίζεται μόνο στη μελέτη της επίπτωσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αποδοτικότητα των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, αλλά εξετάζεται ο αντίκτυπος αυτών (Σ&Ε) και σε άλλα βασικά μεγέθη των εταιρειών. Η μετάβαση των επιχειρήσεων από την περίοδο προ συγχώνευσης-εξαγοράς στην μετά-εποχή μελετάται με τη χρήση 22 αριθμοδεικτών ο υπολογισμός των οποίων καλύπτει χρονικά μια περίοδο 6 ετών, τρία έτη πριν (-3,-1) και τρία έτη μετά (+1,+3) το γεγονός της συγχώνευσης-εξαγοράς. Την σύγκριση αυτών των δύο περιόδων θα έχουμε την ευκαιρία να την παρακολουθήσουμε στο 5^ο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας όπου παρατίθενται τα εμπειρικά αποτελέσματα της ανάλυσης μας.

Η παρούσα εργασία περιλαμβάνει 6 ενότητες. Στο 1^ο κεφάλαιο αναλύονται οι βασικές έννοιες και ορισμοί αναφορικά με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές και παρατίθεται μια σύντομη ιστορική αναδρομή της εξέλιξης τους μέχρι σήμερα. Στο 2^ο κεφάλαιο πραγματοποιείται η παρουσίαση του θεσμικού πλαισίου που διέπει τις συναλλαγές αυτές, τόσο από την πλευρά νομικής συμμόρφωσης όσο και από την πλευρά φορολογικών κινήτρων. Στο 3^ο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στις βασικότερες εμπειρικές

μελέτες που έχουν διεξαχθεί την τελευταία 30ετία σε διάφορες χώρες του κόσμου και πραγματεύονται την μεταβολή στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων ως συνέπεια των συγχωνεύσεων και εξαγορών, οι οποίες αποτέλεσαν και την βάση για τα επόμενα κεφάλαια. Στο 4^ο κεφάλαιο πραγματοποιείται η παρουσίαση του δείγματος των εταιριών που θα μας απασχολήσουν στην παρούσα εργασία, των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν και της μεθοδολογίας που υιοθετήθηκε και στο 5^ο κεφάλαιο παρατίθενται τα ευρήματα της μελέτης μας. Η εργασία αυτή κλείνει με το 6^ο κεφάλαιο στο οποίο πραγματοποιείται η ανακεφαλαίωση των αποτελεσμάτων μας.

Κεφάλαιο 1^ο

«Συγχωνεύσεις & Εξαγορές».

Ορισμοί – Κίνητρα – Κύματα Σ&Ε

Οι **συγχωνεύσεις** και **εξαγορές** αποτελούν την βασικότερη μορφή εταιρικής αναδιάρθρωσης και στη σημερινή εποχή κατέχουν εξέχουσα θέση στη στρατηγική των επιχειρήσεων καθώς η αναδόμηση μέσω αυτών πλέον κρίνεται πολλές φορές απαραίτητη προκειμένου οι επιχειρήσεις να αντιμετωπίσουν τον επιταχυνόμενο ανταγωνισμό και να επιβιώσουν στο σύγχρονο παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον. Επιπλέον οι συναλλαγές αυτές αποτελούν κεντρικό αντικείμενο ενδιαφέροντος και μελέτης τόσο λόγω των τεράστιων κεφαλαίων που επενδύονται σε αυτές όσο και λόγω του ότι ο αντίκτυπος τους και οι αλλαγές που επιφέρουν δεν περιορίζονται μόνο στις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις και στα ενδιαφερόμενα μέρη (μέτοχοι, διοικητικά στελέχη, εργαζόμενοι) αλλά αφορούν και επηρεάζουν το σύνολο της οικονομίας.

Στην παρούσα ενότητα αναλύονται οι διάφορες μορφές των συγχωνεύσεων και εξαγορών, οι τρόποι συγκέντρωσης των επιχειρήσεων, τα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις να εμπλακούν σε μια τέτοια διαδικασία και η ιστορική εξέλιξη των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε παγκόσμιο επίπεδο.

1.1. Διάκριση Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Οι όροι **συγχωνεύσεις και εξαγορές (mergers and acquisitions – M&As)** συχνά χρησιμοποιούνται ως συνώνυμοι, μάλλον διότι διέπονται από την αρχή ότι από την ενιαία επιχείρηση δημιουργείται αξία για τους μετόχους μεγαλύτερη από το άθροισμα των αξιών των δυο επιχειρήσεων μεμονωμένα. Ωστόσο θα πρέπει να γίνει σαφές ότι οι δύο αυτοί όροι εμφανίζουν σημαντικές διαφορές και συνεπώς δε θα πρέπει να συγχέονται. Προκειμένου να εντοπιστούν οι διαφορές και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των συγχωνεύσεων και εξαγορών, γίνεται κατηγοριοποίηση τους σε επιμέρους ομάδες με διάφορα κριτήρια όπως:

- i. το νομικό πλαίσιο σε συνδυασμό με το λογιστικό χειρισμό που υιοθετείται,**
- ii. τη στάση που θα κρατήσει η διοίκηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας και**
- iii. τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας των συγχωνευόμενων εταιρειών.**

1.1.1. Διάκριση Βάσει του Νομικού Πλαισίου και Λογιστικού Χειρισμού

Με βάση το Ν. 2190/1920 αναγνωρίζονται δυο είδη επιχειρηματικών σχηματισμών:

1. Εξαγορά (acquisition /takeover) πραγματοποιείται όταν μια επιχείρηση αποκτά έναντι χρηματικού ανταλλάγματος μια άλλη επιχείρηση και προσδιορίζεται ξεκάθαρα ως ο νέος ιδιοκτήτης. Η εξαγοραζόμενη παύει να υφίσταται ως νομική οντότητα μετά την συναλλαγή και οι μέτοχοι της δεν γίνονται μέτοχοι της εξαγοράζουσας αφού με την ολοκλήρωση της διαδικασίας, η μεταβίβαση του συνόλου της περιουσίας της εξαγοραζόμενης πραγματοποιείται έναντι αποδόσεως στους μετόχους της του αντιτίμου των δικαιωμάτων τους με ταυτόχρονη παράδοση των μετοχών τους οι οποίες ακυρώνονται αυτοδίκαια. Αυτή είναι η μορφή της **συγχωνευτικής εξαγοράς** και διαφέρει από την περίπτωση της **απλής εξαγοράς** κατά την οποία η εξαγοράζουσα αποκτά μέρος ή το σύνολο του μετοχικού πακέτου της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, με την τελευταία να εξακολουθεί να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου μετά την συναλλαγή.

2. Συγχώνευση (merger) είναι η οικονομική πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις λύνονται με σκοπό το σχηματισμό μιας νέας οικονομικής μονάδας. Οι λύμενες επιχειρήσεις δεν τίθενται υπό εκκαθάριση αλλά τα περιουσιακά

τους στοιχεία (ενεργητικό και παθητικό) μεταβιβάζονται στην προκύπτουσα από τη συγχώνευση επιχείρηση. Η μεταβίβαση του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων γίνεται έναντι μετοχών, βάσει μιας προκαθορισμένης σχέσης ανταλλαγής, και οι μέτοχοι των εταιρειών συμμετέχουν πλέον στο μετοχικό κεφάλαιο της νέας εταιρείας.

1.1.2. Διάκριση Βάσει της Διαδικασίας Πραγματοποίησης τους.

Οι Σ&Ε διακρίνονται σε φιλικές και εχθρικές ανάλογα με την στάση (mood) της διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρείας απέναντι στην πρόταση εξαγοράς. Συγκεκριμένα:

1. Φιλική (amicable or friendly) συγχώνευση ή εξαγορά. επιτυγχάνεται όταν η διοίκηση της εταιρείας στόχου είναι θετική απέναντι στην πρόταση. Τόσο οι εξαγοράζουσες όσο και οι εξαγοραζόμενες συνήθως προτιμούν τις φιλικές εξαγορές γιατί οι μεν πρώτες καταβάλλουν χαμηλότερο τίμημα και οι δε εξαγοραζόμενες εταιρείες δύναται να ενσωματωθούν αποτελεσματικότερα στην νέα εταιρεία.

2. Εχθρική (hostile) εξαγορά. Αφορά την περίπτωση όπου η εταιρεία στόχος δεν επιθυμεί την εξαγορά και προσπαθεί να την αποφύγει ή να την καθυστερήσει υιοθετώντας διάφορες στρατηγικές και αμυντικά μέτρα. Στις εχθρικές εξαγορές η εξαγοράζουσα εταιρεία συχνά αναφέρεται ως επιδρομέας (raider).

1.1.3. Διάκριση Βάση της Συσχέτισης του Κλάδου Δραστηριότητας.

Σε αυτήν την περίπτωση, σημαντικό ρόλο για τη κατηγοριοποίηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών κατέχει η στρατηγική που εφαρμόζει η εξαγοράζουσα επιχείρηση σε επιχειρησιακό επίπεδο. Μπορούμε λοιπόν να διακρίνουμε τις ακόλουθες κατηγορίες:

✓ **Συσχετισμένες συγχωνεύσεις και εξαγορές (related mergers).** Αφορούν την περίπτωση εξωτερικής μεγέθυνσης στην ίδια ή σε σχετική αγορά, οι επιχειρήσεις που συγχωνεύονται παρουσιάζουν ομοιότητα μεταξύ τους και οι δραστηριότητές τους

δύνανται να αλληλοσυμπληρώνονται. Η συγκεκριμένη κατηγορία συγχωνεύσεων και εξαγορών μπορεί να αναλυθεί περαιτέρω στις οριζόντιες και κάθετες συγχωνεύσεις:

1. **Οριζόντιες συγχωνεύσεις (horizontal mergers).** Είναι οι συγχωνεύσεις μεταξύ επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο. Στόχος των οριζόντιων συγχωνεύσεων είναι η αύξηση της δύναμης και του μεριδίου της επιχείρησης στην αγορά, η εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και η δημιουργία εμποδίων εισόδου νέων επιχειρήσεων στον κλάδο.

2. **Κάθετες συγχωνεύσεις (vertical mergers).** Είναι οι συγχωνεύσεις επιχειρήσεων οι οποίες συνδέονται με σχέση αγοραστή-προμηθευτή (client-supplier), δηλαδή οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις καλύπτουν διαδοχικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας ή της διάθεσης των αγαθών. Οι συγχωνεύσεις αυτής της κατηγορίας αποσκοπούν στην καθετοποίηση της παραγωγής, στον έλεγχο των τιμών και στη μείωση του κόστους παραγωγής. Η κάθετη ολοκλήρωση μπορεί να πραγματοποιηθεί είτε προς τα εμπρός (forward vertical integration), όταν προστίθεται ένα παραγωγικό στάδιο μετά από το στάδιο που δραστηριοποιείται η επιχείρηση, λ.χ. μέσω της εξαγοράς μιας εταιρείας η οποία δραστηριοποιείται στην προώθηση και διάθεση των προϊόντων που παράγει η εξαγοράζουσα εταιρεία, είτε προς τα πίσω (backward vertical integration), όταν προστίθεται ένα παραγωγικό στάδιο πριν από το στάδιο που δραστηριοποιείται η επιχείρηση, λ.χ. μέσω της εξαγοράς διαφόρων βασικών προμηθευτών. Με άλλα λόγια λοιπόν, η ολοκλήρωση προς τα πίσω σημαίνει κίνηση προς τον προμηθευτή, ενώ η ολοκλήρωση προς τα εμπρός σημαίνει κίνηση προς εταιρείες με ανεπτυγμένο marketing και δίκτυο λιανικής πώλησης.

✓ **Ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις και εξαγορές (unrelated mergers or conglomerates).** Σε αυτήν την περίπτωση η εξαγοράζουσα εταιρεία επιλέγει μεγέθυνση μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών με επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους. Μια τέτοια στρατηγική ενδείκνυται όταν ο κλάδος στον οποίο ήδη δραστηριοποιείται η εξαγοράζουσα εταιρεία δεν είναι πλέον ελκυστικός ή βρίσκεται στο στάδιο της ωριμότητας. Στην κατηγορία αυτή συναντούμε τις ακόλουθες υποκατηγορίες:

1. **Συμπληρωματικές συγχωνεύσεις** προκύπτουν όταν οι επιχειρήσεις που συνενώνονται δεν παρουσιάζουν καμία ομοιότητα ή παραγωγική εξάρτηση, όμως οι δραστηριότητές τους είναι αλληλοσυμπληρούμενες.

2. **Διαγωνίες συγχωνεύσεις** προκύπτουν όταν οι επιχειρήσεις που συνενώνονται διαφέρουν τελείως σε όρους προϊόντων, τεχνολογίας ή πελατών.

1.2. Τρόποι Πραγματοποίησης Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Οι εταιρικές τροποποιήσεις μπορούν να λάβουν διάφορες μορφές, όπως αναλύονται ακολούθως:

✓ **Συγχώνευση (absorption merger)** είναι η πλήρης απορρόφηση της περιουσίας μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων, οι οποίες λύνονται χωρίς να υπαχθούν σε εκκαθάριση, από άλλη εταιρεία που συνεχίζει τη λειτουργία της. Οι μέτοχοι της απορροφούμενης εταιρείας λαμβάνουν είτε μετρητά είτε κινητές αξίες της εξαγοράζουσας επιχείρησης.

✓ **Συνένωση (consolidation)** πραγματοποιείται όταν δυο επιχειρήσεις, οι οποίες λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση τους, ενώνονται και δημιουργούν μια νέα εταιρεία. Στην περίπτωση αυτή, η συγκέντρωση των περιουσιακών στοιχείων των αρχικών επιχειρήσεων επέρχεται με τη λύση και εισφορά των περιουσιακών τους στοιχείων στη νέα εταιρεία.

✓ **Απόκτηση στοιχείων του ενεργητικού (acquisition of assets)** λαμβάνει χώρα όταν μια επιχείρηση αγοράζει συγκεκριμένα στοιχεία του ενεργητικού μιας άλλης εταιρείας χωρίς να αποκτά στοιχεία του παθητικού της.

✓ **Απόκτηση μετοχών της εταιρείας στόχου (shares acquisition)** είναι η μέθοδος κατά την οποία η εξαγοράζουσα αποκτά μέρος ή το σύνολο των μετοχών της εξαγοραζόμενης, επενδύει δηλαδή στην εταιρεία στόχο.

✓ **Εξαγορά δια δημόσιας προσφοράς (public buyout offer)** πραγματοποιείται όταν η διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρείας απευθύνει δημοσίως πρόσκληση να αγοράσει μέρος από τις μετοχές της εταιρείας στόχου. Σε συνεργασία με οικονομικούς αναλυτές προσδιορίζεται η τιμή που προτίθεται να καταβάλει η εξαγοράζουσα εταιρεία για την εταιρεία στόχο σε όρους χρηματικού ανταλλάγματος, μετοχών ή συνδυασμού και των δύο. Στόχος της εξαγοράζουσας εταιρείας είναι η

συγκέντρωση των μετοχών (συνήθως άνω του 51%) της εταιρείας στόχου ώστε να αποκτήσει τον έλεγχο της.

1.3. Κίνητρα Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι υπάρχουν τόσες **κινητήριες δυνάμεις** που οδηγούν στις Σ&Ε όσες είναι και οι εξαγοράζουσες - εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις, ωστόσο στην διεθνή βιβλιογραφία συναντά κανείς ένα μεγάλο αριθμό ερευνών και θεωρητικών υποδειγμάτων που επιχειρούν να ανακαλύψουν, να καταγράψουν και να απαριθμήσουν τα κίνητρα αυτά.

Παρόλο λοιπόν που η λογική και η φιλοσοφία πίσω από κάθε συγχώνευση - εξαγορά μπορεί να διαφέρει, υπάρχει ένας κοινά αποδεκτός δείκτης επιτυχίας ο οποίος εκφράζεται μέσω της αυξανόμενης αξίας της ενιαίας επιχείρησης ή πιο συγκεκριμένα μέσω της δημιουργούμενης αξίας για τους μετόχους της εξαγοράζουσας - εξαγοραζόμενης επιχείρησης η οποία αναμένεται να είναι υψηλότερη από την αυτή που θα προέκυπτε από το άθροισμα των δυο επιχειρήσεων μεμονωμένα. Το καταλληλότερο ίσως κίνητρο που ωθεί τις επιχειρήσεις στις Σ&Ε και που ενσωματώνει την ανωτέρω ιδέα είναι η «**συνέργεια**» (**synergy**), η δύναμη δηλαδή που επιτρέπει στη νέα επιχείρηση να απολαμβάνει σημαντικά πλεονεκτήματα λειτουργικού και χρηματοοικονομικού χαρακτήρα. Γενικά, η συνέργεια θα μπορούσε να ορισθεί ως η αρμονική συνεργασία των διαφόρων συντελεστών παραγωγής των συγχωνευμένων εταιρειών, με ενεργοποίηση και εκμετάλλευση των δυνατών σημείων της κάθε εταιρείας, ώστε να επιτευχθεί μεγιστοποίηση αποτελεσμάτων σε βαθμό υψηλότερο από τη χωριστή επίδοση της κάθε εταιρείας πριν τη συγχώνευση.

Αν αναπαραστήσουμε τα ανωτέρω σε μια εξίσωση τότε η συνέργεια μπορεί να οριστεί ως η διαφορά μεταξύ της παρούσας αξίας των ταμειακών ροών της ενιαίας επιχείρησης που θα προκύψει μετά την συγχώνευση-εξαγορά ($PVAB_{CF}$) και του άθροισματος των ταμειακών ροών των δυο αρχικών επιχειρήσεων ως ξεχωριστές οντότητες ($PVA_{CF} + PVB_{CF}$). Μια συγχώνευση ή εξαγορά λοιπόν θα πρέπει να πραγματοποιείται μόνο όταν τα αναμενόμενα οφέλη είναι μεγαλύτερα από το απλό άθροισμα της παρούσας αξίας των επιχειρήσεων και των χρηματικών ροών τους.

$$PV (\text{Synergies})_{CF} = PVAB_{CF} - PVA_{CF} - PVB_{CF} + P + E$$

$$PVAB_{CF} > PVA_{CF} + PVB_{CF} + PV (\text{Synergies})_{CF} - P - E$$

όπου:

$PVAB_{CF}$: η παρούσα αξία των ταμειακών ροών της ενιαίας επιχείρησης,

PVA_{CF} : η παρούσα αξία των ταμειακών ροών της εξαγοράζουσας εταιρείας A,

PVB_{CF} : η παρούσα αξία των ταμειακών ροών της εξαγοραζόμενης εταιρείας B,

$PV (\text{Synergies})_{CF}$: η παρούσα αξία των συνεργειών της συγχώνευσης ή εξαγοράς,

P: το premium που καταβάλλεται για την εταιρεία B,

E: τα έξοδα της διαδικασίας συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Ως πρώτο και βασικό κίνητρο λοιπόν που ωθεί τις επιχειρήσεις σε στρατηγική ανάπτυξη μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών θα μπορούσαν να θεωρηθούν οι **συνέργειες** τόσο σε **λειτουργικό** επίπεδο όσο και σε **χρηματοοικονομικό**.

Σε **λειτουργικό επίπεδο** οι συνέργειες επιτυγχάνονται μέσω της εκμετάλλευσης **οικονομιών κλίμακας (economies of scale)** και **οικονομιών φάσματος (economies of scope)**.

Οι **οικονομίες κλίμακας** προκύπτουν από το αυξημένο μέγεθος της νέας επιχείρησης, μπορούν να επιτευχθούν στην αγορά πρώτων υλών και στον τομέα της παραγωγής και αναφέρονται στην αύξηση της αποδοτικότητας της παραγωγής καθώς αυξάνεται η ποσότητα των παραγόμενων μονάδων. Μια επιχείρηση που επιτυγχάνει οικονομίες κλίμακας απολαμβάνει μειωμένο κόστος ανα μονάδα προϊόντος καθώς τα σταθερά κόστη επιμερίζονται σε περισσότερες μονάδες αγαθών. Η μείωση του κόστους μέσω οικονομιών κλίμακας αν και είναι εντονότερη στις οριζόντιες συγχωνεύσεις & εξαγορές ωστόσο έχει παρατηρηθεί και στην περίπτωση των κάθετων και ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων κυρίως από την κοινή χρήση διαφόρων υπηρεσιών (marketing, R&D) και την καλύτερη διαχείριση των αποθεμάτων.

Οι **οικονομίες φάσματος** αφορούν την παροχή νέων εξειδικευμένων ή έντονα διαφοροποιημένων προϊόντων και υπηρεσιών από την επιχείρηση. Πιο συγκεκριμένα αναφέρονται στο πλεονεκτήματα που απολαμβάνει μια επιχείρηση όταν χρησιμοποιεί την

υπάρχουσα υποδομή της για να επεκτείνει τις δραστηριότητές της σε διαφορετικούς τομείς της αγοράς και χωρίς σημαντική αύξηση του λειτουργικού κόστους .

Σε **χρηματοοικονομικό επίπεδο** οι συνέργειες μπορούν να επιτευχθούν μέσω (α) της αυξημένης δανειοληπτικής ικανότητας, (β) της διαφοράς μεταξύ των πλεοναζόντων ταμειακών ροών και (γ) των φορολογικών εξοικονομήσεων.

Αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα. Όταν ταμειακές ροές των συγχωνευόμενων εταιρειών προέρχονται από διαφορετικούς τομείς δραστηριότητας (ιδιαίτερα στην περίπτωση των ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων, conglomerates) και κατά συνέπεια δεν παρουσιάζουν πλήρη συσχέτιση μεταξύ τους δημιουργείται το φαινόμενο της συνασφάλισης (co-insurance effect) όπως ορίστηκε από τον Lewellen (1971), το οποίο μειώνει την πιθανότητα χρεοκοπίας και αυξάνει την πιστοληπτική ικανότητα της νέας επιχείρησης. Τα εμπειρικά αποτελέσματα πολλών ερευνητικών μελετών έχουν δείξει ότι οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε επιπλέον δανεισμό μετά τη συγχώνευση.

Διαφοράς μεταξύ των πλεοναζόντων ταμειακών ροών της εξαγοράζουσας επιχείρησης και των επενδυτικών ευκαιριών της εταιρείας στόχου. Εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε κλάδους με ελάχιστες ευκαιρίες για επενδύσεις με θετική καθαρή παρούσα αξία έχουν τη δυνατότητα να αξιοποιήσουν τα πλεονάζοντα κεφάλαια τους πιο αποτελεσματικά μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών οι οποίες θα τους αποδώσουν μεγαλύτερες μελλοντικές ταμιακές ροές,. Πιο συγκεκριμένα λοιπόν όταν μια επιχείρηση βρίσκεται με πλεονάζοντα κεφάλαια αλλά δίχως αξιόλογες επενδυτικές ευκαιρίες και την ίδια στιγμή κάποια άλλη επιχείρηση αντιμετωπίζει προορισμούς άντλησης κεφαλαίων αλλά παρουσιάζει σημαντικές δυνατότητες για περαιτέρω ανάπτυξη και επένδυση, μέσω μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι δυνατόν να επιτευχθεί μία σχέση αλληλοσυμπλήρωσης των δύο εταιρειών που θα οδηγήσει σε υψηλότερες αποδόσεις.

Φορολογικές εξοικονομήσεις. Η συγχωνευμένη επιχείρηση μπορεί να απολαμβάνει φορολογικές εξοικονομήσεις είτε από φορολογικά κίνητρα που παρέχει η κυβέρνηση μέσω των διαφόρων αναπτυξιακών νόμων είτε με μεταφορά ζημιών από την μια επιχείρηση στην άλλη για την μείωση του προς φορολογία εισοδήματος. Ένα πρόσθετο φορολογικό όφελος τέλος που μπορεί να αποδοθεί στις συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι η εξοικονόμηση φόρων μέσω της αυξημένης μόχλευσης των επιχειρήσεων το οποίο συναντάται κυρίως στις μοχλευόμενες εξαγορές (Leveraged Buyout).

Άλλοι Λόγοι – Κίνητρα

✓ Βελτίωση της Αποδοτικότητας της Διοίκησης

Η θεωρία της μη αποδοτικής διοίκησης υποστηρίζει ότι όταν η διοίκηση μιας εταιρείας είναι καθόλα μη αποτελεσματική -το οποίο συνδέεται με σπατάληση κεφαλαίων και ύπαρξη ανεκμετάλλευστων δυνατοτήτων περιορισμού του κόστους και αύξησης των εσόδων και των κερδών- οποιαδήποτε άλλη διοίκηση μπορεί να οδηγήσει στην δημιουργία αξίας. Έτσι, στην περίπτωση επιχειρήσεων που διοικούνται μη αποτελεσματικά, η αλλαγή της διοίκησης αποτελεί παράγοντα δημιουργίας αξίας, και κατά συνέπεια κίνητρο εξαγοράς, εφόσον με την αντικατάσταση η εξαγοράζουσα εταιρεία οδηγείται σε αποτελεσματικότερη και αποδοτικότερη χρήση των πόρων της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Στην περίπτωση αυτή το κίνητρο της εξαγοράς δεν έχει να κάνει με το όφελος που προκύπτει από την συνένωση δυο επιχειρήσεων αλλά η εξαγορά είναι απλά ο μηχανισμός με τον οποίο αντικαθίσταται η διοίκηση της εταιρείας και επέρχεται η εξυγίανση της.

✓ Αύξηση Δύναμης στην αγορά

Προκειμένου μια επιχείρηση να αντιμετωπίζει με σιγουριά τους ανταγωνιστές της τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό, συχνά προσπαθεί να αυξήσει το μερίδιό της στην αγορά καθώς με αυτόν τον τρόπο αυξάνεται η δύναμη και η κερδοφορία της. Η αύξηση της δύναμής μιας επιχείρησης στην αγορά μπορεί να επιτευχθεί τόσο μέσω οριζόντιων συγχωνεύσεων όσο και μέσω κάθετης ολοκλήρωσης με την εξαγορά ενός βασικού προμηθευτή ή διανομέα. Πέραν των μονοπωλιακών κερδών που αναμένεται η νέα επιχείρηση να απολαμβάνει με το περιορισμό του ανταγωνισμού, η αύξηση της δύναμης της στην αγορά την διευκολύνει να προσελκύει ικανότερα στελέχη, να προχωρεί σε στρατηγικές συμμαχίες και να διαπραγματεύεται από θέση ισχύος.

✓ Διαφοροποίηση

Η διαφοροποίηση συνιστά καθοριστικό παράγοντα στα πλαίσια της στρατηγικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων και αποτέλεσε βασικό κίνητρο για την εξαγορά επιχειρήσεων την δεκαετία του 60 και του 70, με τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις να επιδιώκουν την διαφοροποίηση των κερδών τους μέσω της διείσδυσης σε νέες αγορές. Ωστόσο η διαφοροποίηση ως κίνητρο για την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και

εξαγορών έχει αμφισβητηθεί από την σύγχρονη χρηματοοικονομική θεωρία που υποστηρίζει ότι σε μια καλά οργανωμένη αγορά οι επενδυτές μπορούν μόνοι να επιτύχουν διαφοροποίηση και δεν χρειάζεται να καταβάλουν υψηλότερη τιμή (premium) για αυτήν. Επιπροσθέτως έχει υποστηριχθεί ότι πολλές επιχειρήσεις στην προσπάθεια τους να διαφοροποιήσουν τις δραστηριότητες τους έχασαν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα εστιάζοντας το ενδιαφέρον τους σε νέες αγορές και δραστηριότητες για τις οποίες δεν διέθεταν επαρκή γνώση, εμπειρία και εξειδίκευση.

✓ **Η υπόθεση της αλαζονείας "Hubris" και η κατάρα του νικητή "winner curse".**

Οι θεωρίες αυτές που αναπτύχθηκαν από τον Roll (1986), υποστηρίζουν ότι ο λόγος που δεν δημιουργούνται κέρδη ύστερα από συγχώνευση για την εξαγοράζουσα εταιρεία είναι το γεγονός ότι τα διοικητικά στελέχη διακρίνονται από αλαζονεία και παρακινούνται από τη ματαιοδοξία τους για επιχειρηματικό επεκτατισμό, υπερεκτιμώντας τόσο τις δυνατότητες τους ότι θα επιτύχουν τη συγχώνευση όσο και την αξία της υπό εξαγοράς επιχείρησης και των πιθανών συνεργειών που θα δημιουργηθούν. Οι Hayward και Hambrick (1997) κατέληξαν στην ύπαρξη θετική συσχέτιση μεταξύ της αλαζονείας των διοικητικών στελεχών και του ύψους της πρόσθετης τιμής (premium) που καταβάλλεται στην εταιρεία στόχο.

1.4. Κύματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

1.4.1. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στις ΗΠΑ

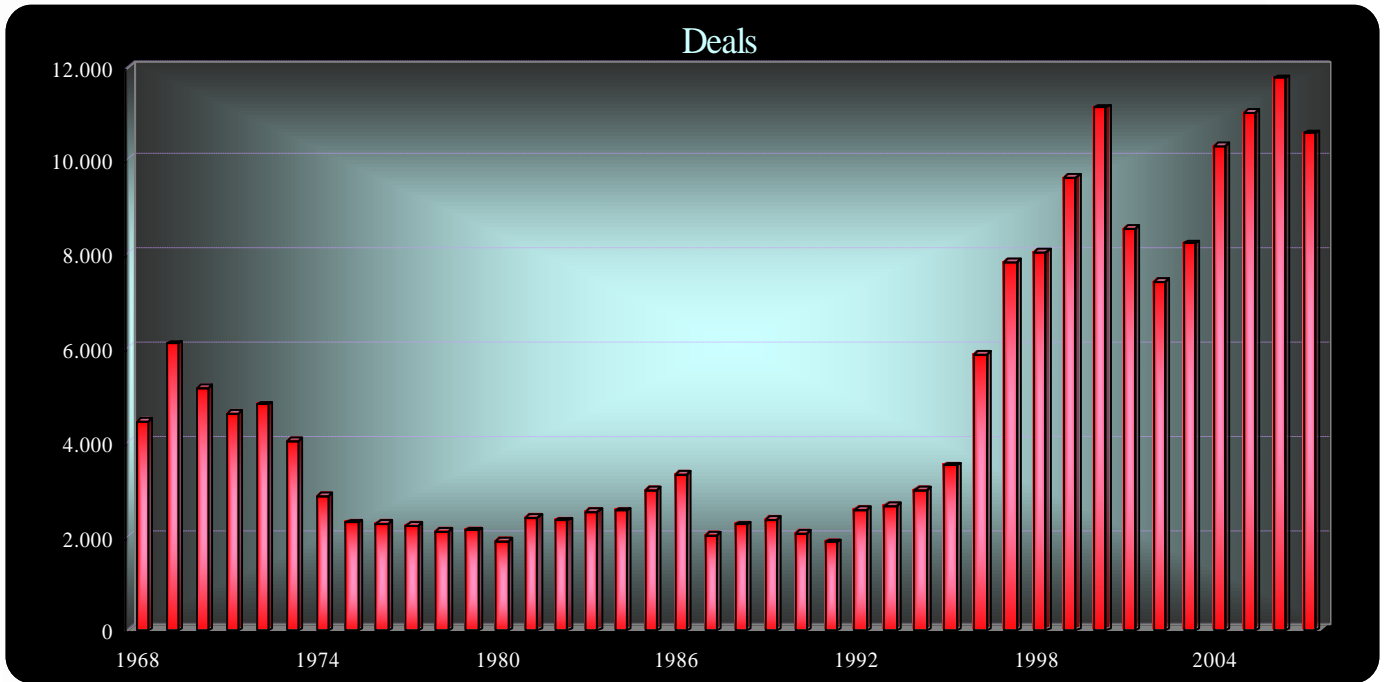
Το φαινόμενο της στρατηγικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών ξεκίνησε στις ΗΠΑ στις αρχές του 20^{ου} αιώνα. Η οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών γνώρισε το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών με εξάρσεις-κύματα το πρώτο των οποίων τοποθετείται χρονικά την περίοδο 1898-1902. Το κύμα αυτό χαρακτηρίστηκε από οριζόντιες συγχωνεύσεις επιχειρήσεων (οι μεγαλύτερες των οποίων αφορούσαν την βασική κατασκευαστική βιομηχανία, το χαλκό και το πετρέλαιο) που αποσκοπούσαν σε μονοπώληση της αγοράς (US Steel, Standard Oil). Το

2^ο κύμα, 1925-1930, χαρακτηρίστηκε κυρίως από καθετές ολοκληρώσεις με εξαγοράς συσχετιζόμενων επιχειρήσεων. Το 3^ο κύμα, 1960-1970, είχε ως αποτέλεσμα τη δημιουργία μεγάλων οικονομικών συγκροτημάτων μέσω κυρίως διαγωνίων συγχωνεύσεων και εξαγορών που αποσκοπούσαν στην διαφοροποίηση (κυρίως οι βιομηχανίες τροφίμων στην προσπάθεια τους να αποφύγουν την εξάρτηση της ανάπτυξής τους από την αύξηση του πληθυσμού) και στην επέκταση σε νέες αγορές. Το τέταρτο κύμα που ξεκίνησε περίπου από το 1974 αλλά εντάθηκε κυρίως μετά το 1984 χαρακτηρίστηκε ως «περίοδος μανίας των συγχωνεύσεων», merger mania, μεγάλων επιχειρήσεων που στόχευαν κυρίως σε στρατηγικές αναδιάρθρωσης. Ιδιαίτερο χαρακτηριστικό αυτής της περιόδου υπήρξε επίσης η υψηλή διαθεσιμότητα κεφαλαίων, κυρίως με την χρήση ομολόγων υψηλού κινδύνου, γεγονός που καθιστούσε κάθε επιχείρηση η οποία δεν λειτουργούσε αποτελεσματικά ως υποψήφιο στόχο εξαγοράς. Επιπλέον κατά την περίοδο αυτή παρατηρήθηκε τάση αντιστροφής της διαφοροποίησης που κυριάρχησε την δεκαετία του 60 και επαναπροσανατολισμός των επιχειρήσεων στις βασικές τους λειτουργίες, στις οποίες θεωρείτο ότι κατείχαν μεγαλύτερο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Το τελευταίο κύμα, που καλύπτει την περίοδο της δεκαετίας του 90, είναι το μεγαλύτερο όλων μέχρι σήμερα τόσο από πλευράς συναλλαγών όσο και από πλευράς αξίας, με την περίοδο αυτή να έχει χαρακτηριστεί ως η «εποχή των μέγα-συγχωνεύσεων» (age of mega-merger).

Στο “διάγραμμα 1” που παρατίθεται κατωτέρω παρουσιάζεται ο αριθμός των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών (συναλλαγών, εγχώριων και διασυνοριακών) που έλαβαν χώρα στις Ηνωμένες Πολιτείες κατά την περίοδο 1968-2007 και ακολούθως στο “διάγραμμα 2” η αξία των συναλλαγών αυτών μετρούμενη σε δις δολαρίων.

Διάγραμμα 1

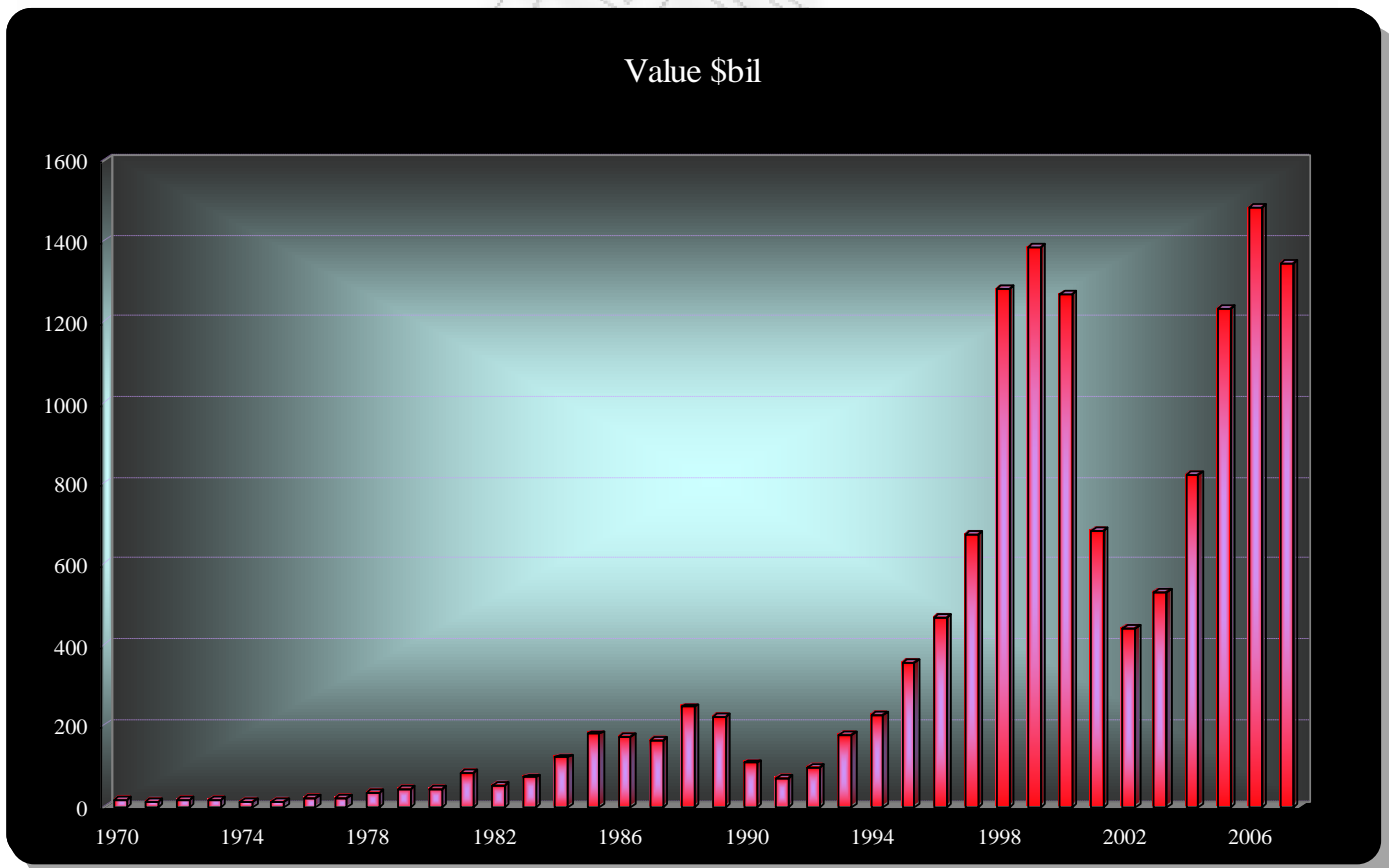
«Συγχωνεύσεις και εξαγορές (US & US Cross Border Deals) στις ΗΠΑ, 1968-2007»



Πηγή: mergerstat

Διάγραμμα 2

«Συγχωνεύσεις και εξαγορές (Value \$ billion) στις ΗΠΑ, 1968-2007»



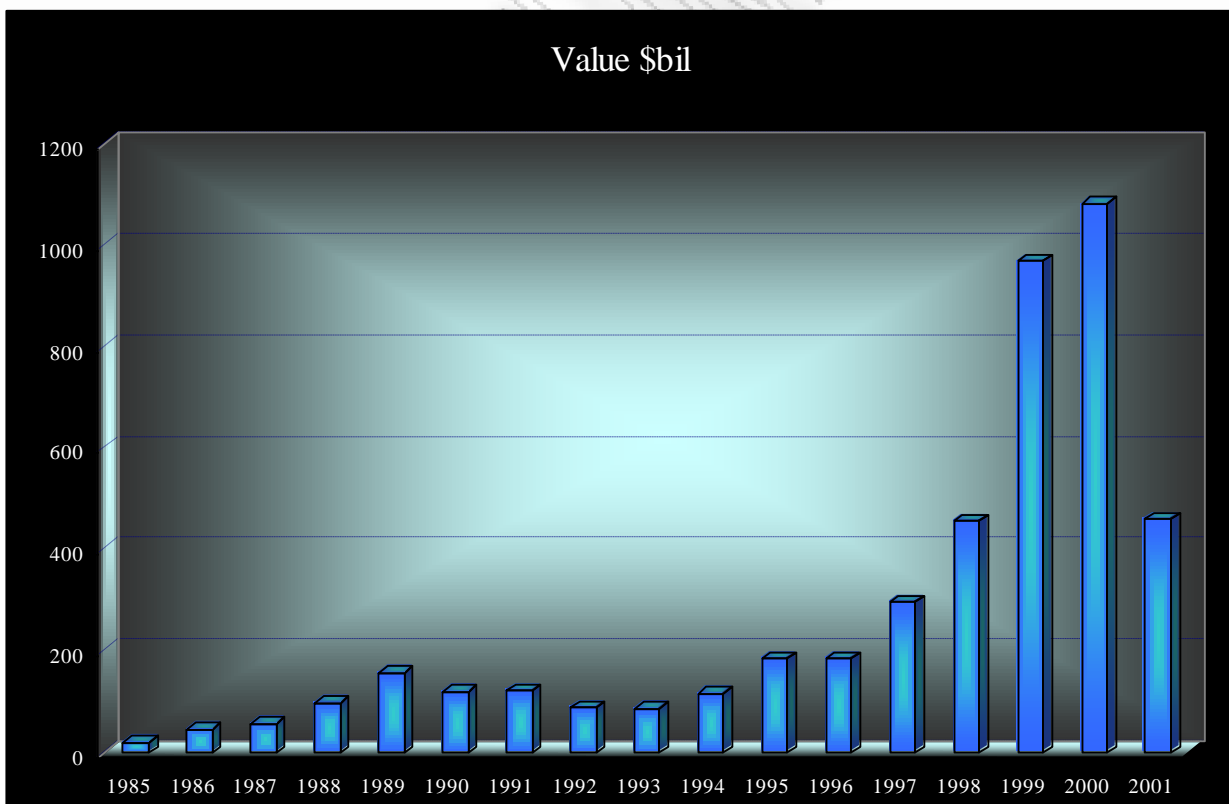
Πηγή: mergerstat

1.4.2. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στις Χώρες της Ε.Ε.

Στον Ευρωπαϊκό χώρο αν και το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι σχετικά πρόσφατο, με αφετηρία στο Ηνωμένο Βασίλειο την δεκαετία του 1960 και στις λοιπές χώρες της Ε.Ε. την δεκαετία του 1990, είναι δυνατόν να διακρίνουμε κάποιες περιόδους έξαρσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Το 1^ο κύμα, αρκετά μικρής έντασης, έλαβε χώρα μεταξύ του 1985 και του 1991. Κατά την διάρκεια της περιόδου αυτή η αξία των συγχωνεύσεων αυξήθηκε από τα \$ 21 δις το 1985 στα \$ 123 δις το 1991, με μέγιστη τιμή το 1989 όπου η αξία των συγχωνεύσεων διαμορφώθηκε στα \$156 δις. Το 2^ο κύμα το οποίο ήταν σημαντικά μεγαλύτερο τόσο από πλευράς αριθμού συναλλαγών όσο βάσει της αξίας αυτών τοποθετείται χρονικά την περίοδο 1995-2001. Κατά την διάρκεια αυτού η αξία των συναλλαγών από τα \$ 186 το 1995 εκτινάχθηκε στα \$ 1.083 δις το 2000

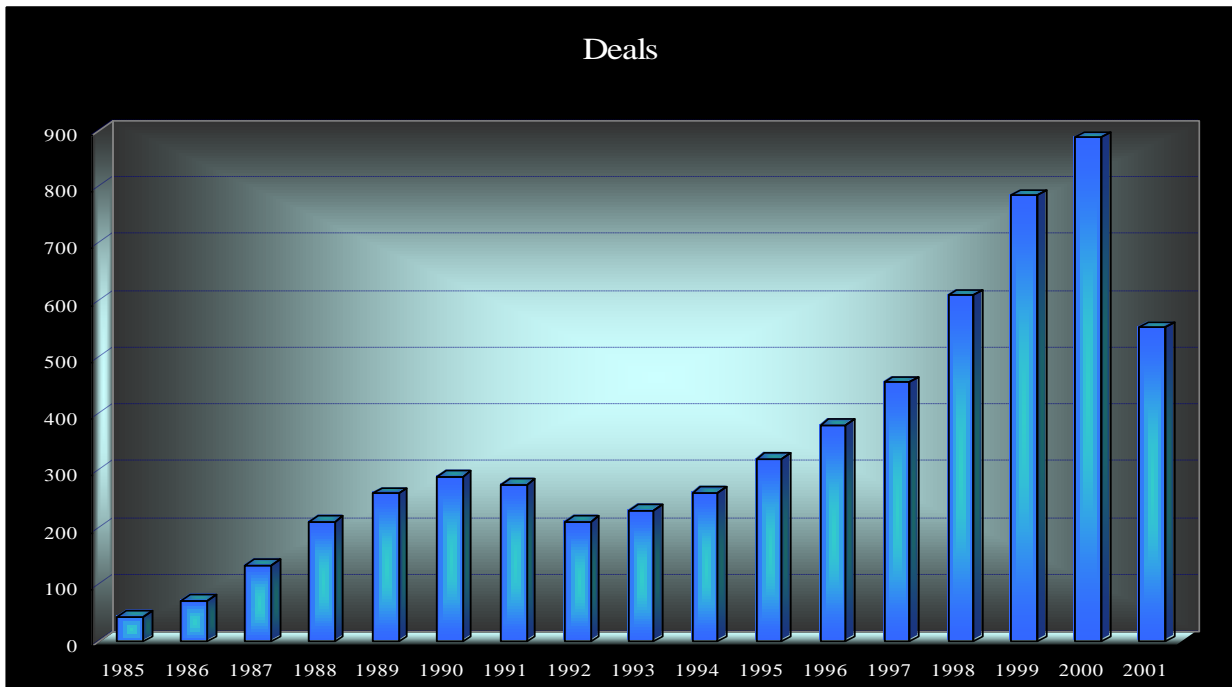
Στο 3^ο και το 4^ο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζονται η αξία των συγχωνεύσεων αυτών μετρούμενη σε δις δολαρίων και το πλήθος των συναλλαγών αντιστοίχως.

Διάγραμμα 3 «Συγχωνεύσεις και εξαγορές (Value \$ billion) στην Ε.Ε. 1985-2001»



Πηγή: Thomson Financial One Banker

Διάγραμμα 4 «Συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ε.Ε., 1985-2001»



Πηγή: Thomson Financial One Banker (Κυριαζής Δ., Συγχωνεύσεις και Εξαγορές)

Κεφάλαιο 2^ο

Θεσμικό Πλαίσιο Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Τα τελευταία χρόνια έχει αυξηθεί σημαντικά ο αριθμός των επιχειρήσεων στην Ελλάδα που εμπλέκονται σε δραστηριότητες Συγχωνεύσεων και Εξαγορών. Όλες αυτές οι εταιρικές αναδιαρθρώσεις αν και αντιμετωπίζονται συνήθως από την νομοθεσία υπό το πρίσμα ελέγχου για τη δημιουργία μονοπωλιακών καταστάσεων, ο νομοθέτης έχει προβλέψει για την ενίσχυση αυτών, παρέχοντας κίνητρα φορολογικής κυρίως φύσης, καθώς συμβάλουν αναμφισβήτητα στην ευημερία και την οικονομική ανάπτυξη

Νόμοι που Διέπουν τις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Το ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο που ρυθμίζει θέματα συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτελείται από τις ακόλουθες διατάξεις :

✓ **Κώδικας Νόμων 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών»** και ειδικότερα τα άρθρα 68 έως 80 αυτού, όπως αυτά τροποποιήθηκαν με το Προεδρικό Διάταγμα 498/1987

✓ **Νομοθετικό Διάταγμα 1297/1972 και τα άρθρα 1 έως 5 του Ν. 2166/1993** «Περί κινήτρων ανάπτυξης επιχειρήσεων, διαρρυθμίσεις στην έμμεση και άμεση φορολογία και άλλες διατάξεις», τα οποία ρυθμίζουν συγχωνεύσεις εταιρειών οποιασδήποτε νομικής μορφής.

✓ **Νόμος 2578/98** για εταιρείες διαφορετικών Κρατών Μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που ενσωματώνει στο ελληνικό δίκαιο τις διατάξεις της Οδηγίας 90/434 ΕΟΚ, L. 225, 20.8.90.

✓ **Νόμος 3461/2006**, ο οποίος αφορά στις Δημόσιες Προτάσεις και με τον οποίο ενσωματώθηκε στο Εθνικό Δίκαιο η Κοινοτική Οδηγία 2004/25/EK

Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφερθεί ότι υπάρχουν και άλλες διατάξεις που ρυθμίζουν ειδικά θέματα περί συγχωνεύσεων και εξαγορών, όπως ο Ν.3190/1955 για συγχώνευση εταιρειών περιορισμένης ευθύνης ή ο Ν.2515/1997 για συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων. Ακολούθως όμως, θα γίνει παρουσίαση του έννομου πλαισίου βάσει του Κώδικα Νόμων 2190/1920, του Ν.3461/2006 και των αναπτυξιακών νόμων Ν.2166/1993 και Ν.Δ.1297/1972.

2.1. Είδη Συγχώνευσης Βάσει του Κ.Ν. 2190/1920

Ο κώδικας νόμων 2190/1920 περιλαμβάνει διατάξεις αποκλειστικά για τη συγχώνευση μεταξύ ανώνυμων εταιρειών και όχι μεταξύ αυτών και εταιρειών με διαφορετική νομική μορφή. Σύμφωνα τον Κ.Ν. 2190/1920 υπάρχουν τέσσερις τρόποι συγχώνευσης εταιρειών:

1. Συγχώνευση με απορρόφηση (merger by absorption), η οποία ρυθμίζεται από τις διατάξεις των άρθρων 68 έως 78.

2. Συγχώνευση με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας (merger by consolidation), η οποία ρυθμίζεται από τα άρθρα 68 έως 78.

3. Συγχώνευση με απορρόφηση καθολικά εξαρτημένης εταιρείας η οποία ρυθμίζεται σύμφωνα με το άρθρο 78.

4. Εξαγορά μιας εταιρείας (ή περισσότερων) από άλλη ανώνυμη εταιρεία (merger by acquisition), η οποία ρυθμίζεται σύμφωνα το άρθρο 79.

2.1.1 Συγχώνευσης ανωνύμων εταιρειών με απορρόφηση (άρθρα 68 έως 78 του Ν 2190/1920)

«**Συγχώνευση με απορρόφηση**» καλείται η πράξη κατά με την οποία μια ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες (απορροφούμενες), οι οποίες διαλύονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση αυτών, μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) σε άλλη υφιστάμενη ανώνυμη εταιρεία (απορροφούσα), έναντι αποδόσεως στους μετόχους μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφούσα και ενδεχομένως ένα ορισμένο χρηματικό ποσό προς συμψηφισμό των μετοχών που δικαιούνται. Το ποσό αυτό δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών, που αποδίδονται στους μετόχους των απορροφούμενων εταιρειών, και αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών, την αξία καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας αυτών των εταιρειών (άρθρο 68 Ν. 2190/1920).

Πιο αναλυτικά λοιπόν η συγχώνευση με απορρόφηση ανωνύμων εταιρειών συντελείται όταν συντρέχουν οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

- ✓ Η απορροφούσα εταιρεία υφίσταται κατά το χρόνο της συγχώνευσης.

Κατά το χρόνο της συγχώνευσης πρέπει να υφίσταται η ανώνυμη εταιρεία, απορροφούσα, η οποία αποκτά κατά κυριότητα το σύνολο της περιουσίας μιας ή περισσότερων ανωνύμων εταιρειών, καθώς σε αντίθετη περίπτωση, αν δηλαδή η απορροφούσα συνιστάται κατά τη συγχώνευση, αναφερόμαστε στην περίπτωση της «συγχώνευσης με σύσταση νέας εταιρείας».

- ✓ Υφίστανται μια ή περισσότερες εταιρείες που εξαφανίζονται με συγχώνευση

Κατά το χρόνο της συγχωνεύσεως, πρέπει να υφίστανται μια ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες, απορροφούμενες, οι οποίες λύνονται και, χωρίς να υπαχθούν σε εκκαθάριση, μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσία τους στην απορροφούσα. Ο νόμος δεν αξιώνει οι απορροφούμενες εταιρείες να έχουν ομοειδές αντικείμενο με την απορροφούσα ή να έχουν τα αυτά με εκείνη χαρακτηριστικά .

- ✓ Πραγματοποιείται μεταβίβαση στην απορροφούσα του συνόλου της περιουσίας καθεμιάς απορροφώμενης εταιρείας

Οι απορροφούμενες πρέπει να μεταβιβάζουν στην απορροφούσα το σύνολο της περιουσίας τους, δηλαδή το σύνολο του ενεργητικού και των υποχρεώσεων τους. Δεν είναι δυνατό να απορροφηθεί τμήμα της εταιρείας και κατά το υπόλοιπο η εταιρεία να εξακολουθεί να λειτουργεί. Αυτό ορίζεται ρητά στο νόμο, αλλά συνάγεται και από τις διατάξεις περί εκκαθάρισεως, περί ισότητας των μετοχών, περί δικαιωμάτων των πιστωτών, διατάξεις που είναι τελείως ασυμβίβαστες με οποιαδήποτε έννοια τμηματικής απορροφήσεως.

✓ Αύξηση του κεφαλαίου της απορροφούσας με έκδοση νέων μετοχών

Η απορροφούσα εταιρεία, έναντι της αξίας της εισφερόμενης καθαρής θέσης των απορροφούμενων εταιρειών, προβαίνει σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της, αποδίδοντας τις νέες μετοχές στους μετόχους των απορροφούμενων εταιρειών. (Ο αριθμός των μετοχών που αποδίδονται στους μετόχους της απορροφούσας υπολογίζεται βάσει της εσωτερικής λογιστικής αξίας των μετοχών κάθε εταιρείας και της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών της απορροφούμενης προς της μετοχές της απορροφούσας.)

✓ Ενδεχόμενη καταβολή χρηματικού ανταλλάγματος

Σε πολλές περιπτώσεις οι μετοχές που εκδίδει η απορροφούσα προς ανταλλαγή με τις μετοχές της απορροφώμενης δε χαρακτηρίζονται από ακέραιη αντιστοιχία. Έτσι, η απορροφούσα ενδεχομένως, προς στρογγυλοποίηση της αντιστοιχίας των μετοχών, μπορεί να καταβάλει τη διαφορά σε μετρητά χωρίς ωστόσο το ποσό αυτό να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών που αποδίδονται στους μετόχους των απορροφούμενων εταιρειών.

Διαδικασίες και διατυπώσεις της «συγχωνεύσεως με απορρόφηση»

Ο Ν 2190/1920 απαιτεί μια σειρά διατυπώσεων και ενεργειών για την πραγματοποίηση της απορροφήσεως των εταιρειών. Η διαδικασία μπορεί να διαχωριστεί στα ακόλουθα στάδια:

1^ο Στάδιο: Κατάρτιση εγγράφου σχεδίου σύμβασης συγχωνεύσεως και Εκθέσεων των Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιρειών για το σχέδιο αυτό. Στο πρώτο στάδιο, που ακολουθεί τις αναγκαίες διαπραγματεύσεις μεταξύ των προς συγχώνευση εταιρειών, λαμβάνουν χώρα οι ακόλουθες ενέργειες:

α) Τα Δ.Σ. των προς συγχώνευση εταιρειών (απορροφούσας και απορροφούμενης) καταρτίζουν και εγκρίνουν το σχέδιο σύμβασης συγχωνεύσεως, το ελάχιστο περιεχόμενο του οποίου καθορίζεται από το νόμο.

β) Το Δ.Σ. καθεμιάς από τις προς συγχώνευση εταιρείες καταρτίζει έκθεση επεξηγήσεως και δικαιολόγησης, από νομική και οικονομική άποψη, του σχεδίου σύμβασης συγχωνεύσεως, η οποία υποβάλλεται στη ΓΣ των μετόχων της εταιρείας που θα αποφασίσει για τη συγχώνευση.

γ) Το σχέδιο σύμβασης συγχωνεύσεως και οι εκθέσεις των Δ.Σ. υποβάλλονται σε δημοσιότητα. Ειδικότερα: το σχέδιο της σύμβασης συγχωνεύσεως καταχωρείται στο Μητρώο Ανώνυμων Εταιρειών καθεμιάς από τις συγχωνευόμενες εταιρείες και περίληψη ανακοίνωση για την καταχώρηση αυτή δημοσιεύεται στο τεύχος Α.Ε. και ΕΠΕ της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως.

2^ο Στάδιο: Εκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων των συγχωνευόμενων εταιρειών από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων. Για την εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευόμενων εταιρειών, συντάσσεται έκθεση προς τη ΓΣ των μετόχων των εταιρειών αυτών, από την επιτροπή εμπειρογνομόνων, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 9 Ν. 2190/1920. Η επιτροπή αυτή, που ορίζεται έπειτα από κοινή αίτηση των συγχωνευόμενων εταιρειών, εξετάζει επίσης και τους όρους που περιλαμβάνονται στο σχέδιο σύμβασης της συγχώνευση. Η επιτροπή εμπειρογνομόνων αφενός μεν εκτιμά την αξία των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων της απορροφούσας και των απορροφούμενων εταιρειών και αφετέρου αποφαινεται αν η σχέση ανταλλαγής των μετοχών απορροφούσας-απορροφούμενων εταιρειών είναι «δίκαιη και λογική» και συντάσσει σχετική έκθεση. Στο σχέδιο της σύμβασης συγχωνεύσεως, στη σύμβαση συγχωνεύσεως, και στις αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων των συγχωνευόμενων εταιρειών, επιβάλλεται να αναφέρεται η σχέση ανταλλαγής των μετοχών μεταξύ των εταιρειών καθώς η σχέση αυτή καθορίζει στην ουσία το αντάλλαγμα που λαμβάνουν οι μέτοχοι από την αποστέρηση της δικής τους επιχειρήσεως. Αυτός ακριβώς είναι ο λόγος που ο νόμος επιβάλλει ως πρώτη υποχρέωση της επιτροπής εμπειρογνομόνων να αναφέρει την έκθεσή της «αν, κατά τη γνώμη της, η σχέση ανταλλαγής των μετοχών της ή των απορροφούμενων εταιρειών προς τις μετοχές που εκδίδει η απορροφούσα εταιρεία είναι «δίκαιη και λογική»».

3^ο Στάδιο: Δημοσίευση του σχεδίου της σύμβασης συγχωνεύσεως σε ημερήσια οικονομική εφημερίδα και παροχή εγγυήσεων στους πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιρειών. Το σχέδιο της σύμβασης συγχωνεύσεως, μετά την καταχώρησή του στα Μητρώα Ανώνυμων Εταιρειών των συγχωνευόμενων εταιρειών, δημοσιεύεται σε ημερήσια οικονομική εφημερίδα. Μέσα σε ένα μήνα από τη δημοσίευση αυτή οι πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιρειών έχουν δικαίωμα να ζητήσουν επαρκείς

εγγυήσεις αν η οικονομική κατάσταση των συγχωνευόμενων εταιρειών καθιστά απαραίτητη την προστασία αυτή και εφόσον οι πιστωτές αυτοί δεν έχουν ήδη λάβει τέτοιες εγγυήσεις. Οι αντιρρήσεις που τυχόν προβάλλουν οι πιστωτές κατά της συγχωνεύσεως εκδικάζονται από το Μονομελές Πρωτοδικείο της έδρας οποιασδήποτε από τις αιτούσες εταιρείες. Η προστασία των δανειστών του άρθρου 70 παρ. 2 και 3 ισχύει για τους δανειστές τόσο της απορροφούσα όσο και της απορροφούμενης εταιρείας.

4^ο Στάδιο: Πληροφόρηση των μετόχων σχετικά με το σχέδιο της σύμβασης συγχωνεύσεως και την οικονομική κατάσταση των συγχωνευόμενων εταιρειών. Κάθε συγχωνευόμενη εταιρεία θέτει στη διάθεση των μετόχων της τουλάχιστον το σχέδιο της σύμβασης συγχωνεύσεως, τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις και τις Εκθέσεις Διαχειρίσεως του Δ.Σ. των τριών τελευταίων χρήσεων των εταιρειών που συγχωνεύονται και ενδεχομένως μια λογιστική κατάσταση. Η πληροφόρηση αυτή αποτελεί δικαίωμα των μετόχων και γίνεται ένα μήνα πριν από τη ΓΣ της εταιρείας που θα αποφασίσει για τη συγχώνευση.

5^ο Στάδιο: Έγκριση του σχεδίου σύμβασης συγχωνεύσεως από τις γενικές συνελεύσεις των συγχωνευόμενων εταιρειών. Το σχέδιο σύμβασης συγχωνεύσεως εγκρίνεται από καταστατική ΓΣ καθεμιάς συγχωνευόμενης εταιρείας. Σε περίπτωση που το σχέδιο έχει τροποποιηθεί εξαιτίας της εκτιμήσεως της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων, οι γενικές συνελεύσεις εγκρίνουν το τροποποιημένο σχέδιο.

6^ο Στάδιο: Κατάρτιση σύμβασης συγχωνεύσεως ενώπιον συμβολαιογράφου. Καταρτίζεται η σύμβαση συγχωνεύσεως ενώπιον συμβολαιογράφου. Στο συμβολαιογραφικό έγγραφο προσαρτώνται υπεύθυνες δηλώσεις του Ν.1599/86 των Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιρειών ότι δεν προβλήθηκαν από τους πιστωτές των εταιρειών αντιρρήσεις ή αυτές που προβλήθηκαν έχουν ήδη επιλυθεί.

7^ο Στάδιο: Έγκριση της συγχωνεύσεως από τον Υπουργό Εμπορίου και δημοσιότητα της συγχωνεύσεως. Η πράξη της συγχωνεύσεως εγκρίνεται από τον Υπουργό Εμπορίου (αρμόδιο Νομάρχη) και παρέχεται μόνο αφού διαπιστωθεί ότι συντελέστηκαν νόμιμα όλες οι πράξεις και οι διατυπώσεις που επιβάλλει ο νόμος για την πραγματοποίηση της συγχωνεύσεως. Μετά το πέρας και των 7 σταδίων, ολοκληρώνεται η διαδικασία της συγχωνεύσεως

2.1.2. Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας (άρθρα 68 έως 78 του Ν 2190/1920).

Σύμφωνα με τη διάταξη της παρ. 2 του άρθρου 68 του Ν.2190/1920, συγχώνευση ανώνυμων εταιρειών με σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας συντελείται όταν:

✓ Κατά το χρόνο της συγχωνεύσεως υφίστανται δύο τουλάχιστον ανώνυμες εταιρείες οι οποίες λύνονται και χωρίς να ακολουθήσουν το στάδιο της εκκαθαρίσεως μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους σε νέα ανώνυμη εταιρεία, την οποία ιδρύουν.

✓ Δημιουργείται από τις εξαφανιζόμενες εταιρείες μια νέα ανώνυμη εταιρεία στην οποία περιέρχονται τα περιουσιακά στοιχεία (ενεργητικό και υποχρεώσεις) των εταιρειών αυτών, τις οποίες διαδέχεται στα δικαιώματα και στις υποχρεώσεις τους. Η νέα εταιρεία, έναντι της αξίας των περιουσιακών στοιχείων των εξαφανιζόμενων εταιρειών τα οποία αποκτά, αποδίδει στους μετόχους των εταιρειών αυτών μετοχές εκδόσεώς της.

Στην εξεταζόμενη μορφή συγχώνευσης έχουν εφαρμογή οι διατάξεις των άρθρων 69 έως και 77, όπως εκτενώς παρουσιάστηκαν ανωτέρω.

2.1.3. Συγχώνευση με απορρόφηση καθολικά εξαρτημένης εταιρείας (άρθρο 78)

Η περίπτωση της συγχώνευσης εταιρειών με απορρόφηση οι οποίες συνδέονται με καθολική κεφαλαιακή δέσμευση, δηλαδή η απορροφούσα είναι ο μοναδικός μέτοχος της απορροφούμενης (κατέχει το 100% μετοχών της) σύμφωνα με το άρθρο 78 παρ. 1 του Ν2190/1920 υπόκειται στις διατάξεις των άρθρων 69 έως και 77 του νόμου με ορισμένες εξαιρέσεις, δηλαδή απαλλάσσονται οι συγχωνευόμενες εταιρείες από ορισμένες διατυπώσεις υπό την προϋπόθεση πάντα ότι η απορροφούσα εταιρεία είναι μητρική εταιρεία και κυρία του συνόλου (100%) των μετοχών της μονομετοχικής θυγατρικής της εταιρείας, άσχετα αν ένα μέρος των μετοχών αυτών κατέχει τρίτο πρόσωπο, αλλά για λογαριασμό της απορροφούσας μητρικής εταιρείας, όπως λ.χ. λόγω νομής, εγγυήσεως, προς φύλαξη κ.λπ..

2.1.4. Εξαγορά μιας εταιρείας (ή περισσότερων) από άλλη ανώνυμη εταιρεία

Σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2190/1920 (άρθρο 79) η εξαγορά μιας ή περισσότερων ανώνυμων εταιρειών από μια άλλη ανώνυμη εξομοιώνεται με απορρόφηση των εξαγοραζόμενων εταιρειών από την εξαγοράζουσα. Συγκεκριμένα ως εξαγορά με βάση τον Ν.2190/1920 ορίζεται η πράξη κατά την οποία μια ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες (εξαγοραζόμενες), οι οποίες διαλύονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση αυτών, μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) σε άλλη υφιστάμενη ανώνυμη εταιρεία (εξαγοράζουσα), έναντι αποδόσεως στους μετόχους του αντιτίμου των δικαιωμάτων τους. Η εξαγορά εταιρείας που διέπεται από το άρθρο 79 του ν. 2190/1920 διαφέρει ουσιωδώς από την εξαγορά της πλειοψηφίας ή του συνόλου των μετοχών μιας εταιρείας. Στην πρώτη μορφή εξαγοράς το νομικό πρόσωπο της εξαγοραζόμενης εταιρείας παύει να υπάρχει, ενώ στη δεύτερη μορφή εξαγοράς το νομικό πρόσωπο της εξαγοραζόμενης εταιρείας εξακολουθεί να υφίσταται και μετά την εξαγορά και απλώς το χαρτοφυλάκιο των μετοχών της «αλλάζει χέρια».

Παρατηρήσεις:

Με την εξαγορά, το μετοχικό κεφάλαιο της εξαγοράζουσας επιχείρησης δεν αυξάνεται, αφού αυτή καταβάλλει την αξία της καθαρής περιουσίας της εξαγοραζόμενης εταιρείας ενώ οι μέτοχοι της τελευταίας δεν καθίστανται μέτοχοι της πρώτης. Δεν τίθεται συνεπώς ζήτημα καθορισμού σχέσης ανταλλαγής των μετοχών. Ωστόσο, η εισφορά της περιουσίας της εξαγοραζόμενης εταιρείας απαιτεί την εκτίμηση της αξίας της, με βάση την οποία θα καθοριστεί το τίμημα της εξαγοράς.

Διατυπώσεις της συγχωνεύσεως δια εξαγοράς ανώνυμης εταιρείων

Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 79 παρ. 1 του Ν.2190/1920, επί εξαγοράς εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις των άρθρων 69 έως 77 του ίδιου νόμου, η ίδια διαδικασία δηλαδή που ακολουθείται όπως και στην περίπτωση της συγχώνευσης εταιρειών με απορρόφηση που αναλύθηκε ανωτέρω.

2.2. Δημόσιες Προτάσεις Ν.3461/2006

Με το Ν.3461/2006 ενσωματώθηκε στο Εθνικό Δίκαιο η Οδηγία 2004/25/ΕΚ και δημιουργήθηκε ένα νέο πλαίσιο διενέργειας δημοσίων προτάσεων για την απόκτηση εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών που αντικατέστησε τις μέχρι τότε ισχύουσες διατάξεις.

Συγκεκριμένα στον Ν.3461/2006 η δημόσια πρόταση αντιμετωπίζεται: είτε ως διαδικασία μέσω της οποίας αποκτάται ή μπορεί να αποκτηθεί ο έλεγχος μια εταιρείας είτε ως ο μηχανισμός προστασίας των δικαιωμάτων της μειοψηφίας που τίθενται υποχρεωτικά σε εφαρμογή μετά την απόκτηση του ελέγχου μιας εταιρείας. Το διφυή αυτό στόχο του νόμου εξυπηρετεί η διάκριση των δημοσίων προτάσεων σε **προαιρετικές** και **υποχρεωτικές** (Βελέντζας 2006.)

Υποχρεωτική δημόσια πρόταση

Σύμφωνα με το Ν. 3461/2006 λοιπόν προβλέπεται η υποχρέωση υποβολής δημόσιας πρότασης ως συνέπεια της απόκτησης του ελέγχου μιας εταιρείας με οποιοδήποτε τρόπο, έτσι ώστε να παρέχεται σε όλους τους μετόχους της η δυνατότητα εξόδου τους από αυτήν με όρους εύλογους και δίκαιους και να διασφαλίζεται η αρχή της ισότιμης μεταχείρισης τους.

Ειδικότερα προβλέπεται ότι κάθε πρόσωπο που 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 υπερβαίνει το 1/3 του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας, υποχρεούται, εντός 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. (Με την μείωση του ποσοστού από 50%, που ίσχυε βάσει των προηγούμενων διατάξεων, σε 1/3 των δικαιωμάτων ψήφου επιδιώκεται αφενός η προσαρμογή της ρύθμισης στη διαρκώς εξελισσόμενη οικονομική πραγματικότητα και αφετέρου η εναρμόνιση με τα ισχύοντα στις περισσότερες χώρες της ΕΕ).

Την ίδια υποχρέωση υποβολής δημόσιας πρότασης υπέχει και κάθε πρόσωπο που κατέχει ήδη περισσότερο από το 1/3, αλλά χωρίς να υπερβαίνει το 1/2, του συνόλου των

δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας και το οποίο αποκτά μέσα σε 12 μήνες κινητές αξίες της υπό εξαγορά εταιρείας, οι οποίες αντιπροσωπεύουν ποσοστό ανώτερο του 3% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας.

Προαιρετική δημόσια πρόταση

Σύμφωνα με το Ν.3461/2006 απελευθερώνεται η προαιρετική δημόσια πρόταση και δεν προβλέπεται ελάχιστο ποσοστό μετοχών το οποίο οφείλει να αποκτήσει ο προτείνων απαλλάσσοντας τον έτσι από την υποχρέωση επιδίωξης απόκτησης ελέγχου (όπως προέβλεπαν οι προηγούμενες διατάξεις). Η προαιρετική δημόσια πρόταση λοιπόν μπορεί να αποσκοπεί στην απόκτηση οποιουδήποτε αριθμού μετοχών μιας εταιρείας, προβλέπεται όμως ότι όποιος προβαίνει σε προαιρετική δημόσια πρόταση αξιών υποχρεούται να αποκτήσει όλες τις κινητές αξίες οι οποίες θα του προσφερθούν, εκτός εάν έχει ορίσει μέγιστο αριθμό κινητών αξιών που δεσμεύεται να αποδεχθεί ενώ τέλος παρέχεται η δυνατότητα στον προτείνοντα να ορίσει ελάχιστο αριθμό κινητών αξιών που θα πρέπει να του προσφερθούν προκειμένου να ισχύσει η δημόσια πρόταση.

Αντάλλαγμα

Ο προτείνων μπορεί να προσφέρει ως αντάλλαγμα τίτλους, που αντιπροσωπεύουν κινητές αξίες εισηγμένες ή μη σε οργανωμένη αγορά ή την καταβολή χρηματικού ανταλλάγματος ή συνδυασμό αυτών.

Σε περίπτωση υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης, πρέπει να παρέχεται η ευχέρεια στους αποδέκτες της για καταβολή του ανταλλάγματος σε μετρητά. Σε περίπτωση που ο προτείνων απέκτησε, μετά τη δημοσιοποίηση της πρότασης και πριν τη λήξη της περιόδου αποδοχής, κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο της δημόσιας πρότασης, σε τιμή ανώτερη εκείνης που προσφέρεται στο πλαίσιο της δημόσιας πρότασης, ο προτείνων οφείλει να αυξήσει το προσφερόμενο αντάλλαγμα έτσι ώστε αυτό να μην υπολείπεται από την ανώτερη τιμή που κατέβαλε ή κάποιο από τα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτόν κατά το ως άνω διάστημα.

Σε περίπτωση υποβολής υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης, ως εύλογο και δίκαιο αντάλλαγμα θεωρείται τίμημα σε μετρητά ανά μετοχή το οποίο δεν μπορεί να είναι κατώτερο:

✓ από τη μέση χρηματιστηριακή τιμή της κινητής αξίας, που αποτελεί αντικείμενο της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης, κατά τους έξι μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας κατά την οποία ο προτείνων κατέστη υπόχρεος να υποβάλει δημόσια πρόταση, ούτε

✓ από την υψηλότερη τιμή στην οποία το υπόχρεο πρόσωπο ή κάποιο από τα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτό απέκτησε, κατά τους δώδεκα μήνες που προηγούνται της δημοσιοποίησης της δημόσιας πρότασης, κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο της δημόσιας πρότασης.

Η αρχή της ίσης μεταχείρισης δεν επιτρέπει τη διαφοροποίηση του ανταλλάγματος μόνο για κάποιους κατόχους κινητών αξιών. Ομοίως, η βελτίωση των όρων της πρότασης αποφασίζεται με βάση αντικειμενικά κριτήρια και όχι προς εξυπηρέτηση κάποιων κατόχων κινητών αξιών.

Δημοσιοποίηση της πρότασης και ενημέρωσης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Σύμφωνα με το Ν.3461/2006, το πρόσωπο που έχει αποφασίσει τη διενέργεια δημόσιας πρότασης, πριν προβεί σε οποιαδήποτε σχετική ανακοίνωση προς το κοινό, ενημερώνει εγγράφως την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το ΔΣ της υπό εξαγορά εταιρείας. Η ενημέρωση γίνεται αμέσως μετά τη λήψη της απόφασης για τη διενέργεια της δημόσιας πρότασης. Ταυτόχρονα, ο προτείνων υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο ΔΣ της υπό εξαγορά εταιρείας σχέδιο του πληροφοριακού δελτίου.

2.3. Φορολογικοί νόμοι

Η Ελληνική Πολιτεία, προκειμένου να συνδράμει στη δημιουργία μεγάλων και ισχυρών παραγωγικών μονάδων ικανών να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις της σύγχρονης πραγματικότητας, για την προσέλκυση ξένων κεφαλαίων και για την ενίσχυση των επενδύσεων έχει προβεί κατά καιρούς στη θέσπιση διαφόρων φορολογικών νόμων με σκοπό την παροχή κινήτρων στις μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις.

Οι βασικότεροι νόμοι που παρέχουν φορολογικές απαλλαγές και διευκολύνσεις είναι το Ν.Δ. 1297/72, ο Ν. 2166/93, ο Ν. 2386/96 (ο οποίος ίσχυσε μέχρι 31.12.98 οπότε και καταργήθηκε) και ο Ν. 2578/98 (για εταιρείες διαφορετικών Κρατών-Μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης) που ενσωματώνει στο ελληνικό δίκαιο τις διατάξεις της Οδηγίας 90/434 ΕΟΚ, L. 225, 20.8.90.

Με βάση λοιπόν τις διατάξεις του Ν.Δ. 1297/1972 και του Ν. 2166/1993, απαλλάσσονται παντός φόρου, τέλους, χαρτοσήμου ή οιοδήποτε άλλου τέλους υπέρ του Δημοσίου, καθώς και εισφοράς ή δικαιώματος υπέρ οιοδήποτε τρίτου: 1) η σύμβαση μετατροπής, 2) η εισφορά και μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων της μετατρέπομενης επιχείρησης και η μεταγραφή των σχετικών πράξεων και 3) η μεταβίβαση στοιχείων ενεργητικού ή παθητικού ή άλλων δικαιωμάτων ή υποχρεώσεων καθώς και κάθε εμπράγματος δικαιώματος.

Πιο συγκεκριμένα λοιπόν σε περίπτωση μετατροπής με το Ν.Δ. 1297/1972 πραγματοποιείται εκτίμηση της εισφερόμενης περιουσίας των απορροφούμενων επιχειρήσεων από την επιτροπή του άρθρου 9 του Ν. 2190/1920 και η προκύπτουσα υπεραξία παρακολουθείται σε ιδιαίτερους λογαριασμούς και φορολογείται κατά το χρόνο διαλύσεως της εταιρείας. Για τον υπολογισμό των διανεμόμενων μετοχών, των μετοχών δηλαδή της απορροφούμενης εταιρείας που ανταλλάσσονται με μετοχές της απορροφούσας, ως κριτήριο λαμβάνεται η εσωτερική αξία των μετοχών των δύο εταιρειών το οποίο απαιτεί εκτίμηση από την επιτροπή του άρθρου 9 της περιουσίας και της απορροφούσας και της απορροφούμενης εταιρείας.

Σε περίπτωση μετατροπής με το Ν.2166/1993 δεν πραγματοποιείται εκτίμηση της εισφερόμενης περιουσίας των απορροφούμενων επιχειρήσεων από την επιτροπή του άρθρου 9 του Ν. 2190/1920 αλλά επιβεβαίωση των λογιστικών αξιών. Για τον υπολογισμό των διανεμόμενων μετοχών, το έργο της ανεύρεσης της συμμετοχής των μετασχηματιζόμενων εταιρειών στο κεφάλαιο της νέας εταιρείας ανήκει στις γενικές συνελεύσεις των μέτοχων χωρίς να υπάρχει υποχρέωση προσδιορισμού της σχέσης αυτής από την επιτροπή του άρθρου 9.

Στον Πίνακα που παρατίθεται κατωτέρω συνοψίζονται οι βασικές διαφορές μεταξύ των νόμων 2166/1993, 1297/1972 και του 2190/1920

Πίνακας 1: Διαφορές μεταξύ των νόμων 2166/1993, 1297/1972 και του 2190/1920»

Προϋποθέσεις /Απαλλαγές	Ν.Δ. 1297/1972	Ν. 2166/1993	Ν. 2190/1920
Βιβλία & στοιχεία του ΚΒΣ	Ανεξαρτήτως κατηγορίας βιβλίων και αν έχει κλείσει ισολογισμό (κατά το χρόνο μετατροπής ή συγχώνευσης)	Οι μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις πρέπει να τηρούν Γ κατηγορίας βιβλία του ΚΒΣ και να έχουν συντάξει τουλάχιστον έναν Ισολογισμό για δωδεκάμηνο ή μεγαλύτερο χρονικό διάστημα πριν τον ισολογισμό μετασχηματισμού.	Μπορούν να συστήσουν ΕΠΕ ή ΑΕ, ανεξαρτήτως της κατηγορίας τηρούμενων βιβλίων των συγχωνευόμενων εταιρειών
Αντικείμενο εργασιών	Ανεξαρτήτως αντικειμένου εργασιών με εξαίρεση τις εταιρείες κατασκευής και εκμετάλλευσης ακινήτων (ισχύει για την απορροφούμενη)	Ανεξαρτήτως αντικειμένου εργασιών με εξαίρεση τις εταιρείες κατασκευής και εκμετάλλευσης ακινήτων (ισχύει για την απορροφούμενη)	Ανεξαρτήτως αντικειμένου τόσο της απορροφούμενης όσο και της απορροφούσας
Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο της απορροφούσας μετά τον μετασχηματισμό	300.000 ευρώ για ΑΕ 146.735 ευρώ για ΕΠΕ	300.000 ευρώ για ΑΕ 146.735 ευρώ για ΕΠΕ	60.000 ευρώ για ΑΕ 18.000 ευρώ για ΕΠΕ
Μετοχές (είδος μετοχών & περιορισμοί)	Α) εκτός της περίπτωσης συγχωνεύσεως ΑΕ, ονομαστικές μετοχές(100%) στο εισφερόμενο κεφάλαιο για μια πενταετία Β) εκτός της περίπτωσης συγχωνεύσεως ΑΕ, οι μετοχές της ΑΕ, που αντιστοιχούν στην αξία του εισφερόμενου κεφαλαίου, είναι υποχρεωτικά μη μεταβιβάσιμες κατά 75%για μια πενταετία από το χρόνο της συγχώνευσης ή μετατροπής	Ελεύθερα, χωρίς κανένα περιορισμό	Ελεύθερα, χωρίς κανένα περιορισμό
Εκτίμηση εισφερόμενων στοιχείων	Εκτίμηση της εισφερόμενης περιουσίας από την Επιτροπή του άρθρου 9 του Ν.2190/1920 και καταχώρηση της προκύπτουσας Υπεραξίας σε λογαριασμούς τάξεως Η εκτίμηση πραγματοποιείται βάσει του τελευταίου Ισολογισμού, προσωρινός Ισολογισμός.	Δεν πραγματοποιείται εκτίμηση της εισφερόμενης περιουσίας από την Επιτροπή άρθρου 9 του Ν.2190/1920, αλλά πιστοποίηση των λογιστικών αξιών των εισφερόμενων περιουσιακών στοιχείων από τις συγχωνευόμενες εταιρείες στη νέα εταιρεία είτε από Ορκωτό Ελεγκτή είτε από την Επιτροπή άρθρου 9 είτε από την Αρμόδια ΔΥΟ. Η εκτίμηση πραγματοποιείται βάσει του τελευταίου Ισολογισμού, οριστικός Ισολογισμός, ο οποίος αποτελεί και τον Ισολογισμό Μετασχηματισμού	Εκτιμητική Επιτροπή άρθρου 9 Ν.2190/1920 υποχρεωτικά (όχι βάσει βιβλίων), ή δυνατότητα μη αποτίμησης των εταιρικών εισφορών από τη σχετική Εκτιμητική Επιτροπή, υπό τις προϋποθέσεις του άρθρου 9α του Ν.2190/1920
Επιβολή φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίου (ΦΣΚ)	Το εισφερόμενο κεφάλαιο απαλλάσσεται του ΦΣΚ και φορολογείται μόνο η υπεραξία	Δεν επιβάλλεται ΦΣΚ, αφού δεν πραγματοποιείται εκτίμηση και δεν προκύπτει υπεραξία.	Επιβολή ΦΣΚ 1%

Μεταφορά ζημιάς της μετασχη/μενης εταιρείας	Δεν μεταφέρεται η φορολογική ζημιά	Μεταφέρεται η φορολογική ζημιά	Δεν μεταφέρεται η φορολογική ζημιά
Φορολογία αποθεματικών	Οι αφορολόγητες κρατήσεις εκ των κερδών ή τα ειδικά αφορολόγητα αποθεματικά εκ των μη διανεμόμενων κερδών, που υφίστανται στις μετασχηματιζόμενες εταιρείες, εφόσον μεταφέρονται αυτούσια σε ειδικούς λογαριασμούς στη νέα εταιρεία, δεν υπόκεινται σε φορολογία.	Οι αφορολόγητες κρατήσεις εκ των κερδών ή τα ειδικά αφορολόγητα αποθεματικά εκ των μη διανεμόμενων κερδών, που υφίστανται στις μετασχηματιζόμενες εταιρείες, εφόσον μεταφέρονται αυτούσια σε ειδικούς λογαριασμούς στη νέα εταιρεία, δεν υπόκεινται σε φορολογία.	Φορολογούνται τα αποθεματικά κατά το χρόνο της μετατροπής ή συγχώνευσης
Φορολόγηση προκύπτουσας υπεραξίας	Δεν επιβάλλεται φόρος εισοδήματος στην προκύπτουσα υπεραξία κατά το χρόνο του μετασχηματισμού, αλλά η προκύπτουσα υπεραξία παρακολουθείται σε ιδιαίτερο λογαριασμό και φορολογείται κατά την διάλυση της εταιρείας.	Δεν προκύπτει υπεραξία και επομένως δεν επιβάλλεται φόρος εισοδήματος	Επιβάλλεται φόρος υπεραξίας 20% και τέλος χαρτοσήμου 2.4%.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

Κεφάλαιο 3^ο

Επισκόπηση Βιβλιογραφίας

“Αποδοτικότητα των Συγχωνεύσεων και εξαγορών”

Η **αποδοτικότητα των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών** έχει αποτελέσει το κεντρικό αντικείμενο πολλών ερευνητικών μελετών την τελευταία 35ετία, με το ζήτημα «αν οι Συγχωνεύσεις & Εξαγορές καταστρέφουν, διατηρούν ή δημιουργούν αξία για τα εμπλεκόμενα μέρη» να κατέχει κεντρική και πρωταγωνιστική θέση στην πλειοψηφία αυτών των ερευνών.

Οι δυο δημοφιλέστερες μέθοδοι προσέγγισης του ζητήματος που συναντώνται στην διεθνή βιβλιογραφία και οι οποίες επιχειρούν να δώσουν απάντηση στο ερώτημα «αν η ενιαία επιχείρηση που προκύπτει από την ένωση δυο ή περισσότερων μονάδων οδηγεί σε υψηλότερες αποδόσεις» είναι: **(1) η μέθοδος των μη-κανονικών αποδόσεων (Abnormal Returns-events studies)** και **(2) η μέθοδος αξιολόγησης της απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (accounting studies)**

Σύμφωνα με την 1^η μέθοδο υπολογίζονται οι μη-κανονικές αποδόσεις για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης της συγχώνευσης-εξαγοράς μέχρι την ολοκλήρωση της και βάσει αυτών εξάγονται συμπεράσματα για το αν καταστρέφεται ή δημιουργείται αξία για τους μέτοχους. Τα αποτελέσματα των περισσότερων ερευνητικών μελετών (οι οποίες βασίζονται σε δεδομένα της αγοράς, market based studies) έχουν δείξει ότι οι μέτοχοι των εταιριών στόχων επωφελούνται από τις Σ&Ε ιδιαίτερα στις περιπτώσεις των εχθρικών εξαγορών, με τις μη-κανονικές αποδόσεις τους να είναι σημαντικά θετικές ενώ οι μέτοχοι των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων εμφανίζονται άλλοτε να επιτυγχάνουν οριακά κέρδη και άλλοτε να υφίστανται ζημίες.

Μια γενική και ενδεικτική σύνοψη των αποτελεσμάτων διαφόρων ερευνητικών μελετών βασιζόμενων στις μη-κανονικές αποδόσεις (events studies) παρατίθεται στους ακόλουθους πίνακες 2 και 3:

Πίνακας 2: Μη-κανονικές αποδόσεις για τους μετόχους των εταιριών στόχων

Μελέτη	CARs	Μέγεθος Δείγματος	Περίοδος	event window	% θετικών αποδόσεων
Franks, Harris & Titman (1991)	28,04%*	399	1975-84	(-5,+5)	-
Kaplan & Weisbach (1992)	26,90%*	271	1971-82	(-5,+5)	94,7%
Schwert (1996)	26,30%*	666	1975-91	(-42,126)	-
Loughran & Vijh (1997)	29,6%*merger 126,9%*tender 47,9%*combined	419 135	1970-89	(-2,1250)	-
Eckbo & Thorburn (2000)	7,45%*	332	1964-83	(-40,0)	-
Mulherin and Boone(2000)	21,20%*	376	1990-99	(-1,+1)	-
Houston et al. (2001)	20,80%*	64	1985-96	(-4,+1)	-
Protopapas, Travlos. and Tsagarakis (2003)	8,88%*	16	1988-97	(-5,0)	-

* στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 10% ή καλύτερα

Πινάκας 3: Μη-κανονικές αποδόσεις για τους μετόχους των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων

Μελέτη	CARs	Μέγεθος Δείγματος	Περίοδος	event window	% θετικών αποδόσεων
Franks, Harris&Titman (1991)	-1,45%	399	1975-84	(-5,+5)	-
Jennings, Mazzeo (1991)	-0,80%*	352	1979-85	(-1,0)	37%
Bannerjee, Owers (1992)	-3,30%*	57	1978-87	(-1,0)	21%
Byrd, Hickman (1992)	-1,20%*	128	1980-87	(-1,0)	33%
Kaplan, Weisbach (1992)	-1,49%*	271	1971-82	(-5,+5)	38%
Smith&Kim (1994)	0,50%	177	1980-89	(-5,+5)	-
Sirrower (1994)	-2,30%*	168	1979-90	(-1,+1)	35%
Schwert (1996)	1,40%*	666	1975-91	(-42,126)	-
Lyrondi, Lazardis & Subeniotis (1999)	0,0%	50	1989-91	(-5,+5)	-
Eckbo& Thorburn (2000)	-0,30%	390	1964-83	(-40,0)	-
Mulherin and Boone(2000)	-0,37%	281	1990-99	(-1,+1)	-
Mitchell, Stafford (2000)	-0,14%*	366	1961-93	(-1,0)	-
Walker (2000)	-0,84%*	278	1980-96	(-2,+2)	41,40%
Houston et al. (2001)	-3,47%*	64	1985-96	(-4,+1)	-
Mulherin (2000)	0,85%*	161	1962-97	(-1,0)	49%

Billet, King & Mauer (2003)	<i>0,15%</i>	<i>831</i>	<i>1979-97</i>	<i>(-1,0)</i>	<i>-</i>
Kuiper, Miller & Patel(2002)	<i>-0,92%*</i>	<i>138</i>	<i>1982-91</i>	<i>(-1,0)</i>	<i>-</i>
Renneboog & Georgen (2003)	<i>0.70%*</i>	<i>142</i>	<i>1993-2000</i>	<i>(-1,0)</i>	<i>-</i>
Protopapas, Travlos. and Tsagarakis (2003)	<i>1,98%*</i>	<i>56</i>	<i>1988-1997</i>	<i>(-5,0)</i>	<i>-</i>

(κύρια πηγή των ανωτέρω πινάκων αποτέλεσε το βιβλίο “Applied Mergers and Acquisitions, Bruner, R., 2004”, ωστόσο μέρος των αποτελεσμάτων προέρχεται από τις ίδιες τις ερευνητικές μελέτες που παρουσιάζονται ανωτέρω)

Πέραν των πλεονεκτημάτων και των αδυναμιών που χαρακτηρίζουν τη μέθοδο αυτή όσον αναφορά τις βασικές παραδοχές και υποθέσεις στις οποίες στηρίζεται, έχει κατά καιρούς δεχθεί έντονη κριτική αναφορικά με την αδυναμία της να προσδιορίσει τις **πηγές της ωφέλειας/κέρδους** που προκύπτουν από τις Σ&Ε. Συχνά οι αυξήσεις στην καθαρή θέση αποδίδονται σε κάποιες μη μετρήσιμες πηγές οικονομικών ωφελειών, όπως είναι οι συνέργειες, χωρίς ωστόσο να πραγματοποιείται κάποια άμεση σύνδεση τους με την μετέπειτα βελτίωση στην αποδοτικότητα της επιχείρησης, ενώ άλλες φορές αγνοείται ίσως η περίπτωση τα κεφαλαιακά κέρδη να είναι συνέπεια κάποιας αναποτελεσματικότητας της αγοράς (να προέρχονται δηλαδή απλά από την δημιουργία μιας υπερτιμημένης μετοχής).

Στους ανωτέρω προβληματισμούς έχουν επιχειρήσει να δώσουν απάντηση διάφορες ερευνητικές μελέτες που βασίζονται στην ‘μέθοδο αξιολόγησης της απόδοσης των Σ&Ε βάσει λογιστικών στοιχείων’, «accounting studies».

Συγκεκριμένα λοιπόν σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, «accounting based analysis», υπολογίζονται διάφορα μέτρα απόδοσης (ΑΤΡ, λειτουργικά κέρδη, ROA, ROE, ROS, κ.τ.λ.) για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις πριν και μετά τη συγχώνευση-εξαγορά και στην συνέχεια ερευνάται η πραγματική επίπτωση της Σ/Ε στην αποδοτικότητα, όπως αυτή καταγράφεται στις λογιστικές καταστάσεις των επιχειρήσεων.

Στον «πίνακα 4» παρουσιάζεται μια συνοπτική κατάσταση των αποτελεσμάτων διαφόρων τέτοιων ερευνητικών μελετών και ακολούθως παρατίθεται η αναλυτική παρουσίαση ορισμένων εξ αυτών, καθώς η μέθοδος αυτή θα αποτελέσει το κύριο μεθοδολογικό εργαλείο στην παρούσα εργασία.

**Πινάκας 4: Αποτελέσματα μελετών
αξιολόγησης της αποδόσεις βάσει λογιστικών δεδομένων**

<i>Μελέτη</i>	<i>Μέτρο Απόδοσης</i>	<i>Μέγεθος Δείγματος</i>	<i>Μοντέλο Regression(RE) Change Model(CM)</i>	<i>Περίοδος</i>	<i>Ευρήματα</i>	<i>Χώρα</i>
Geoffrey Meeks (1977)	ROA	233	CM	1964-72	Σημαντική πτώση της κερδοφορίας (ROA) για τις επιχειρήσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο μετά την συγχώνευση	UK
Mueller(1980)	ROA, ROE & ROS	287	CM	1962-72	Δεν υπήρξαν ενδείξεις είτε βελτίωσης είτε επιδείνωσης της κερδοφορίας των επιχειρήσεων ως απόρροια των Σ&Ε τόσο στις Ηνωμένες Πολιτείες όσο και στις χώρες της Ευρώπης	US, Belgium, Germany, UK, France, Netherland, Sweden
P. Healy, K .Palepu & R. Ruback (1992)	Operating CF/ Market Value of assets	50	RE & CM	1979-84	Σημαντική βελτίωση στην λειτουργική απόδοση κατά 2,8% μετά την Σ/Ε Αύξηση στην παραγωγικότητα του ενεργητικού	US
Manson, Stark & Thomas (1994)	Operating CF/ Market Value of assets	38	RE & CM	1985-87	Βελτίωση της Λειτουργικής απόδοσης μετά την Σ/Ε	US
Jeannette A. Switzer (1996)	Operating CF/ Market Value of assets	324	RE & CM	1967-87	Σημαντική βελτίωση στην λειτουργική απόδοση μετά την Σ/Ε	US
George C. Philippatos & Philip L. Baird (1996)	Excess Value	71	OTHER	1973-87	Δεν βρέθηκε σημαντική βελτίωση (μη στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα)	US
Andrew P. Dickerson, H. D. Gibson & Euclid Tsakalatos (1997)	ROA	2941	RE	1950-77	Για τα 5 έτη μετά την εξαγορά ο δείκτης ROA για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις ήταν 2% χαμηλότερος από τον αντίστοιχο δείκτη των επιχ/ων που δεν είχαν εμπλακεί σε κάποια δραστηριότητα Σ&Ε	UK
Parrino & Harris (1999)	Operating CF/ Market Value of assets	197	RE & CM	1982-87	Σημαντική βελτίωση στην λειτουργική απόδοση κατά 2,1% μετά την Σ/Ε	US
Aloke Ghosh (2001)	Operating CF/ Market Value of assets & Sales	315	RE & CM	1981-95	Δεν βρέθηκε σημαντική βελτίωση (μη στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα)	US

Yeh & Hoshino (2001)	<i>Operating Income & Net Income / BV of assets & BV of Equity ROA & ROE</i>	86	<i>OTHER</i>	1970-94	Σημαντική πτώση στους δείκτες ROA & ROE μετά τη Σ&Ε συνδεδεμένων επιχειρήσεων (keiretsu). Δεν παρατηρήθηκε πτώση των δεικτών στην περίπτωση Σ&Ε ανεξάρτητων επιχειρήσεων.	Japan
Sharma & Ho (2002)	<i>ROA, ROE, & Profit margin</i>	36	<i>RE&CM</i>	1985-94	Πτώση των δεικτών ROA, ROE&EPS μετά την συγχώνευση	Australia
Randall Heron & Erik Lie (2002)	<i>EBITD/SALES</i>	896	<i>CM</i>	1985-97	Βελτίωση της Λειτουργικής απόδοσης μετά την Σ/Ε	US
Rahman & Limmack (2004)	<i>Operating Pure CF / Book value of assets</i>	113	<i>RE & CM</i>	1988-92	Βελτίωση της Λειτουργικής απόδοσης μετά την Σ/Ε	Malaysia
Gugler, Mueller, Yurtoglu & Zulehner (2003)	<i>EBIT & SALES</i>	2753	<i>OTHER</i>	1981-98	Τα κέρδη μετά την Σ/Ε ήταν υψηλότερα από ότι αναμενόταν (στην πλειοψηφία τους τα αποτελέσματα ήταν στατιστικά σημαντικά)	World
Moeller & Schlingemann (2004)	<i>Operating CF / Market Value of assets</i>	2362	<i>RE</i>	1985-95	Αρνητική (αλλά όχι στατιστικά σημαντική) μεταβολή στη λειτουργική απόδοση μετά τη Σ&Ε	US
Powell & Stark (2005)	<i>Operating CF & Pure CF / Market Value of assets & book value of assets & sales</i>	191	<i>RE & CM</i>	1985-93	Βελτίωση της Λειτουργικής απόδοσης μετά την Σ/Ε	UK
Timothy A. Kruse, Hun Y. Park, Kangwoo Park και Kazuoni Suzuki (2007)	<i>EBITD/SALES</i>	69	<i>RE & CM</i>	1969-99	Βελτίωση της Λειτουργικής απόδοσης μετά την Σ/Ε	Japan

Εμπειρικές Μελέτες στο Ηνωμένο Βασίλειο

O Meeks (1977) αναζήτησε τα οφέλη από τις συγχωνεύσεις βασιζόμενος σε ένα δείγμα 233 Σ&Ε που έλαβαν χώρα στις Ηνωμένο Βασίλειο κατά την περίοδο 1964-1971. Βασικό του μεθοδολογικό υπόδειγμα αποτέλεσε ένα μοντέλο διαφορών (change model), με το οποίο εξέτασε την μεταβολή στην κερδοφορία των επιχειρήσεων ως συνέπεια των συγχωνεύσεων, ενώ ως μέτρο απόδοσης χρησιμοποίησε το δείκτη της απόδοσης του ενεργητικού, ROA (οριζόμενος ως τα Κέρδη προ φόρων & μετά αποσβέσεων δια του μέσου όρου του ενεργητικού της χρήσεως). Συγκεκριμένα ο Meeks μέτρησε την μεταβολή στην απόδοση του ενεργητικού πριν και μετά τη συγχώνευση ($ROA_{CHANGE} = ROA_{AFTER} - ROA_{BEFORE}$), μετά την προσαρμογή των δεικτών στις αποδόσεις του κλάδο της απορροφούσας.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής του έρευνας παρείχαν ενδείξεις αρνητικής επίπτωσης των συγχωνεύσεων στην αποδοτικότητα των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, με τον δείκτη ROA να υφίσταται το μεγαλύτερο πλήγμα κατά το 5^ο έτος μετά το γεγονός της συγχώνευσης. Πιο συγκεκριμένα παρατήρησε πτώση του δείκτη κατά **1,5%** και **1%** τα δυο πρώτα έτη μετά τη συγχώνευση, ενώ για το 3^ο, 4^ο και 5^ο έτος οι απώλειες στην απόδοση ανήλθαν στο **5,8%**, **9,8%** και **11%** αντίστοιχα (με τα 3^α τελευταία σημαντικά διάφορα του μηδενός σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%). Όσον αναφορά τέλος το ποσοστό των υπό εξέταση επιχειρήσεων των οποίων η μεταβολή στην κερδοφορία ήταν αρνητική αυτό άγγιξε το 66% το 4^ο έτος και το 64,2% το 5^ο έτος μετά τη συγχώνευση (και τα δυο ποσοστά σημαντικά διάφορα του μηδενός σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%).

Οι Dickerson, Gibson και Tsakalatos (1997) βασιζόμενοι σε ένα δείγμα 2941 επιχειρήσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο κατά την περίοδο 1950-1977, εξέτασαν την επίπτωση των εξαγορών στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων κινούμενοι σε δύο διαστάσεις. Συγκεκριμένα αναζήτησαν την μόνιμη μεταβολή στη κερδοφορία η οποία επέρχεται όταν μια επιχείρηση προβαίνει σε κάποια εξαγορά, καθίσταται δηλαδή αγοραστής, καθώς και την επίπτωση της ανάπτυξης, τόσο της προερχόμενης από εξαγορά (acquisition growth) όσο και της εσωτερικής ανάπτυξης της επιχείρησης (internal growth), στην αποδοτικότητα των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων.

Τα αποτελέσματα τους προήλθαν από την χρήση ενός μοντέλου παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τον δείκτη ROA και ανεξάρτητες την απόδοση του ενεργητικού (Lag ROA) με χρονική υστέρηση ώστε να τεθεί υπό έλεγχο ο βαθμός επικράτησης των κερδών, το σχετικό μέγεθος των επιχειρήσεων, το επίπεδο μόχλευσης και το ρυθμό ανάπτυξης του ενεργητικού. Τα ευρήματα τους από την εφαρμογή της ανωτέρω σχέσης δεν παρείχαν ενδείξεις θετικής επίδρασης των εξαγορών στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων, μετρούμενη με τον δείκτη της απόδοσης του ενεργητικού, ROA. Αντιθέτως παρατηρήθηκε συστηματική επιδείνωση των αποτελεσμάτων, με τον δείκτη ROA να υφίσταται σημαντικές απώλειες της τάξεως του **1,38%** με **2,90%** (σημαντικά διάφορα του μηδενός σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%), την ανάπτυξη την προερχόμενη από την εξαγορά να υστερεί σημαντικά έναντι της εσωτερικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων και τα συνολικά αποτελέσματα να δείχνουν ετήσια μείωση της κερδοφορίας κατά **1,86%**.

Οι Powell και Stark (2005) εξέτασαν την αποδοτικότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στο Ηνωμένο Βασίλειο κατά την περίοδο 1985-1993. Ως κύρια μεταβλητή μέτρησης της απόδοσης χρησιμοποίησαν τις ΑΤΡ καθώς θεώρησαν ότι αποτελεί το βέλτιστο μέτρο απόδοσης συγκριτικά με άλλους δείκτες-μεταβλητές οι οποίοι θα μπορούσαν εύκολα να επηρεαστούν από τις επιχειρήσεις ιδιαίτερα σε περιπτώσεις σημαντικών γεγονότων όπως είναι οι Σ&Ε. Για τον ορισμό των ΑΤΡ χρησιμοποιήθηκαν δυο εναλλακτικές προσεγγίσεις, αυτή του Lawson 1995 (όπου οι ΑΤΡ ορίζονται ως τα κέρδη προ αποσβέσεων προσαρμοσμένα στις μεταβολές του κεφαλαίου κίνησης) και αυτή των Healy et. al. (1992), ενώ για την στάθμιση των ΑΤΡ υιοθετήθηκαν 4 εναλλακτικές βάσεις: α) η τρέχουσα αξία του ενεργητικού, TMV, β) η προσαρμοσμένη στις αντιδράσεις της αγοράς TMV, γ) η λογιστική αξία του ενεργητικού και δ) το σύνολο των πωλήσεων. Η προσαρμογή των αποδόσεων τέλος πραγματοποιήθηκε βάσει των αποδόσεων του κλάδου και βάσει της λειτουργικής απόδοσης τρίτων επιχειρήσεων οι οποίες εμφάνιζαν παρόμοια χαρακτηριστικά με τις συγχωνευθείσες όσον αναφορά το μέγεθος, τον κλάδο και την απόδοση πριν τη συγχώνευση (Barber&Lyon 1996).

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής τους έρευνας προέκυψαν από τη χρήση τριών υποδειγμάτων: (1) ενός μοντέλου παλινδρόμησης μεταξύ των αποδόσεων πριν και μετά τη συγχώνευση, (2) ενός διευρυμένου μοντέλου παλινδρόμησης το οποίο περιλάμβανε μεταβλητές ελέγχου για το μέγεθος, τη μορφή του ανταλλάγματος, τη φύση της συναλλαγής και τη κλαδική σχέση των επιχειρήσεων και (3) ενός μοντέλου διαφορών (change model).

Χρησιμοποιώντας όλα τα προαναφερθέντα, δείκτες λειτουργικής απόδοσης, μέτρα προσαρμογής των δεικτών (benchmarks) και μεθοδολογικά υποδείγματα, κατέληξαν ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που έλαβαν χώρα στο Η.Β. κατά την περίοδο 1985-93 οδήγησαν σε βελτίωση της λειτουργικής απόδοσης των εμπλεκόμενων εταιρειών. Συγκεκριμένα με βάση το μοντέλο παλινδρόμησης των αποδόσεων πριν και μετά τη συγχώνευση, τα αποτελέσματα τους έδειξαν σημαντική βελτίωση των αποδόσεων μετά τη συγχώνευση, με τις μη κανονικές αποδόσεις να κυμαίνονται μεταξύ του **0,8%** και του **3,1%** (στατιστικά διαφορές του μηδενός σε επίπεδο $\alpha=10\%$ ή και μικρότερο). Ωστόσο τα αποτελέσματα βάσει του διευρυμένου μοντέλου όσο και βάσει του μοντέλου διαφορών αν και σε όλες τις περιπτώσεις ήταν θετικά, υποδηλώνοντας βελτίωση στην απόδοση μετά τη συγχώνευση, στην πλειοψηφία τους δεν ήταν στατιστικά σημαντικά ώστε να επιτρέψουν την εξαγωγή συμπερασμάτων. Τέλος όσον αναφορά την σχέση μεταξύ των μεταβλητών ελέγχου και της απόδοσης δεν βρέθηκαν ισχυρές ή σαφείς ενδείξεις ότι η μορφή του ανταλλάγματος, η φύση της συγχώνευσης ή εξαγοράς, η κλαδική σχέση των επιχειρήσεων –απορροφούσας & απορροφούμενης– καθώς και το σχετικό μέγεθος τους μπορούν να εξηγήσουν την απόδοση μετά τη συγχώνευση, όταν οι αποδόσεις πριν τη συγχώνευση έχουν τεθεί υπό έλεγχο.

Εμπειρικές Μελέτες στις Ηνωμένες Πολιτείες

O Mueller (1980) παρουσίασε μια συλλογή ερευνητικών μελετών πάνω στην κερδοφορία των συγχωνεύσεων & εξαγορών οι οποίες διεξήχθησαν σε 7 διαφορετικές χώρες (Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ολλανδία, Σουηδία, Ηνωμένο Βασίλειο και Ηνωμένες Πολιτείες). Όλες οι ανωτέρω ερευνητικές μελέτες είχαν εφαρμόσει τους απαραίτητους βασικούς στατιστικούς ελέγχους και τα αναγκαία κριτήρια επιλογής των δεδομένων παρέχοντας έτσι ένα ασυνήθιστα πλούσιο υλικό για την πραγματοποίηση συγκρίσεων μεταξύ των Ηνωμένων Πολιτειών και διαφόρων χωρών της Ευρώπης.

Ο Mueller βασιζόμενος σε αυτές τις μελέτες εξέτασε διάφορες θεωρίες σχετικά με την επίδραση των συγχωνεύσεων & εξαγορών στην μεταβολή του μεγέθους, του κινδύνου, του επιπέδου μόχλευσης και της κερδοφορίας. Συγκεκριμένα για την κερδοφορία υιοθετήθηκαν τρεις εναλλακτικοί δείκτες, **ROA**, **ROE** και **ROS**, ενώ η μεταβολή της απόδοσης των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων (μετρούμενη ως η διαφορά της απόδοσης πριν και μετά τη συγχώνευση) προσαρμόστηκε τόσο βάσει της απόδοσης

παρόμοιων επιχειρήσεων με τις υπό εξέταση συγχωνευθείσες όσο και βάσει της απόδοσης ενός ευρύτερου δείγματος επιχειρήσεων οι οποίες δεν είχαν εμπλακεί σε κάποια δραστηριότητα Σ&Ε κατά την υπό εξέταση περίοδο.

Τα αποτελέσματα της μελέτης του Mueller έδειξαν ότι οι απορροφούμενες επιχειρήσεις ήταν συστηματικά μεγαλύτερες από τις απορροφούμενες, εμφάνιζαν ταχύτερο ρυθμό ανάπτυξης συγκριτικά τόσο με τις ομοειδείς τους επιχειρήσεις όσο και με τις εταιρίες στόχους και είχαν υψηλότερο επίπεδο μόχλευσης. Όσον αφορά ωστόσο την κερδοφορία, οι απορροφούμενες επιχειρήσεις παρουσίασαν χαμηλότερες αποδόσεις την περίοδο μετά τη συγχώνευση με τους δείκτες **ROA**, **ROE** και **ROS** να διαμορφώνονται στο **-8,4%**, **-3,8%** και **-2,9%** όταν η προσαρμογή των αποδόσεων έγινε βάσει ενός τυχαίου δείγματος επιχειρήσεων, και στο **-12,8%**, **-4,9%** και **-3,4%** αντίστοιχα, όταν η προσαρμογή των αποδόσεων πραγματοποιήθηκε βάσει παρόμοιων επιχειρήσεων με τις συγχωνευθείσες.

Αν και τα ανωτέρω αποτελέσματα παρείχαν σαφείς ενδείξεις επιδείνωσης της απόδοσης των επιχειρήσεων μετά τη συγχώνευση, σε καμία από όλες τις περιπτώσεις τα αποτελέσματα δεν ήταν στατιστικά σημαντικά, οδηγώντας τον Mueller να καταλήξει στο **«ότι δεν υπάρχει μια συστηματική ακολουθία είτε βελτίωσης είτε επιδείνωσης της κερδοφορίας των επιχειρήσεων ως απόρροια των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών τόσο στις Ηνωμένες Πολιτείες όσο και στις χώρες της Ευρώπης»**.

Οι Healy, Palepu και Ruback (1992) μελέτησαν την απόδοση των 50 μεγαλύτερων συγχωνεύσεων που έλαβαν χώρα στις ΗΠΑ από το 1979 έως τα μέσα του 1984. Βασικό τους εργαλείο για την εκτίμηση της μεταβολής στην απόδοση αποτέλεσε ο δείκτης των Λ.Τ.Ρ., ο οποίος ορίστηκε ως ο λόγος των Λ.Τ.Ρ. προς την τρέχουσα αξία του ενεργητικού μετά την αφαίρεση της διαμέσου του αντίστοιχου δείκτη των επιχειρήσεων του κλάδου στον οποίο ανήκε η απορροφούμενη-απορροφούμενη (IACFR).

Τα αποτελέσματα της έρευνας των Healy et. al. (1992) έδειξαν σημαντική βελτίωση στη λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων μετά τη συγχώνευση με τη διάμεσο της ετήσιας απόδοσης (Industry Adjusted) να διαμορφώνεται στο **2,8%** (σημαντικά διάφορη του μηδενός σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%), ποσοστό που αντιστοιχούσε σε **16%** περίπου υψηλότερες αποδόσεις για τις συγχωνευθείσες επιχειρήσεις από τις επιχειρήσεις του κλάδου τους. Εν συνεχεία προκειμένου να διαπιστώσουν αν η βελτίωση αυτή της απόδοσης προερχόταν από τη συγχώνευση ή αποτελούσε τη συνέχεια μιας ανώτερης απόδοσης των επιχειρήσεων πριν τη συγχώνευση

επέκτειναν το αρχικό τους μοντέλο (change model) και με βάσει τη παλινδρόμηση των αποδόσεων πριν και μετά τη συγχώνευση εκτίμησαν τις μη κανονικές αποδόσεις των ATP (Abnormal Industry Adjusted CF Returns). Τα αποτελέσματα τους, αφού είχαν τεθεί υπό έλεγχο οι αποδόσεις των επιχειρήσεων πριν τη συγχώνευση και διάφοροι κλαδικοί παράγοντες, έδειξαν πάλι σημαντική βελτίωση στην λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων μετά τη συγχώνευση με την εκτίμηση για τις μη κανονικές αποδόσεις (abnormal IACR) να διαμορφώνεται στο **2,8%** ($t=2,4$, $\alpha=5\%$).

Αναζητώντας τις πηγές αυτής της βελτιωμένης απόδοσης των επιχειρήσεων μετά τη συγχώνευση, ανέλυσαν τα συστατικά στοιχεία των ATP. Από την ανάλυση αυτή διαπίστωσαν αύξηση στην αποδοτικότητα του ενεργητικού στην οποία θα μπορούσε να αποδοθεί η βελτιωμένη απόδοση μετά την συγχώνευση ενώ δεν παρατηρήθηκε μεταβολή στην επενδυτική πολιτική των επιχειρήσεων, μείωση δηλαδή των κεφαλαιακών δαπανών ή των δαπανών για R&D μετά τη συγχώνευση, οι οποίες θα μπορούσαν να έχουν οδηγήσει σε βραχυπρόθεσμη αύξηση της κερδοφορίας.

H Jeannette Switzer (1996) εξέτασε τη μεταβολή στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων ως αποτέλεσμα των συγχωνεύσεων & εξαγορών, βασιζόμενη σε ένα δείγμα 324 συνδυασμών απορροφούμενων-απορροφουσών επιχειρήσεων στις ΗΠΑ κατά την περίοδο 1967-1987. Αναζητώντας έναν δείκτη που θα αποκάλυπτε την όποια πιθανή μεταβολή στην αποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων ως απόρροια των Σ&E βασίστηκε στη μεθοδολογία των Healy et. al (1992) και υιοθέτησε ως βασικό της εργαλείο τον δείκτη της απόδοσης των ATP. Ο ορισμός του δείκτη ήταν ανάλογος όπως και στην περίπτωση των Healy et al (1992), δηλαδή ο λόγος των ATP προς την τρέχουσα αξία του ενεργητικού μετά την προσαρμογή του στις αποδόσεις του κλάδου (IACFReturns).

Χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο διαφορών (change model) κατέληξε στην ύπαρξη θετικής επίδρασης των Σ&E στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων, με την βελτίωση των αποδόσεων μετά τη συγχώνευση, οριζόμενη ως η διαφορά της διαμέσου των αποδόσεων πριν και μετά τη συγχώνευση ($MIACF_{POST} - MIACF_{PRE}$), να αγγίζει το **1,97%**, ποσοστό σημαντικά διάφορο του μηδενός σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας **1%**, τόσο στην περίπτωση των συγχωνεύσεων όσο και στην περίπτωση των εξαγορών. Ακολούθως προκειμένου να ελέγξει την ισχύ των αποτελεσμάτων της εξέτασε τις μη κανονικές αποδόσεις λαμβάνοντας πλέον υπόψη στην ανάλυση της τόσο την συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων πριν και μετά τη συγχώνευση όσο και διάφορους

άλλους παράγοντες που θα μπορούσαν να επηρεάσουν δυνητικά τις αποδόσεις (επίπεδο μόχλευσης, μέγεθος προσφοράς, τύπος συναλλαγής, κλαδικά σχέση επιχειρήσεων). Σε όλες τις περιπτώσεις τα αποτελέσματα έδειξαν σημαντική βελτίωση της απόδοσης μετά τη συγχώνευση, με τις μη-κανονικές αποδόσεις να κυμαίνονται μεταξύ του **6,2%** και του **7,3%** (στατιστικά σημαντικές).

Οι Philippatos και Baird (1996) βασιζόμενοι σε ένα δείγμα 71 συγχωνεύσεων και εξαγορών που ολοκληρώθηκαν κατά την περίοδο 1973-1987 στις ΗΠΑ μελέτησαν την αποδοτικότητα των Σ&Ε εξετάζοντας δυο βασικές υποθέσεις: (1) αν οι περισσότερο αποδοτικές επιχειρήσεις πραγματοποιούν καλύτερες εξαγορές και (2) αν δημιουργείται μεγαλύτερη αξία από την εξαγορά επιχειρήσεων χαμηλής απόδοσης. Κύρια μεταβλητή στην ερευνητική τους μελέτη αποτέλεσε η υπερβάλλουσα αξία (EV, Excess Value), η οποία ορίστηκε ως η διαφορά μεταξύ τρέχουσας και λογιστικής αξίας της επιχείρησης και η οποία αντιπροσωπεύει την κεφαλαιοποιημένη αξία των αναμενόμενων μελλοντικών υπερβαλλόντων κερδών-ζημιών που προκύπτουν όταν η τιμή διαφέρει από το μέσο κόστος. Εν συνεχεία οι Philippatos και Baird, βάσει της υπερβάλλουσας αξίας (EV), ορίσαν τις προς έλεγχο υποθέσεις ως ακολούθως: «αν οι περισσότερο αποδοτικές επιχειρήσεις πραγματοποιούν καλύτερες εξαγορές τότε η μεταβολή στην υπερβάλλουσα αξία θα πρέπει να εμφανίζει θετική συσχέτιση με την απόδοση των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων πριν τη συγχώνευση» και «αν δημιουργείται μεγαλύτερη αξία από την εξαγορά επιχειρήσεων χαμηλής απόδοσης τότε η μεταβολή στην υπερβάλλουσα αξία θα πρέπει να εμφανίζει αρνητική συσχέτιση με την απόδοση των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων πριν τη συγχώνευση», οι οποίες ελέγχθηκαν με τη χρήση ενός μοντέλου παλινδρόμησης μεταξύ της μεταβολής στην EV και διαφόρων άλλων μεταβλητών.

Κατά την εξέταση της υπόθεσης αν η απόδοση βελτιώθηκε μετά τη συγχώνευση τα αποτελέσματα της έρευνας των Philippatos & Baird, βάσει των απόλυτων μεγεθών, έδειξαν βελτίωση της απόδοσης με την διάμεσο και τη μέση τιμή της μεταβολής της υπερβάλλουσας αξίας να είναι θετικές (χωρίς ωστόσο κάποιο από τα αποτελέσματα να είναι στατιστικά σημαντικό) ενώ όταν χρησιμοποιήθηκαν σχετικά μεγέθη (μετά την προσαρμογή δηλαδή των απόλυτων μεγεθών στις επιδράσεις του κλάδου) η απόδοση φάνηκε αν όχι να επιδεινώνεται τουλάχιστον να μην βελτιώνεται, αποτέλεσμα συνεπές με τα ευρήματα διαφόρων μέχρι τότε ερευνητικών μελετών (Meeks 1977, Mueller 1980, κτλ.). Όσον αναφορά τα αποτελέσματα βάσει του μοντέλου παλινδρόμησης οι Philippatos και Baird κατέληξαν στην ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ της απόδοσης

μετά τη συγχώνευση και της απόδοσης των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων πριν τη συγχώνευση ενώ δεν υπήρξαν ενδείξεις ύπαρξης σχέσης μεταξύ της απόδοσης μετά τη συγχώνευση και της απόδοσης των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων πριν τη συγχώνευση, ευρήματα τα οποία δεν παρείχαν υποστηρικτική ισχύ σε καμία από τις δυο προς έλεγχο υποθέσεις.

Ο Ghosh (2001) εξέτασε την μεταβολή στη λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων μετά τη συγχώνευση χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 315 Σ&Ε που έλαβαν χώρα στις ΗΠΑ κατά την περίοδο 1981-1995. Έχοντας ως βάση τη μεθοδολογία των Healy et al. (1992), σε ορισμένες βασικές υποθέσεις της οποίας άσκησε έντονη κριτική, έκτισε το δικό του ερευνητικό υπόδειγμα με τις ακόλουθες παρατηρήσεις. Ως μέτρο σύγκρισης της απόδοσης των συγχωνευθέντων επιχειρήσεων χρησιμοποίησε τις αποδόσεις παρόμοιων επιχειρήσεων με τις συγχωνευθείσες πέραν την διάμεσο των αποδόσεων του κλάδου (Healy et al. 1992, Switzer 1996). Ο λόγος αυτής του της διαφοροποίησης ήταν η αποφυγή μεροληπτικών συμπερασμάτων σχετικά με την αποδοτικότητα των Σ&Ε στην περίπτωση που οι υπό εξέταση συγχωνευθείσες επιχειρήσεις παρουσιάζουν συστηματικά ανώτερες αποδόσεις από την διάμεσο του κλάδου τους. Η δεύτερη παρατήρηση του Ghosh είχε να κάνει με τη χρήση της τρέχουσας αξίας του ενεργητικού ως βάση στον δείκτη απόδοσης των ΑΤΡ. Έχοντας κατά νου τις διάφορες ερευνητικές μελέτες για την αποδοτικότητα των Σ&Ε με δεδομένα της αγοράς (event studies), οι οποίες στην πλειοψηφία τους κατέληγαν ότι η τρέχουσα αξία των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων μειώνεται συστηματικά τα επόμενα 3-5 έτη μετά την εξαγορά, παρατήρησε ότι ο δείκτης των ΑΤΡ (ΑΤΡ/Τρέχουσα Αξία του Ενεργητικού) θα τείνει να αυξάνεται ακόμη και στην περίπτωση που οι ταμειακές ροές δεν βελτιώνονται. Για το λόγο αυτό ενσωμάτωσε στην ανάλυση του πέραν του ενεργητικού και τις πωλήσεις ως στάθμιση των ΑΤΡ.

Ο Ghosh παρατήρησε βελτίωση των Ταμειακών Ροών μετά τη συγχώνευση-εξαγορά, με την διάμεσο της μεταβολής της απόδοσης $\{\Delta CF = (MRG - MAT)_{POST} - (MRG - MAT)_{PRE}\}$ να διαμορφώνεται στο **0,26%** και την μέση τιμή της στο **1,25%**, χωρίς ωστόσο κάποιο από τα ανωτέρω να είναι σημαντικά διάφορο του μηδενός ($\alpha=10\%$). Ανάλογα ήταν επίσης τα ευρήματα του όταν ως μέτρο απόδοσης χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης των ΑΤΡ προς τις πωλήσεις με τη διάμεσο της μεταβολής να διαμορφώνεται στο **1,06%** και τη μέση τιμή στο **0,79%** (μη σημαντικά διάφορα το μηδενός). Αναλύοντας τέλος τα συστατικά στοιχεία των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών

και εξετάζοντας αν η μεταβολή στην απόδοση των επιχειρήσεων επηρεάζεται από τη μορφή του ανταλλάγματος, παρατήρησε, στις περιπτώσεις που το ανάλλαγμα είχε τη μορφή χρηματικών διαθεσίμων, βελτίωση της απόδοσης κατά **3,05%**, η οποία αποτελούσε απόρροια των υψηλότερων ρυθμών διεύρυνσης των πωλήσεων και όχι της συρρίκνωσης των δαπανών. Αντιθέτως στην περίπτωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών που ως μέσο χρηματοδότησης χρησιμοποιήθηκαν μετοχές παρατήρησε επιδείνωση στην λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων η οποία συνοδευόταν από μείωση των ρυθμών μεταβολής των πωλήσεων.

Οι Heron και Lie (2002) βασίζόμενοι σε ένα δείγμα 829 συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1985-1997 στις ΗΠΑ εξέτασαν τη μεταβολή στη λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων μετά τη συγχώνευση-εξαγορά καθώς και την σχέση μεταξύ της μεταβολής στην απόδοση και διαφόρων άλλων μεταβλητών, όπως η μορφή του ανταλλάγματος. Βασικό τους εργαλείο για την μέτρηση της μεταβολής στην απόδοση αποτέλεσε ο δείκτης των λειτουργικών κερδών προς τις πωλήσεις (καθώς θεώρησαν ότι αποτελεί το μοναδικό μέτρο που μένει ανεπηρέαστο τόσο από το λογιστικό χειρισμό της Σ/Ε όσο και από την μορφή χρηματοδότησης αυτής) ενώ η προσαρμογή των δεικτών πραγματοποιήθηκε τόσο βάσει της διαμέσου των αποδόσεων του κλάδου όσο και βάσει των αποδόσεων ενός τυχαίου δείγματος επιχειρήσεων οι οποίες εμφάνιζαν παρόμοια χαρακτηριστικά με τις συγχωνευθείσες (Berber και Lyon 1996).

Οι Heron και Lie παρατήρησαν ότι οι συγχωνευθείσες επιχειρήσεις παρουσίαζαν συστηματικά υψηλότερες από την διάμεσο των επιχειρήσεων του κλάδου τους τόσο πριν όσο και μετά τη συγχώνευση-εξαγορά, ανεξάρτητα από τον τύπο του ανταλλάγματος με το οποίο χρηματοδοτήθηκαν (κινητές αξίες, χρηματικά διαθέσιμα ή ο συνδυασμός αυτών). Όσον αφορά την μεταβολή στις προσαρμοσμένες αποδόσεις παρατήρησαν ότι οι συγχωνευθείσες επιχειρήσεις (σε όλες τις κατηγορίες Σ/Ε) εμφάνισαν σημαντική βελτίωση στη λειτουργική τους απόδοση μετά τη Σ/Ε, με την μεταβολή στην απόδοση να κυμαίνεται μεταξύ του **1,6%** και του **1,8%** στην περίπτωση που το ανάλλαγμα είχε την μορφή χρηματικών διαθεσίμων, μεταξύ του **1,8%** και του **3,4%** στην περίπτωση που το ανάλλαγμα είχε τη μορφή κινητών αξιών και μεταξύ του **1,8%** και του **2,7%** στην περίπτωση του μικτού ανταλλάγματος (όλα τα αποτελέσματα στατιστικά σημαντικά σε **a=1%**).

Εξετάζοντας αν η βελτίωση αυτή στη λειτουργική απόδοση σχετιζόταν με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων και των εταιριών στόχων οι Heron και Lie παρατήρησαν την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ της απόδοσης και του δείκτη MV/BV των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων, και πιο συγκεκριμένα ότι η βελτίωση στην απόδοση μετά τη Σ/Ε ήταν σημαντικά μεγαλύτερη στην περίπτωση που επιχειρήσεις με υψηλή τρέχουσα προς λογιστική αξία αποκτούσαν επιχειρήσεις με χαμηλό δείκτη τρέχουσας προς λογιστική αξία. Όσον αφορά τέλος τη μορφή της συναλλαγής (Σ vs. Ε), την μορφή του ανταλλάγματος (κινητές αξίες, χρηματικά διαθέσιμα ή ο συνδυασμός αυτών), και το σχετικό μέγεθος των εταιριών στόχων τα αποτελέσματα της ερευνάς τους δεν παρείχαν ενδείξεις ύπαρξης θετικής συσχέτισης των ανώτερων με την μεταβολή στην κερδοφορία μετά την Σ/Ε.

Εμπειρικές Μελέτες στην Ευρώπη και στον Υπόλοιπο Κόσμο

Οι **Yeh και Hoshino (2002)** μελέτησαν την επίδραση των συγχωνεύσεων στην αποτελεσματικότητα των εταιριών και του ρόλου των Keiretsu (το οποίο αναφέρεται σε μεγάλους σχηματισμούς επιχειρήσεων που συνδέονται με σχέση προμηθευτή-διανομέα), βασιζόμενοι σε ένα δείγμα 86 συγχωνεύσεων στην Ιαπωνία κατά την περίοδο 1970 έως 1994. Για την μέτρηση της αποδοτικότητας χρησιμοποίησαν και τέσσερις κλαδικά προσαρμοσμένους δείκτες, τα λειτουργικά και καθαρά κέρδη ως προς την λογιστική αξία του ενεργητικού και τους δείκτες αποδοτικότητας των ιδίων και συνολικών κεφαλαίων, ROE & ROA, ενώ βασικό τους μεθοδολογικό εργαλείο αποτέλεσε ένα γραμμικό μοντέλο παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή την παραγωγικότητα της εταιρείας.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής τους έρευνας βάσει του μοντέλου παλινδρόμησης έδειξαν επιδείνωση της παραγωγικότητας μετά τη συγχώνευση, με τις υπό εξέταση εταιρείες να υπολείπονταν σε παραγωγικότητα από τον αντίστοιχο μέσο του κλαδικό τους. Όσον αφορά τους δείκτες αποδοτικότητας παρατηρήθηκε σημαντική πτώση

στους δείκτες ROA & ROE μετά τη συγχώνευση συνδεδεμένων επιχειρήσεων (Keiretsu) ενώ δεν παρατηρήθηκε επιδείνωση των δεικτών στην περίπτωση συγχωνεύσεων ανεξάρτητων επιχειρήσεων

Οι T. Kruse, H. Park, K. Park και K. Suzuki (2007) μελέτησαν τη μεταβολή στη μακροπρόθεσμη λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων ως αποτέλεσμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών, εξετάζοντας ένα δείγμα 69 συγχωνεύσεων που έλαβαν χώρα στην Ιαπωνία μεταξύ του 1969-1999.

Βασικό τους εργαλείο αποτέλεσε ο δείκτης της απόδοσης των ΑΤΡ (Healy et. al. 1992) και ο δείκτης του Λειτουργικού Περιθωρίου (ΑΤΡ/Πωλήσεις). Η προσαρμογή των δεικτών πραγματοποιήθηκε βάσει της απόδοσης παρόμοιων επιχειρήσεων με τις συγχωνευθείσες (control firms), σύμφωνα με την μεθοδολογία των Barber & Lyon (1996), προκειμένου να τεθούν υπό έλεγχο όλες οι μεταβολές στην απόδοση των επιχειρήσεων οι οποίες ήταν αποτέλεσμα είτε γενικότερων οικονομικών παραγόντων είτε παραγόντων που αφορούσαν τον εκάστοτε κλάδο στον οποίο ανήκαν οι υπό εξέταση επιχειρήσεις.

Οι Kruse, H. Park, K. Park και Suzuki κατέληξαν στην ύπαρξη ενδείξεων βελτίωσης της λειτουργικής απόδοσης για το σύνολο των επιχειρήσεων του δείγματος μετά το γεγονός της συγχώνευσης-εξαγοράς καθώς και στην ύπαρξη υψηλής συσχέτισης μεταξύ των αποδόσεων πριν και μετά. Πιο συγκεκριμένα τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι οι μέσες προσαρμοσμένες αποδόσεις κατά την πενταετία πριν την συγχώνευση διαμορφώθηκαν μεταξύ του **-0,67%** και του **-1,50%**, με τη μέση ετήσια απόδοση για τα έτη -1 έως -5 να ανέρχεται στο **-1,01%** (σημαντικά διάφορο του μηδενός σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%), και μεταξύ του **0,24%** και του **1,02%** μετά τη συγχώνευση, με την μέση ετήσια απόδοση για τα έτη 1 έως 5 να ανέρχεται στο **0,57%**. Όσον αφορά την μεταβολή των προσαρμοσμένων αποδόσεων τα αποτελέσματα παρείχαν ενδείξεις σημαντικής βελτίωσης με τις προσαρμοσμένες αποδόσεις να εμφανίζονται ενισχυμένες κατά **1,52%** για τα έτη -2 έως 2, κατά **1,60%** για τα έτη -3 έως 3 και κατά **1,54%** για τα έτη -5 έως 5, με όλα τα αποτελέσματα να είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1%.

Στην ίδια κατεύθυνση κινήθηκαν και τα αποτελέσματα τους βάσει της παλινδρόμησης των προσαρμοσμένων αποδόσεων πριν και μετά τη συγχώνευση με τις μη-κανονικές αποδόσεις (σταθερός όρος της παλινδρόμησης) να διαμορφώνονται στο **1,1%** μετά τη συγχώνευση, στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 5%, υποδηλώνοντας

ετήσια βελτίωση στις προσαρμοσμένες αποδόσεις κατά **1,1%** μετά τη συγχώνευση. Τέλος παρατηρήθηκε ότι το επίπεδο μόχλευσης των απορροφουσών επιχειρήσεων ασκούσε αρνητική επίδραση στην απόδοση μετά τη συγχώνευση ενώ το επίπεδο μόχλευσης των εταιρών στόχων εμφάνιζε μια οριακά θετική σχέση με την απόδοση, αποτέλεσμα το οποίο είναι συνεπές με την ιδέα ότι οι ενδεχόμενες χρηματοοικονομικές συνέργειες αποτελούν κίνητρο των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Οι Rahman και Limmack (2004) εξέτασαν την επίπτωση των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων κατά την περίοδο 1988-92 στην Μαλαισία. Ως μεταβλητή μέτρησης της απόδοσης χρησιμοποίησαν τις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές υιοθετώντας τον ισχυρισμό των Healy et al. (1992) ότι: *«οι ΑΤΡ μετρούν τα πραγματικά οφέλη που απορρέουν από τις Σ&Ε σε αντιδιαστολή με τις μη-κανονικές αποδόσεις κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης-εξαγοράς που αντιπροσωπεύουν τις προσδοκίες των επενδυτών για τα πιθανά μελλοντικά οφέλη»*. Η στάθμιση των ΑΤΡ πραγματοποιήθηκε βάσει της λογιστικής αξίας του ενεργητικού ενώ η προσαρμογή των αποδόσεων βάσει ενός τυχαίου δείγματος επιχειρήσεων οι οποίες εμφάνιζαν παρόμοια χαρακτηριστικά με τις συγχωνευθείσες και επιπροσθέτως δεν είχαν εμπλακεί σε κάποια δραστηριότητα συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας τους η διάμεσος και μέση τιμή των προσαρμοσμένων αποδόσεων την πενταετία πριν την συγχώνευση-εξαγορά διαμορφώθηκαν στο 0,12% και στο 2,13% αντίστοιχα ενώ κατά την πενταετία μετά την Σ/Ε στο 2,95% και 6,88%, με τη διάμεσο της μεταβολής των προσαρμοσμένων αποδόσεων να αγγίζει το **2,83%**. Στην ίδια κατεύθυνση κινήθηκαν και τα αποτελέσματα βάσει της παλινδρόμησης των αποδόσεων πριν και μετά τη συγχώνευση, με τις μη κανονικές αποδόσεις (σταθερός όρος της παλινδρόμησης) να ανέρχονται στο **3,75%** ($t=3.3$, $a=1\%$), το οποίο υποδήλωνε σημαντική βελτίωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων με ετήσια αύξηση των αποδόσεων κατά **3,75%** μετά τη συγχώνευση, αφού είχαν τεθεί υπό έλεγχο οι αποδόσεις πριν την Σ/Ε

Τέλος οι Rahman & Limmack αναλύοντας τα συστατικά στοιχεία των ΑΤΡ παρατήρησαν βελτίωση του δείκτη παραγωγικότητας του ενεργητικού (asset productivity) και υψηλότερα επίπεδα ΑΤΡ ανά μονάδα πωλήσεων μετά τη συγχώνευση, στα οποία θα μπορούσε να αποδοθεί η ανωτέρω βελτίωση της απόδοσης, ενώ δεν υπήρξαν ενδείξεις μείωσης των κεφαλαιακών δαπανών και των δαπανών για R&D που

ενδεχομένως να υποδήλωναν ενίσχυση της βραχυπρόθεσμης κερδοφορίας των επιχειρήσεων σε βάρος της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας τους.

Οι Ooghe, Vanlaere και Langhe (2006) εξέτασαν τον αντίκτυπο των συγχωνεύσεων & εξαγορών στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων βασιζόμενοι σε ένα δείγμα 143 εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στο Βέλγιο κατά την περίοδο 1992-94. Για την αξιολόγηση της απόδοσης των επιχειρήσεων χρησιμοποίησαν δέκα διαφορετικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες, οι οποίοι μετρούσαν την κερδοφορία, την ρευστότητα, την μόχλευση-κεφαλαιακή διάρθρωση και την προστιθέμενη αξία, και η προσαρμογή των οποίων πραγματοποιήθηκε τόσο βάσει της διαμέσου του κλάδου όσο και βάσει ενός δείγματος επιχειρήσεων αντιστοίχου μεγέθους με τις υπό εξέταση επιχειρήσεις.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής τους έρευνας τα οποία κάλυπταν χρονικά μια περίοδο εννέα ετών, τρία έτη πριν την εξαγορά και πέντε έτη ακολούθως (-3,+5), έδειξαν πτώση των προσαρμοσμένων δεικτών κερδοφορίας (ROA, ROE, operating income/sales, CF/equity) μετά την εξαγορά, με την απόδοση ωστόσο να ανακάμει μέρος της δυναμικής της μετά το τέταρτο έτος (+4). Πιο συγκεκριμένα οι δείκτες ROA & περιθωρίου λειτουργικού κέρδους (Industry Adjusted) φάνηκε να μειώνονται σημαντικά μετά το πρώτο έτος, λαμβάνοντας αρνητικές τιμές, και να βελτιώνονται μετά το τέταρτο έτος της εξαγοράς ενώ οι δείκτες ROE & CF/equity σημείωσαν αρχικά άνοδο και στην συνέχεια κατά τα έτη 2 έως 4 έντονη πτωτική πορεία (χωρίς ωστόσο κάποιο από τα ανωτέρω αποτελέσματα να είναι στατιστικά σημαντικό).

Για την ανωτέρω προφανή πτώση της κερδοφορίας οι Ooghe et al. πρότειναν ως πιθανές αιτίες τόσο την περίπτωση ύπαρξης διοικητικών προβλημάτων από την πλευρά των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων να ενσωματώσουν αποτελεσματικά τις εξαγορές τους όσο και την περίπτωση «της ομαλοποίησης των αποδόσεων» (mean reversion), δηλαδή το ενδεχόμενο η πτώση της κερδοφορίας των εμπλεκόμενων εταιριών να αντανακλά την τάση των μη κανονικών αποδόσεων (που απολάμβαναν οι επιχειρήσεις για μια μακρά χρονική περίοδο) να επιστέφουν σε κανονικά επίπεδα.

Όσον αναφορά τους δείκτες ρευστότητας (Κυκλοφορούν Ενεργητικό /Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις & Χρηματικά Διαθέσιμα/ Κυκλοφορούν Ενεργητικό) παρατηρήθηκε σημαντική επιδείνωση την περίοδο μετά την εξαγορά ενδεχομένως λόγω της χρήσης των χρηματικών διαθεσίμων για την χρηματοδότηση των εξαγορών ενώ ανάλογη ήταν και η συμπεριφορά των δεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης-μόχλευσης

(Καθαρή Θέση/Συνολικά Κεφάλαια & ΤΡ/Υποχρεώσεις) με τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις να εμφανίζουν υψηλότερα επίπεδα μόχλευσης κατά την περίοδο μετά την εξαγορά. Τέλος με βάση τους δείκτες προστιθέμενης αξίας τα αποτελέσματα έδειξαν σημαντική αύξηση του δείκτη μικτής προστιθέμενης αξίας ανα εργαζόμενο υποδηλώνοντας την ύπαρξη θετικής επίδρασης στην παραγωγικότητα του εργατικού δυναμικού των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων.

ΓΑΛΕΡΙΣΤΗΜΟ ΓΕΡΑΝ

Κεφάλαιο 4^ο Δεδομένα και Μεθοδολογία

Όπως έχει ήδη αναφερθεί κεντρικός προβληματισμός στην παρούσα εργασία είναι «αν η ενιαία επιχείρηση που προκύπτει από την ένωση δυο ή περισσότερων μονάδων οδηγεί σε υψηλότερες αποδόσεις».

Στο παρόν κεφάλαιο λοιπόν και στα επόμενα που ακολουθούν επιχειρείται να διερευνηθεί με βάση την μεθοδολογία “accounting based analysis” αν οι Συγχωνεύσεις & Εξαγορές, μεταξύ εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών, που έλαβαν χώρα κατά την περίοδο 1/1/1997-31/12/2005 συνέβαλαν στην δημιουργία, διατήρηση ή καταστροφή αξίας για τα εμπλεκόμενα μέρη.

Στην ενότητα αυτή πραγματοποιείται η παρουσίαση του δείγματος των εταιρειών που συμμετείχαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές κατά την υπό εξέταση περίοδο, των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν και της μεθοδολογίας που υιοθετήθηκε προκειμένου δοθούν απαντήσεις στους ανωτέρω προβληματισμούς.

4.1. Δείγμα Εταιρειών

Το τελικό δείγμα των εταιρειών, το οποίο προήλθε από την βάση δεδομένων “Thomson One Banker”, αφορά 25 περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1/1/1997-31/12/2005. Η σύνθεση του δείγματος αυτού προήλθε με την εφαρμογή των ακόλουθων βασικών κριτηρίων:

- i. Οι υπό εξέταση εταιρείες, που ενεπλάκησαν σε Σ&Ε κατά την περίοδο 1/1/1997-31/12/2005, έπρεπε να είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.
- ii. Σε περίπτωση εξαγοράς το ποσοστό απόκτησης έπρεπε αντιστοιχεί τουλάχιστον στο 50,01% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγοράς εταιρείας μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς.
- iii. Για κάθε συνδυασμό εταιρειών απαραίτητη προϋπόθεση υπήρξε η διαθεσιμότητα επαρκών λογιστικών στοιχείων για μια περίοδο τουλάχιστον τριών ετών πριν (-3) και τριών ετών μετά (+3) την ολοκλήρωση της συγχώνευσης – εξαγοράς
- iv. Οι υπό εξέταση εταιρείες τέλος δεν έπρεπε να ανήκουν στον ευρύτερο χρηματοοικονομικό κλάδο, εξαιρέθηκαν δηλαδή από το αρχικό δείγμα όλες οι περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ εταιρειών του χρηματοοικονομικού τομέα

4.2. Δεδομένα

Τα δεδομένα τα οποία κρίθηκαν αναγκαία και χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή της μεθόδου accounting-based analysis ήταν:

- Ενοποιημένοι ισολογισμοί και καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης των εμπλεκόμενων εταιρειών για ένα διάστημα τουλάχιστον 6 ετών, -3 έτη έως και +3 έτη μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης-εξαγοράς. Τα στοιχεία αυτά προήλθαν από τη βάση δεδομένων Effect Finance του Πανεπιστημίου Πειραιώς.
- Οικονομικές καταστάσεις, ισολογισμοί και καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης, συγκρίσιμων εταιρειών (matching firms) με τις συγχωνευθείσες για το διάστημα 1997 έως 2007. Τα στοιχεία αυτά προήλθαν επίσης από τη βάση δεδομένων Effect Finance του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

4.3. Μεθοδολογία accounting-based analysis

Όπως έχει ήδη εκτενώς αναλυθεί στο 3^ο κεφάλαιο σύμφωνα με τη μέθοδο “accounting based analysis” υπολογίζονται διάφορα μέτρα απόδοσης (ΛΤΡ, λειτουργικά κέρδη, ROA, ROE, ROS, κ.τ.λ.) για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις πριν και μετά τη συγχώνευση-εξαγορά και στην συνέχεια ερευνάται η πραγματική επίπτωση της Σ/Ε στην αποδοτικότητα και την αποτελεσματικότητα, όπως αυτή καταγράφεται στις λογιστικές καταστάσεις των επιχειρήσεων.

Στην παρούσα εργασία ο αντίκτυπος των συγχωνεύσεων και εξαγορών εξετάζεται μέσω 22 αριθμοδεικτών ο υπολογισμός των οποίων πραγματοποιήθηκε με την χρήση μέσων και διάμεσων τιμών, και καλύπτει χρονικά μια περίοδο 6 ετών, τρία έτη πριν (-3,-1) το γεγονός της συγχώνευσης-εξαγοράς και τρία έτη μετά (+1,+3). Για την περίοδο πριν την Σ&Ε ο κάθε δείκτης υπολογίζεται ως ο σταθμικός μέσος των αντίστοιχων δεικτών της απορροφούσας-απορροφούμενης εταιρείας, με σταθμά το συνολικό ενεργητικό τους. Από την ανάλυση μας έχει εξαιρεθεί το έτος ολοκλήρωσης της συγχώνευσης-εξαγοράς κατά το οποίο τα αποτελέσματα ενδέχεται να επηρεάστηκαν τόσο από το λογιστικό χειρισμό της κάθε περίπτωσης όσο και από τα συναλλακτικά κόστη.

4.3.1 Αριθμοδείκτες

Αριθμοδείκτες κερδοφορίας & αποδοτικότητας

- 1. Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE): ο λόγος των καθαρών κερδών προ φόρων προς το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων του εξεταζόμενου έτους*
- 2. Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA): ο λόγος των καθαρών κερδών προ φόρου προς το σύνολο του ενεργητικού του εξεταζόμενου έτους*
- 3. Μικτό Περιθώριο Κέρδους: ο λόγος των λειτουργικών κερδών προς τις πωλήσεις του εξεταζόμενου έτους*
- 4. Καθαρό Περιθώριο Κέρδους: ο λόγος των κερδών προ φόρων προς τις πωλήσεις του εξεταζόμενου έτους*

Τα δύο πρώτα μέτρα απόδοσης προσφέρουν μια εικόνα για την ικανότητα των επιχειρήσεων να παράγουν κέρδη βάσει των διαθέσιμων κεφαλαίων τους και να δημιουργούν αξία για τους μετόχους τους ενώ οι δείκτες Μικτού και Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους συνιστούν ένα μέτρο της ικανότητας των επιχειρήσεων να διαχειρίζονται αποτελεσματικά τα έξοδα και τις πωλήσεις τους και να παράγουν κέρδη μέσω αυτών.

Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας

- 5. % Μεταβολή πωλήσεων: η ποσοστιαία μεταβολή των πωλήσεων από έτος σε έτος.*
- 6. % Μεταβολή ενεργητικού: η ποσοστιαία μεταβολή του ενεργητικού από έτος σε έτος*
- 7. % Μεταβολή κερδών: η ποσοστιαία μεταβολή των καθαρών κερδών προ φόρων από έτος σε έτος*

Οι δείκτες αυτοί προσφέρουν μια εικόνα τόσο για την μεταβολή βασικών μεγεθών των εταιρειών όσο και για την πολιτική ανάπτυξης που ακολουθούν .

Αριθμοδείκτες ρευστότητας

- 8. Γενική Ρευστότητα: ο λόγος του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις*
- 9. Άμεση Ρευστότητα: ο λόγος των Απαιτήσεων, των διαθέσιμων και των χρεογράφων προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις*
- 10. Ταμειακή ρευστότητα: ο λόγος των διαθέσιμων και των χρεογράφων προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις*

Βάσει των αριθμοδεικτών ρευστότητας προσδιορίζεται η βραχυχρόνια οικονομική κατάσταση της επιχείρησης και η ικανότητα της να ανταποκρίνεται με επιτυχία στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Αναφέρονται κυρίως στην σχέση και στο βαθμό κάλυψης των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων από τα κυκλοφοριακά στοιχεία της επιχείρησης και δίνουν μία εικόνα για την τρέχουσα οικονομική κατάστασή της.

Επιπλέον οι αριθμοδείκτες αυτοί αποκαλύπτουν τον τρόπο με τον οποίο απασχολούνται τα κεφάλαια κινήσεως, αν αυτά είναι επαρκή σε σχέση με τις εργασίες της εταιρείας και τέλος αν υπάρχει διαχρονικά βελτίωση της οικονομικής κατάστασής της.

Αριθμοδείκτες Μόχλευσης-Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

11. Ξένα προς Ίδια κεφάλαια: ο λόγος των ξένων κεφαλαίων (μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων) προς το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων

12. Ξένα Κεφάλαια προς Συνολικά: λόγος των ξένων κεφαλαίων (μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων) προς τα συνολικά κεφάλαια

13. Ίδια προς Συνολικά Κεφάλαια: λόγος των ιδίων κεφαλαίων προς τα συνολικά κεφάλαια

14. Δείκτης κάλυψης τόκων: ο λόγος των καθαρών κερδών προ φόρων και τόκων (EBIT) προ τους συνολικούς τόκους της περιόδου.

Οι ανωτέρω αριθμοδείκτες παρουσιάζουν την δομή και διάρθρωση των κεφαλαίων μιας εταιρείας και είναι ενδεικτικοί του βαθμού προστασίας των πιστωτών και δανειστών με ίδια κεφάλαια. Είναι ιδιαίτερα σημαντικοί καθώς πληροφορούν για το αν υπάρχει ή όχι υπερδανεισμός σε μια επιχείρηση και παρέχουν ενδείξεις για το βαθμό φερεγγυότητας και πιστοληπτική της ικανότητα.

Μέτρα Λειτουργικής Απόδοσης

Πέραν των ανωτέρω αριθμοδεικτών, η συμβολή των οποίων στην παρούσα ανάλυση θεωρείται σημαντική, κρίθηκε σκόπιμο ως κύρια μεταβλητή μέτρησης της απόδοσης να χρησιμοποιηθούν οι **Λειτουργικές Ταμειακές Ροές** καθώς θεωρείται ότι αποτελούν το βέλτιστο και αντικειμενικότερο μέτρο απόδοσης συγκριτικά με τους λοιπούς δείκτες-μεταβλητές οι οποίοι μπορούν εύκολα να επηρεαστούν από τις επιχειρήσεις ιδιαίτερα σε περιπτώσεις σημαντικών γεγονότων όπως είναι οι Σ&Ε. Για τον ορισμό των ΛΤΡ χρησιμοποιήθηκαν δυο εναλλακτικές προσεγγίσεις, αυτή των

Powell και Stark 2005 (όπου οι ΛΤΡ ορίζονται ως τα Μερικά Αποτελέσματα-κέρδη προ αποσβέσεων προσαρμοσμένα στις μεταβολές του κεφαλαίου κίνησης), και η προσέγγιση των Healy et. al. 1992.(Μερικά Αποτελέσματα προ αποσβέσεων), ενώ για την στάθμιση αυτών υιοθετήθηκαν δυο εναλλακτικές βάσεις: α) η λογιστική αξία του ενεργητικού και β) το σύνολο των πωλήσεων. Τέλος για την συμπλήρωση των ανωτέρω δεικτών προστέθηκαν στην ανάλυση μας τα Κέρδη προ φόρων-τόκων (EBIT) και τα Κέρδη προ φόρων-τόκων & αποσβέσεων (EBITDA).

Σημειώνεται ότι για την αποφυγή μεροληπτικών συμπερασμάτων στην παρούσα εργασία, η στάθμιση των μέτρων απόδοσης πραγματοποιήθηκε μόνον βάσει της λογιστικής αξίας του ενεργητικού, σε αντίθεση με την πλειοψηφία των ερευνητικών μελετών που ως κύρια μεταβλητή στάθμισης χρησιμοποιείται η τρέχουσα/αγοραία αξία του ενεργητικού. Οι λόγοι αυτής της διαφοροποίησης είναι:

(α) οι τρέχουσες – αγοραίες αξίες (market values) είναι forward looking measures και αντιπροσωπεύουν προσδοκίες των επενδυτών (σε αντίθεση με τα κέρδη και τις ΛΤΡ που συνιστούν πραγματοποιημένα μεγέθη)

(β) με δεδομένο τις διάφορες ερευνητικές μελέτες αξιολόγησης της αποδοτικότητας των Σ&Ε με στοιχεία της αγοράς (event studies), που στην πλειοψηφία τους καταλήγουν ότι η τρέχουσα αξία των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων μειώνεται συστηματικά τα επόμενα 3-5 έτη της εξαγοράς, οι δείκτες των ΛΤΡ (ΛΤΡ/Τρέχουσα Αξία του Ενεργητικού) θα τείνουν να αυξάνονται ακόμη και στην περίπτωση που οι ταμειακές ροές δεν βελτιώνονται

15. ATP^1 (Pure Cash Flow)/Book Value of Total Assets (Lawson 1995):

*Πωλήσεις - Κόστος Πωληθέντων - Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας & Λειτουργίας
Διάθεσης + Αποσβέσεις +/- Μεταβολές Κεφαλαίου κίνησης*

Λογιστική Αξία Συνολικού Ενεργητικού

16. ATP^1 (Pure Cash Flow)/Total Sales (Lawson 1995):

*Πωλήσεις - Κόστος Πωληθέντων - Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας & Λειτουργίας
Διάθεσης + Αποσβέσεις +/- Μεταβολές Κεφαλαίου κίνησης*

Συνολικές Πωλήσεις

17. ATP² (Cash Flow)/Book Value of Total Assets (Healy et. al. 1992):

$$\frac{\text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων} - \text{Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας \& Λειτουργίας} \\ \text{Διάθεσης} + \text{Αποσβέσεις}}{\text{Λογιστική Αξία Συνολικού Ενεργητικού}}$$

18. ATP² (Cash Flow)/Total Sales (Healy et. al. 1992):

$$\frac{\text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων} - \text{Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας \& Λειτουργίας} \\ \text{Διάθεσης} + \text{Αποσβέσεις}}{\text{Συνολικές Πωλήσεις}}$$

19. EBIT/book Value of Total Assets:

$$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη Χρήσης} + \text{Φόροι}}{\text{Λογιστική Αξία Συνολικού Ενεργητικού}}$$

20. EBIT/ Total Sales:

$$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη Χρήσης} + \text{Φόροι} + \text{Τόκοι}}{\text{Συνολικές πωλήσεις}}$$

21. EBITDA/book Value of Total Assets:

$$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη Χρήσης} + \text{Φόροι} + \text{Τόκοι} + \text{Αποσβέσεις}}{\text{Λογιστική Αξία Συνολικού Ενεργητικού}}$$

22. EBITDA/ Total Sales:

$$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη Χρήσης} + \text{Φόροι} + \text{Τόκοι} + \text{Αποσβέσεις}}{\text{Συνολικές πωλήσεις}}$$

Πίνακας 5: Αριθμοδείκτες

Δείκτες Κερδοφορίας		
1	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	$\frac{\text{Μικτά Κέρδη προ φόρων}}{\text{Πωλήσεις}}$
2	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη προ φόρων}}{\text{Πωλήσεις}}$
3	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη προ φόρων}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$
4	Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)	$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη προ φόρων}}{\text{Συνολικό Ενεργητικό}}$

Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας		
5	% Μεταβολή πωλήσεων	$\frac{\text{Μεταβολή πωλήσεων}(\Pi^2 - \Pi^1)}{\text{Πωλήσεις}(\Pi^1)}$
6	% Μεταβολή ενεργητικού	$\frac{\text{Μεταβολή Ενεργητικού}(E^2 - E^1)}{\text{Ενεργητικό}(E^1)}$
7	% Μεταβολή κερδών	$\frac{\text{Μεταβολή Κερδών}(K^2 - K^1)}{\text{Κέρδη}(K^1)}$
Αριθμοδείκτες Ρευστότητας		
8	Γενική Ρευστότητα	$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμος Υποχρεώσεις}}$
9	Άμεση Ρευστότητα	$\frac{\text{Απαιτήσεις} + \text{Χρεόγραφα} + \text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμος Υποχρεώσεις}}$
10	Ταμειακή ρευστότητα	$\frac{\text{Χρεόγραφα} + \text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμος Υποχρεώσεις}}$
Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης-Μόχλευσης		
11	Ξένα προς Ίδια κεφάλαια	$\frac{\text{Βραχυπρόθεσμες} + \text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$
12	Ξένα Κεφάλαια προς Συνολικά	$\frac{\text{Βραχυπρόθεσμες} + \text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$
13	Ίδια προς Συνολικά Κεφάλαια	$\frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$
14	Δείκτης κάλυψης τόκων	$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη προ φόρων \& τόκων}}{\text{Χρεωστικοί Τόκοι}}$
Μέτρα λειτουργικής απόδοσης & αποδοτικότητας		
15	Pure Cash Flow/Assets	$\frac{\text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων} - \text{Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας \& Λειτουργίας Διάθεσης} + \text{Αποσβέσεις} -/+ \text{Μεταβολές Κεφαλαίου κίνησης}}{\text{Λογιστική Αξία Συνολικού Ενεργητικού}}$
16	Pure Cash Flow/Sales	$\frac{\text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων} - \text{Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας \& Λειτουργίας Διάθεσης} + \text{Αποσβέσεις} -/+ \text{Μεταβολές Κεφαλαίου κίνησης}}{\text{Συνολικές Πωλήσεις}}$
17	Cash Flow/Assets	$\frac{\text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων} - \text{Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας \& Λειτουργίας Διάθεσης} + \text{Αποσβέσεις}}{\text{Λογιστική Αξία Συνολικού Ενεργητικού}}$
18	Cash Flow/Sales	$\frac{\text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων} - \text{Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας \& Λειτουργίας Διάθεσης} + \text{Αποσβέσεις}}{\text{Συνολικές Πωλήσεις}}$
19	EBITDA/Total Assets	$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη Χρήσης} + \text{Φόροι}}{\text{Λογιστική Αξία Συνολικού Ενεργητικού}}$
20	EBITDA/Total Sales	$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη Χρήσης} + \text{Φόροι} + \text{Τόκοι}}{\text{Συνολικές πωλήσεις}}$
21	EBIT/Total Assets	$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη Χρήσης} + \text{Φόροι} + \text{Τόκοι} + \text{Αποσβέσεις}}{\text{Λογιστική Αξία Συνολικού Ενεργητικού}}$
22	EBIT/ Total Sales	$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη Χρήσης} + \text{Φόροι} + \text{Τόκοι} + \text{Αποσβέσεις}}{\text{Συνολικές πωλήσεις}}$

Προσαρμογή δεικτών-Benchmark

Τέλος προκειμένου να τεθούν υπό έλεγχο διάφοροι παράγοντες, που αφορούσαν είτε τους υπό εξέταση κλάδους είτε γενικότερα την οικονομία, και οι οποίοι επηρέασαν ή ενδέχεται να επηρέασαν την πορεία και την διαμόρφωση των ανωτέρω δεικτών κρίθηκε σκόπιμη η προσαρμογή των δεδομένων με την εφαρμογή της μεθόδου των συγκρίσιμων εταιρειών (matching firms).

Για την επιλογή των εταιρειών αυτών, οι αποδόσεις και τα βασικά μεγέθη των οποίων χρησιμοποιήθηκαν ως benchmark, βασικά κριτήρια τέθηκαν ο κλάδος και το μέγεθος τους. Πιο συγκεκριμένα λοιπόν οι συγκρίσιμες επιχειρήσεις θα έπρεπε να ανήκουν στον ίδιο κλάδο με την εξαγοράζουσα επιχείρηση και το ύψος του ενεργητικού τους ή/και των πωλήσεων τους να πλησιάζει όσο το δυνατόν τα αντίστοιχα μεγέθη των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων. Ωστόσο θα πρέπει να σημειώσουμε ότι λόγω της ιδιαίτερης δομής ορισμένων κλάδων και του ολιγοπωλιακού τους χαρακτήρα σε ορισμένες περιπτώσεις παραβιάστηκε η δεύτερη προϋπόθεση.

4.3.2 Μεθοδολογία

Για την ανάλυση και αξιολόγηση της επίπτωσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αποδοτικότητα και την λειτουργία των επιχειρήσεων, όπως αυτή αποτυπώθηκε στους 22 βασικούς αριθμοδείκτες που ορίσαμε ανωτέρω, χρησιμοποιήθηκαν τα τρία ακόλουθα βασικά εργαλεία.

4.3.2.1 Μοντέλο Διαφορών (Change Model)

Αρχικά χρησιμοποιήθηκε ένα μοντέλο διαφορών, όπως περιγράφεται στην σχέση (1), και με βάση αυτό υπολογίστηκε για κάθε αριθμοδείκτη η μεταβολή που επήλθε μετά το γεγονός της συγχώνευσης-εξαγοράς. Η μεταβολή αυτή αποτυπώνεται στον όρο c_o .

$$Ratio_{(j)post} - Ratio_{(j)pre} = c_o \quad (1)$$

Το μοντέλο αυτό χρησιμοποιήθηκε για το σύνολο των αριθμοδεικτών τόσο στην πρωτογενή τους μορφή (raw ratios), όσο και μετά την προσαρμογή τους βάσει συγκρίσιμων εταιρειών (matching firms adjusted ratios) παρέχοντας μια πρώτη εικόνα για τον αντίκτυπο των συγχωνεύσεων και εξαγορών στα βασικά μεγέθη των επιχειρήσεων.

4.3.2.2 Kolmogorov-Smirnov test

Ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο τέλος στην ανάλυση μας έπαιξε ο έλεγχος Kolmogorov-Smirnov (K-S 2 sample test) ο οποίος, βασιζόμενος στην μέγιστη διαφορά μεταξύ της αθροιστικής συνάρτησης κατανομής των δύο δειγμάτων, εξετάζει αν δυο ομάδες δεδομένων προέρχονται από την ίδια κατανομή ή αν διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους. Με τον έλεγχο αυτό, η εφαρμογή του οποίου περιορίστηκε στα 10 βασικά μέτρα λειτουργικής απόδοσης και αποδοτικότητας προσπαθήσαμε να ελέγξουμε αν οι αποδόσεις πριν και μετά την συγχώνευση εξαγορά προέρχονται από την ίδια κατανομή ή εναλλακτικά αν διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους.

Το πλεονέκτημα του ελέγχου Kolmogorov-Smirnov (K-S 2 sample test) είναι ότι δεν απαιτεί συγκεκριμένες υποθέσεις για την κατανομή των δεδομένων και είναι μη παραμετρικός (non-parametric and distribution free). Επιπλέον είναι ακριβής ακόμη και στις περιπτώσεις μικρού μεγέθους δειγμάτων, άνω των 15 παρατηρήσεων, γεγονός που τον καθιστά ιδιαίτερα χρήσιμο στην ανάλυση μας, δεδομένου του περιορισμένου μεγέθους του δείγματος μας και της ευαισθησίας του στους λοιπούς ελέγχους

4.3.2.3 Μοντέλο Παλινδρόμησης (Regression Model)

Ακολουθώντας, προκειμένου να ελεγχθεί αν η όποια μεταβολή που επήλθε στους βασικούς δείκτες, και κυρίως στους δείκτες αποδοτικότητας, μετά την συγχώνευση-εξαγορά προήλθε από αυτήν ή αποτέλεσε τη συνέχεια μιας ανοδικής ή καθοδικής πορείας πριν τη συγχώνευση-εξαγορά επεκτάθηκε το αρχικό μοντέλο διαφορών (change model) σε ένα *μοντέλο παλινδρόμησης* (Regression Model) όπως περιγράφεται στην

σχέση (2). Οι μη κανονικές αποδόσεις ή υπεραποδόσεις που αποτυπώνονται στον σταθερό όρο c_0 της παλινδρόμησης εκφράζουν την όποια επιπλέον απόδοση ως απόρροια της συγχώνευσης-εξαγοράς και είναι ανεξάρτητες των αποδόσεων πριν από αυτήν.

$$Return_{(j)post} = c_0 - c_1 Return_{(j)pre} + e_j \quad (2)$$

όπου:

$Return_{(j)post}$: η μέση τιμή του εκάστοτε δείκτη απόδοσης για τα έτη (1,3) μετά την συγχώνευση – εξαγορά (MF Adjusted)

$Return_{(j)pre}$: η μέση τιμή του εκάστοτε δείκτη απόδοσης για τα έτη (-3,-1) πριν την συγχώνευση – εξαγορά (MF Adjusted)

c_1 : ο συντελεστής των μέσων αποδόσεων πριν την συγχώνευση-εξαγορά, εκφράζει τον βαθμό συσχέτισης μεταξύ των αποδόσεων πριν και μετά την εξαγορά και είναι ενδεικτικός του βαθμού επικράτησης των αποδόσεων διαχρονικά

c_2 : ο σταθερός όρος της παλινδρόμησης, ο οποίος είναι ανεξάρτητος των αποδόσεων πριν την εξαγορά και εκφράζει τις μη-κανονικές αποδόσεις (Abnormal Returns) που συνεπάγεται η εξαγορά

Το μοντέλο αυτό χρησιμοποιήθηκε για τους 10 βασικούς δείκτες απόδοσης μετά την προσαρμογή τους βάσει της μεθόδου των συγκρίσιμων εταιρειών (matching firms adjusted ratios).

Κεφάλαιο 5^ο

«Εμπειρικά Αποτελέσματα»

Στο κεφάλαιο αυτό πραγματοποιείται η παρουσίαση των εμπειρικών αποτελεσμάτων της παρούσας εργασίας που προέκυψαν με την εφαρμογή των μεθοδολογικών εργαλείων, όπως περιγράψαμε στην προηγούμενη ενότητα. Αρχικά εξετάζουμε τον αντίκτυπο των συγχωνεύσεων και εξαγορών με την χρήση του Μοντέλου Διαφορών (Change Model) σε όλα τα βασικά μεγέθη των επιχειρήσεων, βάσει πρωτογενών και προσαρμοσμένων δεδομένων. Στην συνέχεια με την βοήθεια του ελέγχου Kolmogorov-Smirnov Test εστιάζουμε την προσοχή μας σε όλα τα μέτρα λειτουργικής απόδοσης και αποδοτικότητας και αναλύουμε την μετάβαση των επιχειρήσεων από την περίοδο πριν την συγχώνευση-εξαγορά στην περίοδο μετά αυτής, επιβεβαιώνοντας τα ευρήματα του Μοντέλου Διαφορών. Τέλος κλείνουμε την ανάλυση μας με την παρουσίαση των αποτελεσμάτων του μοντέλου παλινδρόμησης, η εφαρμογή του οποίου κάλυψε όλους τους δείκτες αποδοτικότητας, ολοκληρώνοντας έτσι την εικόνα μας για την πραγματική επίπτωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αποδοτικότητα και την λειτουργία των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων.

5.1 Αποτελέσματα Μοντέλου Διαφορών (Change Model)

Στις παραγράφους που ακολουθούν αναλύονται τα αποτελέσματα για τις διάφορες κατηγορίες δεικτών με την εφαρμογή του μοντέλου διαφορών. Στο πρώτο μέρος παρατίθενται τα αποτελέσματα βάσει των πρωτογενών δεικτών, υπολογιζόμενα τόσο βάσει της μέσης τιμής του κάθε δείκτη κατά την τριετία πριν και μετά την συγχώνευση-εξαγορά όσο και βάσει της διάμεσης τιμής, ενώ στο δεύτερο τα αποτελέσματα που προέκυψαν μετά την προσαρμογή του κάθε δείκτη με τη χρήση συγκρίσιμων εταιρειών (matching firms adjusted ratios).

5.1.1 Αποτελέσματα Μοντέλου Διαφορών (Raw Ratios)

$$Ratio_{(j)post} - Ratio_{(j)pre} = c_o$$

Δείκτες Κερδοφορίας

Variable (Raw Ratios) Mean		Coefficient c_o	Std Error	t- statistic	Probabilit y (p-value)
<i>Δείκτες Κερδοφορίας</i>					
1	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	-0.009283	0.019792	-0.46904	0.6433
2	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	-0.044189	0.065502	-0.67461	0.5064

Όπως παρουσιάζεται στον ανωτέρω πίνακα τα αποτελέσματα της πρώτης κατηγορίας αριθμοδεικτών, υπολογιζόμενα με την χρήση μέσων τιμών, δείχνουν πτώση των δεικτών μικτού και καθαρού περιθωρίου κέρδους την τριετία μετά τη συγχώνευση-εξαγορά κατά 0,9% και 4,4% αντιστοίχως, χωρίς ωστόσο κάποιο από αυτά να είναι στατιστικά σημαντικό.

Variable (Raw Ratios) median		Coefficient c_o	Std Error	t- statistic	Probability (p-value)
<i>Δείκτες Κερδοφορίας</i>					
1	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	0.003848	0.015890	0.242175	0.8107
2	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	-0.096288	0.030750	-3.13136 ^a	0.0045

Παρόμοια εικόνα παρουσιάζουν και οι μη προσαρμοσμένοι δείκτες κερδοφορίας υπολογιζόμενοι με την χρήση της διαμέσου. Ο δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους υφίσταται απώλειες της τάξεως του 9,6%, ποσοστό στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 1%, ενώ ο δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους εμφανίζεται ελαφρώς ενισχυμένος κατά 0,38% αλλά μη σημαντικά διάφορος του μηδενός. Μια πιθανή αιτία για την μικρή υποχώρηση των δεικτών κερδοφορίας μπορεί να θεωρηθεί η αδυναμία ή καθυστέρηση των νέων επιχειρήσεων να εκμεταλλευτούν οικονομίες κλίμακας σε επίπεδο λειτουργικών και μη εξόδων.

Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας

Variable (Raw Ratios) Mean		Coefficient c_o	Std Error	t-statistic	Probability (p-value)
<i>Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας</i>					
3	% Μεταβολή πωλήσεων	-0.264661	0.073026	-3.62422 ^a	0.0014
4	% Μεταβολή ενεργητικού	-0.235147	0.109862	-2.14062 ^b	0.0427
5	% Μεταβολή κερδών	-1.278365	0.566176	-2.25789 ^b	0.0333

Όσον αφορά τους δείκτες αποτελεσματικότητας τα αποτελέσματα εντείνουν την αρνητική εικόνα με την μέση μεταβολή των πωλήσεων, του ενεργητικού και των κερδών την περίοδο μετά την συγχώνευση-εξαγορά να υστερούν σημαντικά σε σχέση με τις μέσες μεταβολές πριν από αυτήν, υποδηλώνοντας επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης και μεγένθυσης των υπό εξέταση εταιρειών. Συγκεκριμένα παρατηρείται συρρίκνωση των πωλήσεων και του ενεργητικού κατά 26% και 23% αντίστοιχα, ποσοστά σημαντικά διάφορα του μηδενός σε επίπεδο 1% και 5%, ενώ τη μεγαλύτερη μείωση εμφανίζει η μεταβολή των κερδών που αγγίζει το -127%.

Variable (Raw Ratios) median		Coefficient c_o	Std Error	t-statistic	Probability (p-value)
<i>Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας</i>					
3	% Μεταβολή πωλήσεων	-0.276030	0.083362	-3.31121 ^a	0.0029
4	% Μεταβολή ενεργητικού	-0.276030	0.083362	-3.31121 ^a	0.0029
5	% Μεταβολή κερδών	-0.659915	0.188111	-3.50811 ^a	0.0018

Στην ίδια κατεύθυνση κινούνται και τα αποτελέσματα βάσει των διάμεσων τιμών τα οποία εμφανίζουν υποχώρηση στους ρυθμούς μεταβολής των πωλήσεων, του ενεργητικού και των κερδών από 27% έως και 65,9%, όλα σημαντικά διάφορα του μηδενός.

Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Variable (Raw Ratios) Mean		Coefficient c_o	Std Error	t- statistic	Probability (p-value)
<i>Αριθμοδείκτες Ρευστότητας</i>					
6	Γενική Ρευστότητα	0.276499	0.737285	0.375023	0.7109
7	Άμεση Ρευστότητα	0.275708	0.721077	0.382356	0.7056
8	Ταμειακή ρευστότητα	0.435696	0.616960	0.706198	0.4869

Οι δείκτες ρευστότητας από την άλλη πλευρά εμφανίζονται βελτιωμένοι κατά την περίοδο μετά την συγχώνευση-εξαγορά, με το δείκτη ταμειακής ρευστότητας να απολαμβάνει την μεγαλύτερη ενίσχυση και τους δείκτες γενικής και άμεσης ρευστότητας να ακολουθούν. Αν και τα αποτελέσματα υποδηλώνουν βελτίωση στην ρευστότητα των επιχειρήσεων μετά τη συγχώνευση-εξαγορά κανένα από αυτά δεν βρέθηκε να διαφέρει σημαντικά του μηδενός.

Variable (Raw Ratios) median		Coefficient c_o	Std Error	t- statistic	Probability (p-value)
<i>Αριθμοδείκτες Ρευστότητας</i>					
6	Γενική Ρευστότητα	-0.356719	0.215486	-1.65541	0.1109
7	Άμεση Ρευστότητα	-0.317139	0.179406	-1.76771 ^c	0.0898
8	Ταμειακή ρευστότητα	-0.250806	0.121494	-2.06435 ^b	0.0500

Αντιθέτως, τα αποτελέσματα βάσει της διαμέσου των τιμών αντιστρέφουν την εικόνα δείχνοντας επιδείνωση της ρευστότητας των επιχειρήσεων την τριετία μετά την εξαγορά, με τους δείκτες άμεσης και ταμειακής ρευστότητας να υποχωρούν κατά 31% και 25% αντίστοιχα, ποσοστά σημαντικά διάφορα του μηδενός σε επίπεδο 10% και 5% αντίστοιχα.

Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης-Μόχλευσης

Variable (Raw Ratios) Mean		Coefficient c_o	Std Error	t- statistic	Probability (p-value)
<i>Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης-Μόχλευσης</i>					
9	Ξένα προς Ίδια κεφάλαια	0.990458	1.294569	0.765087	0.4517
10	Ξένα Κεφάλαια προς Συνολικά	-0.007964	0.037627	-0.211662	0.8342
11	Ίδια προς Συνολικά Κεφάλαια	-0.049601	0.030570	-1.622505	0.1178
12	Δείκτης κάλυψης τόκων	-27.36133	12.81066	-2.13582 ^b	0.0431

Σχετικά με τους δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωση τα αποτελέσματα εμφανίζουν τον δείκτη των Ξένων Κεφαλαίων προς τα Ίδια Κεφάλαια να ενισχύεται κατά την περίοδο μετά την συγχώνευση-εξαγορά ενδεχομένως λόγω της χρήσης δανεισμού και χρέους για την χρηματοδότηση των υπό εξέταση εξαγορών. Στην κατεύθυνση της αύξησης της δανειακής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων μετά την συγχώνευση - εξαγορά μπορούν να κινηθούν επίσης και τα συμπεράσματα αναφορικά με τον δείκτη των Ιδίων Κεφαλαίων προς τα Συνολικά και τον δείκτη Κάλυψης Τόκων που παρουσιάζουν πτώση κατά 4,9% και 27,36 μονάδες αντιστοίχως, με το τελευταίο σημαντικά διάφορο του μηδενός σε επίπεδο 5%.

Variable (Raw Ratios) median		Coefficient c_o	Std Error	t- statistic	Probability (p-value)
<i>Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης-Μόχλευσης</i>					
9	<i>Ξένα προς Ίδια κεφάλαια</i>	0.798031	1.282287	0.622350	0.5396
10	<i>Ξένα Κεφάλαια προς Συνολικά</i>	0.012631	0.031652	0.399052	0.6934
11	<i>Ίδια προς Συνολικά Κεφάλαια</i>	-0.036474	0.029171	-1.25035	0.2232
12	<i>Δείκτης κάλυψης τόκων</i>	-29.05727	14.92974	-1.94626 ^c	0.0634

Παρόμοια εικόνα παρουσιάζουν και τα αποτελέσματα βάσει των διάμεσων τιμών με μια μικρή ενίσχυση ωστόσο του δείκτη των Ξένων Κεφαλαίων προς τα Συνολικά η οποία όμως δεν φαίνεται να είναι στατιστικά σημαντική. Στο σύνολο τους οι υπόλοιποι δείκτες είναι συνεπείς με το ενδεχόμενο της πρόσθετης δανειακής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων την περίοδο μετά την συγχώνευση-εξαγορά, με τον δείκτη κάλυψης τόκων να υποχωρεί κατά 29 μονάδες (μέγεθος σημαντικά διάφορο του μηδενός), ενδεικτικό της σημαντικής αύξησης του χρηματοοικονομικού κόστους των επιχειρήσεων συγκριτικά με τα κέρδη αυτών.

Μέτρα λειτουργικής απόδοσης & αποδοτικότητας

Variable (Raw Ratios) Mean		Coefficient c_o	Std Error	t-statistic	Probability (p-value)
<i>Μέτρα λειτουργικής απόδοσης & αποδοτικότητας</i>					
13	<i>Pure Cash Flow/Assets</i>	-0.091554	0.020024	-4.56976 ^a	0.0001
14	<i>Pure Cash Flow/Sales</i>	-0.143028	0.090244	-1.58490	0.1261
15	<i>Cash Flow/Assets</i>	-0.036900	0.014200	-2.59862 ^b	0.0158
16	<i>Cash Flow/Sales</i>	-0.022230	0.021033	-1.05691	0.3011
17	<i>EBITDA/Total Assets</i>	-0.052235	0.014801	-3.52912 ^a	0.0017
18	<i>EBITDA/Total Sales</i>	-0.034964	0.064359	-0.54326	0.5920
19	<i>EBIT/Total Assets</i>	-0.046365	0.014210	-3.26286 ^a	0.0033

20	<i>EBIT/ Total Sales</i>	-0.068691	0.028589	-2.40275 ^b	0.0244
21	<i>Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)</i>	-0.307200	0.140580	-2.18523 ^b	0.0389
22	<i>Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)</i>	-0.052458	0.015746	-3.33144 ^a	0.0028

Εξετάζοντας τέλος τους δείκτες λειτουργικής απόδοσης και αποδοτικότητας παρατηρείται σε όλες τις περιπτώσεις επιδείνωση των μέσων δεικτών μετά το γεγονός της συγχώνευσης-εξαγοράς. Οι μεγαλύτερες απώλειες καταγράφονται στον δείκτη Αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων χωρίς ωστόσο η μείωση αυτή να είναι στατιστικά σημαντική. Στους δείκτες λειτουργικής απόδοσης του ενεργητικού, όπου ως βάση χρησιμοποιήθηκαν οι ΛΤΡ, οι απώλειες κυμαίνονται μεταξύ του 9% και 2,2% (σημαντικά διάφορες του μηδενός σε επίπεδο 1% και 5%) ενώ ανάλογη είναι και η συμπεριφορά των δεικτών στους οποίους ως βάση χρησιμοποιήθηκαν τα Κέρδη προ φόρων-τόκων (& αποσβέσεων), με απώλειες μεταξύ του 6,8% και 3,5%.

Αναλύοντας τα συστατικά στοιχεία των ανωτέρω δεικτών παρατηρήσαμε ότι διαχρονικά ο μέσος ρυθμός μεταβολής του ενεργητικού και των πωλήσεων, που χρησιμοποιήθηκαν για την στάθμιση των λειτουργικών μεγεθών, ήταν σημαντικά μεγαλύτερος από τον ρυθμό μεταβολής των ΛΤΡ και των Κερδών, γεγονός που αιτιολογεί την αρνητική εξέλιξη των μέτρων απόδοσης από την περίοδο προ-Σ&Ε στην περίοδο μετά την Σ&Ε.

	Variable (Raw Ratios) median	Coefficient c_o	Std Error	t-statistic	Probability (p-value)
Μέτρα λειτουργικής απόδοσης & αποδοτικότητας					
13	<i>Pure Cash Flow/Assets</i>	-0.063792	0.022190	-2.87482 ^a	0.0083
14	<i>Pure Cash Flow/Sales</i>	-0.052784	0.043411	-1.215923	0.2358
15	<i>Cash Flow/Assets</i>	-0.034761	0.014671	-2.36935 ^b	0.0262
16	<i>Cash Flow/Sales</i>	-0.010996	0.018480	-0.59502	0.5574
17	<i>EBITDA/Total Assets</i>	-0.053982	0.014137	-3.81857 ^a	0.0008
18	<i>EBITDA/Total Sales</i>	-0.090391	0.030299	-2.98328a	0.0065
19	<i>EBIT/Total Assets</i>	-0.055342	0.015317	-3.61306 ^a	0.0014
20	<i>EBIT/ Total Sales</i>	-0.090564	0.027948	-3.24044a	0.0035
21	<i>Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)</i>	-0.305560	0.140927	-2.16820 ^b	0.0403
22	<i>Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)</i>	-0.056583	0.014925	-3.79117 ^a	0.0009

Τέλος όμοια εικόνα παρουσιάζουν και τα αποτελέσματα βάσει των διάμεσων τιμών, με τον δείκτη Αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) να υφίσταται το μεγαλύτερο πλήγμα. Στα μετρά-δείκτες λειτουργικής απόδοσης του ενεργητικού οι απώλειες διαμορφώνονται μεταξύ του 6,3% και 1%, ενώ σε λίγο υψηλότερα επίπεδα,

μεταξύ του 9% και 5,3%, κυμαίνονται οι απώλειες των δεικτών στους οποίους ως βάση χρησιμοποιήθηκαν τα Κέρδη προ φόρων-τόκων (& αποσβέσεων).

Αξίζει να σημειώσουμε ότι και στις δύο περιπτώσεις, των μέσων και διαμέσων τιμών, τα μέτρα λειτουργικής απόδοσης και οι δείκτες αποδοτικότητας σημείωσαν απώλειες κατά μέσο όρο 6%, οι οποίες στην πλειοψηφία των περιπτώσεων ήταν στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 1% και 5%. Τις πιθανές αιτίες και τους λόγους αυτής της αρνητική μετάβασης θα τις αναζητήσουμε στην επόμενη παράγραφο στην οποία πραγματοποιείται η παρουσίαση των προσαρμοσμένων δεικτών (MF Adjusted)

5.1.2 Αποτελέσματα Μοντέλου Διαφορών (MF Adjusted)

Στην παράγραφο αυτή παρατίθενται και αναλύονται τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή του μοντέλου διαφορών στα προσαρμοσμένα δεδομένα (MF Adjusted). Στόχος είναι να εξετάσουμε τον αντίκτυπο των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις αφού προηγουμένως έχουν τεθεί υπό έλεγχο διάφοροι εξωγενείς παράγοντες, οι οποίοι εμπεριέχονται στα πρωτογενή δεδομένα, και ενδεχομένως να επηρέασαν τα βασικά μεγέθη των επιχειρήσεων στρεβλώνοντας έτσι την εικόνα και τα συμπεράσματα για την πραγματική επίπτωση των Σ&Ε στις επιχειρήσεις.

Δείκτες Κερδοφορίας

Variable (matching firm adjusted) Mean		Coefficient c_o	Std Error	t- statistic	Probabilit y (p-value)
Δείκτες Κερδοφορίας					
1	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	0.019295	0.022505	0.857361	0.3997
2	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	0.014404	0.032807	0.439051	0.6646

Όπως είναι εμφανές στον ανωτέρω πίνακα, οι δείκτες μικτού και καθαρού περιθωρίου κέρδους (MF Adjusted) εμφανίζονται ενισχυμένοι, κατά 1,9% και 1,4% αντίστοιχα, την περίοδο μετά την συγχώνευση-εξαγορά σε αντίθεση με τους πρωτογενείς δείκτες οι απώλειες των οποίων, όπως είδαμε ανωτέρω, ανήλθαν στο 0,9% και 4,4%. Ωστόσο παρόλο που η αντιστροφή της εικόνας με την χρήση των προσαρμοσμένων δεδομένων

είναι προφανής, τα αποτελέσματα αν και θετικά παραμένουν μη στατιστικά διάφορα του μηδενός.

Variable (matching firm adjusted) Median		Coefficient c_o	Std Error	t-statistic	Probability (p-value)
Δείκτες Κερδοφορίας					
1	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	0.036452	0.020203	1.804258 ^c	0.0838
2	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	0.067941	0.077015	0.882186	0.3864

Ομοίως και τα αποτελέσματα των διάμεσων τιμών με την χρήση των προσαρμοσμένων στοιχείων αντιστρέφουν την αρνητική εικόνα αναφορικά με τους δείκτες κερδοφορίας. Παρατηρούμε ότι οι επιχειρήσεις μετά την συγχώνευση-εξαγορά απολαμβάνουν υψηλότερο περιθώριο καθαρού και μικτού κέρδους, με το τελευταίο να ενισχύεται κατά 3,6%, ποσοστό σημαντικά διάφορο του μηδενός σε επίπεδο 10%. Η βελτίωση αυτή ενδεχομένως να οφείλεται στην επίτευξη οικονομικών κλίμακας αναφορικά με το κόστος παραγωγής και την διαχείριση των λειτουργικών εξόδων.

Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας

Variable(matching firm adjusted) Mean		Coefficient c_o	Std Error	t- statistic	Probability (p-value)
Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας					
3	% Μεταβολή πωλήσεων	0.002100	0.126645	0.016583	0.9869
4	% Μεταβολή ενεργητικού	0.048064	0.131067	0.366716	0.7170
5	% Μεταβολή κερδών	-0.287940	0.955553	-0.30133	0.7658

Η αλλαγή της εικόνας είναι επίσης εμφανής και στην περίπτωση των δεικτών αποτελεσματικότητας, με την μέση μεταβολή των πωλήσεων και του ενεργητικού (MF Adjusted) να γίνεται θετική και την μέση μεταβολή των κερδών να προορίζεται από το -127,8% ($\alpha=5\%$) στο -28.79%. Αν και τα αποτελέσματα δεν διαφέρουν σημαντικά του μηδενός, έρχονται να διαψεύσουν την δυσμενή εικόνα της συρρίκνωσης και αρνητικής ανάπτυξης των εταιρειών μετά το γεγονός της συγχώνευσης εξαγοράς.

Variable (matching firm adjusted) Median		Coefficient c_o	Std Error	t-statistic	Probability (p-value)
Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας					
3	% Μεταβολή πωλήσεων	-0.096074	0.077491	-1.239810	0.2270
4	% Μεταβολή ενεργητικού	-0.033312	0.089578	-0.371873	0.7133
5	% Μεταβολή κερδών	0.040216	0.525515	0.076528	0.9396

Δεν συμβαίνει το ίδιο όμως στην περίπτωση των αποτελεσμάτων βάσει των διάμεσων τιμών, όπου ρυθμός μεταβολής των πωλήσεων και του ενεργητικού φαίνεται να περιορίζεται κατά 9,6% και 3,3% αντίστοιχα, χωρίς όμως κάποιο από τα αποτελέσματα να διαφέρει σημαντικά από το μηδέν. Από την άλλη πλευρά αν και ο ρυθμός μεταβολής των κερδών δείχνει να ενισχύεται κατά 4% ούτε και στην περίπτωση αυτή η μεταβολή διαφέρει σημαντικά του μηδενός. Η μη σημαντικότητα των αποτελεσμάτων και σε αυτή την περίπτωση μας επιτρέπει να απορρίψουμε τα αρνητικά συμπεράσματα περί συρρίκνωσης των επιχειρήσεων μετά την Σ/Ε.

Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Variable (matching firm adjusted) Mean		Coefficient c_o	Std Error	t-statistic	Probability (p-value)
Αριθμοδείκτες Ρευστότητας					
6	Γενική Ρευστότητα	0.711306	0.733075	0.970305	0.3416
7	Άμεση Ρευστότητα	0.657933	0.710470	0.926052	0.3636
8	Ταμειακή ρευστότητα	0.596472	0.620893	0.960667	0.3463

Variable (matching firm adjusted) Median		Coefficient c_o	Std Error	t-statistic	Probability (p-value)
Αριθμοδείκτες Ρευστότητας					
6	Γενική Ρευστότητα	0.266667	0.297290	0.896992	0.3786
7	Άμεση Ρευστότητα	0.143279	0.206687	0.693219	0.4948
8	Ταμειακή ρευστότητα	-0.082915	0.147556	-0.561924	0.5794

Όσον αναφορά τους δείκτες ρευστότητας, βάσει των προσαρμοσμένων στοιχείων, τα αποτελέσματα εμφανίζονται βελτιωμένα κατά την περίοδο μετά την συγχώνευση- εξαγορά, με το δείκτη γενικής ρευστότητας να απολαμβάνει την μεγαλύτερη ενίσχυση και στις δυο περιπτώσεις. Η μη σημαντικότητα ωστόσο των αποτελεσμάτων, πέραν της παρατηρούμενης διαχρονικής σταθερότητας των δεικτών ρευστότητας, δεν μας επιτρέπει να εξάγουμε περαιτέρω ασφαλή συμπεράσματα.

Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης-Μόχλευσης

Variable(matching firm adjusted) Mean		Coefficient c_o	Std Error	t-statistic	Probability (p-value)
Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης-Μόχλευσης					
9	Ξένα προς Ίδια κεφάλαια	0.977293	1.290958	0.757029	0.4564
10	Ξένα Κεφάλαια προς Συνολικά	0.092188	0.045854	2.01046 ^c	0.0557
11	Ίδια προς Συνολικά Κεφάλαια	-0.022825	0.033914	0.673012	0.5074
12	Δείκτης κάλυψης τόκων	-29.92953	16.29856	-1.83633 ^c	0.0787
Variable (matching firm adjusted) Median		Coefficient c_o	Std Error	t-statistic	Probability (p-value)
Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης-Μόχλευσης					
9	Ξένα προς Ίδια κεφάλαια	0.738259	1.278776	0.577317	0.5691
10	Ξένα Κεφάλαια προς Συνολικά	0.078408	0.044482	1.76268 ^c	0.0907
11	Ίδια προς Συνολικά Κεφάλαια	-0.040695	0.036063	1.128441	0.2703
12	Δείκτης κάλυψης τόκων	-21.55042	16.14348	-1.334931	0.1944

Σχετικά με τους δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωση τα αποτελέσματα (MF Adjusted), τόσο βάσει τόσο των μέσων όσο και των διάμεσων τιμών, εμφανίζουν τον δείκτη των Ξένων Κεφαλαίων προς τα Ίδια Κεφάλαια σχεδόν να διπλασιάζεται την περίοδο μετά την συγχώνευση-εξαγορά, χωρίς ωστόσο η αύξηση αυτή να είναι στατιστικά σημαντική. Ακολούθως και στις δυο περιπτώσεις βλέπουμε τον δείκτη των Ξένων Κεφαλαίων προς τα Συνολικά να ενισχύεται κατά 9,2% και 7,8% αντίστοιχα (ποσοστά σημαντικά διάφορα του μηδενός σε επίπεδο 10%) υποδηλώνοντας αύξηση της μόχλευσης των επιχειρήσεων μετά την εξαγορά. Τέλος στην ίδια κατεύθυνση της πρόσθετης δανειακής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων την τετραετία μετά την Σ/Ε κινούνται και τα αποτελέσματα βάσει του δείκτη κάλυψης τόκων, η μεταβολή του οποίου άγγιξε τις 29,9 και 21,5 μονάδες, με το πρώτο στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 10%. Η αυξημένη μόχλευση των επιχειρήσεων που παρατηρήσαμε ενδεχομένως να οφείλεται είτε στη χρήση δανεισμού και χρέους για την χρηματοδότηση των υπό εξέταση εξαγορών είτε στη διευρυμένη δυνατότητα των νέων-μεγεθυμένων επιχειρήσεων να αντλούν ξένα κεφάλαια.

Μέτρα λειτουργικής απόδοσης & αποδοτικότητας

Variable(matching firm adjusted) Mean		Coefficient c_o	Std Error	t-statistic	Probability (p-value)
Μέτρα λειτουργικής απόδοσης & αποδοτικότητας					
13	Pure Cash Flow/Assets	-0.013715	0.023897	-0.573910	0.5714
14	Pure Cash Flow/Sales	0.037493	0.125738	0.298186	0.7681
15	Cash Flow/Assets	0.007111	0.020310	0.350130	0.7293
16	Cash Flow/Sales	0.024041	0.033137	0.725506	0.4752
17	EBITDA/Total Assets	0.006126	0.029174	0.209981	0.8355
18	EBITDA/Total Sales	0.108659	0.126052	0.862021	0.3972
19	EBIT/Total Assets	0.013132	0.246279	0.053320	0.9579
20	EBIT/ Total Sales	-0.060159	0.427457	-1.407373	0.1721
21	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	0.016659	1.382871	0.8436061	0.4072
22	Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)	-0.001142	0.029074	-0.039261	0.9690
Variable (matching firm adjusted) Median		Coefficient c_o	Std Error	t-statistic	Probability (p-value)
Μέτρα λειτουργικής απόδοσης & αποδοτικότητας					
13	Pure Cash Flow/Assets	-0.006655	0.026577	-0.250404	0.8044
14	Pure Cash Flow/Sales	0.038262	0.021614	1.76771 ^c	0.0898
15	Cash Flow/Assets	0.001550	0.020889	0.074189	0.9415
16	Cash Flow/Sales	0.006434	0.027186	0.236685	0.8149
17	EBITDA/Total Assets	0.006434	0.027186	0.236685	0.8149
18	EBITDA/Total Sales	0.050723	0.069051	0.734578	0.4697
19	EBIT/Total Assets	0.059911	0.446461	1.590085	0.1249
20	EBIT/ Total Sales	-0.130212	0.088753	-1.467127	0.1553
21	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	0.015883	1.379388	0.840108	0.4091
22	Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)	-0.002008	0.026812	-0.074891	0.9409

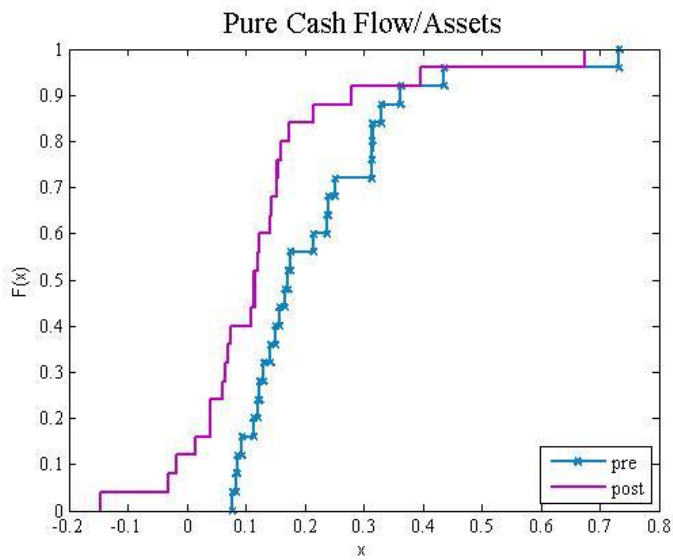
Τέλος η ενότητα αυτή έρχεται να κλείσει με την εξέταση των μέτρων λειτουργικής απόδοσης και αποδοτικότητας (MF Adjusted) τα οποία αποτελούν και το σημαντικότερο κομμάτι της ανάλυσης μας. Όπως είναι εμφανές και στους ανωτέρω πίνακες τα αποτελέσματα στην πλειοψηφία τους είναι θετικά, αλλά μη στατιστικά σημαντικά, με εξαίρεση τους δείκτες Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA), PCF/Assets και EBIT/Sales που φέρουν αρνητικό πρόσημο. Ο μοναδικός δείκτης που φαίνεται να διαφοροποιείται είναι ο αυτός των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών προς τις Πωλήσεις (median *Pure Cash Flow/Sales*), ο οποίος εμφανίζει βελτίωση κατά την μετάβαση από την περίοδο προ εξαγοράς

στην περίοδο μετά αυτής, ισόποση με 3,8%, ποσοστό στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 10%. Οι υπόλοιποι δείκτες αν και ενισχύονται στην πραγματικότητα δεν φαίνονται να διαφέρουν σημαντικά από το μηδέν, *υποδηλώνοντας την μη ουσιαστική μεταβολή των αποτελεσμάτων μετά το γεγονός της συγχώνευσης- εξαγορά και διαψεύδοντας τα συμπεράσματα βάσει των πρωτογενών στοιχείων, τα οποία στην συντριπτική τους πλειοψηφία έδειξαν σημαντική επιδείνωση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων μετά την Σ/Ε.*

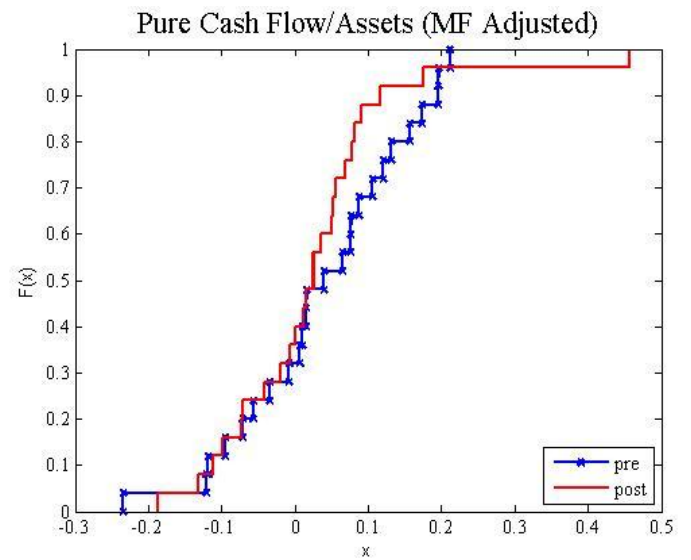
Είναι εμφανές ότι η μεγάλη πτώση του ελληνικού χρηματιστηρίου την περίοδο 1999-2003, “χρηματιστηριακό κραχ του ’99”, και οι δυσμενείς επιπτώσεις που είχε στις εισηγμένες επιχειρήσεις, αποτυπώνονται στα πρωτογενή στοιχεία όπως διαπιστώσαμε στην ανάλυση μας μέχρι τώρα (δεδομένου και ότι η πλειοψηφία των συγχωνεύσεων και εξαγορών που εξετάζονται στην παρούσα εργασία αφορούν την περίοδο αυτή). Με την χρήση των προσαρμοσμένων δεικτών προσπαθήσαμε να θέσουμε υπό έλεγχο τους παράγοντες αυτούς, γεγονός που οδήγησε και στην σημαντική αντιστροφή των αποτελεσμάτων την οποία θα επιβεβαιώσουμε και ακολούθως με το Kolmogorov-Smirnov Test. Ωστόσο θα πρέπει να σημειώσουμε ότι λόγω του μικρού μεγέθους του δείγματος μας, της περιορισμένη χρονικά έκταση της ανάλυσης μας και της πρακτικής αδυναμίας επίτευξης ενός perfect matching, μέρος της πραγματικής επίπτωσης των Σ&Ε ενδεχομένως να απορροφήθηκε από το αρνητικό κλίμα της εποχής

5.2 Kolmogorov - Smirnov test

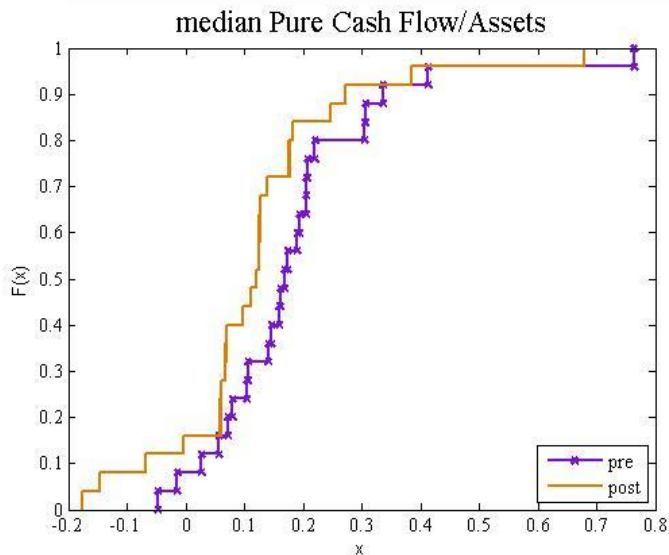
Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται τα διαγράμματα των συναρτήσεων Κατανομής Πιθανότητας (Cumulative Density Function) των μέτρων αποδοτικότητας και κερδοφορίας, στην πρωτογενή τους μορφή και μετά την προσαρμογή τους (MF Adjusted), που σε συνδυασμό με το Kolmogorov-Smirnov test έρχονται να επιβεβαιώσουν και να ενισχύσουν τα όσα μέχρι τώρα έχουμε δει.



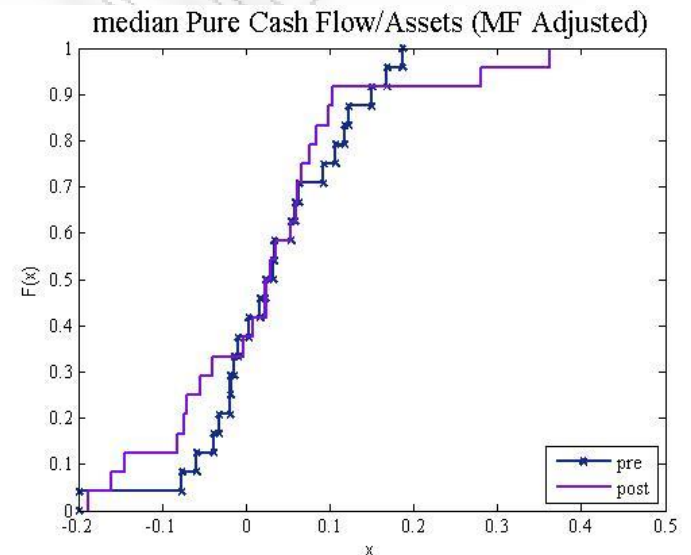
Διάγραμμα 5: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean Pure CF/Assets pre-post M&A



Διάγραμμα 6: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean Pure CF/Assets (MF Adj.) pre-post M&A



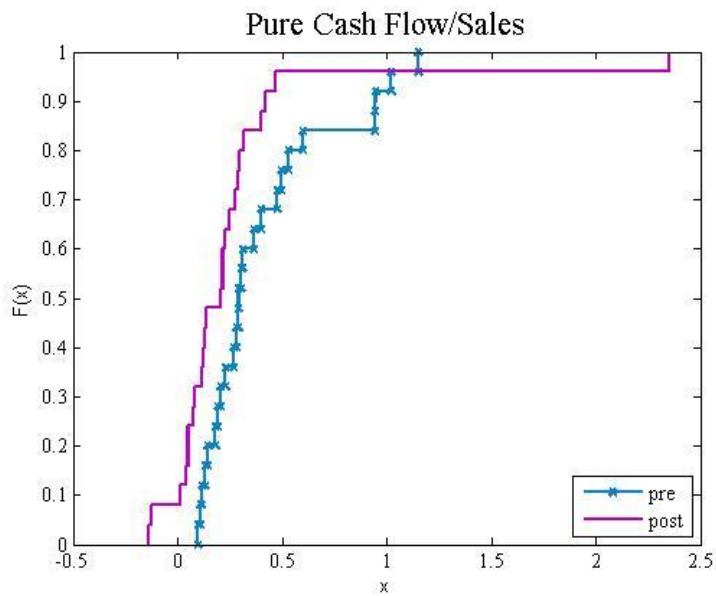
Διάγραμμα 7: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median Pure CF/Assets pre-post M&A



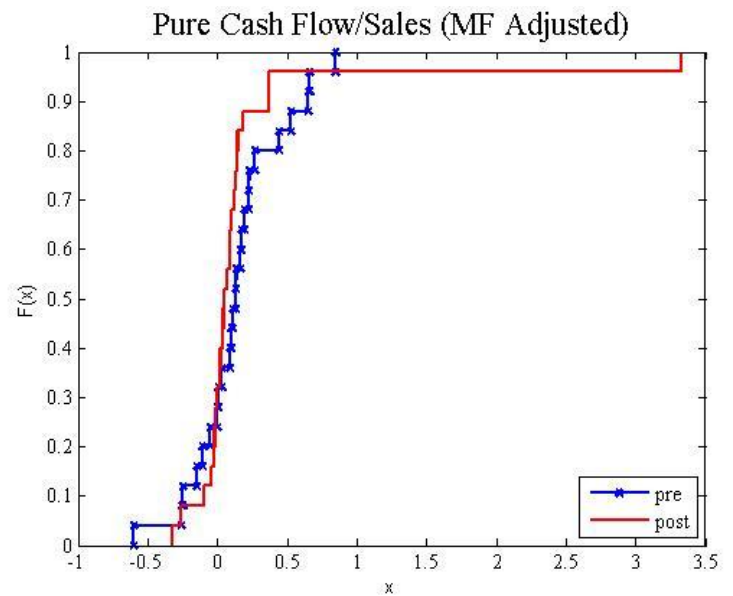
Διάγραμμα 8: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median Pure CF/Assets (MF Adj.) pre-post M&A

<i>Kolmogorov-Smirnov Test</i>	<i>Mean</i>			<i>Median</i>		
	<i>Pre > Post</i>	<i>Pre = Post</i>	<i>Pre < Post</i>	<i>Pre > Post</i>	<i>Pre = Post</i>	<i>Pre < Post</i>
<i>Null Hypothesis H₀</i>						
<i>Pure CF/Assets (Raw Data)</i>	1.000	-	-	1.000	-	-
<i>Pure CF/Assets (MF Adjusted)</i>	0.8574	-	-	0.8403	-	-

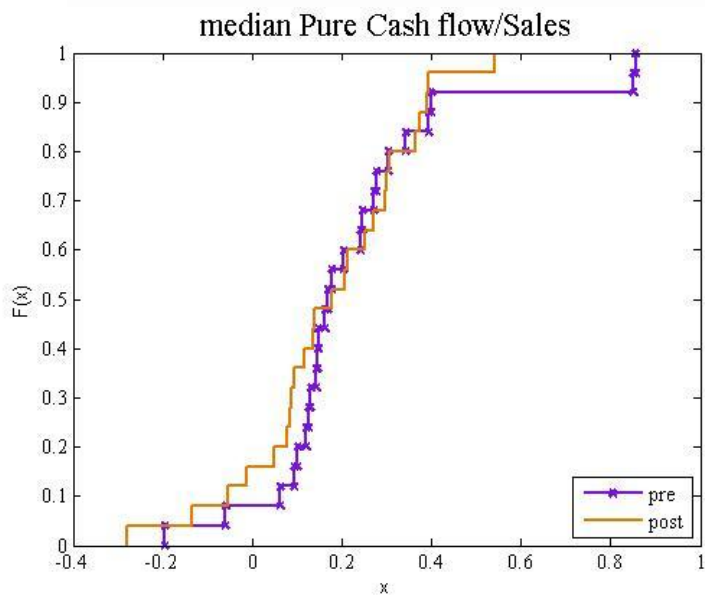
Όπως παρατηρούμε σύμφωνα με το *Kolmogorov-Smirnov Test* ο δείκτης *Pure CF/Assets*, βάσει των πρωτογενών στοιχείων, φαίνεται καθαρά να είναι μεγαλύτερος την περίοδο πριν την συγχώνευση-εξαγορά με επίπεδο σημαντικότητας υποστήριξης της μηδενικής υπόθεσης ($H_0: Pre > Post$) **1.00** και στις δυο περιπτώσεις, των μέσων και διάμεσων τιμών. Η εικόνα δεν αλλάζει δραματικά κατά την εξέταση των προσαρμοσμένων στοιχείων (*MF Adjusted*), όπου αποδεχόμαστε τη μηδενική υπόθεση ($H_0: Pre > Post$) με χαμηλότερο ωστόσο επίπεδο υποστήριξης αυτής, **0.85** για τις μέσες τιμές και **0.84** για τις διαμέσους, όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε και στα διαγράμματα η απόσταση των συναρτήσεων κατανομής πιθανότητας των προσαρμοσμένων δεικτών έχει μειωθεί σημαντικά σε σχέση με τα πρωτογενή δεδομένα, αφήνοντας μόνο μια μικρή υπεροχή στις αποδόσεις πριν την Σ/Ε, την οποία παρατηρήσαμε ήδη στα αποτελέσματα του Μοντέλου Διαφορών που έδειξαν επιδείνωση του δείκτη κατά 1,3% (mean) και 0,6% (median)..



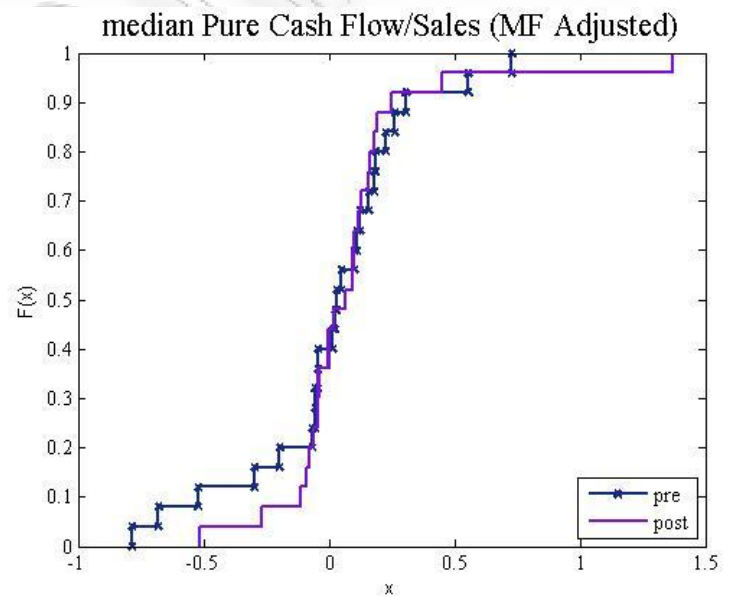
Διάγραμμα 9: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean Pure CF/Sales pre-post M&A



Διάγραμμα 10: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean Pure CF/ Sales (MF Adj.) pre-post M&A



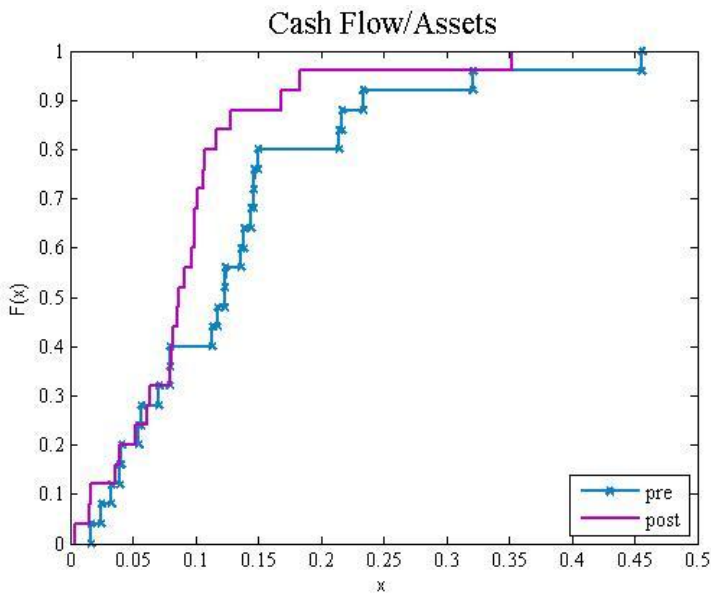
Διάγραμμα 11: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median Pure CF/Sales pre-post M&A



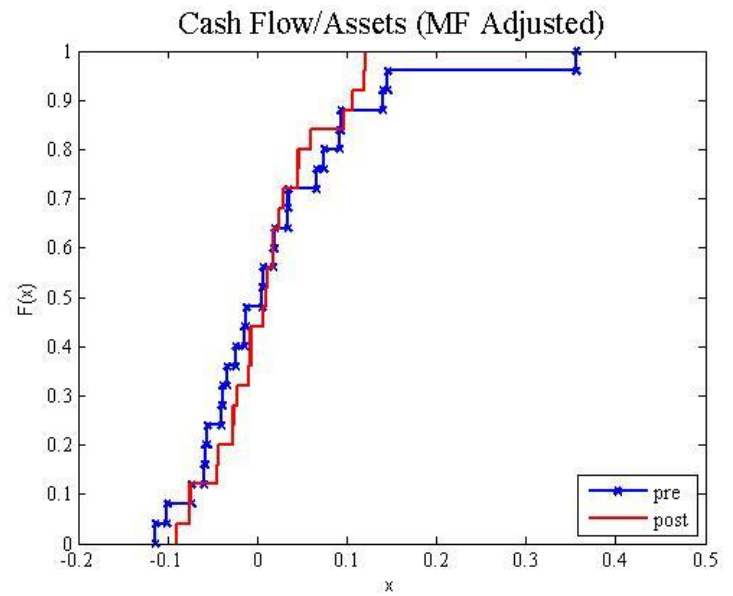
Διάγραμμα 12: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median Pure CF/ Sales (MF Adj.) pre-post M&A

Kolmogorov-Smirnov Test	Mean			Median		
	Pre > Post	Pre = Post	Pre < Post	Pre > Post	Pre = Post	Pre < Post
Null Hypothesis H_0						
Pure CF/Sales (Raw Data)	0.9574	-	-	0.8403	-	-
Pure CF/Sales (MF Adjusted)		0.6761	-	-	-	0.8744

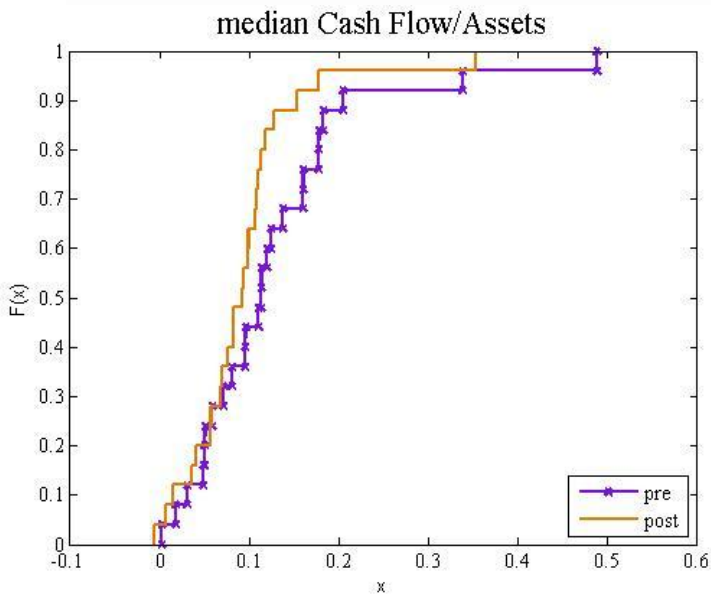
Σύμφωνα με το Kolmogorov-Smirnov Test οι ΑΤΡ/Πωλήσεις, βάσει των πρωτογενών στοιχείων, φαίνεται να είναι μεγαλύτερες την περίοδο πριν την συγχώνευση-εξαγορά με επίπεδο σημαντικότητας υποστήριξης της μηδενικής υπόθεσης ($H_0: Pre > Post$) 0,95 (mean) και 0,84 (median). Η εικόνα αλλάζει ελαφρώς κατά την εξέταση των προσαρμοσμένων στοιχείων όπου η διάμεσος του δείκτη Pure CF/Sales (MF Adjusted) δείχνει σχετική βελτίωση μετά τη συγχώνευση-εξαγορά, αποτέλεσμα συνεπές με τα ευρήματα του Μοντέλου Διαφορών. Όσον αφορά τέλος τον δείκτη με την χρήση μέσων τιμών, τα αποτελέσματα του Kolmogorov-Smirnov Test φαίνεται να υποστηρίζουν την υπόθεση της μη σημαντικής μεταβολής του διαχρονικά.



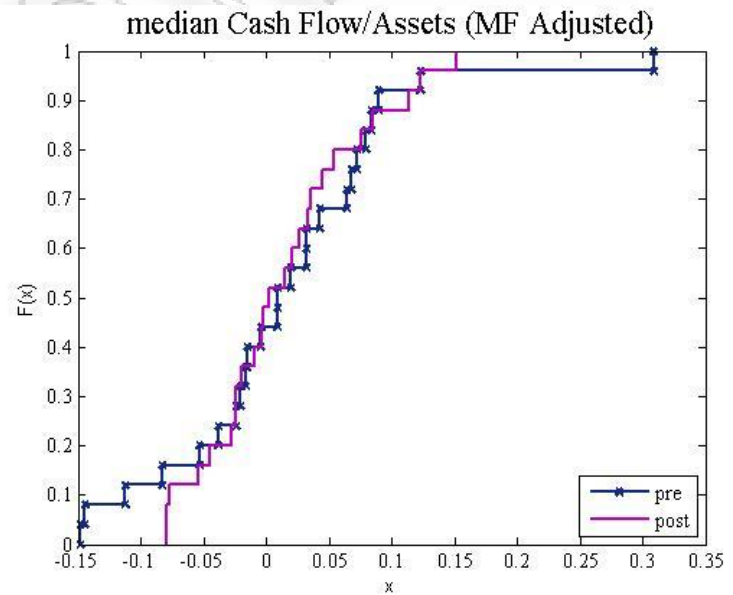
Διάγραμμα 13: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean CF/Assets pre-post M&A



Διάγραμμα 14: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean Pure CF/Assets (MF Adj.) pre-post M&A



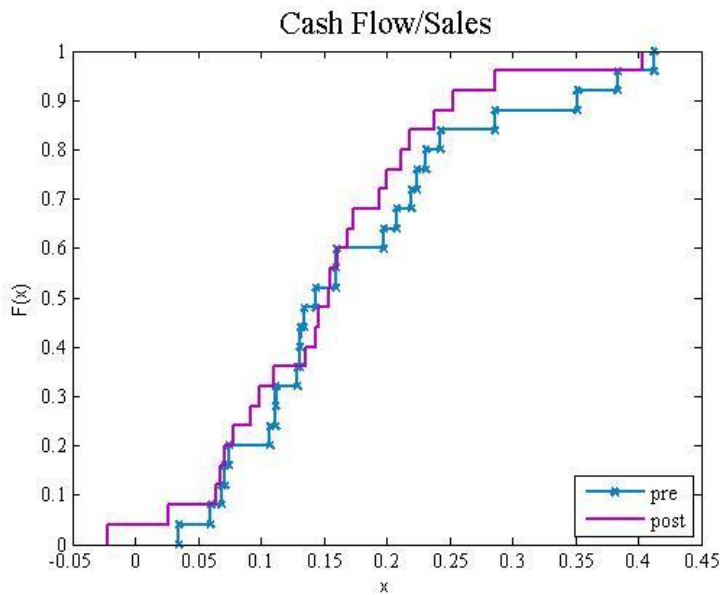
Διάγραμμα 15: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median CF/Assets pre-post M&A



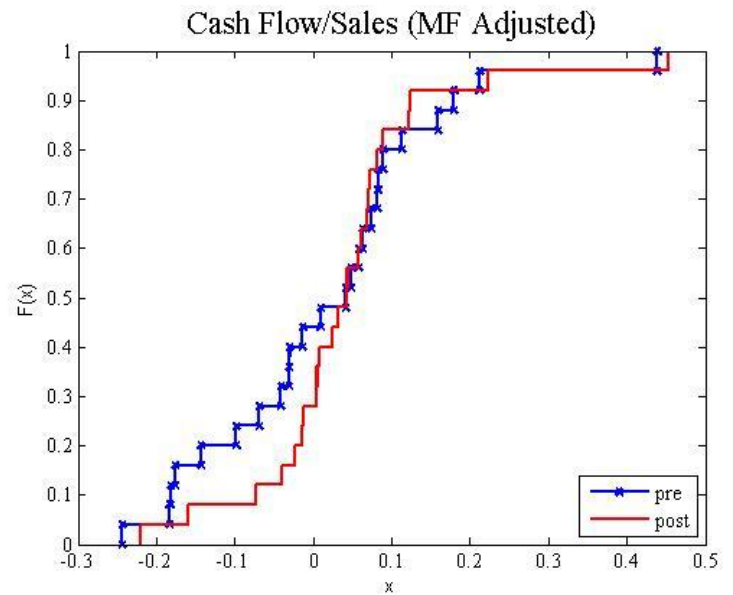
Διάγραμμα 16: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median CF/Assets (MF Adj.) pre-post M&A

<i>Kolmogorov-Smirnov Test</i>	<i>Mean</i>			<i>Median</i>		
	<i>Pre > Post</i>	<i>Pre = Post</i>	<i>Pre < Post</i>	<i>Pre > Post</i>	<i>Pre = Post</i>	<i>Pre < Post</i>
<i>Null Hypothesis H₀</i>						
<i>CF/Assets (Raw Data)</i>	0.8403	-	-	0.9574	-	-
<i>CF/Assets (MF Adjusted)</i>	-	0.8874	-	-	0.8774	-

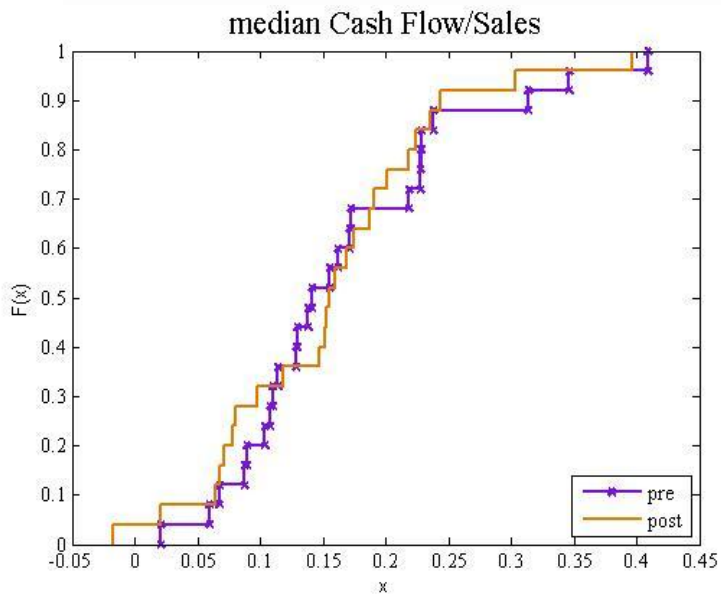
Σύμφωνα με το Kolmogorov-Smirnov Test οι ATP/Συνολικό Ενεργητικό, βάσει των πρωτογενών στοιχείων, φαίνεται να είναι μεγαλύτερες την περίοδο πριν την συγχώνευση-εξαγορά με επίπεδο σημαντικότητα υποστήριξης της μηδενικής υπόθεσης ($H_0: Pre > Post$) 0,84 και 0,95. Η εικόνα αλλάζει κατά την εξέταση των προσαρμοσμένων στοιχείων όπου ο δείκτης των ATP προς το Σύνολο του Ενεργητικού (MF Adjusted) δεν δείχνει να μεταβάλλεται κατά την μετάβαση από την περίοδο πριν στη περίοδο μετά τη συγχώνευση-εξαγορά, αποτελέσματα συνεπή με τα ευρήματα του Μοντέλου Διαφορών.



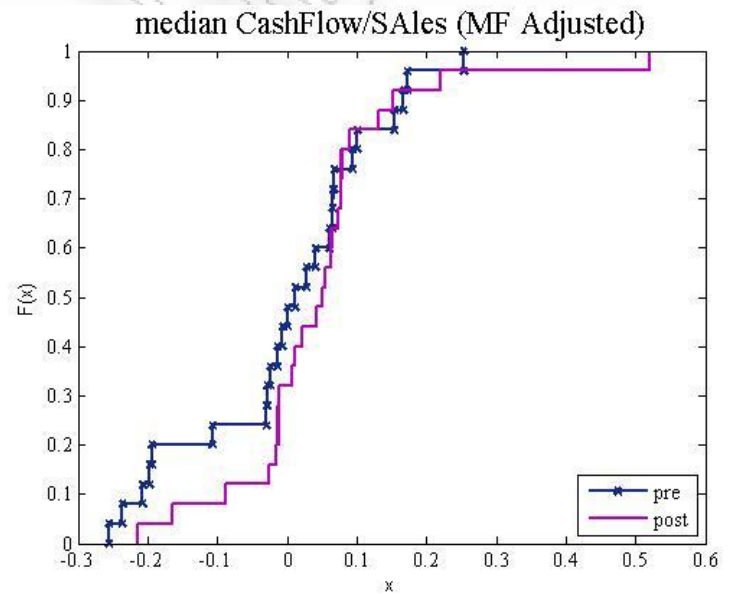
Διάγραμμα 17: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean CF/Sales pre-post M&A



Διάγραμμα 18: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean CF/Sales (MF Adj.) pre-post M&A



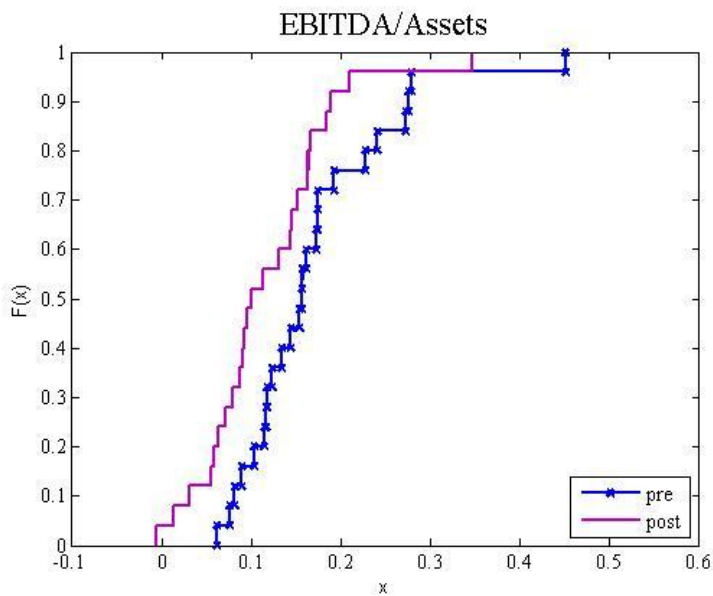
Διάγραμμα 19: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median CF/Sales pre-post M&A



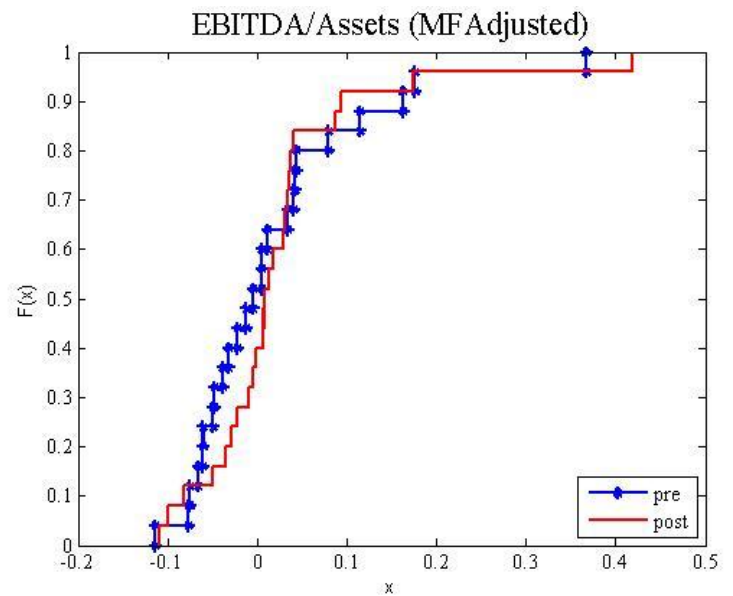
Διάγραμμα 20: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median Pure CF/Sales (MF Adj.) pre-post M&A

<i>Kolmogorov-Smirnov Test</i>	<i>Mean</i>			<i>Median</i>		
	<i>Pre > Post</i>	<i>Pre = Post</i>	<i>Pre < Post</i>	<i>Pre > Post</i>	<i>Pre = Post</i>	<i>Pre < Post</i>
<i>Null Hypothesis Ho</i>						
<i>CF/Sales (Raw Data)</i>	0.6761	-	-	-	0.8774	-
<i>CF/Sales (MF Adjusted)</i>	-	-	0.761	-	-	0.6485

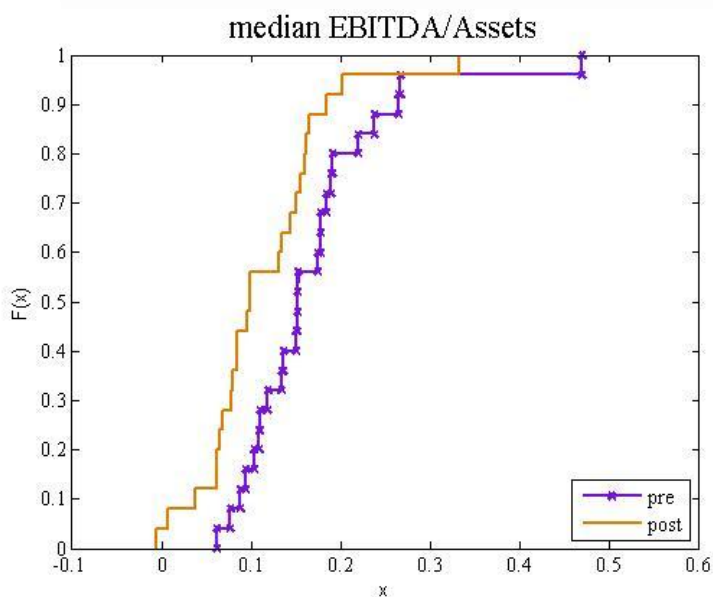
Όπως παρατηρούμε, σύμφωνα με το *Kolmogorov-Smirnov Test* ο δείκτης **CF/Sales**, βάσει των πρωτογενών στοιχείων, φαίνεται να είναι μεγαλύτερος την περίοδο πριν την συγχώνευση-εξαγορά με τη χρήση των μέσων τιμών και να μην υφίσταται σημαντική αλλαγή βάσει της διαμέσου των τιμών, με επίπεδο σημαντικότητας υποστήριξης της μηδενικής υπόθεσης (**Ho:Pre>Post**) **0,67** (mean) και (**Ho:Pre=Post**) **0,87** (median) αντίστοιχα. Η εικόνα αλλάζει κατά την εξέταση των προσαρμοσμένων στοιχείων όπου ο δείκτης **Pure CF/Sales (MF Adjusted)** δείχνει σχετική βελτίωση μετά τη συγχώνευση-εξαγορά, όπως παρατηρήσαμε και στο Μοντέλο Διαφορών. Ωστόσο όπως και στην περίπτωση του Μοντέλου διαφορών το επίπεδο σημαντικότητας υποστήριξης της μηδενικής υπόθεσης (**Ho:Pre<Post**) δεν είναι υψηλό ώστε να επιτρέπει την εξαγωγή απόλυτων συμπερασμάτων



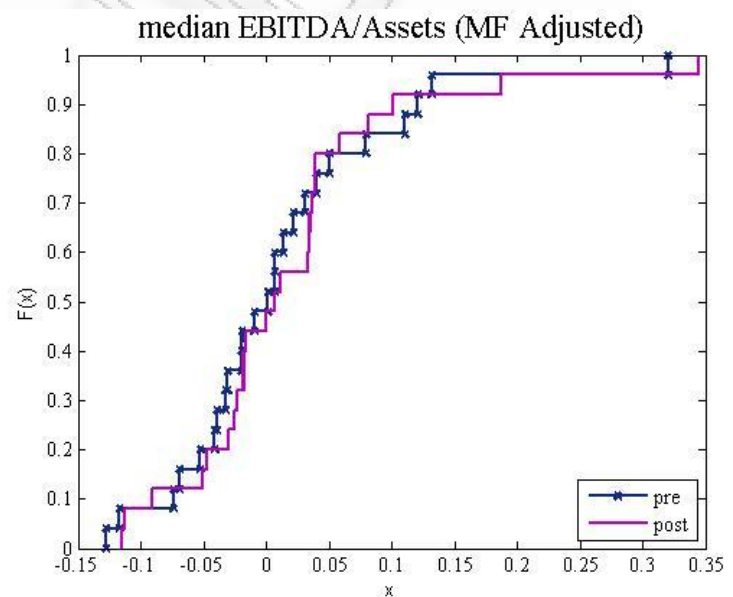
Διάγραμμα 21: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean EBITDA/Assets pre-post M&A



Διάγραμμα 22: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean EBITDA/Assets (MF Adj.) pre-post M&A



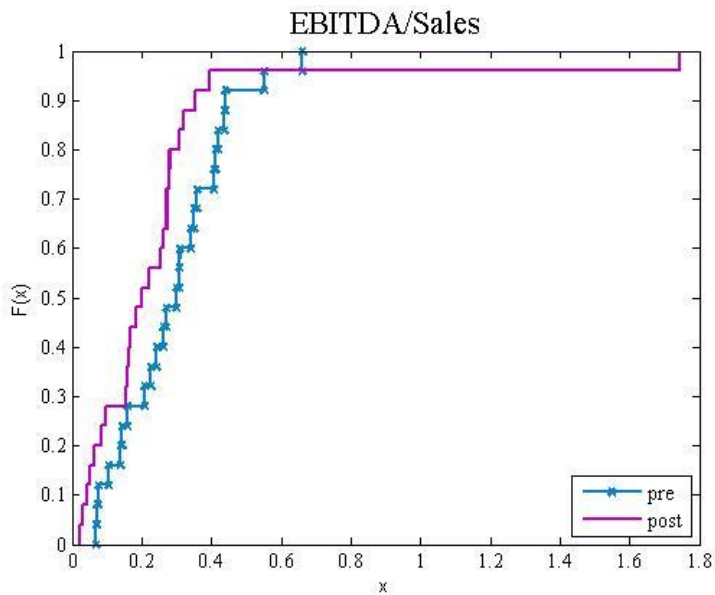
Διάγραμμα 23: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median EBITDA/Assets pre-post M&A



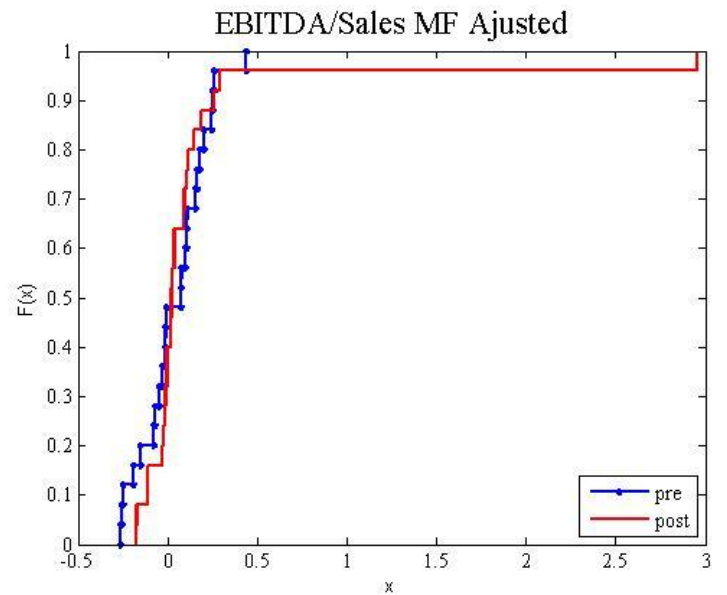
Διάγραμμα 24: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median EBITDA/Assets (MF Adj.) pre-post M&A

Kolmogorov-Smirnov Test	Mean			Median		
	Pre > Post	Pre = Post	Pre < Post	Pre > Post	Pre = Post	Pre < Post
Null Hypothesis H_0						
EBITDA/Assets (Raw Data)	1.000	-	-	1.000	-	-
EBITDA/Assets (MF Adjusted)	-	0.6485	-	-	0.8774	-

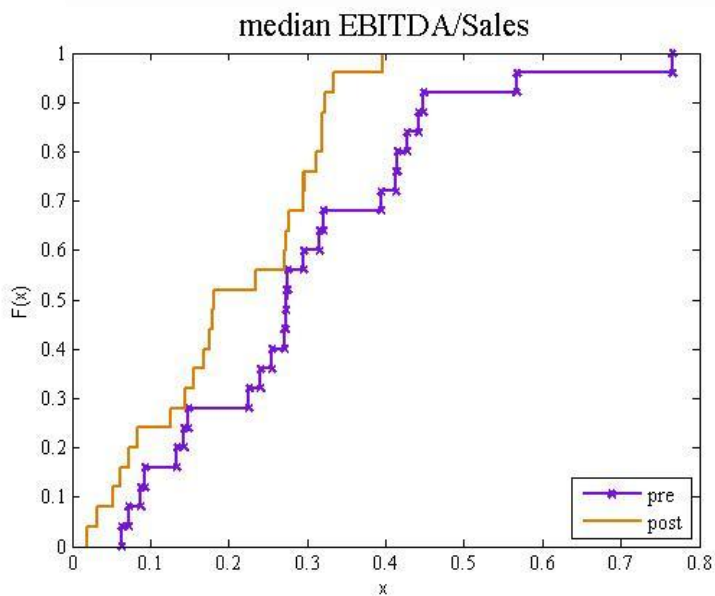
Ο δείκτης **EBITDA/Assets (Raw Data)**, σύμφωνα με το Kolmogorov-Smirnov Test, φαίνεται να είναι μεγαλύτερος την περίοδο πριν την συγχώνευση-εξαγορά με επίπεδο σημαντικότητας υποστήριξης της μηδενικής υπόθεσης ($H_0: Pre > Post$) **1.00** και στις δυο περιπτώσεις, των μέσων και διάμεσων τιμών. Η εικόνα αλλάζει κατά την εξέταση των προσαρμοσμένων στοιχείων όπου ο δείκτης **EBITDA/Assets (MF Adjusted)** δείχνει να ενισχύεται ελαφρά κατά την μετάβαση από την περίοδο πριν στη περίοδο μετά τη συγχώνευση-εξαγορά. Αν και βάσει του Kolmogorov-Smirnov Test αποδεχόμαστε την μηδενική υπόθεση $H_0: Pre = Post$ είναι εμφανής μια μικρή υπεροχή των αποδόσεων μετά το γεγονός της εξαγοράς. Τα αποτελέσματα αυτά είναι συνεπή με τα ευρήματα του Μοντέλου Διαφορών όπου παρατηρήσαμε μια μικρή ενίσχυση του δείκτη κατά 0,6% χωρίς ωστόσο αυτή να είναι σημαντικά διάφορη του μηδενός.



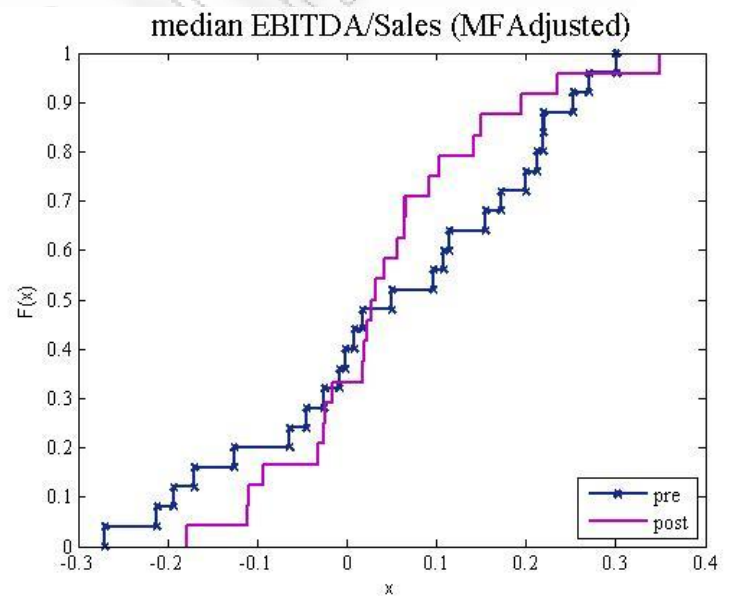
Διάγραμμα 25: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean EBITDA/Sales pre-post M&A



Διάγραμμα 26: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean EBITDA/Sales (MF Adj.) pre-post M&A



Διάγραμμα 27: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median EBITDA/Sales pre-post M&A

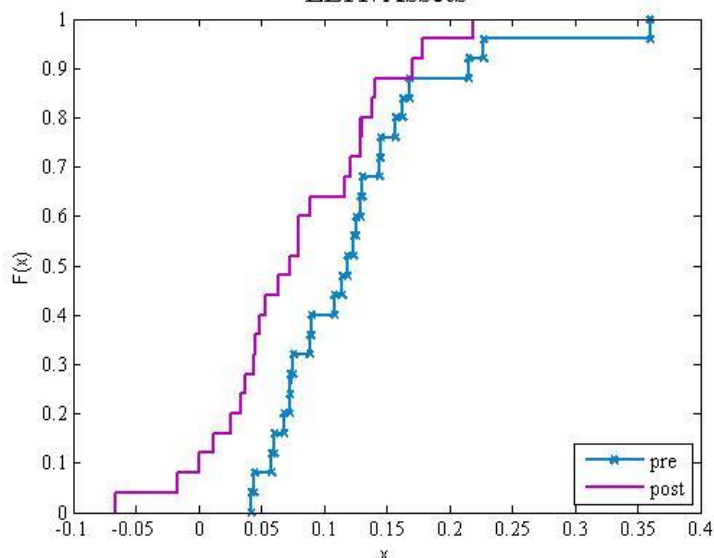


Διάγραμμα 28: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median EBITDA/Sales (MF Adj.) pre-post M&A

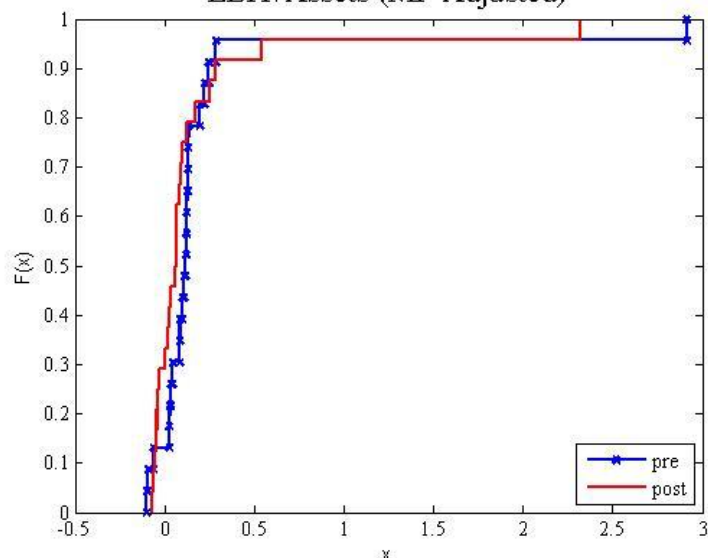
Kolmogorov-Smirnov Test	Mean			Median		
	Pre > Post	Pre = Post	Pre < Post	Pre > Post	Pre = Post	Pre < Post
Null Hypothesis H_0						
EBITDA/Sales (Raw Data)	0.9574	-	-	1.000	-	-
EBITDA/Sales (MF Adjusted)	-	0.8774	-	-	0.6485	-

Ο δείκτης **EBITDA/Sales (Raw Data)** σύμφωνα με το Kolmogorov-Smirnov Test, φαίνεται να είναι μεγαλύτερος την περίοδο πριν την συγχώνευση-εξαγορά. Η εικόνα αλλάζει κατά την εξέταση των προσαρμοσμένων στοιχείων όπου ο δείκτης **EBITDA/Sales (MF Adjusted)** δεν δείχνει να μεταβάλλεται κατά την μετάβαση από την περίοδο πριν στη περίοδο μετά τη συγχώνευση-εξαγορά κυρίως στην περίπτωση που χρησιμοποιήθηκαν μέσες τιμές

EBIT/Assets



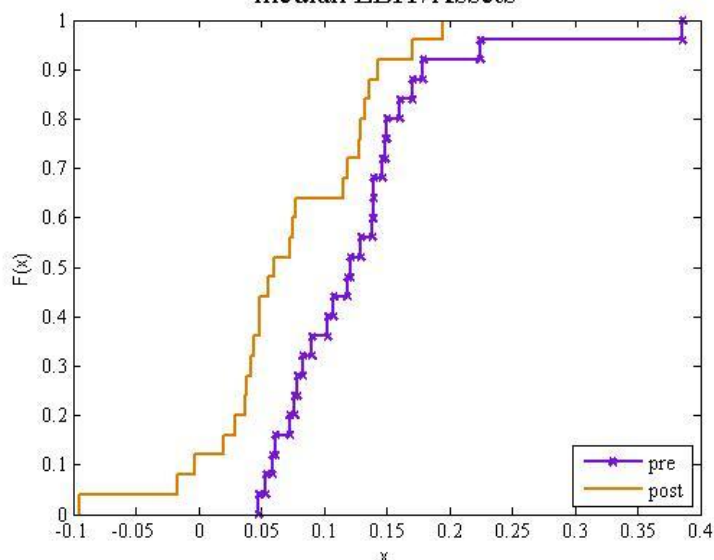
EBIT/Assets (MF Adjusted)



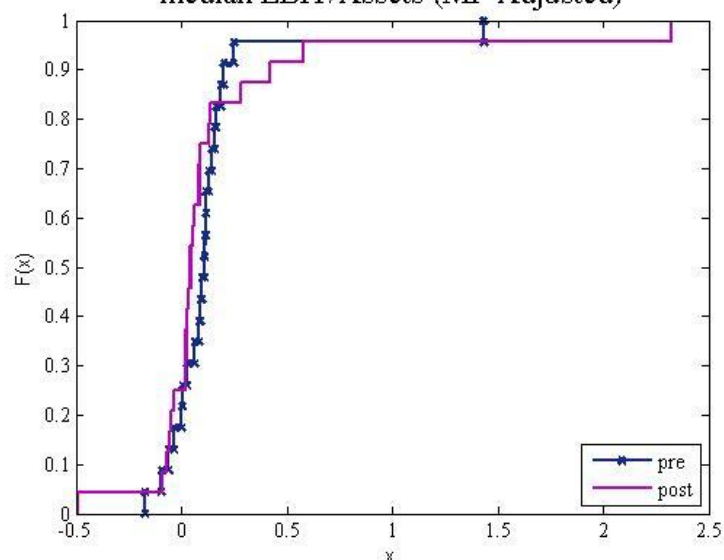
Διάγραμμα 29: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean EBIT/Assets pre-post M&A

Διάγραμμα 30: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean EBIT/Assets (MF Adj.) pre-post M&A

median EBIT/Assets



median EBIT/Assets (MF Adjusted)

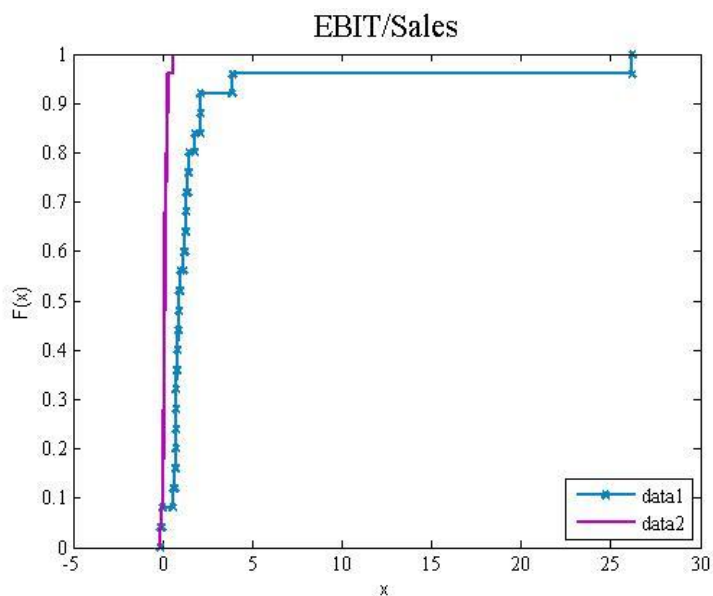


Διάγραμμα 31: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median EBIT/Assets pre-post M&A

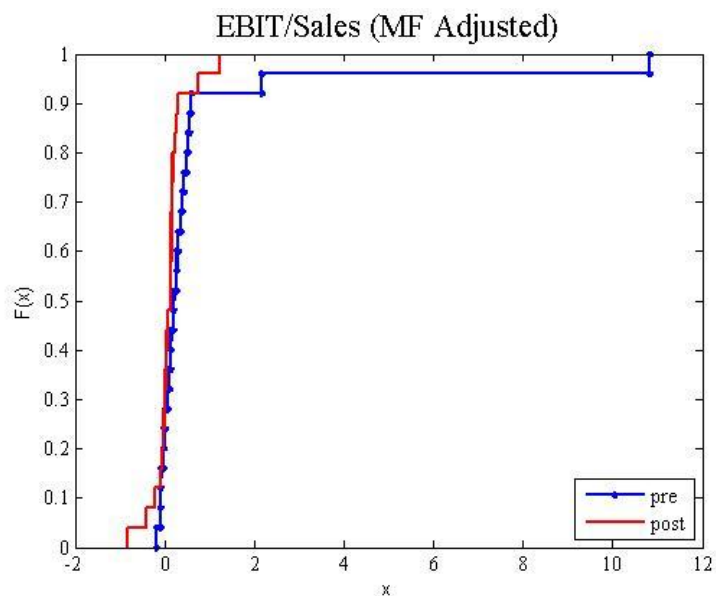
Διάγραμμα 32: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median EBIT/Assets (MF Adj.) pre-post M&A

<i>Kolmogorov-Smirnov Test</i>	<i>Mean</i>			<i>Median</i>		
	<i>Pre > Post</i>	<i>Pre = Post</i>	<i>Pre < Post</i>	<i>Pre > Post</i>	<i>Pre = Post</i>	<i>Pre < Post</i>
<i>Null Hypothesis Ho</i>						
<i>EBIT/Assets (Raw Data)</i>	1.000	-	-	1.000	-	-
<i>EBIT/Assets (MF Adjusted)</i>	-	0.6761	-	-	0.4986	-

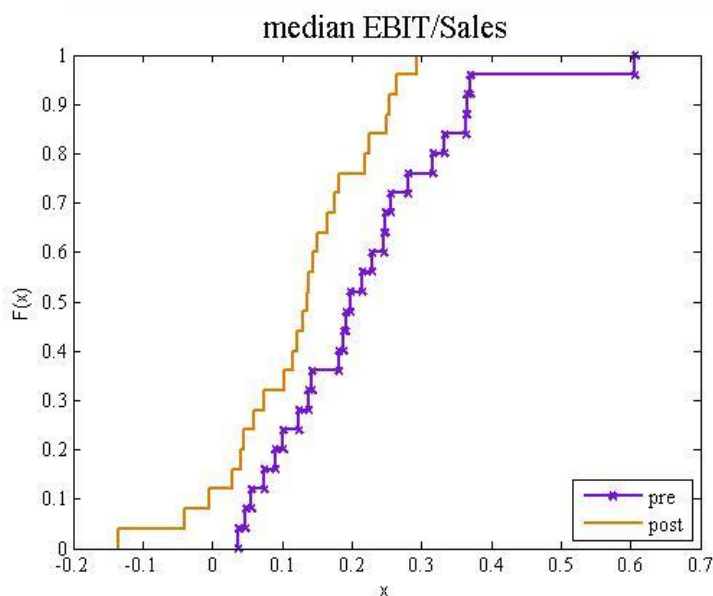
Ο δείκτης **EBIT/Assets (Raw Data)**, σύμφωνα με το *Kolmogorov-Smirnov Test*, φαίνεται να είναι μεγαλύτερος την περίοδο πριν την συγχώνευση-εξαγορά με επίπεδο σημαντικότητα υποστήριξης της μηδενικής υπόθεσης (**Ho:Pre>Post**) **1.00** και στις δύο περιπτώσεις, των μέσων και διάμεσων τιμών. Η εικόνα αλλάζει κατά την εξέταση των προσαρμοσμένων στοιχείων όπου ο δείκτης **EBIT/Assets (MF Adjusted)** δεν δείχνει να μεταβάλλεται μετά τη συγχώνευση-εξαγορά (με χαμηλή ωστόσο υποστήριξη της **Ho:Pre=Post**), αποτελέσματα συνεπή με τα ευρήματα του Μοντέλου Διαφορών όπου παρατηρήσαμε μια μικρή ενίσχυση του δείκτη κατά 1,3% (mean) και 6% (median), χωρίς ωστόσο αυτή να είναι επίσης σημαντικά διάφορη του μηδενός



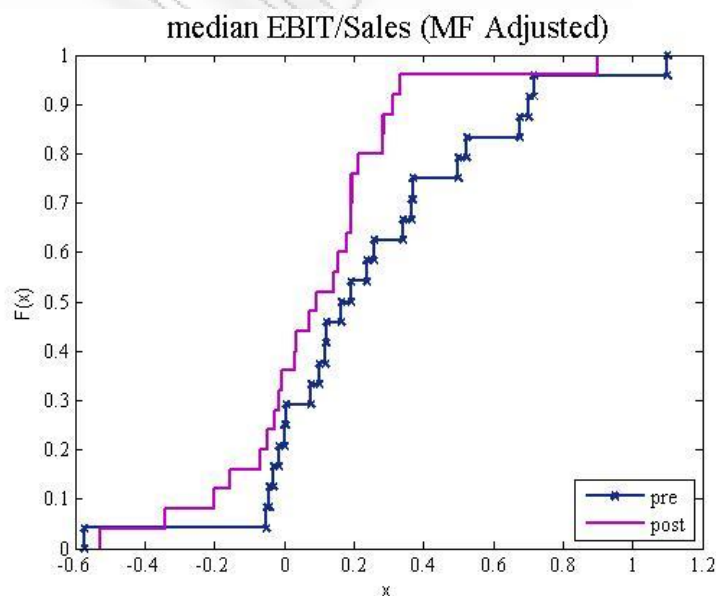
Διάγραμμα 33: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean EBIT/Sales pre-post M&A



Διάγραμμα 34: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean EBIT/Sales (MF Adj.) pre-post M&A



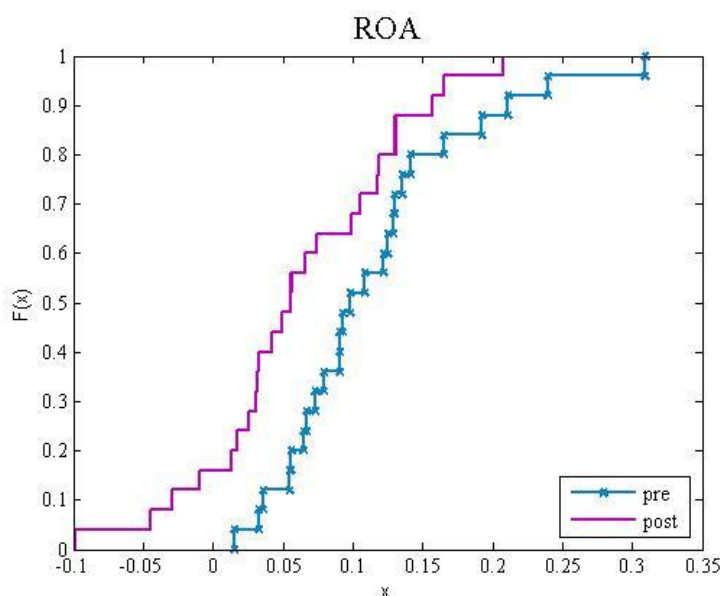
Διάγραμμα 35: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median EBIT/Sales pre-post M&A



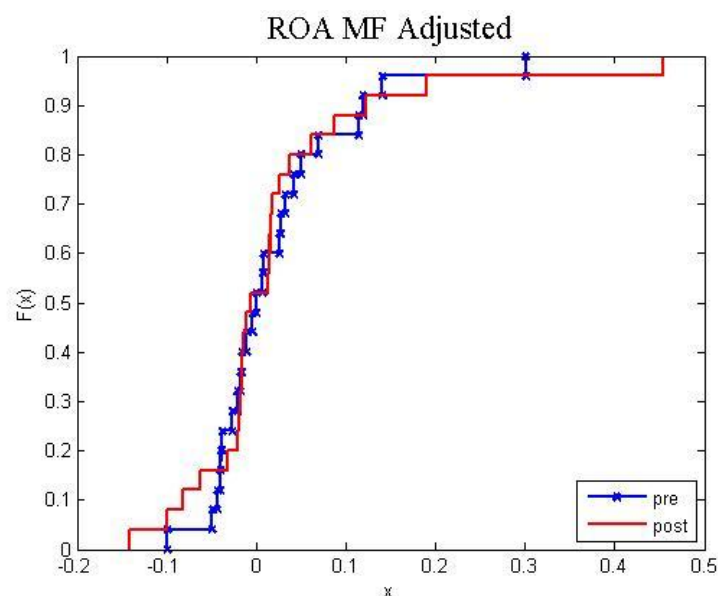
Διάγραμμα 36: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median EBIT/Sales (MF Adj.) pre-post M&A

<i>Kolmogorov-Smirnov Test</i>	<i>Mean</i>			<i>Median</i>		
	<i>Pre > Post</i>	<i>Pre = Post</i>	<i>Pre < Post</i>	<i>Pre > Post</i>	<i>Pre = Post</i>	<i>Pre < Post</i>
<i>Null Hypothesis H0</i>						
<i>EBIT/Sales (Raw Data)</i>	0.9574	-	-	1.000	-	-
<i>EBIT/Sales (MF Adjusted)</i>	0.9444	-	-	1.000	-	-

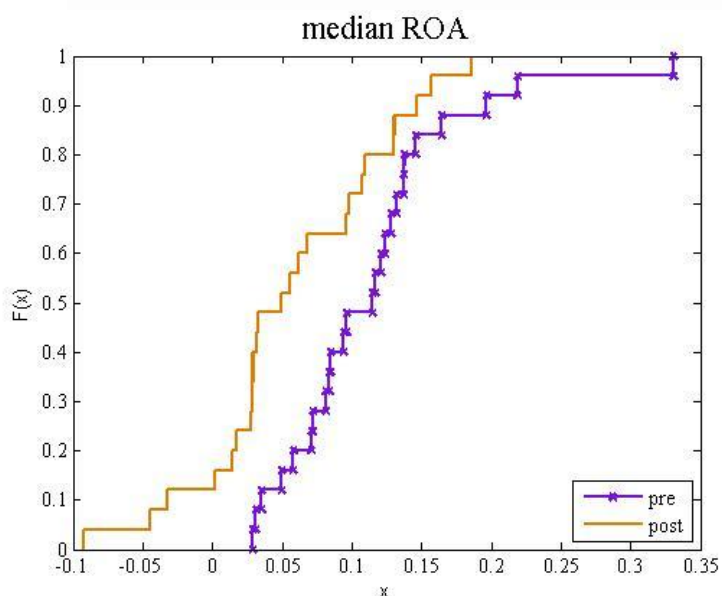
Ο δείκτης *EBIT/Sales (Raw Data)* σύμφωνα με το *Kolmogorov-Smirnov Test*, φαίνεται να είναι μεγαλύτερος την περίοδο πριν την συγχώνευση-εξαγορά. Η εικόνα αυτή διατηρείται και κατά την εξέταση των προσαρμοσμένων στοιχείων (*MF Adjusted*) επιβεβαιώνοντας τα ευρήματα του μοντέλου διαφορών όπου παρατηρήσαμε επιδείνωση κατά 6% (*mean*) και 13% (*median*),



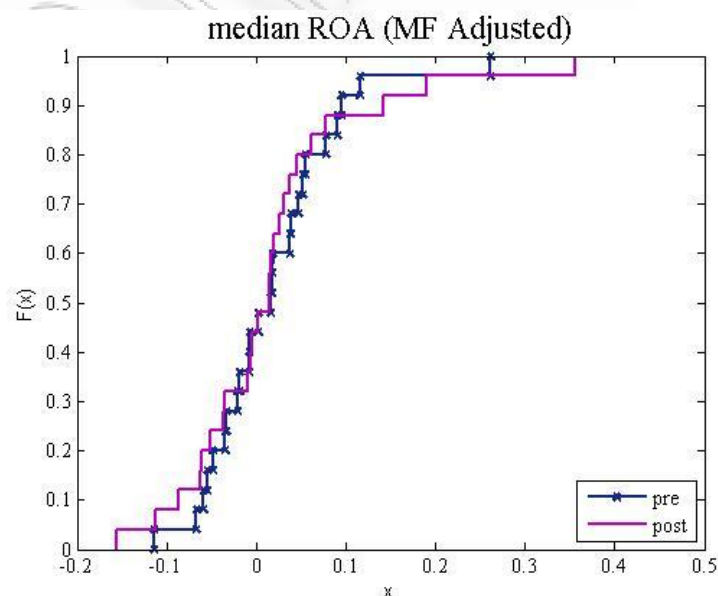
Διάγραμμα 37: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean ROA pre-post M&A



Διάγραμμα 38: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean ROA (MF Adj.) pre-post M&A



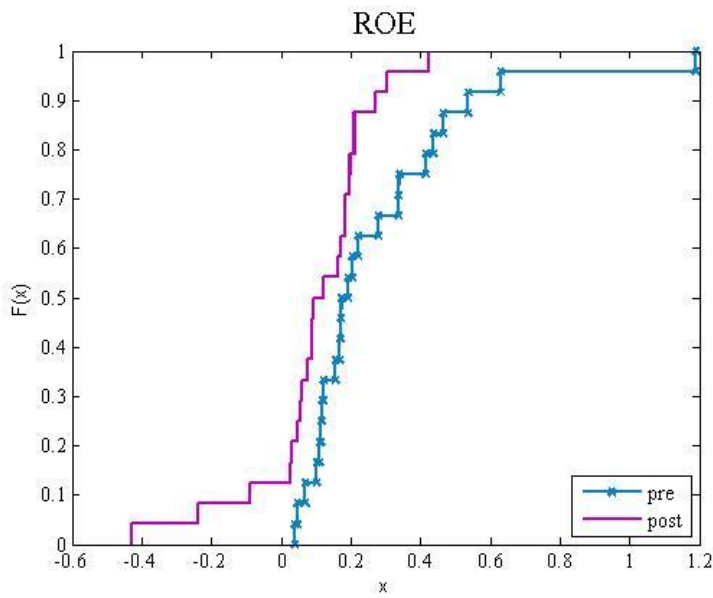
Διάγραμμα 39: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median ROA pre-post M&A



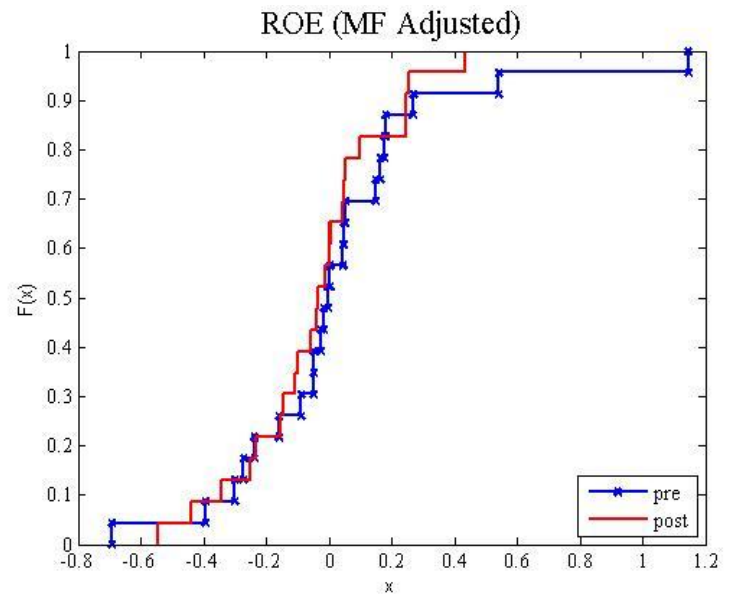
Διάγραμμα 40: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median ROA (MF Adj.) pre-post M&A

<i>Kolmogorov-Smirnov Test</i>	<i>Mean</i>			<i>Median</i>		
	<i>Pre > Post</i>	<i>Pre = Post</i>	<i>Pre < Post</i>	<i>Pre > Post</i>	<i>Pre = Post</i>	<i>Pre < Post</i>
<i>Null Hypothesis H₀</i>						
<i>ROA (Raw Data)</i>	1.000	-	-	1.000	-	-
<i>ROA (MF Adjusted)</i>	-	0.9896	-	-	0.8774	-

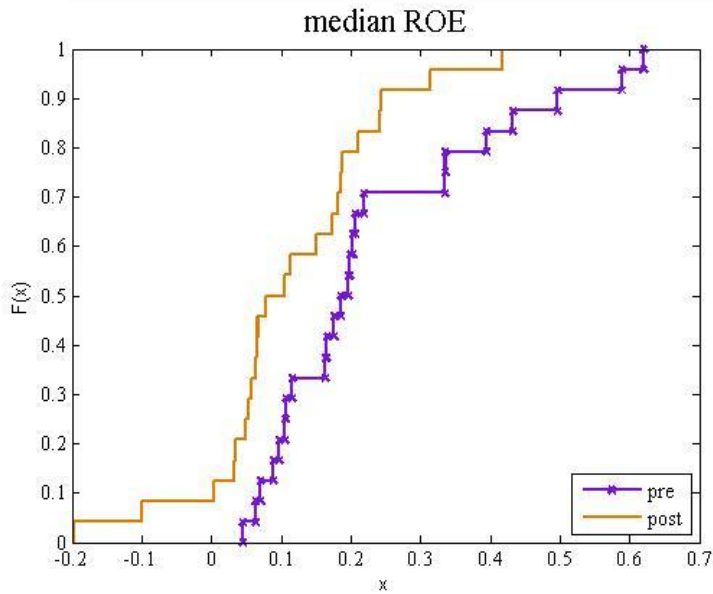
Σύμφωνα με το Kolmogorov-Smirnov Test ο δείκτης **ROA (Raw Data)** φαίνεται καθαρά να είναι μεγαλύτερος την περίοδο πριν την συγχώνευση-εξαγορά με επίπεδο σημαντικότητας υποστήριξης της μηδενικής υπόθεσης (**H₀: Pre>Post**) **1.00** και στις δυο περιπτώσεις, των μέσων και διάμεσων τιμών. Η εικόνα αλλάζει σημαντικά κατά την εξέταση των προσαρμοσμένων στοιχείων, όπου ο δείκτης **ROA (MF Adjusted)** δεν δείχνει να μεταβάλλεται μετά τη συγχώνευση-εξαγορά και έτσι δεχόμαστε τη μηδενική υπόθεση (**H₀: Pre=Post**) με επίπεδο σημαντικότητας υποστήριξης αυτής **0.98** για τις μέσες τιμές και **0.87** για τις διαμέσους. Τα αποτελέσματα αυτά είναι συνεπή με τα ευρήματα του Μοντέλου Διαφορών όπου παρατηρήσαμε μια πολύ μικρή μεταβολή του δείκτη χωρίς ωστόσο αυτή να είναι επίσης σημαντικά διάφορη του μηδενός.



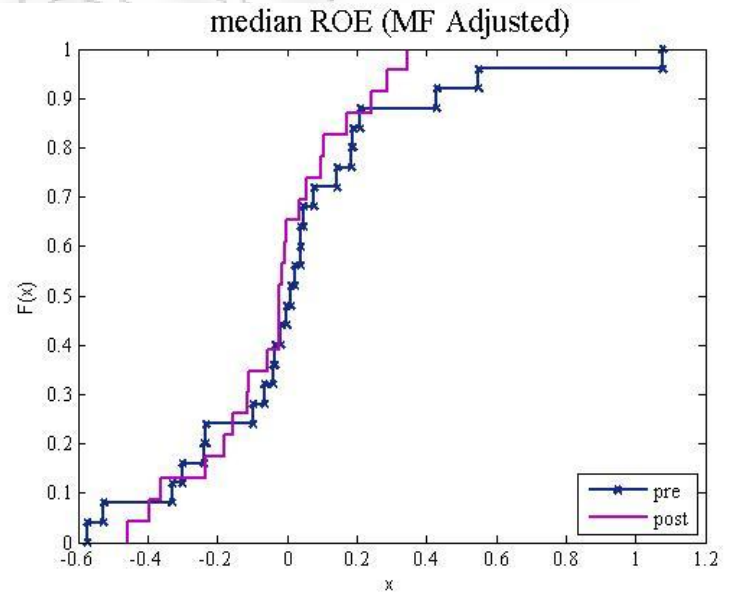
Διάγραμμα 41: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean ROE pre-post M&A



Διάγραμμα 42: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη mean ROE (MF Adj.) pre-post M&A



Διάγραμμα 43: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median ROE pre-post M&A



Διάγραμμα 44: Συνάρτηση Κατανομής Πιθανότητας του Δείκτη median ROE (MF Adj.) pre-post M&A

<i>Kolmogorov-Smirnov Test</i>	<i>Mean</i>			<i>Median</i>		
	<i>Pre > Post</i>	<i>Pre = Post</i>	<i>Pre < Post</i>	<i>Pre > Post</i>	<i>Pre = Post</i>	<i>Pre < Post</i>
<i>Null Hypothesis H₀</i>						
<i>ROE (Raw Data)</i>	1.000	-	-	1.000	-	-
<i>ROE (MF Adjusted)</i>	-	0.9896	-	-	0.8403	-

Ο δείκτης **ROE (Raw Data)**, σύμφωνα με το Kolmogorov-Smirnov Test, φαίνεται να είναι μεγαλύτερος την περίοδο πριν την συγχώνευση-εξαγορά με επίπεδο σημαντικότητα υποστήριξης της μηδενικής υπόθεσης ($H_0: Pre > Post$) **1.00** και στις δυο περιπτώσεις, των μέσων και διάμεσων τιμών. Η εικόνα αλλάζει κατά την εξέταση των προσαρμοσμένων στοιχείων όπου ο δείκτης **ROE (MF Adjusted)** δεν δείχνει να μεταβάλλεται μετά τη συγχώνευση-εξαγορά με σημαντική υποστήριξη της $H_0: Pre = Post$ κυρίως στην περίπτωση που χρησιμοποιήθηκαν οι μέσες τιμές. Τα αποτελέσματα αυτά είναι συνεπή με όσα είδαμε στο Μοντέλο Διαφορών όπου

5.3 Αποτελέσματα Μοντέλου Παλινδρόμησης (MF Adjusted)

Το τελευταίο μέρος της ανάλυσης περιλαμβάνει την εκτίμηση του μοντέλου παλινδρόμησης για κάθε μέτρο λειτουργικής απόδοσης και αποδοτικότητας. Σκοπός μας είναι να εξετάσουμε τις μη κανονικές αποδόσεις ή αλλιώς υπεραποδόσεις οι οποίες προέκυψαν από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές (ενσωματώνονται στον σταθερό όρο της παλινδρόμησης) και είναι ανεξάρτητες των αποδόσεων των επιχειρήσεων πριν τη Σ/Ε.

Mean MF Adjusted			
$PCF/Sales_{post}$	$= 0,06690$	+	$0,7946(PCF/Sales_{pre})$
	T-stat. = 0.475 P-value = 0.639		T-stat. = 1.926 ^c P-value = 0.0665
$PCF/Assets_{post}$	$= 0,00392$	+	$0,5328(PCF/Assets_{pre})$
	T-stat. = 0.17 P-value = 0.867		T-stat. = 2.72 ^a P-value = 0.012
$CF/Assets_{post}$	$= 0,00861$	+	$0,1453(CF/Assets_{pre})$
	T-stat. = 0.730 P-value = 0.473		T-stat. = 1.210 P-value = 0.239
$CF/Sales_{post}$	$= 0,03761$	+	$0,2261(CF/Sales_{pre})$
	T-stat. = 1.540 P-value = 0.138		T-stat. = 1.36 P-value = 0.186
Median MF Adjusted			
$PCF/Assets_{post}$	$= 0,01037$	+	$0,5334(PCF/Assets_{pre})$
	T-stat. = 0.054 P-value = 0.957		T-stat. = 2.361 ^b P-value = 0.027
$PCF/Sales_{post}$	$= 0,07934$	+	$0,5304(PCF/Sales_{pre})$
	T-stat. = 1.429 P-value = 0.166		T-stat. = 3.129 ^a P-value = 0.0047
$CF/Assets_{post}$	$= 0,01181$	+	$0,1054(CF/Assets_{pre})$
	T-stat. = 0.9235 P-value = 0.365		T-stat. = 0.770 P-value = 0.449
$CF/Sales_{post}$	$= 0,04799$	+	$0,4153(CF/Sales_{pre})$
	T-stat. = 1.925 ^c P-value = 0.066		T-stat. = 2.206 ^b P-value = 0.037

Όπως είναι εμφανές από τον ανωτέρω πίνακα ο σταθερός όρος της παλινδρόμησης για όλα τα μέτρα λειτουργικής απόδοσης στα οποία ως βάση χρησιμοποιήθηκαν οι Λειτουργικές Ταμειακές Ροές είναι θετικός και κυμαίνεται μεταξύ του 0,3% και 7%. Ωστόσο μόνο στην περίπτωση των ΛΤΡ προς τις πωλήσεις (**median CF/Sales**) βρέθηκε να είναι στατιστικά σημαντικός, όπου παρατηρήθηκε **θετική επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στα λειτουργικά αποτελέσματα των επιχειρήσεων κατά 4,8%**. Όσον αναφορά το συντελεστή των αποδόσεων πριν το γεγονός της Σ/Ε, ο οποίος συνιστά ένα μέτρο του βαθμού επικράτησης των αποδόσεων διαχρονικά, παρατηρούμε ότι κατά μέσο όρο διαμορφώνεται στο 0,5 με την πλειοψηφία των αποτελεσμάτων να τον εμφανίζουν στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 5% και 1%. Το μέγεθος αυτό στην ουσία υποδηλώνει ότι οι αποδόσεις πριν την συγχώνευση εξαγορά συμβάλουν κατά 50% περίπου στην διαμόρφωση των αποδόσεων μετά αυτής.

Mean MF Adjusted

$EBITDA/Assets_{post} = 0,00239$	-	$0,009(EBITDA/Assets_{pre})$
T-stat. = 1.13		T-stat. = -0.04
P-value = 0.268		P-value = 0.966
$EBITDA/Sales_{post} = 0,0561$	-	$0,1516(EBITDA/Sales_{pre})$
T-stat. = 1.250		T-stat. = -0.22
P-value = 0.223		P-value = 0.827
$EBIT/Assets_{post} = 0,03001$	-	$0,0735(EBIT/Assets_{pre})$
T-stat. = 1.905 ^c		T-stat. = -0.44
P-value = 0.069		P-value = 0.667
$EBIT/Sales_{post} = 0,0883$	+	$0,0232(EBIT/Sales_{pre})$
T-stat. = 1.14		T-stat. = 0.67
P-value = 0.264		P-value = 0.509

Median MF Adjusted

$EBITDA/Assets_{post} = 0,0192$	-	$0,0571(EBITDA/Assets_{pre})$
T-stat. = 0.984		T-stat. = -0.267
P-value = 0.335		P-value = 0.791
$EBITDA/Sales_{post} = 0,00941$	+	$0,1531(EBITDA/Sales_{pre})$
T-stat. = 1.368		T-stat. = 0.379
P-value = 0.1788		P-value = 0.7079
$EBIT/Assets_{post} = 0,05318$	+	$0,04146(EBIT/Assets_{pre})$
T-stat. = 1.3410		T-stat. = 0.1237
P-value = 0.193		P-value = 0.902
$EBIT/Sales_{post} = 0,0859$	+	$0,0119(EBIT/Sales_{pre})$
T-stat. = 1.343		T-stat. = 0.077
P-value = 0.192		P-value = 0.931

Όσον αναφορά τους δείκτες απόδοσης των οποίων ως βάσει χρησιμοποιήθηκαν τα Κέρδη προ φόρων - τόκων (& αποσβέσεων) παρατηρούμε ότι ο σταθερός όρος της παλινδρόμησης κυμαίνεται μεταξύ του 0,2% και 8,8%, μόνο με την περίπτωση ωστόσο των Κερδών προ φόρων & τόκων προς το σύνολο του ενεργητικού να (mean $EBIT/Assets$) να αντιστοιχεί σε αποδόσεις σημαντικά διάφορες του μηδενός. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει ο συντελεστή των αποδόσεων πριν το γεγονός της Σ/Ε που στις μισές περίπου περιπτώσεις λαμβάνει αρνητικό πρόσημο υποδηλώνοντας αρνητική συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων πριν και μετά την εξαγορά. Ωστόσο η μη σημαντικότητα των αποτελεσμάτων στο σύνολο των περιπτώσεων δεν μας επιτρέπει την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων.

Mean MF Adjusted			
ROA_{post}	= 0,02343	-	0,1255(ROA_{pre})
	T-stat. = 0.99		T-stat. = -0.44
	P-value = 0.333		P-value = 0.667
ROE_{post}	= 1,1970	-	2,808(ROE_{pre})
	T-stat. = 0.86		T-stat. = -0.67
	P-value = 0.397		P-value = 0.509
Median MF Adjusted			
ROA_{post}	= 0,0194	-	0,1571(ROA_{pre})
	T-stat. = 0.909		T-stat. = -0.563
	P-value = 0.372		P-value = 0.578
ROE_{post}	= 1,2494	-	3,0618(ROE_{pre})
	T-stat. = 0.902		T-stat. = -0.730
	P-value = 0.3761		P-value = 0.4724

Τέλος η ανάλυση μας ολοκληρώνεται με την εξέταση των δεικτών Αποδοτικότητας του Ενεργητικού και των Ιδίων Κεφαλαίων στους οποίους ως βάσει χρησιμοποιήθηκαν τα καθαρά κέρδη κάθε χρήσεως. Όπως είναι εμφανές στον ανωτέρω πίνακα οι επιπλέον απόδοση που απορρέει από την Σ/Ε διαμορφώνεται στο 2% αναφορικά με τον δείκτη ROA και στο 120% περίπου για τον δείκτη ROE, χωρίς όμως κάποιο από τα αποτελέσματα να φαίνεται σημαντικά διάφορο του μηδενός. Από την άλλη πλευρά ο συντελεστή των αποδόσεων πριν το γεγονός της Σ/Ε διαμορφώνεται στο -12,5% (mean) και -15,71% (median) αναφορικά με τον δείκτη ROA και στο -208% και -306% αντίστοιχα για τον δείκτη ROE. Αν και τα αποτελέσματα υποδηλώνουν υψηλή αρνητική

συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων πριν και μετά την εξαγορά, ωστόσο δεν φαίνεται στατιστικά να διαφέρουν σημαντικά από το μηδέν.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

Κεφάλαιο 6^ο

Επίλογος – Συμπεράσματα

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει σκοπός της εργασίας αυτής ήταν να διερευνήσει αν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές, μεταξύ εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών, που έλαβαν χώρα κατά την περίοδο 1/1/1997-31/12/2005 *συνέβαλαν στην δημιουργία, διατήρηση ή καταστροφή αξίας για τα εμπλεκόμενα μέρη* ή διαφορετικά *αν η ενιαία επιχείρηση που προέκυψε οδήγησε σε υψηλότερες αποδόσεις*.

Ο αντίκτυπος των υπό μελέτη συγχωνεύσεων και εξαγορών στις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις εξετάστηκε με τη χρήση 22 αριθμοδεικτών, για όλα τα βασικά μεγέθη των εταιρειών -κερδοφορία, αποτελεσματικότητα, μόχλευση, ρευστότητα και αποδοτικότητα, η εκτίμηση των οποίων πραγματοποιήθηκε για μια τριετία πριν το γεγονός της συγχώνευσης-εξαγοράς και μια τριετία ακολούθως. Η μετάβαση των επιχειρήσεων από την μια περίοδο στην άλλη και η εξέλιξη των βασικών τους μεγεθών αναλύθηκε με την χρήση ενός μοντέλου διαφορών και ενός μοντέλου γραμμικής παλινδρόμησης μεταξύ των αποδόσεων πριν και μετά την Σ/Ε, τα σημαντικότερα αποτελέσματα των οποίων ανακεφαλαιώνονται στις επόμενες παραγράφους.

Βάσει του μοντέλου διαφορών με την χρήση πρωτογενών στοιχείων η εικόνα των επιχειρήσεων έδειξε να επιδεινώνεται σημαντικά την περίοδο μετά την συγχώνευση-εξαγορά. Οι απώλειες αναφορικά με την απόδοση των επιχειρήσεων κυμάνθηκαν στο 6%, με την πλειονότητα των αποτελεσμάτων να είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5% και 1%, ενώ αξιοσημείωτη υπήρξε και η τάση συρρίκνωσης των επιχειρήσεων, με

αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης του ενεργητικού και των πωλήσεων που άγγιξαν το -25% με -30% (αποτελέσματα επίσης σημαντικά σε επίπεδο 1% και 5%).

Το δυσμενές αυτό κλίμα ωστόσο ήρθαν να ανατρέψουν τα ευρήματα του μοντέλου διαφορών με την χρήση προσαρμοσμένων στοιχείων (MF Adjusted). Τα αποτελέσματα αναφορικά με τους δείκτες απόδοσης στην πλειοψηφία τους ήταν θετικά αλλά μη στατιστικά σημαντικά υποδηλώνοντας συνεπώς την μη ουσιαστική μεταβολή της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων μετά το γεγονός της συγχώνευσης-εξαγοράς και διαφεύδοντας παράλληλα τα αρνητικά συμπεράσματα βάσει των πρωτογενών στοιχείων.

Παρά την γενικότερη σταθερότητα των αποτελεσμάτων λειτουργικής απόδοσης και αποδοτικότητας ωστόσο που καταγράψαμε στο μοντέλο διαφορών βάσει των προσαρμοσμένων στοιχείων, παρατηρήσαμε τον δείκτη των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών προς τις Πωλήσεις (median *Pure Cash Flow/Sales*) να ξεχωρίζει σημειώνοντας βελτίωση κατά την μετάβαση από την περίοδο προ εξαγοράς στην περίοδο μετά αυτής, ισόποση με 3,8%, ποσοστό στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 10%.

Η ανωτέρω αντιστροφή του αρνητικού κλίματος με την χρήση των προσαρμοσμένων στοιχείων (MA Adjusted) πέραν από τους δείκτες απόδοσης επεκτάθηκε και στους δείκτες αποτελεσματικότητας, με τα αποτελέσματα να δείχνουν σταθερότητα στους ρυθμούς ανάπτυξης μεταξύ των δυο περιόδων, απορρίπτοντας την υπόθεση περί συρρίκνωσης των επιχειρήσεων μετά την Σ/Ε που προέταξαν τα αποτελέσματα βάσει των πρωτογενών στοιχείων.

Τα ανωτέρω ευρήματα του μοντέλου διαφορών αναφορικά με τα μέτρα λειτουργικής απόδοσης και αποδοτικότητας (MF Adjusted) ήλθαν τέλος να επιβεβαιώσουν και τα αποτελέσματα μας βάσει του μοντέλου παλινδρόμησης. Συγκεκριμένα παρατηρήθηκε θετική επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στους δείκτες των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών και των Κερδών, μεταξύ του 0,2% και 9%, με την πλειοψηφία ωστόσο των αποτελεσμάτων να μην είναι στατιστικά σημαντικά. Οι μόνες περιπτώσεις που ξεχώρισαν ήταν αυτή του δείκτη των ΛΤΡ προς τις πωλήσεις (median *CF/Sales*) και του δείκτη των Κερδών προ φόρων & τόκων προς το συνολικό ενεργητικό (mean *EBIT/Assets*), όπου η βελτίωση άγγιξε το 4,8% και 3% αντίστοιχα, να είναι στατιστικά σημαντική.

Πριν ολοκληρώσουμε την ανάλυση μας, αξίζει να σημειώσουμε ότι η πλειοψηφία των εξεταζόμενων συγχωνεύσεων και εξαγορών πραγματοποιήθηκε κατά την περίοδο 1999-2003, η οποία συμπίπτει με την μεγάλη πτώση του Ελληνικού Χρηματιστηρίου και όλα τα αρνητικά επακόλουθα αυτής. Με την προσαρμογή των δεικτών προσπαθήσαμε να θέσουμε υπό έλεγχο τον παράγοντα αυτό, αλλά δεδομένων των σημαντικών περιορισμών που αντιμετωπίσαμε στην εξεύρεση συγκρίσιμων εταιριών, το οποίο οδήγησε στην χαλάρωση των κριτηρίων μας και κατά συνέπεια σε ένα imperfect matching, θεωρούμε ότι μέρος του αρνητικού κλίματος και συνθηκών εκείνης τη περιόδου εμπεριέχεται στα δεδομένα μας. Αυτό σε συνδυασμό με τον βραχυχρόνιο σχετικά ορίζοντα της ανάλυσης μας κάνει να πιστεύουμε ότι μέρος της πραγματικής επίπτωσης των Σ&Ε ενδεχομένως να απορροφήθηκε από το δυσμενές κλίμα της εποχής

Παρόλο που τα ευρήματα μας δεν μας επιτρέπουν να ισχυριστούμε με βεβαιότητα ότι οι υπό εξέταση συγχωνεύσεις και εξαγορές επέδρασαν θετικά στις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις, δεδομένου ότι στην πλειοψηφία τους τα αποτελέσματα ήταν θετικά αλλά μη στατιστικά σημαντικά, η σημαντική ενίσχυση ορισμένων δεικτών (*median Pure Cash Flow/Sales*, *median CF/Sales*, *mean EBIT/Assets*) σε συνδυασμό με όλα όσα παραθέσαμε ανωτέρω μας αφήνουν το περιθώριο να υποστηρίξουμε την ύπαρξη μιας τάσης βελτίωσης των επιχειρήσεων μετά την συγχώνευση – εξαγορά.

Βιβλιογραφία-Αρθρογραφία

- Andrade Gregor, Mitchell Mark, and Stafford Erik, 2001, “New Evidence and Perspectives on Mergers”, *Journal of Economic Perspectives*, vol 156, no 2, 103-120
- Berkovitch Elazar and M. P. Narayanan, 1993, “Motives for Takeovers: An Empirical investigation,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 347–362.
- Brealey Richard, Myers Stewart & Allen Franklin, 2006, “Corporate Finance”, McGraw Hill International Edition
- Bruner Robert F, 1988, “The Use of Excess Cash and Debt Capacity as a Motive for Mergers”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 23, no 2,199-217
- Bruner Robert F., 2002, “Does M&A Pay? A survey of Evidence from the Decision-Maker”, *Journal of Applied Finance*, vol. 12, 48-68
- Bruner, Robert F., 2004. “Applied Mergers and Acquisitions”. John Wiley and Sons Ltd, USA
- Bruner, R., 2004. “Where M&A Pays and Where It Strays? A Survey of the Research”, *Journal of Applied Corporate Finance* vol. 16, number 4, (A Morgan Stanley Publication).
- Campa Jose Manuel and Simi Kedia, 2002, “Explaining the Diversification Discount”, *Journal of Finance*, vol. 57 (No 4, August), 1731-1762

- Dickerson, A., Gibson, H. and Tsakalatos, E., 1997. "The impact of acquisitions on company performance: Evidence from a large panel of UK firms". Oxford Economic Papers 49, 344-361
- Ghosh, A., 2001. "Does operating Performance really improve following corporate acquisitions?" Journal of Corporate Finance 7, 151-178
- Healy, P., Palepu, K. and Ruback, R., 1992. "Does corporate performance improve after merger?" Journal of Financial Economics 31, 135-175.
- Heron, R., and Lee, E., 2002. "Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers". Journal of Financial and Quantitative Analysis 37, 137-155.
- Kurse, T., Park, H., Park, K. and Suzuki, K., 2007. "Long-term performance following mergers of Japanese companies: The effect of diversification and affiliation". Pacific-Basin Finance Journal 15, 154-172.
- Moeller, S.B. and Schlingemann, F.P., 2004. "Are cross-border Acquisitions Different from Domestic Acquisitions? Evidence on Stock and Operating Performance for US Acquirers". Journal of Banking and Finance.
- Ooghe, H., Laere, E.V. and Langhe, T., 2006. "Are Acquisitions Worthwhile? An Empirical study of Post-Acquisition Performance of Privately Held Belgian Companies" Small Business Economics 27, 223-243
- Parrino, J.D., and Harris, R.S., 1999. "Takeovers, Management Replacement and post-Acquisition Operating Performance: Some Evidence from 1980s". Journal of Applied Corporate Finance 11, 88-97.
- Powell, R. and Stark, A., 2005. "Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks". Journal of Corporate Finance 11, 293-317.

- Protopapas G. Panagiotis, Travlos G. Nikolaos and Tsagarakis V. Nikolaos, 2003, "Mergers and Acquisitions in Greece: Stock Price Reaction of Acquiring and Target Firms", Spoudai – The University of Piraeus Journal of Economics, Business, Statistics and Operations Research, vol. 53, No 4, pp. 80-104
- Rahman, R.A. and Limmack, R.J., 2004. "Corporate acquisitions and the financial performance of Malaysian Companies". Journal of Business Finance & Accounting 31, 359-400
- Roll Richard 1986, "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers," Journal of Business 59(2), 197-216
- Sharma, D.S. and Ho, J., 2002. "The impact of acquisitions on operating performance: Some Australian evidence". Journal of Business Finance & Accounting 29, 155-200
- Switzer, J., 1996. "Evidence on real gain in corporate acquisitions". Journal of Economics and Business 48, 443-460.
- Trautwein Friedrich, 1990, "Merger Motives and Merger Prescriptions", Strategic Management Journal, vol. 11,283-295
- Weston J. Fred and Weaver Samuel, 2004, "Mergers and Acquisitions", McGraw Hill Education Europe
- Weston J. Fred, Chung S. Kwang and Hoag E. Susan, 1990, "Mergers, Restructuring and Corporate Control", Prentice Hall, USA
- Yeth, T. and Hoshino, Y., 2001 "Productivity and operating performance of Japanese merging firms: keiretsu-related and independent mergers". Japan and the World Wide Economy 434, 1-20.
- Αληφαντής Α. Γεώργιος, 1998, «Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις», Εκδόσεις Πάμισος, Αθήνα
- Βελέντζας Ε. Ιωάννης, 2006, «Δημόσιες Προτάσεις Αγοράς Κινητών Αξιών»

Γεωργακόπουλος Ν. Λεωνίδα, 1998, «Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών», εκδ. Σάκκουλα

Κυριαζής Αθ. Δημήτριος 2007, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», εκδ. Πανεπιστημιακό, Αθήνα

Λεοντάρης Μιλτιάδης, 2000, «Μετατροπή, Συγχώνευση, Διάσπαση Εταιρειών», εκδ. Πάμισος, Αθήνα

Παμπούκης Κ.Γ., 1991, «Το Δίκαιο Ανωνύμων Εταιρειών»

Παπαδάκης Βασίλειος, 2002, «Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», τόμος Α, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα

Ρόκας Κ. Νικόλαος , 2006, «Εμπορικές Εταιρείες», εκδ. Σάκκουλα

Σακέλλης Ι. Εμμανουήλ, 2001, «Συγχωνεύσεις, Διασπάσεις, Εξαγορές, Μετατροπές Εταιρειών και Εκτίμηση Αξίας Επιχείρησης», εκδ. Ε. Σακέλλη

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑΣ

Αποτελέσματα Μοντέλου Διαφορών (Raw Ratios) Mean

$$\text{Change Model : } \mathbf{Ratio}_{(j)post} - \mathbf{Ratio}_{(j)pre} = c_o$$

(οπού $j=1...24$)
mean

Variable (Raw Ratios)	Coefficient c_o	Std Error	t-statistic	Probability (p-value)
Δείκτες Κερδοφορίας				
1 Μικτό Περιθώριο Κέρδους	-0.009283	0.019792	-0.469041	0.6433
2 Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	-0.044189	0.065502	-0.674619	0.5064
Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας				
3 % Μεταβολή πωλήσεων	-0.264661	0.073026	-3.624228 ^a	0.0014
4 % Μεταβολή ενεργητικού	-0.235147	0.109862	-2.140626 ^b	0.0427
5 % Μεταβολή κερδών	-1.278365	0.566176	-2.257891 ^b	0.0333
Αριθμοδείκτες Ρευστότητας				
6 Γενική Ρευστότητα	0.276499	0.737285	0.375023	0.7109
7 Άμεση Ρευστότητα	0.275708	0.721077	0.382356	0.7056
8 Ταμειακή ρευστότητα	0.435696	0.616960	0.706198	0.4869
Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης-Μόχλευσης				
9 Ξένα προς Ίδια κεφάλαια	0.990458	1.294569	0.765087	0.4517
10 Ξένα Κεφάλαια προς Συνολικά	-0.007964	0.037627	-0.211662	0.8342
11 Ίδια προς Συνολικά Κεφάλαια	-0.049601	0.030570	-1.622505	0.1178
12 Δείκτης κάλυψης τόκων	-27.36133	12.81066	-2.135825 ^b	0.0431
Μέτρα λειτουργικής απόδοσης & αποδοτικότητας				
13 Pure Cash Flow/Assets	-0.091554	0.020024	-4.569768 ^a	0.0001
14 Pure Cash Flow/Sales	-0.143028	0.090244	-1.584904	0.1261
15 Cash Flow/Assets	-0.036900	0.014200	-2.598622 ^b	0.0158
16 Cash Flow/Sales	-0.022230	0.021033	-1.056917	0.3011
17 EBITDA/Total Assets	-0.052235	0.014801	-3.529123 ^a	0.0017
18 EBITDA/Total Sales	-0.034964	0.064359	-0.543269	0.5920
19 EBIT/Total Assets	-0.046365	0.014210	-3.262865 ^a	0.0033
20 EBIT/ Total Sales	-0.068691	0.028589	-2.402752 ^b	0.0244
21 Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	-0.307200	0.140580	-2.185232 ^b	0.0389
22 Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)	-0.052458	0.015746	-3.331448^a	0.0028

Αποτελέσματα Μοντέλου Διαφορών (MF Adjusted)

Mean

$$\text{Change Model : } \underset{\text{mean}}{\text{Ratio}_{(i)post}} - \underset{\text{mean}}{\text{Ratio}_{(i)pre}} = c_o$$

(οπού $j=1...24$)

Variable (<i>matching firm adjusted</i>)	Coefficient c_o	Std Error	t-statistic	Probability (p-value)
Δείκτες Κερδοφορίας				
1 Μικτό Περιθώριο Κέρδους	0.019295	0.022505	0.857361	0.3997
2 Αποδοτικότητα Απασχολούμενων Κεφαλαίων	0.014404	0.032807	0.439051	0.6646
Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας				
3 % Μεταβολή πωλήσεων	0.002100	0.126645	0.016583	0.9869
4 % Μεταβολή ενεργητικού	0.048064	0.131067	0.366716	0.7170
5 % Μεταβολή κερδών	-0.287940	0.955553	-0.301333	0.7658
Αριθμοδείκτες Ρευστότητας				
6 Γενική Ρευστότητα	0.711306	0.733075	0.970305	0.3416
7 Άμεση Ρευστότητα	0.657933	0.710470	0.926052	0.3636
8 Ταμειακή ρευστότητα	0.596472	0.620893	0.960667	0.3463
Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης-Μόχλευσης				
9 Ξένα προς Ίδια κεφάλαια	0.977293	1.290958	0.757029	0.4564
10 Ξένα Κεφάλαια προς Συνολικά	-0.092188	0.045854	-2.010468	0.0557^c
11 Ίδια προς Συνολικά Κεφάλαια	0.022825	0.033914	0.673012	0.5074
12 Δείκτης κάλυψης τόκων	-29.92953	16.29856	-1.836330	0.0787
Μέτρα λειτουργικής απόδοσης & αποδοτικότητας				
13 Pure Cash Flow/Assets	-0.013715	0.023897	-0.573910	0.5714
14 Pure Cash Flow/Sales	0.037493	0.125738	0.298186	0.7681
15 Cash Flow/Assets	-0.007111	0.020310	-0.350135	0.7293
16 Cash Flow/Sales	0.024041	0.033137	0.725506	0.4752
17 EBITDA/Total Assets	0.006126	0.029174	0.209981	0.8355
18 EBITDA/Total Sales	0.108659	0.126052	0.862021	0.3972
19 EBIT/Total Assets	0.013132	0.246279	0.053320	0.9579
20 EBIT/ Total Sales	-0.060159	0.427457	-1.407373	0.1721
21 Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	1.166598	1.382871	0.843606	0.4072
22 Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)	-0.001142	0.029074	-0.039268	0.9690

Αποτελέσματα Μοντέλου Διαφορών (Raw Ratios)

Median

Change Model : $Ratio_{(i)post} - Ratio_{(i)pre} = c_o$ (οπού $j=1...24$)

Median

Variable (Raw Ratios) median	Coefficient c_o	Std Error	t-statistic	Probability (p-value)
Δείκτες Κερδοφορίας				
1 Μικτό Περιθώριο Κέρδους	0.003848	0.015890	0.242175	0.8107
2 Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	-0.096288	0.030750	-3.131361 ^a	0.0045
Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας				
3 % Μεταβολή πωλήσεων	-0.276030	0.083362	-3.311213 ^a	0.0029
4 % Μεταβολή ενεργητικού	-0.276030	0.083362	-3.311213 ^a	0.0029
5 % Μεταβολή κερδών	-0.659915	0.188111	-3.508115 ^a	0.0018
Αριθμοδείκτες Ρευστότητας				
6 Γενική Ρευστότητα	-0.356719	0.215486	-1.655410	0.1109
7 Άμεση Ρευστότητα	-0.317139	0.179406	-1.767713 ^c	0.0898
8 Ταμειακή ρευστότητα	-0.250806	0.121494	-2.064351 ^b	0.0500
Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης-Μόχλευσης				
9 Ξένα προς Ίδια κεφάλαια	0.798031	1.282287	0.622350	0.5396
10 Ξένα Κεφάλαια προς Συνολικά	0.012631	0.031652	0.399052	0.6934
11 Ίδια προς Συνολικά Κεφάλαια	-0.036474	0.029171	-1.250353	0.2232
12 Δείκτης κάλυψης τόκων	-29.05727	14.92974	-1.946267 ^c	0.0634
Μέτρα λειτουργικής απόδοσης & αποδοτικότητας				
13 Pure Cash Flow/Assets	-0.063792	0.022190	-2.874828 ^a	0.0083
14 Pure Cash Flow/Sales	-0.052784	0.043411	-1.215923	0.2358
15 Cash Flow/Assets	-0.034761	0.014671	-2.369358 ^b	0.0262
16 Cash Flow/Sales	-0.010996	0.018480	-0.595026	0.5574
17 EBITDA/Total Assets	-0.053982	0.014137	-3.818573 ^a	0.0008
18 EBITDA/Total Sales	-0.090391	0.030299	-2.983284a	0.0065
19 EBIT/Total Assets	-0.055342	0.015317	-3.613067 ^a	0.0014
20 EBIT/ Total Sales	-0.090564	0.027948	-3.240449a	0.0035
21 Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	-0.305560	0.140927	-2.168209 ^b	0.0403
22 Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)	-0.056583	0.014925	-3.791177^a	0.0009

Αποτελέσματα Μοντέλου Διαφορών (MF Adjusted)

Median

Change Model : $Ratio_{(j)post} - Ratio_{(j)pre} = c_o$ (οπού $j=1...24$)

median

Variable (<i>matching firm adjusted</i>) Median	Coefficient c_o	Std Error	t-statistic	Probability (p-value)
Δείκτες Κερδοφορίας				
1 Μικτό Περιθώριο Κέρδους	0.036452	0.020203	1.804258	0.0838
2 Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	0.067941	0.077015	0.882186	0.3864
Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας				
3 % Μεταβολή πωλήσεων	-0.096074	0.077491	-1.239810	0.2270
4 % Μεταβολή ενεργητικού	-0.033312	0.089578	-0.371873	0.7133
5 % Μεταβολή κερδών	0.040216	0.525515	0.076528	0.9396
Αριθμοδείκτες Ρευστότητας				
6 Γενική Ρευστότητα	0.266667	0.297290	0.896992	0.3786
7 Άμεση Ρευστότητα	0.143279	0.206687	0.693219	0.4948
8 Ταμειακή ρευστότητα	-0.082915	0.147556	-0.561924	0.5794
Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης-Μόχλευσης				
9 Ξένα προς Ίδια κεφάλαια	0.738259	1.278776	0.577317	0.5691
10 Ξένα Κεφάλαια προς Συνολικά	-0.078408	0.044482	-1.762681 ^c	0.0907
11 Ίδια προς Συνολικά Κεφάλαια	0.040695	0.036063	1.128441	0.2703
12 Δείκτης κάλυψης τόκων	-21.55042	16.14348	-1.334931	0.1944
Μέτρα λειτουργικής απόδοσης & αποδοτικότητας				
13 Pure Cash Flow/Assets	-0.006655	0.026577	-0.250404	0.8044
14 Pure Cash Flow/Sales	0.073562	0.062700	1.173225	0.2522
15 Cash Flow/Assets	-0.001550	0.020889	-0.074189	0.9415
16 Cash Flow/Sales	0.006434	0.027186	0.236685	0.8149
17 EBITDA/Total Assets	0.006434	0.027186	0.236685	0.8149
18 EBITDA/Total Sales	0.050723	0.069051	0.734578	0.4697
19 EBIT/Total Assets	0.709911	0.446461	1.590085	0.1249
20 EBIT/ Total Sales	-0.130212	0.088753	-1.467127	0.1553
21 Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	1.158836	1.379388	0.840108	0.4091
22 Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)	-0.002008	0.026812	-0.074891	0.9409

Τελικό δείγμα Σ&Ε

<i>α/α</i>	<i>Απορροφούσα/ bidder</i>	<i>Κλάδος</i>	<i>Απορροφούμενη/ target</i>	<i>Κλάδος</i>	<i>Ημερομηνία/ Effective Year</i>
1	<i>Microland</i>	<i>Πληροφορική</i>	<i>Altec A.E.</i>	<i>Είδη Λύσης Πληροφορικής</i>	<i>1998</i>
2	<i>Rio Pesca SA</i>	<i>Ιχθυοτροφεία</i>	<i>Όμιλος Σελόντα</i>	<i>Ιχθυοτροφεία</i>	<i>1998</i>
3	<i>Balkan Export</i>	<i>Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών</i>	<i>Μηχανική ΑΤΕ</i>	<i>Κατασκευές</i>	<i>1998</i>
4	<i>ΑΚΤΩΡ ΑΤΕ</i>	<i>Κατασκευές</i>	<i>Ελληνική Τεχνοδομική Α.Ε.</i>	<i>Κατασκευές</i>	<i>1999</i>
5	<i>ΜΕΤΚΑ</i>	<i>Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες</i>	<i>Μυτιληναίος Όμιλος Επιχειρήσεων</i>	<i>Πρώτες Ύλες - Μη Σιδηρούχα Μέταλλα</i>	<i>1999</i>
6	<i>ΕΚΤΕΡ ΑΤΕ</i>	<i>Κατασκευές</i>	<i>ΑΕΓΕΚ ΑΤΕ</i>	<i>Κατασκευές</i>	<i>1999</i>
7	<i>ΤΕΡΝΑ</i>	<i>Κατασκευές</i>	<i>ΓΕΚ ΑΤΕ</i>	<i>Κατασκευές</i>	<i>1999</i>
8	<i>Ergodata SA</i>	<i>Είδη/Λύσεις Πληροφορικής</i>	<i>Info-Quest SA</i>	<i>Πληροφορική</i>	<i>1999</i>
9	<i>Delta Informatics</i>	<i>Πληροφορική</i>	<i>Singular SA</i>	<i>Πληροφορική</i>	<i>2001</i>
10	<i>-Unifon SA -Nextnet SA</i>	<i>Πληροφορική & Τηλεπικοινωνίες</i>	<i>Panafon-Vodafone Hellenic Telecommunication</i>	<i>Τηλεπικοινωνίες</i>	<i>2001</i>
11	<i>Intrasoft SA</i>	<i>Πληροφορική</i>	<i>Intracom SA</i>	<i>Ηλεκτρονικός Εξοπλισμός</i>	<i>2001</i>
12	<i>Olympic Catering SA</i>	<i>Ταξίδια & Αναψυχή - Εστίαση</i>	<i>Everest SA</i>	<i>Ταξίδια & Αναψυχή - Εστίαση</i>	<i>2002</i>
13	<i>Goody's</i>	<i>Εστίαση</i>	<i>Delta Holdings SA (Vivartia AEBE)</i>	<i>Τρόφιμα & Ποτά - Τρόφιμα</i>	<i>2002</i>
14	<i>-Sysware SA -Unisoft SA</i>	<i>Πληροφορική</i>	<i>Altec A.E.</i>	<i>Είδη Λύσης Πληροφορικής</i>	<i>2001</i>
15	<i>Κλινική Παλαιού Φαλήρου</i>	<i>Υγεία</i>	<i>Ιατρικό Αθηνών ΑΕ</i>	<i>Υγεία</i>	<i>2001</i>
16	<i>-Sportsman -Λαμπρόπουλοι Αφοί ΑΕ</i>	<i>Εμπόριο - Εμπόριο Ενδυμάτων</i>	<i>Notos Com Holdings A.B.E.E</i>	<i>Συμμετοχών</i>	<i>2001</i>

17	ΓΕΚΑΤ ΑΤΕ	Κατασκευές	ΕΜΠΕΔΟΣ ΑΤΕ (πρώην ΑΤΕ ΓΝΩΜΩΝ)	Κατασκευές	2002
18	Τεχνική Εταιρεία Βόλου	Κατασκευές	Ελληνική Τεχνοδομική Α.Ε.	Κατασκευές	2002
19	-ΑΤΕΜΚΕ ΑΤΕ -Σ. ΣΙΓΑΛΑΣ ΑΤΕ	Κατασκευές	ΑΤΤΙΚΑΤ ΑΤΕ	Κατασκευές	2002
20	NESTOS ΑΤΤΕ	Κατασκευές	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ ΑΕ	Κατασκευές	2002
21	Κ. Ι. Σαραντόπουλος Α.Ε.	Κατασκευές	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ ΑΕ	Κατασκευές	2002
22	Π. Κωτσόβολος	Λιανικό Εμπόριο	Ράδιο Αθήναι ΑΕΒΕΤΕ	Λιανικό Εμπόριο	2002
23	Lan-Net ΑΕ	Τηλεπικοινωνίες	Lantec τηλεπικοινωνίες ΑΕ	Τηλεπικοινωνίες	2003
24	Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.	Διωλιστήρια	Πετρόλα Ελλάς ΑΕΒΕ	Διωλιστήρια	2003
25	Αλουμίνιο της Ελλάδας	Πρώτες Ύλες	Μυτιληναίος Όμιλος Επιχειρήσεων	Πρώτες Ύλες - Μη Σιδηρούχα Μέταλλα	2005

Συγκρίσιμες Εταιρείες

<i>α/α</i>	<i>Απορροφούσα/ Bidder</i>	<i>Κλάδος</i>	<i>Απορροφούμενη/ Target</i>	<i>Κλάδος</i>	<i>Ημερομηνία/ Effective Year</i>	<i>Matching firms</i>
1	<i>Microland</i>	<i>Πληροφορική</i>	<i>Altec A.E.</i>	<i>Είδη Λύσης Πληροφορικής</i>	<i>1998</i>	<i>Πουλιάδης & Συνεργάτες AEBE</i>
2	<i>Rio Pesca SA</i>	<i>Ιχθυοτροφεία</i>	<i>Όμιλος Σεκόντα</i>	<i>Ιχθυοτροφεία</i>	<i>1998</i>	<i>Νηρέυς ΑΕ</i>
3	<i>Balkan Export</i>	<i>Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών</i>	<i>Μηχανική ΑΤΕ</i>	<i>Κατασκευές</i>	<i>1998</i>	<i>J&P AVAX SA</i>
4	<i>ΑΚΤΩΡ ΑΤΕ</i>	<i>Κατασκευές</i>	<i>Ελληνική Τεχνοδομική Α.Ε.</i>	<i>Κατασκευές</i>	<i>1999</i>	<i>J&P AVAX SA</i>
5	<i>METKA</i>	<i>Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες</i>	<i>Μυτιληναίος Όμιλος Επιχειρήσεων</i>	<i>Πρώτες Ύλες - Μη Σιδηρούχα Μέταλλα</i>	<i>1999</i>	<i>ΣΙΑΕΝΟΡΑΕ</i>
6	<i>ΕΚΤΕΡ ΑΤΕ</i>	<i>Κατασκευές</i>	<i>ΑΕΓΕΚ ΑΤΕ</i>	<i>Κατασκευές</i>	<i>1999</i>	<i>J&P AVAX SA</i>
7	<i>ΤΕΡΝΑ</i>	<i>Κατασκευές</i>	<i>ΓΕΚ ΑΤΕ</i>	<i>Κατασκευές</i>	<i>1999</i>	<i>J&P AVAX SA</i>
8	<i>Ergodata SA</i>	<i>Είδη/Λύσεις Πληροφορικής</i>	<i>Info-Quest SA</i>	<i>Πληροφορική</i>	<i>1999</i>	<i>Πουλιάδης & Συνεργάτες AEBE</i>
9	<i>Delta Informatics</i>	<i>Πληροφορική</i>	<i>Singular SA</i>	<i>Πληροφορική</i>	<i>2001</i>	<i>DATAMEDIA</i>
10	<i>-Unifon SA -Nextmet SA</i>	<i>Πληροφορική & Τηλεπικοινωνίες</i>	<i>Panafon-Vodafone Hellenic Telecommunication</i>	<i>Τηλεπικοινωνίες</i>	<i>2001</i>	<i>Cosmote</i>
11	<i>Intrasoft SA</i>	<i>Πληροφορική</i>	<i>Intracom SA</i>	<i>Ηλεκτρονικός Εξοπλισμός</i>	<i>2001</i>	<i>Space Hellas</i>
12	<i>Olympic Catering SA</i>	<i>Ταξίδια & Αναψυχή - Εστίαση</i>	<i>Everest SA</i>	<i>Ταξίδια & Αναψυχή - Εστίαση</i>	<i>2002</i>	<i>Γρηγόρης Μικρογείματα ΑΒΕΕ</i>
13	<i>Goody's</i>	<i>Εστίαση</i>	<i>Delta Holdings SA (Vivartia AEBE)</i>	<i>Τρόφιμα & Ποτά - Τρόφιμα</i>	<i>2002</i>	<i>EBZ</i>
14	<i>-Sysware SA -Unisoft SA</i>	<i>Πληροφορική</i>	<i>Altec A.E.</i>	<i>Είδη Λύσης Πληροφορικής</i>	<i>2001</i>	<i>Πουλιάδης & Συνεργάτες AEBE</i>
15	<i>Κλινική Παλαιού Φαλήρου</i>	<i>Υγεία</i>	<i>Ιατρικό Αθηνών ΑΕ</i>	<i>Υγεία</i>	<i>2001</i>	<i>Euromedica</i>

16	-Sportsman -Λαμπρόπουλοι Αφοί ΑΕ	Εμπόριο - Εμπόριο Ενδυμάτων	Notos Com Holdings Α.Β.Ε.Ε	Συμμετοχών	2001	ATTICA Holding
17	ΓΕΚΑΤ ΑΤΕ	Κατασκευές	ΕΜΠΕΔΟΣ ΑΤΕ (πρώην ΑΤΕ ΓΝΩΜΩΝ)	Κατασκευές	2002	ΕΡΓΑΣ ΑΤΕ
18	Τεχνική Εταιρεία Βόλου	Κατασκευές	Ελληνική Τεχνοδομική Α.Ε.	Κατασκευές	2002	J&P AVAX SA
19	-ΑΤΕΜΚΕ ΑΤΕ -Σ. ΣΙΓΑΛΑΣ ΑΤΕ	Κατασκευές	ΑΤΤΙΚΑΤ ΑΤΕ	Κατασκευές	2002	Έδραση Χ. Ψαλίδας ΑΤΕ
20	NESTOS ΑΤΤΕ	Κατασκευές	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ ΑΕ	Κατασκευές	2002	Ευκλείδης ΑΤΕ
21	Κ. Ι. Σαραντόπουλος Α.Ε.	Κατασκευές	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ ΑΕ	Κατασκευές	2002	Ευκλείδης ΑΤΕ
22	Π. Κωτσόβολος	Λιανικό Εμπόριο	Ράδιο Αθήναι ΑΕΒΕΤΕ	Λιανικό Εμπόριο	2002	Ράδιο Α. Κορασίδης ΕΕΑΕ
23	Lan-Net ΑΕ	Τηλεπικοινωνίες	Lantec τηλεπικοινωνίες ΑΕ	Τηλεπικοινωνίες	2003	ΟΤΕ
24	Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.	Διυλιστήρια	Πετρόλα Ελλάς ΑΕΒΕ	Διυλιστήρια	2003	Motoroil
25	Αλουμίνιο της Ελλάδας	Πρώτες Ύλες	Μυτιληναίος Όμιλος Επιχειρήσεων	Πρώτες Ύλες - Μη Σιδηρούχα Μέταλλα	2005	ΣΙΑΕΝΟΡ ΑΕ