



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**UNIVERSITY OF PIRAEUS**

**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ  
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ  
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

---

**"Η μακροχρόνια σε όρους λογιστικών  
μεγεθών απόδοση των Εξαγορών και  
Συγχωνεύσεων "**

**ΕΠΙΒΛΕΠΟΥΣΑ ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ: ΛΕΚΤΟΡΑΣ ΜΠΟΤΣΑΡΗ Α.**

**ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ: ΕΠΙΚ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΚΥΡΙΑΖΗΣ Δ. &  
ΕΠΙΚ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΒΟΛΙΩΤΗΣ Δ.**

**ΣΕΝΕΤΑΚΗΣ ΜΙΧΑΛΗΣ ΜΧΑΝ: 1441**

**29/02/2016**

## **ΠΕΡΙΛΗΨΗ**

Οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις (Ε&Σ) αποτελούν σήμερα ένα από τα σημαντικότερα ερευνητικά πεδία της χρηματοοικονομικής επιστήμης,

δεδομένης της έντασης του φαινομένου και της διαπίστωσης πως τα ποσοστά αποτυχίας τους παραμένουν σε υψηλά επίπεδα. Η διερεύνηση της επιχειρηματικής απόδοσης των Ε&Σ έχει ιδιαίτερο ερευνητικό ενδιαφέρον και, στο πλαίσιο αυτό, διάφορες μεθοδολογικές προσεγγίσεις έχουν αναπτυχθεί για το σκοπό αυτό, εκ των οποίων οι σημαντικότερες είναι η μέθοδος των επιχειρηματικών γεγονότων και η λογιστική εκτίμηση της απόδοσης. Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η εξέταση της λογιστικής απόδοσης των Ε&Σ με τη χρήση της κατάλληλης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης που απορρέει από τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, η έρευνα που ακολουθεί αποσκοπεί στην εκτίμηση της λογιστικής απόδοσης ενός δείγματος διαδικασιών συγχωνεύσεων που έλαβαν χώρα στη Βρετανία την περίοδο 2000-2011.

**Λέξεις κλειδιά:** συγχωνεύσεις, εξαγορές, λογιστική απόδοση

## **ABSTRACT**

Mergers and Acquisitions (M&As) have become one of the major research areas of financial science, given the intensity of the phenomenon and the claim that their failure rates remain high. Exploring the business performance of the M&As has a significant research interest and, in this context, various methodological approaches have been developed for this purpose, of which the most important is the method of event study and accounting assessment of performance. The aim of this study is to examine the accounting performance of M&As with the use of the appropriate financial information resulting from the business financial statements. In particular, the following research aims to assessing the accounting performance of a sample of 35 merger processes that took place in Britain in the period 2000-2011.

**Keywords:** mergers, acquisitions, accounting performance

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	8
---------------	---

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 .....	11
ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ: ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ .....	11
1.1 ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ.....	11
1.1.1 Βασικές έννοιες .....	11
1.1.2 Κατηγορίες Ε&Σ .....	12
1.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ .....	13
1.2.1 Η εξέλιξη των Ε&Σ .....	13
1.2.2 Οι Ε&Σ στην Ευρώπη και την Ελλάδα .....	16
1.3 ΚΙΝΗΤΡΑ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ .....	17
1.4 ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ.....	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 .....	22
Η ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ .	22
2.1 ΤΡΟΠΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.....	22
2.1.1 Ερευνητικές προσεγγίσεις.....	22
2.1.2 Γενικές ερευνητικές ενδείξεις .....	24
2.2 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ .....	26
2.2.1 Περιγραφή μεθόδου .....	26

2.2.2 Ευρήματα ερευνητικής βιβλιογραφίας .....	27
2.3 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ .....	29
2.3.1 Περιγραφή μεθόδου .....	29
2.3.2 Ευρήματα ερευνητικής βιβλιογραφίας .....	30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 .....	33
ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ .....	33
3.1 ΜΕΣΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....	33
3.2 ΕΓΧΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΕΣ Ε&Σ .....	35
3.3 ΜΕΓΕΘΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ-ΣΤΟΧΟΥ .....	36
3.4 ΚΛΑΔΙΚΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ.....	38
3.5 ΛΟΙΠΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ .....	40
3.5.1 Εχθρικές και φιλικές εξαγορές.....	40
3.5.2 Μόχλευση και ταμειακά διαθέσιμα .....	41
3.5.3 Νομική μορφή .....	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 .....	44
ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ .....	44
4.1 ΔΕΔΟΜΕΝΑ.....	44

4.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ .....	45
4.3 ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ .....	48
4.4 ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΜΕΤΑ ΤΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ .....	51
4.5 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΔΟΜΗΣ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΣΤΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ .....	52
4.6 Ο ΡΟΛΟΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΣΤΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ .....	54
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	55
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	58

## **ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ**

Πίνακας 1: Έτη διενέργειας των συγχωνεύσεων του δείγματος .....	44
---	----

Πίνακας 2: Δομή των συγχωνεύσεων του δείγματος.....	44
Πίνακας 3: Διάμεσοι μέτρων λειτουργικής αποδοτικότητας επιχειρήσεων πριν και μετά τη διαδικασία συγχωνεύσεων.....	50
Πίνακας 4: Έλεγχος στατιστικά σημαντικών διαφοροποιήσεων των διαμέσων των μέτρων λειτουργικής αποδοτικότητας επιχειρήσεων πριν και μετά τη διαδικασία συγχωνεύσεων .....	50
Πίνακας 5: Πρόβλεψη επιπέδου των διαμέσων των μέτρων λειτουργικής κερδοφορίας μετά τη συγχώνευση .....	51
Πίνακας 6: Διάμεσοι μέτρων λειτουργικής αποδοτικότητας επιχειρήσεων πριν και μετά τη διαδικασία συγχωνεύσεων με βάση τη δομή των συγχωνεύσεων.....	53
Πίνακας 7: Έλεγχος στατιστικά σημαντικών διαφοροποιήσεων των διαμέσων των μέτρων λειτουργικής αποδοτικότητας επιχειρήσεων πριν και μετά τη διαδικασία συγχωνεύσεων βάση της δομής της συγχώνευσης.....	54
Πίνακας 8: Συσχέτιση αξίας συγχώνευσης και διαμέσου διαφορών πριν και μετά τη συγχώνευσης (Στάθμιση βάσει κλάδου, μεγέθους και απόδοσης) ....	54

## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις (Ε&Σ), οι οποίες έχουν εξελιχθεί σε πέντε κύματα στις ΗΠΑ και στον ευρωπαϊκό χώρο, θεωρούνται ως ένας από τους βασικότερους μηχανισμούς διεθνοποίησης των επιχειρήσεων και ενίσχυσης της αποδοτικότητάς τους μέσω της αποκόμισης οφελών που σχετίζονται με



τις συνέργιες, την επίτευξη αυξημένης προσβασιμότητας στις αγορές και της αύξησης των μεριδίων αγοράς. Στην ΕΕ, η δραστηριότητα των Ε&Σ καταγράφει αξιοσημείωτα μεγέθη, δεδομένης της παγκοσμιοποίησης αλλά και του ευνοϊκού θεσμικού περιβάλλοντος της κοινής αγοράς και της συνεχιζόμενης ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης. Ιδιαίτερα την τελευταία δεκαετία, παρατηρείται μία σημαντική άνοδος των μεγάλης κλίμακας Ε&Σ, κυρίως στον κλάδο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών αλλά και σε άλλους κλάδους της οικονομίας, ενώ είναι γεγονός πως η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση και η γενικότερη αστάθεια των αγορών την τελευταία 5ετία δεν έχουν ανακόψει αυτό το κύμα.

Δεδομένου, λοιπόν, ότι ένα από τα βασικότερα κίνητρα που οδηγούν σε Ε&Σ είναι η ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των επιχειρήσεων μέσω της επιχειρηματικής ανάπτυξης και διαφοροποίησης και της επίτευξης οικονομικών κλίμακας και φάσματος, η διερεύνηση της αποδοτικότητας των Ε&Σ βρίσκεται σήμερα στο επίκεντρο του ερευνητικού ενδιαφέροντος της χρηματοοικονομικής επιστήμης και έρευνας. Το ενδιαφέρον αυτό ενισχύεται, μάλιστα, από την κοινή διαπίστωση πως το ποσοστό αποτυχίας των Ε&Σ δεν έχει μεταβληθεί σημαντικά κατά τις τελευταίες δύο δεκαετίες, παραμένοντας σε αρκετά υψηλά επίπεδα. Υπό αυτό το πρίσμα, η αξιολόγηση της απόδοσης των Ε&Σ είναι ιδιαίτερα σημαντική όσον αφορά την εκτίμηση της επιτυχίας ή αποτυχίας τους σε βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα, αν και αξίζει να σημειωθεί πως τα κριτήρια αυτά είναι πολλές φορές υποκειμενικά.

Πρακτική, διάφορες μέθοδοι έχουν αναπτυχθεί μέχρι και σήμερα για την αξιολόγηση της απόδοσης των Ε&Σ. Οι σημαντικότερες και πιο ευρέως χρησιμοποιούμενες μεθοδολογικές προσεγγίσεις περιλαμβάνουν τη μέθοδο των επιχειρηματικών γεγονότων (event studies), τη μέθοδο αξιολόγησης της λογιστικής απόδοσης, τη χρήση υποκειμενικών εκτιμήσεων των διευθυντικών στελεχών, την αξιολόγηση της πληροφόρησης που παρέχεται από ειδικούς εμπειρογνώμονες και τη μέθοδο της αποεπένδυσης. Η λογιστική μέθοδος λαμβάνει μία μακροπρόθεσμη προοπτική και βασίζεται σε συγκρίσεις επιλεγμένων χρηματοοικονομικών δεικτών πριν και μετά από μία εξαγορά ή συγχώνευση, υποθέτοντας πως τα αναμενόμενο οφέλη που απορρέουν θα

αντανακλούνται στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων. Οι δείκτες αυτοί εμπίπτουν σε διάφορες κατηγορίες, όπως είναι η αποδοτικότητα, η παραγωγικότητα, οι πωλήσεις και η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση της απόδοσης των Ε&Σ στον ευρωπαϊκό χώρο, μέσω της αξιολόγησης της λογιστικής απόδοσης και της χρήσης της αντίστοιχης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης που προέρχεται από τις οικονομικές καταστάσεις των υπό εξέταση επιχειρήσεων. Για την επίτευξη του σκοπού αυτού, επιλέχθηκε ένα δείγμα 35 διαδικασιών συγχώνευσης που έλαβαν χώρα στη Βρετανία την περίοδο 2000-2011 τα χαρακτηριστικά των οποίων διερευνήθηκαν με στατιστικές μεθόδους

Η δομή της παρούσας εργασίας έχει ως εξής: στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο που διέπει τις Ε&Σ, εξετάζοντας τη βασική ορολογία, την ιστορική του εξέλιξη, τα κίνητρα και τους λόγους αποτυχίας, στο δεύτερο κεφάλαιο μελετάται η επιχειρηματική απόδοση των Ε&Σ, παρουσιάζοντας τις αντίστοιχες ερευνητικές προσεγγίσεις και τα ευρήματα της προηγούμενης βιβλιογραφίας και δίνοντας έμφαση στη μέθοδο της λογιστικής εκτίμησης, στο τρίτο κεφάλαιο εξετάζονται οι παράγοντες που επιδρούν στην απόδοση των Ε&Σ, εστιάζοντας στα μέσα χρηματοδότησης, στο αν οι Ε&Σ είναι εθνικές ή διασυνοριακές, στο μέγεθος και στην κλαδική συσχέτιση, στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η μεθοδολογία της έρευνας και στο πέμπτο κεφάλαιο τα ερευνητικά αποτελέσματα. Τέλος, καταγράφονται τα συμπεράσματα.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ: ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ

### 1.1 ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

#### 1.1.1 Βασικές έννοιες

Οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις (Ε&Σ) αποτελούν σήμερα ένα από τα σημαντικότερα ερευνητικά πεδία της χρηματοοικονομικής επιστήμης, δεδομένης της έντασης του φαινομένου στο πλαίσιο της αυξανόμενης συγκέντρωσης κεφαλαίου και εντατικοποίησης του παγκόσμιου ανταγωνισμού. Πράγματι, οι Ε&Σ θεωρούνται εδώ και δεκαετίες ως ένα βασικό χαρακτηριστικό των σύγχρονων αγορών τόσο στις ΗΠΑ όσο και στον ευρωπαϊκό χώρο, λαμβάνοντας υπόψη τη διεθνοποίηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας και την προσπάθεια ενίσχυσης της επιχειρησιακής ανταγωνιστικότητας μέσω της επίτευξης συνεργιών και αξιοποίησης των οφελών που απορρέουν από αυτές. Ιδιαίτερα στην ΕΕ, ο αριθμός των Ε&Σ έχει λάβει αξιοσημείωτες διαστάσεις κατά τα προηγούμενα χρόνια, υπό το πρίσμα της παγκοσμιοποίησης των αγορών και της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, στο πλαίσιο λειτουργίας της ευρωπαϊκής κοινής αγοράς και της νομισματικής ένωσης.

Δεδομένης της αυξανόμενης πολυπλοκότητας αυτών των συνεργιών, είναι απαραίτητη η εννοιολογική διαφοροποίηση των διάφορων μορφών Ε&Σ, καθώς αυτή έχει και σημαντικές πρακτικές επιπτώσεις. Συγκεκριμένα, η εξαγορά αφορά τις περιπτώσεις μεταβίβασης του συνόλου ή του πλειοψηφικού πακέτου ιδιοκτησίας μίας επιχείρησης σε μία άλλη που καταβάλλει το αντίστοιχο αντίτιμο, εκ των οποίων η πρώτη είναι η εξαγοραζόμενη και η δεύτερη η εξαγοράζουσα, ενώ το αντίτιμο περιλαμβάνει

συνήθως είτε την καταβολή μετρητών είτε την αγορά και ανταλλαγή μετοχών (Roberts et al, 2010).

Βέβαια, αξίζει να σημειωθεί ότι σε ορισμένες περιπτώσεις, η εξαγορά επιτυγχάνεται και με μεταβίβαση του μειοψηφικού πακέτου μετοχών ή του αντίστοιχου ποσοστού ιδιοκτησίας, όταν αυτή εξασφαλίζει στην εξαγοράζουσα εταιρία τον ουσιαστικό έλεγχο της εξαγοραζόμενης (Weston et al, 1996). Από την άλλη πλευρά, η συγχώνευση αναφέρεται στη συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων σε μία και συμβαίνει σε περιπτώσεις όπου η μία επιχείρηση απορροφά την άλλη σε μία ενιαία επιχειρησιακή δομή, συχνά διατηρώντας την αρχική εταιρική της ταυτότητα (Roberts et al, 2010). Η βασική διαφορά μεταξύ των δύο είναι πως στην εξαγορά τα στοιχεία του ενεργητικού και παθητικού της επιχείρησης που εξαγοράζεται απορροφούνται από την εταιρία-αγοραστή, ενώ η συγχώνευση αφορά την κοινή απόφαση δύο εταιριών να ενωθούν, δημιουργώντας μία νέα νομική οικονομική οντότητα.

### **1.1.2 Κατηγορίες Ε&Σ**

Οι Ε&Σ διακρίνονται σε διάφορες μορφές, ανάλογα με τον τύπο της επιχειρηματικής δραστηριότητας, τον τρόπο με τον οποίο επιτυγχάνονται και τη μορφή της επιχειρησιακής οργάνωσης και δομής. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το κριτήριο της επιχειρησιακής ολοκλήρωσης, οι συγχωνεύσεις μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε (Γεωργακόπουλος, 2004): (1) κάθετη (vertical), η οποία αφορά συγχωνεύσεις εταιριών που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικά πεδία της παραγωγικής διαδικασίας με σκοπό την καθετοποίηση της παραγωγής «προς τα εμπρός» και «προς τα πίσω», (2) οριζόντια (horizontal), η οποία αναφέρεται σε συγχωνεύσεις εταιριών του ίδιου κλάδου με σκοπό την επίτευξη οικονομικών κλίμακας, και (3) την ανομοιογενή (conglomerate), η οποία αφορά σε συγχωνεύσεις μεταξύ εταιριών που προέρχονται από διαφορετικούς κλάδους με σκοπό την επίτευξη συνεργιών και τη διαφοροποίηση των αντίστοιχων κινδύνων. Επίσης, υπάρχουν δύο τύποι συγχωνεύσεων, ανάλογα με τον τρόπο με τον οποίο αυτές χρηματοδοτούνται. Στην πρώτη περίπτωση μία εταιρία αγοράζει μία άλλη (purchase merger) και

η αγορά πραγματοποιείται μέσω της καταβολής μετρητών ή της έκδοσης χρέους, ενώ στη δεύτερη δημιουργείται μία νέα εταιρία (consolidation merger) από τη συνένωση των δύο προηγούμενων.

Αντίθετα με τις συγχωνεύσεις, όλες τις εξαγορές περιλαμβάνουν την εξαγορά μίας εταιρίας από μία άλλη. Σύμφωνα με το κριτήριο του τρόπου με τον οποίο επιτυγχάνεται η εξαγορά, αυτή διακρίνεται σε φιλική και εχθρική. Συγκεκριμένα, η φιλική εξαγορά συμβαίνει όταν η απορροφώμενη εταιρία αποδέχεται τη διαδικασία και είναι θετικά προσκείμενη προς την απορροφώσα (friendly takeover), ενώ στην περίπτωση εχθρικής εξαγοράς, η διοίκηση της πρώτης αντιτίθεται στη δεύτερη (hostile takeover) (Πασιούρας και συν, 2006). Ακόμη, η εξαγορά μπορεί να επιτευχθεί είτε με εξαγορά του μετοχικού κεφαλαίου, η οποία πραγματοποιείται με ανταλλαγή μετοχών, μετρητών ή άλλων τίτλων, είτε με εξαγορά ενεργητικού, κατά την οποία η εξαγοράζουσα εταιρία αποκτά τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης. Τα χρήματα που λαμβάνει η εταιρία-στόχος (εξαγοραζόμενη) από την εξαγορά, επιστρέφονται στους μετόχους της ως μέρισμα ή μέσω της εκκαθάρισης, ενώ για την εξαγορά μίας εταιρίας αρκεί η κατοχή τουλάχιστον του 50% των μετοχών με δικαίωμα ψήφου, συν μία. Συνήθως η εταιρία-αγοραστής προσφέρει ένα premium επί της τιμής της μετοχής της εταιρίας-στόχου, προκειμένου να δελεάσει τους μετόχους να πωλήσουν τις μετοχές τους.

## **1.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ**

### **1.2.1 Η εξέλιξη των Ε&Σ**

Οι Ε&Σ εξελίχθηκαν από τις αρχές του προηγούμενου αιώνα κατά κύματα, καθένα εκ των οποίων είχε διαφορετικά χαρακτηριστικά και αναπτύχθηκε σε διαφορετικούς κλάδους της οικονομίας, σε αναλογία με τις αντίστοιχες κοινωνικοοικονομικές συνθήκες. Το πρώτο κύμα Ε&Σ προέκυψε κατά τις αρχές της πρώτης δεκαετίας του 19<sup>ου</sup> αιώνα και ονομάστηκε ως το «κύμα μονοπωλίων» (Lipton, 2006). Το βασικό κίνητρο στην περίπτωση αυτή ήταν ο

σχηματισμός επιχειρήσεων υψηλής συγκέντρωσης αγοράς, καθώς κατά την περίοδο αυτή υπήρχε μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων με μικρό μερίδιο αγοράς, κυρίως στους βιομηχανικούς κλάδους παραγωγής σιδήρου και χάλυβα, στις τηλεπικοινωνίες, τις σιδηροδρομικές μεταφορές και τα ορυχεία. Οι εταιρίες που προχώρησαν σε Ε&Σ στη διάρκεια του πρώτου κύματος δημιούργησαν μεγάλα τραστ που κατέληξαν σε εξαιρετικά ισχυρά μονοπώλια, αυξάνοντας ωστόσο τις ανησυχίες περί αθέμιτου ανταγωνισμού και οδηγώντας, τελικά, στην ψήφιση της αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας στις ΗΠΑ.

Το δεύτερο κύμα Ε&Σ έλαβε χώρα κατά κύριο λόγο επίσης στις ΗΠΑ κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1920 και χαρακτηρίστηκε από οριζόντιες συγχωνεύσεις, κυρίως μεταξύ των μεγάλων αυτοκινητοβιομηχανιών και επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας, όπως για παράδειγμα συνέβη με την Ford, η οποία συγχωνεύθηκε με εταιρίες σιδηροδρομικών μεταφορών και προμηθευτές χάλυβα, καθετοποιώντας έτσι την εφοδιαστική της αλυσίδα. Το κύμα αυτό έληξε με το κραχ του 1929 και τη Μεγάλη Ύφεση, οδηγώντας στο επόμενο κύμα που εμφανίστηκε κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1960, με κύριο χαρακτηριστικό τις υβριδικές συγχωνεύσεις (Lipton, 2006). Στη φάση αυτή πολλές μεγάλες και καθιερωμένες στην αγορά εταιρίες υιοθέτησαν την επιχειρηματική πρακτική της διαφοροποίησης των προϊόντων και υπηρεσιών τους, επεκτείνοντας τις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες σε νέους κλάδους παραγωγής. Οι ανομοιογενείς συγχωνεύσεις του τρίτου κύματος μειώθηκαν σημαντικά σε αριθμό στο τέλος του 1960.

Το τέταρτο κύμα Ε&Σ εντοπίζεται στη δεκαετία του 1980 και χαρακτηρίστηκε από ένα μεγάλο αριθμό εχθρικών εξαγορών στους κλάδους των τραπεζών και των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, ενώ κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 εμφανίστηκε το πέμπτο κύμα, με χαρακτηριστικό γνώριμα το μεγάλο αριθμό εμπλεκόμενων εταιριών σε ανάλογες δραστηριότητες συνέργειας, με απώτερο στόχο την αύξηση του μεγέθους τους και την ισχυροποίηση της θέσης τους στην αγορά μέσω της αναβάθμισης της ανταγωνιστικής τους θέσης. Πολλές από τις σημαντικότερες συγχωνεύσεις κατά τη διάρκεια αυτού του κύματος ήταν υβριδικής φύσης, συνδυάζοντας χαρακτηριστικά των οριζόντιων και ετερογενών συγχωνεύσεων και αφορώντας επιχειρήσεις του

ίδιου κλάδου που εξυπηρετούσαν διαφορετικές και σήμερα μη ανταγωνιστικές αγορές.

Όπως αναφέρουν οι Mitchell & Mulherin (1996), οι βασικοί παράγοντες που διευκόλυναν την εξέλιξη του πέμπτου κύματος Ε&Σ ήταν η απελευθέρωση της αγοράς και των ιδιωτικοποιήσεων, καθώς και οι τεχνολογικές εξελίξεις, κυρίως σε ότι αφορά την επανάσταση του Διαδικτύου. Σύμφωνα με τους Andrade et al (2001), οι σημαντικότερες Ε&Σ αυτής της περιόδου επικεντρώθηκαν στους κλάδους των τραπεζικών και χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και, δευτερευόντως, στις τηλεπικοινωνίες, την ψυχαγωγία, τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης και την τεχνολογία. Στα τέλη του 2000, το κύμα αυτό παρουσίασε μία σημαντική επιβράδυνση, η οποία αποδόθηκε κυρίως στην κατάρρευση της χρηματιστηριακής τιμής των εταιριών υψηλής τεχνολογίας και στα χρηματοοικονομικά προβλήματα που εμφανίστηκαν στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών. Ωστόσο, από το 2002 και μετά υπάρχει μία σημαντική αύξηση του αριθμού μεγάλων Ε&Σ (mega-mergers), η οποία παρατηρείται σε παγκόσμιο επίπεδο, τόσο στον κλάδο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών όσο και στις τηλεπικοινωνίες.

Μάλιστα, αξίζει να σημειωθεί πως η κρίση της χρηματοπιστωτικής αγοράς του 2008 στις ΗΠΑ και η γενικότερη αστάθεια που ακολούθησε στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές δεν ανέκοψαν αυτό το τελευταίο κύμα Ε&Σ, πιθανότατα λόγω του ότι με την ύφεση αυτή πολλές εταιρίες-στόχοι κατέστησαν λιγότερο δαπανηρές προς εξαγορά, δεδομένης της πτώσης της χρηματιστηριακής τιμής τους (Waight, 2015). Σύμφωνα με στοιχεία της εταιρίας συμβούλων Thomson Reuters, το αριθμός Ε&Σ αυξήθηκε το 2015 κατά 3%, με τουλάχιστον 20.500 περιπτώσεις Ε&Σ να καταγράφονται παγκοσμίως μόνο κατά το πρώτο εξάμηνο του ίδιου έτους, η συνολική αξία των σχετικών συμφωνιών αυξήθηκε κατά 40% σε σχέση με το 2007, με τη μεγαλύτερη δραστηριότητα να εντοπίζεται στις ΗΠΑ και στις χώρες της Ασίας, ενώ σε ότι αφορά τους κλάδους της οικονομίας στους οποίους σημειώνονται οι μεγαλύτερης αξίας Ε&Σ είναι αυτοί της ενέργειας, της παροχής υπηρεσιών υγείας και της τεχνολογίας (Thomson Reuters, 2015).

### 1.2.2 Οι Ε&Σ στην Ευρώπη και την Ελλάδα

Στον ευρωπαϊκό χώρο, οι Ε&Σ αποτέλεσαν ένα βασικό χαρακτηριστικό της ευρωπαϊκής οικονομίας, όπως αυτή εξελίχθηκε κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών και ιδιαίτερα μετά τη δημιουργία του κοινού νομίσματος και της Ευρωζώνης, στο πλαίσιο μίας γενικότερης τάσης μετασχηματισμού των επιχειρήσεων. Στις χώρες της Δυτικής Ευρώπης, οι Ε&Σ συνεχίζονται μέχρι και σήμερα με έντονους ρυθμούς σε διάφορους κλάδους της οικονομίας, δεδομένης της τάσης επιχειρησιακής αναδιάρθρωσης και μετεγκατάστασης των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων στα υπόλοιπα κράτη-μέλη της ΕΕ. Ιδιαίτερα στον κλάδο των τραπεζικών και χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, η περαιτέρω μείωση των νομικών και κανονιστικών εμποδίων στη διασυνοριακή τραπεζική ενοποίηση, μία από τις βασικότερες προτεραιότητες της πολιτικής της ΕΕ, οδήγησε σε ένα σημαντικό αριθμό αντίστοιχων Ε&Σ (Campa & Hernando, 2006).

Στην Ελλάδα, η ένταση του φαινομένου των Ε&Σ ακολούθησε παράλληλη πορεία με αυτήν που παρατηρήθηκε σε παγκόσμιο επίπεδο, με την αντίστοιχη δραστηριότητα να κορυφώνεται κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1990, να παρουσιάζει ύφεση γύρω στο 2001 και, ακολούθως, να ανακάμπτει σταδιακά τα επόμενα χρόνια (Κουζής και συν, 2008), φτάνοντας στην τρέχουσα οικονομική κρίση. Στο κλίμα της συνεχιζόμενης οικονομικής ύφεσης, η δραστηριότητα των Ε&Σ είναι σημαντική στην Ελλάδα. Σύμφωνα με στοιχεία της PriceWaterCoopers (2015), το 2014 μία σειρά σημαντικών Ε&Σ ανακοινώθηκαν, συνολικής αξίας €5,1 δις, σημειώνοντας αύξηση κατά 50% στη συνολική αξία των σχετικών συμφωνιών από το 2013 και φτάνοντας τις 21 περιπτώσεις Ε&Σ. Ένας σημαντικός αριθμός εξ αυτών αφορά ελληνικές εταιρίες που έχουν μεταφέρει την έδρα τους στο εξωτερικό, με τις συναλλαγές του κλάδου ακινήτων να πρωταγωνιστούν στην ελληνική αγορά, αντιπροσωπεύοντας ένα ποσοστό της τάξης του 30% επί του συνόλου, ενώ αξίζει να σημειωθεί πως οι συναλλαγές μειοψηφικών πακέτων ανήλθαν σε €528 εκατομμύρια, με τον τραπεζικό τομέα να αντιστοιχεί στο 48% της αξίας συναλλαγών.



### 1.3 ΚΙΝΗΤΡΑ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Σύμφωνα με τους Johnson et al (2011), τα κίνητρα των Ε&Σ μπορούν να διακριθούν σε τρεις μεγάλες κατηγορίες, περιλαμβάνοντας: (1) τα στρατηγικά κίνητρα, όπως είναι η διεθνοποίηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας μέσω της παραγωγής νέων προϊόντων ή υπηρεσιών και της πρόσβασης σε νέες αγορές, η απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και η ενίσχυση των επιχειρησιακών δυνατοτήτων μέσω της αξιοποίησης ευκαιριών έρευνας και ανάπτυξης, (2) τα χρηματοοικονομικά κίνητρα, όπως είναι η αύξηση της κερδοφορίας και της χρηματοοικονομικής αποτελεσματικότητας, η διασπορά του χρηματοπιστωτικού κινδύνου, η αποκόμιση φορολογικών οφελών και η μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων, και (3) τα διοικητικά κίνητρα, τα οποία σχετίζονται με τις προτιμήσεις και τα συμφέροντα της διοίκησης ή των αντιπροσώπων της.

Ο Coyle (2000) υποστηρίζει πως οι επιχειρήσεις συγχωνεύονται προκειμένου να αξιοποιήσουν χρηματοοικονομικής και στρατηγικής φύσης ευκαιρίες, όπως είναι η επιχειρηματική ανάπτυξη, η διαφοροποίηση, η αύξηση των εσόδων, η απόκτηση νέας οργανωσιακής γνώσης, η πρόσβαση σε βελτιωμένους πόρους, η επίτευξη οικονομιών κλίμακας και κόστους και η ενίσχυση της ισχύος τους στην αγορά, ιδιαίτερα σε περιόδους κατά τις οποίες οι οικονομικές συνθήκες μεταβάλλονται ταχέως. Ομοίως, οι Cigola & Modesti (2008) αναφέρουν τα σημαντικότερα κίνητρα πίσω από τις Ε&Σ περιλαμβάνουν την επιθυμία επέκτασης σε νέες αγορές, τη διαφοροποίηση του προϊόντικού χαρτοφυλακίου ή τη διαφοροποίηση των παρεχόμενων υπηρεσιών, την απόκτηση νέων δυνατοτήτων έρευνας και ανάπτυξης και την αξιοποίηση των ευκαιριών που εμφανίζονται σε αναδυόμενους κλάδους της οικονομίας.

Βέβαια, τα κίνητρα αυτά διαφοροποιούνται σημαντικά ανάμεσα στις εξαγορές ή τις συγχωνεύσεις, καθώς και ανάμεσα στους διαφορετικούς τύπους που εντοπίζονται μεταξύ τους, όπως είναι οι οριζόντιες ή κάθετες συγχωνεύσεις και οι φιλικές ή εχθρικές εξαγορές (Sherman & Hart, 2006). Συγκεκριμένα, οι συγχωνεύσεις θεωρούνται ως ο ευκολότερος τρόπος επιχειρηματικής ανάπτυξης μέσω της εισόδου σε νέες αγορές ή της ανάπτυξης νέων

προϊοντικών κατηγοριών, ενώ τα συχνότερα κίνητρα συγχωνεύσεων είναι η αυξημένη αποτελεσματικότητα μέσω της επίτευξης οικονομιών κλίμακας, η βελτίωση της τεχνολογικής ή διοικητικής αποδοτικότητας, τα φορολογικά πλεονεκτήματα, οι συνέργειες, η επένδυση διαθέσιμων κεφαλαίων σε συμπληρωματικές επιχειρηματικές δραστηριότητες και η ανταπόκριση στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες. Από την άλλη πλευρά, οι εξαγορές συνήθως παρακινούνται από την επιθυμία επίτευξης οικονομιών κλίμακας, την απόκτηση μεγαλύτερης ισχύος στην αγορά, την πρόσβαση σε περισσότερους πόρους και την ανάγκη μείωσης του αριθμού των ανταγωνιστών (Huang & Kleiner, 2004).

Οι Kyriazopoulos & Petropoulos (2010), εξετάζοντας τους λόγους για τους οποίους τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προχωρούν σε Ε&Σ, διαπιστώνουν πως οι σημαντικότεροι εξ αυτών είναι: (1) η επίτευξη οικονομιών κλίμακας και σκοπού, (2) τα φορολογικά κίνητρα, (3) η αντιμετώπιση και αποτελεσματικότερη διαχείριση του ανταγωνισμού, (4) η μείωση και διασπορά του κινδύνου με τη χρήση νέων τεχνικών διαχείρισης του χρηματοοικονομικού κινδύνου, (5) η αξιοποίηση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και η απόκτηση ολιγοπωλιακής δύναμης, (6) η μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων, (7) η διείσδυση σε νέες αγορές, (8) η αναβάθμιση της εμπορικής δραστηριότητας μέσω της παροχής προϊόντων και υπηρεσιών υψηλής προστιθέμενης αξίας και σε χαμηλότερο κόστους, και (9) η αποτελεσματική διαχείριση του φαινομένου της αποδιαμεσολάβησης, μέσω της καθετοποίησης της εφοδιαστικής αλυσίδας και, εν γένει, της παραγωγικής διαδικασίας. Βέβαια, το πιο θεμελιώδες κίνητρο των Ε&Σ είναι η μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων, είτε μέσω της αύξησης της ολιγοπωλιακής ισχύος της νέας επιχείρησης στην αγορά είτε μέσω της ενίσχυσης της αποτελεσματικότητας και χρηματοοικονομικής αποδοτικότητας.

Σύμφωνα με τους Farrell & Shapiro (2001), αυτό επιτυγχάνεται μέσω των οφελών που προκύπτουν σε όρους τεχνικής αποδοτικότητας ή συνέργιας μετά από μία εξαγορά ή συγχώνευση. Πιο συγκεκριμένα, η βελτίωση της τεχνικής αποδοτικότητας, η οποία μπορεί να επιτευχθεί και με άλλα μέσα εκτός των Ε&Σ όπως είναι οι κοινοπραξίες, αναφέρεται στις αλλαγές που

πραγματοποιούνται στο πλαίσιο της κοινής επιχειρηματικής δραστηριότητας που ασκεί η νέα οικονομική οντότητα και εντοπίζεται στις οικονομίες κλίμακας, σκοπού και κάθετης ολοκλήρωσης. Σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο, η αναβάθμιση της τεχνικής αποτελεσματικότητας στην περίπτωση των Ε&Σ επιτυγχάνεται μέσω της ανακατανομής των διαθέσιμων πόρων και σε μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα μέσω της υλοποίησης επενδύσεων μεγαλύτερης κλίμακας.

Από την άλλη πλευρά, τα οφέλη των συνεργειών προκύπτουν από τη βελτίωση της αποδοτικότητας που προκύπτει από την αξιοποίηση περιουσιακών στοιχείων που είναι δύσκολο να εμπορευτούν (*hard-to-trade assets*), όπως είναι η φήμη, το ανθρώπινο δυναμικό, η οργανωσιακή κουλτούρα και η έρευνα και ανάπτυξη (Farrell & Shapiro, 2001). Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί πως σημαντικά είναι και τα διοικητικά κίνητρα των Ε&Σ, τα οποία συχνά εμφανίζονται με μορφή «ύβρεως» ή αλαζονίας, βάσει της υπόθεσης πως τα ανώτατα διοικητικά στελέχη αισθάνονται υπερβολική και πολλές φορές αδικαιολόγητη αυτοπεποίθηση, αναζητώντας έτσι συνεχώς εταιρίες-στόχους προς εξαγορά, η οποία συχνά είναι εχθρική (Roll, 1986). Εν κατακλείδι, τα κίνητρα των Ε&Σ είναι πολλαπλά και διαφοροποιούνται σημαντικά μεταξύ των εναλλακτικών τύπων με τους οποίους αυτές υλοποιούνται.

## **1.4 ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ**

Ένα σημαντικό μέρος της σύγχρονης ερευνητικής βιβλιογραφίας έχει διερευνήσει τον αντίκτυπο των Ε&Σ στην απόδοση των αντίστοιχων εταιριών που είτε συγχωνεύονται είτε εξαγοράζουν μία άλλη επιχείρηση, αποδεικνύοντας πως πολλές εξ αυτών αποτυγχάνουν. Υπάρχουν σημαντικές εκ των υστέρων ενδείξεις πως ένα μεγάλο ποσοστό εξαγορών που έχουν πραγματοποιηθεί μέχρι και σήμερα στις ΗΠΑ ήταν ασύμφωρες, οδηγώντας μάλιστα σε νέα αναδιοργάνωση της οικονομικής οντότητας ή σε εκποιήσεις των περιουσιακών της στοιχείων και, μάλιστα, όχι πολύ καιρό μετά την εξαγορά (Hunter et al, 2008). Σε μία από τις πρώτες έρευνες που

επιχειρήθηκαν στο εν λόγω πεδίο, οι Gort & Hogart (1970) βρήκαν πως οι Ε&Σ που πραγματοποιήθηκαν κατά τη δεκαετία του 1960 είχαν ουδέτερα αποτελέσματα στην κερδοφορία των επιχειρήσεων και συγκεκριμένα απώλειες για τις εξαγοράζουσες εταιρίες και κέρδη για τις εξαγοραζόμενες, ενώ σε παρόμοια ευρήματα κατέληξε και ο Lubatkin (1983) για τις Ε&Σ της επόμενης δεκαετίας.

Σε μεταγενέστερη μελέτη του Tichy (2002), ο οποίος εξέτασε 80 περιπτώσεις Ε&Σ μεγάλης αξίας, διαπιστώθηκε πως στις μισές εξ αυτών παρατηρήθηκε μείωση της αξίας της εταιρίας, καθώς και σημαντική μείωση της αξίας των μετόχων για τις εταιρίες-στόχους σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, παρά τα βραχυπρόθεσμα χρηματιστηριακά κέρδη γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς, με τις οριζόντιες συγχωνεύσεις να αποδεικνύονται οι πιο επιτυχείς. Επίσης, οι Gugler et al (2003), εξετάζοντας περιπτώσεις Ε&Σ ανά τον κόσμο που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια των δεκαετιών του 1980 και 1990, τεκμηρίωσαν πως πέντε χρόνια μετά την εξαγορά ή συγχώνευση το συχνότερο αποτέλεσμα ήταν η αύξηση της κερδοφορίας, συνδυαζόμενη ωστόσο με μείωση των πωλήσεων.

Ίσως ο βασικότερος λόγος αποτυχίας των Ε&Σ είναι οι μη ρεαλιστικές προσδοκίες σχετικά με τα οφέλη που μπορούν να προκύψουν από τέτοιου είδους συνέργιες, λαμβάνοντας υπόψη τις σημαντικές δυσκολίες που ανακύπτουν σε όλες τις φάσεις σχεδιασμού μίας εξαγοράς ή συγχώνευσης, δηλαδή πριν, κατά τη διάρκεια και μετά τη συμφωνία (Marks & Mirvis, 2001). Αν και η εύρεση μίας εταιρίας-στόχου προς εξαγορά μπορεί να είναι ένα σχετικά εύκολο εγχείρημα, η μετάβαση στο νέο καθεστώς και η ευθυγράμμιση των στόχων, διαδικασιών, λειτουργιών και στρατηγικών των δύο εταιριών που συγχωνεύονται αποτελούν μία εξαιρετικά δύσκολη και περίπλοκη διαδικασία. Ένα ιδιαίτερα συχνό φαινόμενο είναι η αντίσταση που εκδηλώνεται από το προσωπικό, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις εχθρικής εξαγοράς, ενώ όσο η διαδικασία ενοποίησης προχωράει, τόσο περισσότερα εμπόδια εμφανίζονται σε επίπεδο οργανωσιακής κουλτούρας, θέσπισης κοινών στόχων και εκπόνησης κοινών και ολοκληρωμένων στρατηγικών.

Ένας ακόμη λόγος αποτυχίας των Ε&Σ είναι η υπερβολική αυτοπεποίθηση των ανώτατων διοικητικών στελεχών, η οποία αν και θεωρείται θετικό στοιχείο για την ολοκλήρωση των πρώτων φάσεων μίας εξαγοράς ή συγχώνευσης, σε μακροπρόθεσμο επίπεδο μπορεί να συμβάλλει καθοριστικά στην αποτυχία της συμφωνίας κατά τη διάρκεια της ενοποίησης (Peterson, 2000). Εκτός αυτού, η έλλειψη επαρκώς γνώσεων σχετικά με διάφορα ζητήματα επιχειρησιακής λειτουργίας στην περίπτωση των Ε&Σ διακυβεύει περαιτέρω την επιτυχία τους. Επιπλέον, τα διοικητικά στελέχη τείνουν να εμπιστεύονται σε υπερβολικό βαθμό τις απόψεις των εξωτερικών συμβούλων, αγνοώντας σε αρκετές περιπτώσεις την εμπειρία τους. Σύμφωνα με τους Kale et al (2003), η φήμη των επαγγελματιών που παρέχουν χρηματοοικονομικές συμβουλευτικές υπηρεσίες σχετίζεται άμεσα με την αξία των εξαγορών και τη μετέπειτα επιτυχία τους.

Ακόμη, η δυναμική των ομάδων που εμπλέκονται στη διαδικασία ενοποίησης είναι εξαιρετικά ευμετάβλητη στις περιπτώσεις Ε&Σ, ενώ σε αυτό συμβάλλουν και η απουσία τυποποιημένων διαδικασιών για τη λήψη αποφάσεων, η αναποτελεσματική εσωτερική επικοινωνία και η ανεπαρκής διαχείριση των ανθρώπινων πόρων. Τέλος, ένας σημαντικός παράγοντας αποτυχίας των Ε&Σ είναι και το εξωτερικό οικονομικό περιβάλλον, το οποίο μπορεί να είναι εχθρικό ή ταχέως εναλλασσόμενο, και ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρία. Σε κάθε περίπτωση, η επιτυχία μίας εξαγοράς ή συγχώνευσης είναι κάθε άλλο παρά σίγουρη, εξ ου και το ιδιαίτερο ερευνητικό ενδιαφέρον περί της εταιρικής απόδοσης και αναπτυξιακής δυναμικής των επιχειρήσεων στις περιπτώσεις των Ε&Σ, όπως εξετάζεται αναλυτικότερα στο επόμενο κεφάλαιο.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

# Η ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

### 2.1 ΤΡΟΠΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

#### 2.1.1 Ερευνητικές προσεγγίσεις

Δεδομένης της σημαντικής ανάπτυξής τους κατά τις τελευταίες δεκαετίες, καθώς και της πρακτικής σημασίας τους σε χρηματοοικονομικούς και στρατηγικούς όρους, οι Ε&Σ έχουν καταστεί ως ένα σημαντικό σημείο εστίασης της σύγχρονης ερευνητικής βιβλιογραφίας, συμπεριλαμβανομένων διάφορων επιστημονικών πεδίων, όπως είναι η στρατηγική διαχείριση, η εταιρική χρηματοδότηση και η οργανωσιακή συμπεριφορά. Παράλληλα, η πλειοψηφία των ερευνητικών ενδείξεων συνηγορεί στη διαπίστωση πως το ποσοστό αποτυχίας των Ε&Σ δεν έχει μεταβληθεί σημαντικά σε αυτό το χρονικό διάστημα (Cartwright et al, 2006). Οι θεωρητικοί και ερευνητές που ασχολούνται με αυτό το φαινόμενο, γνωστό και ως το «παράδοξο της επιτυχίας», υποστηρίζουν πως ο βαθμός στον οποίο οι Ε&Σ ανταποκρίνονται στις σχετικές προσδοκίες εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το πώς η επιτυχία αυτή ορίζεται (Wang & Moini, 2012).

Στο πλαίσιο αυτό, η αξιολόγηση της απόδοσης των Ε&Σ είναι ιδιαίτερα σημαντική για την εκτίμηση της αποτυχίας ή επιτυχίας τους, τόσο σε βραχυπρόθεσμο όσο και σε μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Στην πράξη, μέχρι σήμερα οι ερευνητές που ασχολούνται με αυτό το ζήτημα έχουν εφαρμόσει διάφορες πρακτικές και κριτήρια στην προσπάθειά τους να αξιολογήσουν την απόδοση των Ε&Σ. Σύμφωνα με τους Zollo & Singh (2004), υπάρχει μεγάλη ανομοιογένεια τόσο σχετικά με τον ορισμό της απόδοσης όσο και αναφορικά με τον τρόπο μέτρησής της. Σε μία ανάλυση 88 εμπειρικών μελετών μεταξύ του 1970 και του 2006, οι Zollo & Meier (2008) εντόπισαν 12

διαφορετικές ερευνητικές προσεγγίσεις για την αξιολόγηση του αντίκτυπου των εξαγορών, οι οποίες διαφοροποιούνται σημαντικά ανάλογα με τα κριτήρια που εφαρμόζονται, συμπεριλαμβανομένων των εξής: (1) αντικειμενικές ή υποκειμενικές μετρήσεις, (2) αναμενόμενες ή πραγματοποιηθείσες αποδόσεις, (3) βραχυπρόθεσμη ή μακροπρόθεσμη προοπτική της έρευνας, (4) χρήση ιδιωτικής ή δημόσιας χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, (5) εξέταση μέρους του έργου των Ε&Σ ή του συνόλου τους, και (6) αποδόσεις των εξαγοραζόμενων εταιριών ή αποδόσεις της νέας οντότητας.

Συνολικά, υπάρχουν πέντε βασικές μέθοδοι που χρησιμοποιούνται συχνότερα για την αξιολόγηση της απόδοσης των Ε&Σ, οι οποίες περιλαμβάνουν (Wang & Moini, 2012):

- i. Η μέθοδος των επιχειρηματικών γεγονότων (event study), η οποία εφαρμόζεται τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα και χρησιμοποιεί μέτρα της χρηματιστηριακής αγοράς,
- ii. Η μέθοδος της αξιολόγησης της λογιστικής απόδοσης (accounting performance study), η οποία χρησιμοποιεί μέτρα λογιστικής βάσει της διαθέσιμης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης,
- iii. Η χρήση των υποκειμενικών εκτιμήσεων των διευθυντικών στελεχών, η οποία βασίζεται σε απόψεις και στάσεις των στελεχών της ανώτερης διοίκησης που εμπλέκονται στη διαδικασία ενοποίησης,
- iv. Η αξιολόγηση της πληροφόρησης που παρέχεται από ειδικούς εμπειρογνώμονες, όπως είναι οι εταιρίες παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών στον κλάδο των Ε&Σ, και
- v. Η μέθοδος της αποεπένδυσης.

Οι Zollo & Meier (2008) αναφέρουν πως ενώ το 41% των ερευνών που εξέτασαν χρησιμοποιούν τη μέθοδο των επιχειρηματικών γεγονότων σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, μόνο το 28% των ερευνητών εφαρμόζουν λογιστικά μέτρα, ενώ σημαντικές διαφοροποιήσεις εντοπίζονται αναφορικά με τον ορισμό της λειτουργικής απόδοσης, τους δείκτες που χρησιμοποιούνται, τα μέτρα της συγκριτικής αξιολόγησης, το χρονικό πλαίσιο της έρευνας και το γενικότερο σχεδιασμό της μεθοδολογίας. Στην πραγματικότητα, η συντηρητική πλειοψηφία των ερευνητών του χρηματοοικονομικού πεδίου

χρησιμοποιούν είτε τη μέθοδο των επιχειρηματικών γεγονότων είτε τη λογιστική προσέγγιση, ενώ οι ερευνητές της οργανωσιακής συμπεριφοράς και της επιχειρησιακής στρατηγικής βασίζονται περισσότερο σε υποκειμενικές εκτιμήσεις των διευθυντικών στελεχών και άλλων επαγγελματιών (Bruner, 2003). Ο Schoenberg (2006) υποστηρίζει πως οι εκτιμήσεις αυτές παρέχουν ιδιαίτερα χρήσιμη πληροφόρηση, καλύπτοντας τόσο οικονομικούς όσο και ποιοτικούς δείκτες, αξιολογώντας έτσι την απόδοση των Ε&Σ με έναν περισσότερο πολυδιάστατο τρόπο.

Από την άλλη πλευρά, οι Lubatkin & Shrieves (1986) αναφέρουν πως οι εκτιμήσεις των στελεχών υπόκεινται σε προκαταλήψεις και, ως εκ τούτου, περιορίζουν την αξιοπιστία των ευρημάτων, ενώ οι McGee et al (2005) επισημαίνουν πως από τη στιγμή που ο βασικός στόχος των Ε&Σ είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, η μέθοδος των επιχειρηματικών γεγονότων που βασίζεται στις χρηματιστηριακές τιμές είναι η καταλληλότερη προσέγγιση για την αξιολόγηση της απόδοσής τους. Ωστόσο, οι Zollo & Meier (2008) τεκμηριώνουν πως η ευρέως εφαρμοζόμενη μέθοδος των επιχειρηματικών γεγονότων συνήθως αντανακλά εσφαλμένες ή μη ορθολογικές προσδοκίες του επενδυτικού κοινού, και οι Chenhall & Langfield (2007) επικρίνουν τη λογιστική προσέγγιση, υποστηρίζοντας πως τα λογιστικά μέτρα αντανακλούν περισσότερο τις παρελθοντικές εταιρικές αποδόσεις.

### **2.1.2 Γενικές ερευνητικές ενδείξεις**

Από τα παραπάνω, είναι προφανές πως οι τρόποι αξιολόγησης της απόδοσης των Ε&Σ διαφοροποιούνται σημαντικά, γεγονός που μπορεί εν μέρει να επεξηγήσει και την ποικιλία των αντίστοιχων ευρημάτων, τα οποία είναι πολλές φορές αντιφατικά. Για παράδειγμα, όσον αφορά τη λειτουργική απόδοση κατά την περίοδο μετά την εξαγορά, οι Rahman & Limmack (2004) καταγράφουν σημαντικές μειώσεις στην εταιρική απόδοση, οι Kruse et al (2002) αποδεικνύουν σημαντικές βελτιώσεις, ενώ οι Martynova et al (2006) τεκμηριώνουν πως δεν υπάρχει καμία σημαντική αλλαγή. Επίσης, οι Tuch & O'Sullivan (2007), εφαρμόζοντας τη μέθοδο των επιχειρηματικών γεγονότων,



κατέληξαν στο συμπέρασμα πως η επίδραση της ανακοίνωσης των εξαγορών είναι ασήμαντη σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, ενώ όταν εκτιμάται η απόδοση σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα μέσω αυτής της μεθόδου, τα ευρήματα είναι συνήθως υπερβολικά αρνητικά και η χρήση των λογιστικών μέτρων παρέχει μικτά αποτελέσματα.

Ακόμη, ο Coontz (2004), εξετάζοντας τον οικονομικό αντίκτυπο των Ε&Σ για τις εξαγοραζόμενες εταιρίες, διαπίστωσε πως αυτές δεν κατάφεραν να αποδώσουν σύμφωνα με τις αρχικές προσδοκίες, βάσει των μέτρων απόδοσης που χρησιμοποιήθηκαν στην έρευνα, επισημαίνοντας πως η απόδοση αυτή διαφοροποιείται σημαντικά από κλάδο σε κλάδο. Αντίθετα, οι Mantravadi & Reddy (2007), διερευνώντας τη λειτουργική απόδοση των συγχωνεύσεων στην Ινδία με τη χρήση μίας σειράς χρηματοοικονομικών δεικτών πριν και μετά τη συγχώνευση μεταξύ 1991 και 2003, βρήκε πως δεν υφίστανται σημαντικές αλλαγές απόδοσης σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, παρά τις κατά περιόδους διακυμάνσεις.

Επιπλέον, αντιφατικές ερευνητικές ενδείξεις καταγράφονται και ανάμεσα στις χώρες. Για παράδειγμα, στις ΗΠΑ, οι Moeller & Schlingemann (2004) αποδεικνύουν πως η κερδοφορία των εξαγοραζόμενων και εξαγοράστριων εταιριών παραμένει αμετάβλητη κατά την περίοδο μετά τη συγχώνευση, ενώ οι Heron & Lie (2002) διαπιστώνουν πως η κερδοφορική ικανότητα μετά από μία εξαγορά βελτιώνεται σημαντικά. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι Dickerson et al (1997) βρίσκουν πως μετά τη συγχώνευση, οι οικονομικές οντότητες αντιμετωπίζουν μία σημαντική πτώση στην απόδοσή τους, ενώ αντίθετα οι Powell & Stark (2005) αποδεικνύουν σημαντική αναπτυξιακή δυναμική. Στην Ιαπωνία, οι Yeh & Hoshino (2001) διαπιστώνουν επιδείνωση της λειτουργικής απόδοσης των εταιριών κατά το χρονικό διάστημα μετά την εξαγορά για τις απορροφόμενες επιχειρήσεις, ενώ στη Μαλαισία, οι Rahman & Limmack (2004) τεκμηριώνουν πως οι εξαγορές συνδέονται με βελτιωμένη μετέπειτα απόδοση.

Ακόμη, στην έρευνα των Sharma & Ho (2002) στην Αυστραλία βρέθηκε πως οι Ε&Σ που έχουν πραγματοποιηθεί στη χώρα οδηγούν σε ασήμαντες μεταβολές στην κερδοφορία τόσο των εταιριών-στόχων όσο και των

εξαγοράζουσων εταιριών μετά την εξαγορά, ενώ στις χώρες της Δυτικής Ευρώπης, οι Gugler et al (2003) διαπιστώνουν μία σημαντική μείωση των πωλήσεων για τη νέα οικονομική οντότητα μετά την εξαγορά, αλλά ασήμαντες αυξήσεις στην κερδοφορία της για την ίδια χρονική περίοδο. Σε κάθε περίπτωση, η χρήση της εκάστοτε μεθόδου επηρεάζει τα ευρήματα σχετικά με την απόδοση των Ε&Σ, λαμβάνοντας παράλληλα υπόψη πως οι δύο σημαντικότερες ερευνητικές προσεγγίσεις είναι αυτές των επιχειρηματικών γεγονότων και της χρήσης των λογιστικών μέτρων, οι οποίες εξετάζονται διεξοδικότερα παρακάτω.

## **2.2 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ**

### **2.2.1 Περιγραφή μεθόδου**

Η μέθοδος των επιχειρηματικών γεγονότων (event study) είναι γνωστή από τη δεκαετία του 1970 και χρησιμοποιείται ευρέως για την αξιολόγηση της απόδοσης στις Ε&Σ. Για την εφαρμογή της εκτιμάται αν υπάρχει μία επίδραση μη αναμενόμενων αποδόσεων που σχετίζεται με ένα αντίστοιχο μη αναμενόμενο γεγονός, δηλαδή μία εξαγορά ή συγχώνευση, δεδομένου ότι οι αποδόσεις των μετοχών ανταποκρίνονται γρήγορα, αμερόληπτα, ορθολογικά και προσαρμοσμένα στις αντίστοιχες προσδοκίες κινδύνου που συνδέονται με την αξία της εταιρία κατά την περίοδο της σχετικής ανακοίνωσης (Martynova & Renneboog, 2008). Στις εν λόγω έρευνες προσδιορίζεται ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (event window) κατά το οποίο εκτιμάται η επίδραση των Ε&Σ και μπορεί να είναι είτε βραχυπρόθεσμοι είτε μακροπρόθεσμοι χρονικού ορίζοντα. Στην πρώτη περίπτωση, η μελέτη αντανάκλα μία εκ των προτέρων ανάλυση, η οποία θα μπορούσε να βοηθήσει την πρόβλεψη της μελλοντικής κερδοφορίας, ενώ στη δεύτερη περίπτωση εξετάζονται οι τιμές των μετοχών σε μεγαλύτερο διάστημα, δεδομένου ότι η σχετική αβεβαιότητα εξαλείφεται κατά την εξελικτική πορεία των Ε&Σ.

Οι βασικές υποθέσεις στις οποίες βασίζεται αυτή η μεθοδολογία είναι οι εξής (Wang & Moini, 2012):

- η αγορά είναι αποτελεσματική, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι τιμές των μετοχών ενσωματώνουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση,
- το επιχειρηματικό γεγονός, δηλαδή η εξαγορά ή συγχώνευση, είναι μη αναμενόμενο, και
- δεν υπάρχουν άλλες επιδράσεις κατά τη διάρκεια του χρονικού διαστήματος (event window) υπό εξέταση.

Κεντρικό σημείο αυτής της μεθόδου είναι ο υπολογισμός των μη αναμενόμενων αποδόσεων (abnormal returns), οι οποίες συνήθως εκτιμώνται ως το σύνολο των ημερήσιων/μηνιαίων/ετήσιων μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά τη διάρκεια του event window που μπορεί να εκτείνεται μερικές ημέρες/μήνες/έτη μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς ή συγχώνευσης και ισούνται με τις πραγματικές μείον τις αναμενόμενες αποδόσεις της τιμής της μετοχής (Cording et al, 2010). Σε γενικές γραμμές, τα μέτρα που χρησιμοποιούνται στην εφαρμογή της μεθόδου εξαρτώνται από το χρονικό διάστημα που εφαρμόζεται μετά την ανακοίνωση και το σημείο αναφοράς του χαρτοφυλακίου της αγοράς που λαμβάνεται υπόψη για τον υπολογισμό των αναμενόμενων αποδόσεων.

### **2.2.2 Ευρήματα ερευνητικής βιβλιογραφίας**

Οι ερευνητικές ενδείξεις σχετικά με την απόδοση των Ε&Σ με τη χρήση της μεθόδου των επιχειρηματικών γεγονότων είναι μικτές. Οι Papadakis & Thanos (2010) αποδεικνύουν πως σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, οι μη αναμενόμενες αποδόσεις για τις εταιρίες-στόχους είναι μεγάλες και θετικές, ενώ για τις εξαγοράστριες εταιρίες είναι μικτές. Ομοίως, οι Bertrand & Zitouna (2008) διαπιστώνουν πως οι θετικές μη αναμενόμενες αποδόσεις για τις εταιρίες-στόχους των εξαγορών οφείλονται στο μεγάλο premium που καταβάλλεται κατά την εξαγορά, ενώ οι Martynova & Renneboog (2008) καταλήγουν στο συμπέρασμα πως οι μη αναμενόμενες αποδόσεις τρία χρόνια μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς είναι αρνητικές. Επίσης, οι Tuch & O'Sullivan (2007), πραγματοποιώντας μία επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας, αποδεικνύουν πως οι περισσότερες μελέτες που χρησιμοποιούν τη μέθοδο

των επιχειρηματικών γεγονότων για ένα μεγάλο event window δείχνουν είτε αρνητικές είτε ασήμαντες μη αναμενόμενες αποδόσεις.

Οι Liargovas & Repousis (2011), εξετάζοντας τον αντίκτυπο των Ε&Σ στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο μεταξύ 1996 και 2009, βρήκαν πως αυτές δεν οδηγούν σε μη αναμενόμενες αποδόσεις των χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών των τραπεζών που εξετάστηκαν και άρα ούτε σε βελτίωση της απόδοσής τους, γεγονός που πιθανόν οφείλεται και ότι η Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών δεν ισχύει για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Οι Bauwman et al (2003), εξετάζοντας 1973 περιπτώσεις εξαγορών μεταξύ 1979-1998, τεκμηριώνουν πως οι εξαγορές που ξεκινούν σε περιόδους κατά τις οποίες οι γενικές προσδοκίες για την πορεία των χρηματιστηριακών τιμών είναι θετικές σχετίζονται με αρνητικές μη αναμενόμενες αποδόσεις, καθώς οι εξαγοράστριες εταιρίες τείνουν να λαμβάνουν μη ορθολογικές αποφάσεις σε αυτές τις περιόδους και τα διευθυντικά στελέχη τους υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους λόγω του φαινομένου της «ύβρεως» που περιγράφηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο.

Οι Mulherin & Boone (2000), χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 1305 Ε&Σ μεταξύ 1990 και 1999 αποδεικνύουν πως οι εξαγορές δημιουργούν πλούτου για τους μετόχους, διαπιστώνοντας μία μέση μη αναμενόμενη απόδοση της τάξης του 20,2% για ένα event window τριών ημερών μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς, ενώ οι Fuller et al (2002) βρίσκουν πως οι εταιρίες που ενεπλάκησαν σε πολλαπλές εξαγορές κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 είχαν θετικές μη αναμενόμενες αποδόσεις κατά 1,77%, αν και το ποσοστό αυτό διαφοροποιείται σημαντικά ανάλογα με τη μέθοδο πληρωμής της εξαγοράς και τον τύπο της εταιρίας-στόχου. Τέλος, οι Campa & Hernando (2005), εξετάζοντας την απόδοση των Ε&Σ που έλαβαν χώρα στο χρηματοπιστωτικό κλάδο της ΕΕ για την περίοδο 1998-2002, τεκμηρίωσαν θετικές μη αναμενόμενες αποδόσεις για τις εταιρίες-στόχους γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης και ελαφρώς θετικές για 3 μήνες μετά, καθώς και μηδενικές για τις εξαγοράζουσες εταιρίες, ενώ ένα χρόνο μετά, οι μη αναμενόμενες αποδόσεις ήταν μηδενικές τόσο για τις εξαγοράζουσες όσο και για τις εξαγοραζόμενες.

## 2.3 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ

### 2.3.1 Περιγραφή μεθόδου

Η λογιστική μέθοδος της αξιολόγησης της απόδοσης των Ε&Σ λαμβάνει μία μακροπρόθεσμη προοπτική εκτίμησης, χρησιμοποιώντας την αντίστοιχη χρηματοοικονομική πληροφόρηση. Η εφαρμογή της μεθόδου βασίζεται σε συγκρίσεις των επιλεγμένων χρηματοοικονομικών δεικτών πριν και μετά την εξαγορά ή συγχώνευση, υποθέτοντας πως τα οικονομικά οφέλη που απορρέουν από αυτήν θα αντανakλούνται στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων (Tuch & O'Sullivan, 2007). Τα λογιστικά μέτρα που χρησιμοποιούνται εμπίπτουν σε διάφορα πεδία, όπως είναι η αποδοτικότητα, η παραγωγικότητα, οι ταμειακές ροές, η αύξηση των πωλήσεων και η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων και περιλαμβάνουν το Δείκτη Απόδοσης Ενεργητικού (ROA), το Δείκτη Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE), το Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους (ROS), το Δείκτη Αύξησης Πωλήσεων (SGR), το δείκτη μόχλευσης και άλλα χρηματοοικονομικά μέτρα της λογιστικής (Martynova & Renneboog, 2008).

Στην πλειοψηφία των σχετικών ερευνών περί απόδοσης των Ε&Σ χρησιμοποιούνται οι δείκτες ROA και ROE, ενώ Wang & Moini (2012) υποστηρίζουν πως οι λειτουργικές ταμειακές ροές είναι ένα ακόμη ιδιαίτερα χρήσιμο μέτρο, δεδομένου ότι κατά τη διάρκεια σημαντικών επιχειρηματικών γεγονότων, όπως είναι οι εξαγορές, πολλές φορές τα κέρδη χειραγωγούνται λογιστικά. Τα πλεονεκτήματα αυτής της ερευνητικής προσέγγισης είναι πολλαπλά, καθώς η λογιστική εκτίμηση της απόδοσης βασίζεται σε πραγματοποιηθέντες αποδόσεις και για μεγάλα χρονικά διαστήματα, παρέχοντας χρήσιμη πληροφόρηση, αν και θα πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη προσοχή στις λογιστικές πρακτικές που χρησιμοποιούνται από τις εταιρίες και στην επίδραση των αντίστοιχων λογιστικών προτύπων.

### 2.3.2 Ευρήματα ερευνητικής βιβλιογραφίας

Όπως ισχύει και με τις μελέτες που χρησιμοποιούν τη μέθοδο των επιχειρηματικών γεγονότων, οι έρευνες που βασίζονται σε λογιστικά μέτρα παρέχουν μικτές ενδείξεις σχετικά με την απόδοση των Ε&Σ. Σε μία επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας, οι Martynova & Renneboog (2008) βρήκαν πως από τις 26 μελέτες που εξέτασαν, οι 14 αποδεικνύουν μείωση της λειτουργικής απόδοσης των συγχωνευμένων εταιριών, οι 7 ασήμαντες αλλαγές στην κερδοφορία τους και μόνο οι 5 δείχνουν σημαντική βελτίωση της απόδοσης. Η εικόνα αυτή γίνεται ακόμα περισσότερο αντιφατική όταν εξετάζεται η εταιρική ανάπτυξη. Για παράδειγμα, οι Cosh et al (1980) διαπίστωσαν πως υπάρχει μία συστηματική βελτίωση του ρυθμού αύξησης των περιουσιακών στοιχείων για τις βρετανικές εταιρίες που συμμετείχαν σε Ε&Σ κατά την περίοδο 1967-1969, ενώ ο Mueller (1980) βρήκε πως ο ρυθμός ανάπτυξης των αντίστοιχων εταιριών στις ΗΠΑ μειώθηκε σημαντικά. Ο Ghosh (2001), αντίθετα, διαπιστώνει πως ο ρυθμός ανάπτυξης των εταιριών που συγχωνεύθηκαν στις ΗΠΑ κατά τη δεκαετία του 1990 δεν βελτιώθηκε σημαντικά.

Γενικότερα, οι μελέτες δείχνουν μία πτώση της κερδοφορίας κατά την περίοδο μετά την εξαγορά ή συγχώνευση, όταν χρησιμοποιούνται μέτρα απόδοσης βάσει των εσόδων, ενώ σε αυτές που διαπιστώνεται βελτίωση της απόδοσης χρησιμοποιούνται συνήθως μέτρα βάσει των ταμειακών ροών. Στη μελέτη των Martynova et al (2006) σχετικά με τη μακροχρόνια απόδοση 115 περιπτώσεων Ε&Σ στην Ευρώπη μεταξύ 1997-2001 διαπιστώθηκε πως η κερδοφορία της νέας οικονομικής οντότητας μειώνεται σημαντικά μετά την εξαγορά, καθώς και πως οι εταιρίες που είχαν στην κατοχή τους υψηλά επίπεδα ταμειακών διαθεσίμων ήταν αυτές που εμφάνισαν τη μεγαλύτερη πτώση στην κερδοφορία τους. Επίσης, οι Mantravadi & Reddy (2007), εξετάζοντας τον αντίκτυπο των Ε&Σ στη λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων στην Ινδία με τη χρήση ορισμένων χρηματοοικονομικών δεικτών, απέδειξαν πως η απόδοσή τους δεν μεταβάλλεται σημαντικά μετά τη συγχώνευση, όταν οι εξαγοράζουσες και εξαγοραζόμενες εταιρίες διαφέρουν

σημαντικά σε μέγεθος, όπως αυτό μετράται βάσει της αγοραίας μετοχικής τους αξίας.

Οι Lee et al (1996) επίσης τεκμηρίωσαν πως στις οριζόντιες συγχωνεύσεις, η απόδοση βελτιώνεται σημαντικά, υπολογίζοντας τους δείκτες του μακροπρόθεσμου χρέους/σύνολο ενεργητικού, μακροπρόθεσμου χρέους/αγοραία αξία, αγοραίας αξίας/λογιστικής αξίας, ROE και αύξησης πωλήσεων. Επίσης, οι Sinha et al (2010), εξετάζοντας την απόδοση ενός δείγματος εταιριών του χρηματοπιστωτικού τομέα που συμμετείχαν σε Ε&Σ, βρήκαν πως η χρηματοοικονομική απόδοση βελτιώθηκε για το ήμισυ εξ αυτών, με τις σημαντικότερες μεταβολές να καταγράφονται στο δείκτη Υποχρεώσεων/Ίδια Κεφάλαια. Οι Gugler et al (2003), χρησιμοποιώντας ως δείκτη μέτρησης της απόδοσης την κερδοφορία και τις πωλήσεις, διαπιστώνουν πως υπάρχουν σημαντικές διαφοροποιήσεις στην απόδοση ανάλογα με το εταιρικό μέγεθος. Συγκεκριμένα, χωρίζοντας το δείγμα τους σε δύο ομάδες (μικρές και μεγάλες εταιρίες), οι ερευνητές βρίσκουν πως πέντε χρόνια μετά την εξαγορά, το 43% των απορροφημένων εταιριών καταγράφει μείωση στην κερδοφορία τους.

Ακόμη, ο Leewu (2012) εξετάζει την απόδοση των επιχειρήσεων 416 περιπτώσεων Ε&Σ μεταξύ 2003 και 2010 στην ΕΕ και χρησιμοποιώντας ως μέτρα απόδοσης ορισμένες παραλλαγές του δείκτη EBITDA βρίσκει πως οι ευρωπαϊκές εταιρίες δεν είναι σε θέση να επωφεληθούν των πλεονεκτημάτων των Ε&Σ σε όρους απόδοσης, καθώς στην πλειοψηφία των επιχειρήσεων του δείγματος η απόδοση μετά την εξαγορά είτε μειώνεται σημαντικά είτε δεν μεταβάλλεται. Ο ίδιος ερευνητής εξηγεί πως η ποικιλομορφία των ευρημάτων των ερευνών που χρησιμοποιούν λογιστικά μέτρα της απόδοσης των Ε&Σ οφείλεται εν μέρει και στους παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη κατά την εφαρμογή της μελέτης (Leewu, 2012).

Για παράδειγμα, οι Healy et al (1992) και ο Ghosh (2001), χρησιμοποιούν τους ίδιους δείκτες εκτίμησης της απόδοσης μετά από μία εξαγορά ή συγχώνευση, δηλαδή τις ταμειακές ροές προ φόρων, αλλά προσαρμόζουν το δείγμα τους με διαφορετικό τρόπο, καθώς στην πρώτη μελέτη λαμβάνεται υπόψη ο κλάδος στον οποίο ανήκουν οι εταιρίες υπό εξέταση και αποδεικνύεται μία σημαντική βελτίωση της λειτουργικής απόδοσης μετά την

εξαγορά, ενώ στη δεύτερη μελέτη λαμβάνεται υπόψη η απόδοση πριν την εξαγορά και το εταιρικό μέγεθος και αποδεικνύεται πως δεν υπάρχει καμία σημαντική μεταβολή στην απόδοση. Ομοίως, οι Powell & Stark (2005) και οι Martynova et al (2006) εφαρμόζουν την ίδια μέθοδο, αλλά οι πρώτοι αποδεικνύουν πως υπάρχει σημαντική βελτίωση της λειτουργικής απόδοσης μετά την εξαγορά ενώ οι δεύτεροι το αντίθετο, γεγονός που οφείλεται στη γεωγραφική περιοχή που επιλέχθηκε αναφορικά με τη χώρα δραστηριοποίησης των εξεταζόμενων εταιριών. Από τα παραπάνω, είναι εύλογο να υποστηριχθεί πως η αξιολόγηση της απόδοσης των Ε&Σ μέσω της εφαρμογής λογιστικών μέτρων εξαρτάται από μία σειρά παραγόντων που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη, οι σημαντικότεροι εκ των οποίων αναλύονται στο επόμενο κεφάλαιο.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

#### 3.1 ΜΕΣΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Τα μέχρι σήμερα διαθέσιμα εμπειρικά δεδομένα καταδεικνύουν πως τα μέσα χρηματοδότησης μίας εξαγοράς ή συγχώνευσης αποτελούν ένα σημαντικό παράγοντα της μακροπρόθεσμης απόδοσής τους, αν και τα ευρήματα των σχετικών ερευνών είναι πολλές φορές αντικρουόμενα. Σύμφωνα με τους Martynova et al (2006), η γενικότερη διαπίστωση είναι πως οι Ε&Σ που πραγματοποιούνται μέσω καταβολής του σχετικού αντιτίμου σε μετρητά οδηγούν σε βελτιωμένη απόδοση συγκριτικά με αυτές που υλοποιούνται με άλλες μορφές χρηματοδότησης. Οι πιθανότερες εξηγήσεις για αυτή τη διαπίστωση είναι δύο. Πρώτον, οι προσφορές σε μετρητά είναι πιθανότερο να οδηγήσουν στην αντικατάσταση της αναποτελεσματικής διοίκησης της εταιρίας-στόχου, η οποία με τη σειρά της έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της λειτουργικής απόδοσης μετά την εξαγορά. Δεύτερον, οι Ε&Σ με καταβολή μετρητών συνήθως χρηματοδοτούνται από την έκδοση χρεογράφων.

Η χρηματοδότηση των Ε&Σ μέσω έκδοσης χρεογράφων περιορίζει τη διαθεσιμότητα των επιχειρησιακών πόρων που βρίσκονται στη διάθεση των διευθυντικών στελεχών και με τον τρόπο αυτό ελαχιστοποιεί τα προβλήματα που σχετίζονται με τις ταμειακές ροές (Martynova & Renneboog, 2006). Ως εκ τούτου, οι εξαγορές με την καταβολή μετρητών είναι πιθανότερο να επιφέρει υψηλότερο βαθμό διοικητικής πειθαρχίας. Στην πράξη, οι σχετικές έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί σε αυτό το πεδίο τεκμηριώνουν μικτά αποτελέσματα σχετικά με την επίδραση των μέσων χρηματοδότησης των Ε&Σ στη μετέπειτα λειτουργική τους απόδοση.

Για παράδειγμα, οι Martynova et al (2006), εξετάζοντας την μακροχρόνια κερδοφορία των εξαγορών τόσο για τις εξαγοραζόμενες όσο και για τις εξαγοράζουσες εταιρίες στις χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης και του Ηνωμένου Βασιλείου, βρίσκουν πως δεν υπάρχει καμία στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ του τρόπου χρηματοδότησης της εξαγοράς και της απόδοσής τους, ενώ αντίθετα ο Ghosh (2001), διερευνώντας τη μακροπρόθεσμη απόδοση των εχθρικών εξαγορών στο Ηνωμένο Βασίλειο, τεκμηριώνει πως οι εξαγορές που υλοποιήθηκαν μέσω καταβολής μετρητών συνδέονται με αυξημένη βελτίωση της απόδοσης κατά την περίοδο μετά την εξαγορά συγκριτικά με τις εξαγορές που πραγματοποιούνται με άλλα μέσα χρηματοδότησης. Ομοίως, ο Leeuw (2012), εστιάζοντας σε περιπτώσεις Ε&Σ στον ευρωπαϊκό χώρο, επίσης βρίσκει πως η μέθοδος πληρωμής αποτελεί έναν παράγοντα με περιορισμένη ερμηνευτική ισχύ όσον αφορά τη μακροχρόνια απόδοσή τους.

Ακόμη, οι Goergen & Renneboog (2004), εστιάζοντας σε ένα δείγμα ευρωπαϊκών εγχώριων και διασυνοριακών εξαγορών και εφαρμόζοντας τη μέθοδο των επιχειρηματικών γεγονότων, καταγράφουν σαφείς ενδείξεις πως ο τρόπος χρηματοδότησης των εξαγορών έχει σημαντικό αντίκτυπο στον πλούτο των μετόχων, αποδεικνύοντας πως οι προσφορές σε μετρητά έχουν ως αποτέλεσμα την αύξηση των μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά 10% την ημερομηνία της σχετικής ανακοίνωσης, ενώ η αντίστοιχη αύξηση για προσφορές που συνδυάζουν άλλα μέσα χρηματοδότησης (μετοχές και δάνεια) είναι 6%. Με την ίδια μέθοδο, οι Bouwman et al (2003) βρίσκουν πως οι εξαγορές σε μετρητά σχετίζονται με αύξηση των μη αναμενόμενων αποδόσεων την ημέρα της ανακοίνωσης. Τέλος, ο Alexandridis (2010), χρησιμοποιώντας δεδομένα από Ε&Σ σε παγκόσμιο επίπεδο μεταξύ 1990-2007, κατέληξε στο συμπέρασμα πως οι εξαγορές με αγορά των μετοχών δεν επιφέρουν μείωση της απόδοσης για τις εταιρίες, εκτός από τις χώρες του Ηνωμένου Βασιλείου, του Καναδά και των ΗΠΑ.

### 3.2 ΕΓΧΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΕΣ Ε&Σ

Η υπόθεση πως οι διασυνοριακές Ε&Σ σχετίζονται με βελτιωμένη λειτουργική απόδοση λόγω των οφελών συνέργειας που προκύπτουν δεν επιβεβαιώνεται πάντα στην ερευνητική βιβλιογραφία. Όπως εξηγεί ο Leeuw (2012), τόσο οι εξαγοράζουσες όσο και οι εταιρίες-στόχοι μπορούν να επωφεληθούν των διασυνοριακών Ε&Σ, αξιοποιώντας τις ατέλειες της αγοράς, της επέκτασής τους σε νέες αγορές και της αύξησης των παραγωγικών τους δυνατοτήτων. Ομοίως, οι Martynova & Renneboog (2008) αποδεικνύουν πως οι διαφορές μεταξύ απορροφώμενων και απορροφουσών επιχειρήσεων όσον αφορά τις πολιτικές εταιρικής διακυβέρνησης, οι οποίες απορρέουν από τις αντίστοιχες διαφοροποιήσεις στο νομικό και κανονιστικό περιβάλλον της χώρας καταγωγής τους, έχουν συνήθως θετικό αντίκτυπο στην απόδοση των Ε&Σ. Ωστόσο, ο Schoenberg (2006) υποστηρίζει πως στις διασυνοριακές Ε&Σ, η μακροχρόνια απόδοση μπορεί να επιδεινωθεί σημαντικά, λόγω των δυσκολιών που προκύπτουν στο πλαίσιο αξιοποίησης των αναμενόμενων συνεργειών.

Έτσι, ενώ από τη μία πλευρά είναι εύλογο πως η απόδοση των διασυνοριακών Ε&Σ μπορεί να είναι αναβαθμισμένη λόγω της εσωτερίκευσης των δυνατοτήτων έρευνας και ανάπτυξης, της επέκτασης σε νέες αγορές και των ωφελειών που σχετίζονται με της ατέλειες στις αγορές κεφαλαίου και προϊόντων, από την άλλη πλευρά οι κανονιστικές και πολιτιστικές διαφορές μεταξύ των εταιριών που εμπλέκονται σε μία εξαγορά ή συγχώνευση μπορεί να οδηγήσει σε επιπλοκές στη διαχείριση της αντίστοιχης διαδικασίας και, άρα, επιδείνωση της απόδοσης. Δεδομένων των παραπάνω, τα ευρήματα της βιβλιογραφίας είναι αντικρουόμενα. Τόσο οι Moeller & Schlingemann (2005) όσο και οι Martynova & Renneboog (2006) σε ευρωπαϊκά δείγματα Ε&Σ καταγράφουν χαμηλότερες αποδόσεις κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης για τις διασυνοριακές εξαγορές συγκριτικά με τις εγχώριες, ενώ αντίθετα οι Martynova et al (2006) αποδεικνύουν πως δεν υπάρχει καμία στατιστικά σημαντική επίδραση του τύπου της εξαγοράς (διασυνοριακή ή εγχώρια) στη μακροχρόνια λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων.

Από την άλλη πλευρά, οι Gugler et al (2003) βρήκαν πως οι διασυννοριακές Ε&Σ οδηγούν σε αυξημένη απόδοση σε σχέση με τις εγχώριες, χωρίς ωστόσο να επηρεάζουν σημαντικά την κερδοφορία, ενώ σε αντίθετα ευρήματα κατέληξαν οι Goergen & Renneboog (2004). Επίσης, οι Moeller et al (2005) στις ΗΠΑ, διαπίστωσαν πως οι εταιρίες που δραστηριοποιήθηκαν σε διασυννοριακές Ε&Σ είχαν σημαντικά χαμηλότερες αποδόσεις στις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών τους, ενώ στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι Conn et al (2005) επίσης βρήκαν πως οι διασυννοριακές Ε&Σ οδήγησαν σε χαμηλότερες αποδόσεις κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης συγκριτικά με τις εγχώριες, επισημαίνοντας ωστόσο πως αυτό δεν ισχύει για τις εταιρίες του κλάδου υψηλής τεχνολογίας, για τις οποίες οι αποδόσεις ήταν σημαντικά υψηλότερες για τις διασυννοριακές Ε&Σ. Το ίδιο εύρημα επιβεβαιώθηκε και από τους Chari et al (2010), οι οποίοι υποστήριξαν πως οι αποδόσεις των εξαγοράστριων εταιριών στις διασυννοριακές Ε&Σ αυξάνονται μόνο όταν υπάρχουν άυλα περιουσιακά στοιχεία που μπορούν να αξιοποιηθούν καλύτερα σε χώρες του εξωτερικού και μέσω των αντίστοιχων συνεργειών.

### **3.3 ΜΕΓΕΘΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ-ΣΤΟΧΟΥ**

Το μέγεθος της εταιρίας-στόχου αποτελεί έναν επιπλέον παράγοντα που θεωρείται πως επηρεάζει την απόδοση των Ε&Σ, σύμφωνα και με τα ευρήματα των σχετικών ερευνών, τα οποία ωστόσο είναι και πάλι αντιφατικά. Σε περισσότερο θεωρητικό επίπεδο, από τη μία πλευρά μπορεί να υποτεθεί πως οι εξαγορές εταιριών σχετικά μεγάλου μεγέθους είναι πιθανότερο να οδηγήσουν σε βελτιωμένη απόδοση μετά την εξαγορά, δεδομένων των σημαντικότερων λειτουργικών και χρηματοοικονομικών συνεργειών που προκύπτουν, καθώς και της καλύτερης δυνατότητας επίτευξης οικονομιών κλίμακας. Από την άλλη πλευρά, η εξαγορά επιχειρήσεων μεγάλου μεγέθους μπορεί να σχετίζεται με δυσκολίες κατά την ενοποίηση των δύο οικονομικών οντοτήτων που εμπλέκονται στη διαδικασία, καταλήγοντας έτσι σε επιδείνωση της απόδοσης.

Σε ερευνητικό επίπεδο, υπάρχουν μελέτες που υποστηρίζουν είτε τη μία είτε την άλλη διαπίστωση. Για παράδειγμα, οι Linn & Switzer (2001) παρέχουν επαρκείς ενδείξεις πως οι εξαγορές εταιριών-στόχων σχετικά μεγαλύτερου μεγέθους έχουν υψηλότερη μακροχρόνια απόδοση συγκριτικά με εταιρίες μικρότερου μεγέθους. Από την άλλη πλευρά, οι Clark & Ofek (1994), εξετάζοντας 38 περιπτώσεις εξαγορών, καταλήγουν στο συμπέρασμα πως οι δυσκολίες κατά τη διαχείριση μίας μεγάλης ενοποιημένης επιχείρησης μετά την εξαγορά είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει σε μειωμένη απόδοση, επισημαίνοντας επίσης πως η επιτυχία της εταιρικής αναδιάρθρωσης μέσω εξαγορών σχετίζεται αρνητικά με το premium που καταβάλλεται από την εξαγοράζουσα εταιρία και θετικά με τις χρηματοοικονομικές δυσκολίες που αντιμετωπίζει η εταιρία-στόχος.

Οι Martynova & Renneboog (2008), πραγματοποιώντας μία επισκόπηση της σχετικής ερευνητικής βιβλιογραφίας, καταλήγουν στη γενική διαπίστωση πως δεν υπάρχει ιδιαίτερα σημαντική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους της εταιρίας-στόχου και της απόδοσης μετά την εξαγορά. Ωστόσο, πρόσφατα ο Leeuw (2012), εξετάζοντας 416 Ε&Σ που έλαβαν χώρα στην Ευρώπη, βρήκε πως το μέγεθος της εταιρίας-στόχου σχετίζεται στατιστικά σημαντικά και θετικά με τη λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων μετά την εξαγορά. Αντίθετα, οι Dutta & Jog (2009) τεκμηρίωσαν πως οι σχετικά μεγάλης αξίας εξαγορές χαρακτηρίζονται από σημαντικά χαμηλότερη απόδοση σε μακροχρόνιο επίπεδο, σημειώνοντας μείωση κατά 49% για μία περίοδο τριών ετών μετά την εξαγορά. Οι Bertrand & Betschinger (2011) υποστηρίζουν πως το μεγαλύτερο εταιρικό μέγεθος περιορίζει τον πιθανό αρνητικό αντίκτυπο που απορρέει από τις εξαγορές, ιδιαίτερα στις εγχώριες.

Σε έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί στο χρηματοπιστωτικό τομέα, τα ευρήματα είναι επίσης μικτά. Για παράδειγμα, οι Beitel & Schiereck (2001), εξετάζοντας τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους μέσω των Ε&Σ στο πλαίσιο ενοποίησης του τραπεζικού κλάδου στην ΕΕ, καταγράφουν πως η ανακοίνωση των Ε&Σ επιφέρει αρνητικές αποδόσεις για την απορροφώσα τράπεζα όταν το μέγεθος της απορροφώμενης είναι συγκριτικά μικρότερο. Από την άλλη πλευρά, οι Campa & Hernando (2005) αποδεικνύουν πως δεν

υπάρχει καμία στατιστικά σημαντική διαφοροποίηση στην απόδοση των Ε&Σ, όπως αυτή υπολογίζεται με το δείκτη ROE, σε συνάρτηση το μέγεθος των συγχωνευόμενων τραπεζών ή σε αντιστοιχία με τον αυτές είναι εγχώριες ή διασυνοριακές.

Εν κατακλείδι, η επίδραση του μεγέθους στην απόδοση μπορεί να είναι είτε θετική, λόγω των οφελών που προκύπτουν από τις συνέργειες, είτε αρνητικό, δεδομένου ότι εταιρίες-στόχοι μεγαλύτερου μεγέθους μπορεί να προκαλέσουν αυξημένες δυσκολίες όσον αφορά την ενοποίηση της νέας οικονομικής οντότητας και άλλα ζητήματα ένταξης και διαχείρισης. Εκτός αυτού, εταιρίες-στόχοι μεγαλύτερου μεγέθους έχουν παράλληλα και μεγαλύτερη διαπραγματευτική ισχύ και, άρα, το κόστος εξαγοράς μπορεί να είναι σημαντικά υψηλότερο (Wang & Hamid, 2012).

### **3.4 ΚΛΑΔΙΚΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ**

Μία ακόμη μεταβλητή που έχει αναδειχθεί από τη βιβλιογραφία σχετικά με τη διαμόρφωση της απόδοσης των Ε&Σ αφορά την κλαδική συσχέτιση, δηλαδή το αν η εξαγορά ή συγχώνευση αφορά εταιρίες του ίδιου κλάδου ή όχι. Αν και οι διαφοροποιημένες Ε&Σ (conglomerate) υποτίθεται πως σχετίζονται με υψηλότερη απόδοση, καθώς δημιουργούνται λειτουργικές και χρηματοοικονομικές συνέργειες με αντίστοιχα οφέλη, η ενοποίηση δύο οικονομικών οντοτήτων από διαφορετικούς κλάδους έχει συνδεθεί με διάφορα μειονεκτήματα, όπως είναι οι δυσκολίες διαπραγμάτευσης, οι κερδοσκοπικές συμπεριφορές από την πλευρά των διευθυντικών στελεχών και η γραφειοκρατία (Martynova et al, 2006). Τα μειονεκτήματα αυτά των ανομοιογενών Ε&Σ μπορεί μεν να αντισταθμίζονται από τις πιθανές συνέργειες, αλλά από την άλλη πλευρά μπορεί να επιδρούν αρνητικά στην απόδοση της νέας οικονομικής οντότητας σε μακροχρόνιο επίπεδο.

Εκτός αυτού, μία ακόμη πιθανή συνέπεια των ανομοιογενών Ε&Σ είναι πως μπορεί να επιδεινώνουν τα προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency problems) μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και των μετόχων, εντείνοντας

τις ασυμμετρίες πληροφόρησης που υπάρχουν και, έτσι, επιδρώντας αρνητικά στην εταιρική απόδοση μετά την εξαγορά, όπως σημειώνουν οι Heron & Lie (2002). Ωστόσο, υπάρχουν και αντίθετες ενδείξεις. Για παράδειγμα, οι Sharma & Ho (2002) αποδεικνύουν πως δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ των ανομοιογενών Ε&Σ και της μετέπειτα απόδοσής τους, ενώ οι Kruse et al (2002) τεκμηριώνουν πως οι εξαγορές εταιριών από διαφορετικούς κλάδους σημειώνουν σημαντικά υψηλότερη απόδοση συγκριτικά με αυτές που υλοποιούνται μεταξύ εταιριών του ίδιου κλάδου. Σε παρόμοια ευρήματα καταλήγει και ο Leeuw (2012), ο οποίος διαπιστώνει πως οι ανομοιογενείς εξαγορές είναι περισσότερο κερδοφόρες από αυτές του ίδιου κλάδου, τουλάχιστον για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις του δημοσίου τομέα.

Για τις ευρωπαϊκές Ε&Σ, οι Martynova & Renneboog (2006) αποδεικνύουν πως οι μέτοχοι των εταιριών-στόχων είχαν σημαντικά υψηλότερες και θετικές μη αναμενόμενες αποδόσεις στις περιπτώσεις ανομοιογενών συγχωνεύσεων σε σχέση με συγχωνεύσεις που έγιναν στον ίδιο κλάδο και συγκεκριμένα οι αποδόσεις αυτές εκτιμήθηκαν σε ποσοστό της τάξης του 32% και 24%, αντίστοιχα, για ένα χρονικό παράθυρο έξι μηνών μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης. Σε παρόμοια ευρήματα κατέληξαν και οι Akbulut & Matsusaka (2003), οι οποίοι έδειξαν πως οι εξαγορές εταιριών διαφορετικών κλάδων έχουν θετικό βραχυχρόνιο αντίκτυπο στην απόδοσή τους, όπως αυτή εκτιμήθηκε με τη μέθοδο των επιχειρηματικών γεγονότων και τις μη αναμενόμενες αποδόσεις, αλλά σε μακροχρόνιο επίπεδο η απόδοσή τους μειώθηκε σημαντικά.

Βέβαια, κατά την εκτίμηση της επίδρασης των ανομοιογενών ή ομοιογενών Ε&Σ στην απόδοσή τους θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και ο κλάδος δραστηριοποίησης της εκάστοτε εταιρίας που εμπλέκεται στη διαδικασία, τα δομικά χαρακτηριστικά του οποίου ενδέχεται να επηρεάζουν διάφορα μεγέθη. Για παράδειγμα, όπως προαναφέρθηκε, έχει τεκμηριωθεί πως οι εταιρίες του κλάδου υψηλής τεχνολογίας καταγράφουν υψηλότερη απόδοση, ανεξάρτητα του εταιρικού μεγέθους και του αν η εξαγορά είναι διασυνοριακή ή εγχώρια (Conn et al, 2005).

## 3.5 ΛΟΙΠΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ

### 3.5.1 Εχθρικές και φιλικές εξαγορές

Δεδομένου ότι το αντίτιμο για μία εχθρική εξαγορά είναι υψηλότερο για τις εξαγοράζουσες εταιρίες, υπό την έννοια ότι αυτού του είδους οι εξαγορές αναμένεται να έχουν και τις μεγαλύτερες δυνατότητες συνέργειας, οι εχθρικές εξαγορές υποτίθεται πως σχετίζονται με υψηλότερη απόδοση σε μακροπρόθεσμο επίπεδο (Martynova et al, 2006). Σε σχετική έρευνα του Sarvaes (1991) με τη χρήση της μεθόδου των επιχειρηματικών γεγονότων διαπιστώθηκε πως οι μη αναμενόμενες αποδόσεις των τιμών των μετοχών για περιπτώσεις εχθρικών εξαγορών ήταν 32%, με το αντίστοιχο ποσοστό να ισούται με 22% για τις φιλικές. Ομοίως, οι Franks et al (1991) απέδειξαν πως οι μη αναμενόμενες αποδόσεις κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης μίας εχθρικής εξαγοράς στο Ηνωμένο Βασίλειο ήταν 30% και 18% για τις φιλικές.

Οι Tuch & Sullivan (2007) επίσης κατέδειξαν πως η εχθρική εξαγορά εταιριών-στόχων, η χρηματοδότηση της εξαγοράς με μετρητά και η εξαγορά εταιριών μεγαλύτερου μεγέθους αποτελούν ιδιαίτερα σημαντικές ερμηνευτικές μεταβλητές της υψηλότερης απόδοσης. Ωστόσο, σε μεταγενέστερες μελέτες η συσχέτιση μεταξύ αναβαθμισμένης απόδοσης και εχθρικής εξαγοράς δεν επιβεβαιώνεται. Για παράδειγμα, Powell & Stark (2005) βρίσκουν πως δεν υπάρχει καμία στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ των δύο. Αντίθετα, οι Martynova et al (2006) διαπιστώνουν πως η απόδοση κατά την περίοδο μετά την εξαγορά διαφοροποιείται σημαντικά σε αντιστοιχία με τα επιμέρους χαρακτηριστικά της, συμπεριλαμβανομένου αν αυτή είναι εχθρική ή φιλική και συγκεκριμένα επιδεινώνεται στις περιπτώσεις των εχθρικών εξαγορών.

Επίσης, αξίζει να σημειωθεί πως η απόδοση των Ε&Σ μπορεί να επηρεαστεί και από τη μέθοδο της εξαγοράς, δηλαδή αν υποβάλλεται προσφορά χωρίς προηγούμενη διαπραγμάτευση (tender deal) ή αν γίνεται μία τελική συμφωνία αφού έχει προηγηθεί διαπραγμάτευση. Οι Martynova et al (2006), εξετάζοντας Ε&Σ στον ευρωπαϊκό χώρο, βρίσκουν πως η μακροχρόνια απόδοση μετά την εξαγορά επιδεινώνεται σε περιπτώσεις εξαγορών για τις οποίες δεν έχει προηγηθεί διαπραγμάτευση. Ωστόσο, οι Linn & Switzer (2001) δεν



επιβεβαιώνουν αυτήν τη διαπίστωση, ενώ οι Marynova & Renneboog (2008) αναφέρουν πως οι περισσότεροι πρόσφατες μελέτες που χρησιμοποιούν τη μέθοδο των επιχειρηματικών γεγονότων συνηγορούν στο ότι στις περιπτώσεις που δεν έχει προηγηθεί διαπραγμάτευση, η διακύμανση των μη αναμενόμενων αποδόσεων είναι αμελητέα.

### **3.5.2 Μόχλευση και ταμειακά διαθέσιμα**

Η μόχλευση, δηλαδή το επίπεδο εξωτερικής δανειοδότησης των εταιριών-στόχων, ενδέχεται επίσης να επηρεάζει τη μακροχρόνια απόδοση των Ε&Σ, δεδομένου ότι οι δραστηριότητες επιχειρήσεων υψηλής μόχλευσης είναι πιθανό να υπόκεινται σε αυστηρή εποπτεία και συνεχή παρακολούθηση από τις τράπεζες που τις παρέχουν χρηματοδότηση, γεγονός που πιθανόν εμποδίζει τις μη κερδοφόρες εξαγορές. Επιπλέον, τα κεφάλαια που απαιτούνται για τη χρηματοδότηση αυτών των εξαγορών έχουν υψηλότερο κόστος απόκτησης για τις εταιρίες που έχουν ήδη υψηλά επίπεδα μόχλευσης. Οι εμπειρικές ενδείξεις σχετικά με την επίδραση του βαθμού μόχλευσης των εταιριών στις Ε&Σ είναι μικτές, καθώς υπάρχουν μελέτες που καταγράφουν πως υψηλά επίπεδα εξωτερικής δανειοδότησης επιδρούν αρνητικά στην απόδοση και κερδοφορία (Ghosh & Jain, 2000) και άλλες έρευνες που δεν βρίσκουν στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ των δύο (Linn & Switzer, 2001).

Ακόμη, οι εξαγοράζουσες εταιρίες με υπερβολικά ταμειακά διαθέσιμα είναι πιθανότερο να προχωρούν σε εξαγορές που δεν είναι ιδιαίτερα κερδοφόρες και χωρίς να έχει προηγηθεί ενδελεχής εξέταση των ενδεχόμενων συνεργειών που μπορούν να προκύψουν, με αποτέλεσμα η απόδοσή τους να επιδεινώνεται μετά την εξαγορά συγκριτικά με επιχειρήσεις χαμηλότερου βαθμού ταμειακών διαθεσίμων. Σύμφωνα με την έρευνα των Martynova et al (2006), πράγματι, οι εξαγοράζουσες εταιρίες με υπερβολικά ταμειακά διαθέσιμα αποδίδουν στατιστικά σημαντικά χαμηλότερα σε μακροπρόθεσμο επίπεδο. Η διαπίστωση αυτή βασίζεται στη θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών του Jensen (1986), σύμφωνα με την οποία είναι πιθανότερο να

πραγματοποιηθούν κακής ποιότητας εξαγορές όταν τα διευθυντικά στελέχη έχουν πρόσβαση σε υπερβολικά ταμειακά διαθέσιμα, μία θεωρητική προσέγγιση που επιβεβαιώνεται εμπειρικά και από τον Leeuw (2012), ο οποίος αποδεικνύει πως η απόδοση μετά την εξαγορά επηρεάζεται αρνητικά από τα ταμειακά διαθέσιμα, σε αντίθεση ωστόσο με το επίπεδο μόχλευσης, που έχει θετικό αντίκτυπο.

### **3.5.3 Νομική μορφή**

Ένας ακόμη παράγοντας που έχει εξεταστεί αναφορικά με την επίδρασή του στην απόδοση των Ε&Σ είναι η νομική μορφή των επιχειρήσεων, δηλαδή αν είναι αποκλειστικά ιδιωτικών συμφερόντων ή στη μετοχική σύνθεσή τους συμμετέχει και το δημόσιο. Σε έρευνα των Bradley & Sundaram (2004) διαπιστώθηκε πως δύο χρόνια μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης εξαγορών εταιριών-στόχων του δημοσίου τομέα, οι μη αναμενόμενες αποδόσεις δεν ήταν σημαντικές, αλλά αντίθετα ήταν αρνητικές όταν η εταιρία-στόχος ήταν ιδιωτικών συμφερόντων.

Από την άλλη πλευρά, οι Carron & Shen (2007) τεκμηρίωσαν πως οι αποδόσεις της εξαγοράζουσας εταιρίας ως συνάρτηση του νομικού τύπου της εταιρίας-στόχου δεν παρουσιάζουν ένα κοινό πρότυπο αλλά εξαρτώνται από επιμέρους χαρακτηριστικά της εξαγοράς και την ομαλότητα της μετέπειτα ενοποίησης της οικονομικής οντότητας. Σε αυτή τη διαπίστωση συμφωνεί και ο Leeuw (2012), ο οποίος βρίσκει πως η νομική μορφή της εξαγοράζουσας επιχείρησης δεν έχει σημαντική επίδραση στη λειτουργική της απόδοση μετά την εξαγορά.

Στο πλαίσιο αυτό, έχει υποστηριχθεί πως και η διάρθρωση του ιδιοκτησιακού καθεστώτος ενδέχεται να επηρεάσει την απόδοση των Ε&Σ. Για παράδειγμα, οι Yen & Andre (2007) διαπίστωσαν πως υψηλότερα επίπεδα συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας συνδέονται με καλύτερη λειτουργική απόδοση κατά την περίοδο μετά την εξαγορά, ενώ την ίδια θετική επίδραση έχει και το πλαίσιο προστασίας των επενδυτών. Τέλος, ορισμένοι ερευνητές έχουν καταγράψει

πως υπάρχει μία θετική συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης των Ε&Σ και της προηγούμενης εμπειρίας των εταιριών που εμπλέκονται σε αυτές. Οι Zollo & Reuer (2006) εξηγούν πως η σχέση αυτή είναι μεν θετική αλλά η ισχύς της μειώνεται με την πάροδο του χρόνου, υπό την έννοια πως όσο μία εταιρία εξαγοράζει ολοένα και περισσότερες εταιρίες-στόχους τόσο πιθανότερο είναι η απόδοσή της να μειώνεται σταδιακά.

Συμπερασματικά, οι σημαντικότεροι παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση και, άρα, την επιτυχία των Ε&Σ αφορούν το είδος της επιχειρηματικής δραστηριότητας, τη γεωγραφική τοποθέτηση των εταιριών που συγχωνεύονται ή εξαγοράζονται, το είδος της εξαγοράς και τον τρόπο χρηματοδότησής της. Βέβαια, οι ερμηνευτικές μεταβλητές της απόδοσης των Ε&Σ δεν εξαντλούνται με τα παραπάνω, καθώς στη σχετική ερευνητική βιβλιογραφία έχει καταγραφεί μία ευρεία ποικιλία σχετικών παραγόντων. Για παράδειγμα, οι Bhagat et al (2005) απέδειξαν πως η απόδοση των εξαγορών είναι υψηλότερη όταν αυτές πραγματοποιούνται κατά την αρχή των «κυμάτων» Ε&Σ, όπως αυτά εξελίσσονται χρονικά, ενώ οι Marquardt & Zur (2010) υποστηρίζουν πως η ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης διαδραματίζει κρίσιμης σημασίας ρόλο στην επιτυχία των Ε&Σ.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ

#### 4.1 ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Τα δεδομένα της μελέτης αφορούν συγχωνεύσεις που διενεργήθηκαν την περίοδο 2000 έως 2011 στη Μεγάλη Βρετανία ποιο συγκεκριμένα αφορούν 12 συγχωνεύσεις που έλαβαν χώρα το 2000, 1 συγχώνευση του 2001, 1 του 2007, 1 του 2008, 6 του 2009, 6 του 2010 και 8 του 2011.

**Πίνακας 1: Έτη διενέργειας των συγχωνεύσεων του δείγματος**

	<b>N</b>	<b>%</b>
2000	12	34,3
2001	1	2,9
2007	1	2,9
2008	1	2,9
2009	6	17,1
2010	6	17,1
2011	8	22,9

Το 60,0% των συγχωνεύσεων έλαβε χώρα σε μετρητά, το 25,7% με τη μεταφορά μετοχικού κεφαλαίου και το υπόλοιπο 14,3% με συνδυασμό μετρητών και μετοχικού κεφαλαίου. Επιπλέον, το σύνολο των συγχωνεύσεων ήταν δημόσιες.

**Πίνακας 2: Δομή των συγχωνεύσεων του δείγματος**

	<b>N</b>	<b>%</b>
Μετρητά	21	60,0
Μετοχές	9	25,7
Μετρητά και μετοχές	5	14,3

## 4.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Για τη μέτρηση των αλλαγών στην λειτουργική απόδοση μετά την εξαγορά συγκρίνεται η πραγματοποιηθείσα απόδοση με την αξιολόγηση της απόδοσης που θα παρουσιαζόταν σε περίπτωση που η εξαγορά δεν θα είχε πραγματοποιηθεί. Ωστόσο, για τη διενέργεια της σύγκρισης θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη το γεγονός ότι λειτουργική απόδοση δεν επηρεάζεται μόνο από την εξαγορά, αλλά και από μια σειρά άλλους παράγοντες. Για να απομονωθεί η επίδραση της εξαγοράς, η βιβλιογραφία προτείνει μια προσαρμογή των διαδικασιών της εξαγοράς στην τάση του κλάδου που δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις (Healy et al., 1992). Εναλλακτικά, η προσαρμογή του δείγματος των επιχειρήσεων οι οποίες συμμετείχαν σε Ε&Σ διενεργείται με μη συγχωνευόμενες εταιρείες (Barber και Lyon, 1996), ώστε να ερευνηθεί αν τα μέτρα λειτουργικής αποδοτικότητας των συγχωνευόμενων εταιρειών διαφέρουν πριν και μετά τη συγχώνευση με αυτά των εταιριών ελέγχου (control firms) που δεν έχουν συγχωνευτεί. Ως υποκατάστατο για τις τάσεις της βιομηχανίας, θεωρείται σε κάθε περίπτωση Ε&Σ η λειτουργική αποδοτικότητα της εταιρίας.

Οι περισσότερες μελέτες που εξετάζουν τη λειτουργική απόδοση των εταιριών κατά την περίοδο μετά την εξαγορά ή τη συγχώνευση την ορίζουν βάσει των προ φόρων λειτουργικών ταμειακών ροών, οι οποίες είναι το σύνολο των λειτουργικών εσόδων, των αποσβέσεων, των εξόδων των τόκων και των φόρων. Υποστηρίζεται πως αυτό το μέτρο απόδοσης δεν επηρεάζεται από τη λογιστική μέθοδο που εφαρμόζεται για τον υπολογισμό των αποσβέσεων ή των μη λειτουργικών δραστηριοτήτων, όπως είναι τα φορολογικά έξοδα. Ωστόσο, το μέτρο αυτό δεν αποτελεί ένα «καθαρό» μέτρο απόδοσης των ταμειακών ροών, καθώς δεν λαμβάνει υπόψη του τις αλλαγές στο κεφάλαιο κίνησης. Στο πλαίσιο αυτό, στην παρούσα μελέτη εφαρμόζονται δύο μέτρα των ταμειακών ροών και συγκεκριμένα: (1) το EBITDA, και (2) το EBITDA μείον τις μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης. Συνολικά, η μελέτη λαμβάνει τα τέσσερα ακόλουθα μέτρα της απόδοσης:

Πρώτο μέτρο:  $(\text{EBITDA} - \text{Κεφάλαιο Κίνησης}) / \text{Λογιστική Αξία των περιουσιακών στοιχείων}$

Δεύτερο μέτρο: (EBITDA – Κεφάλαιο Κίνησης) / Πωλήσεις

Τρίτο μέτρο: EBITDA / Λογιστική Αξία των περιουσιακών στοιχείων

Τέταρτο μέτρο: EBITDA / Πωλήσεις.

Το πρώτο μέτρο καταδεικνύει πόσο αποτελεσματική μία εταιρία χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία για να παράγει μετρητά, το δεύτερο δείχνει πόσα μετρητά παράγοντα για κάθε χρηματική μονάδα πωλήσεων και το τρίτο και τέταρτο μέτρο δεν περιλαμβάνουν μεταβολές στο Κεφάλαιο Κίνησης, αλλά αποτελούν μέτρα συγκρίσιμα των ταμειακών ροών προ φόρων που χρησιμοποιούνται στις εν λόγω μελέτες.

Δεδομένου ότι η παρακάτω ανάλυση εστιάζει στις μεταβολές της κερδοφορίας της νέας εταιρίας και πριν την περίοδο που προηγήθηκε της εξαγοράς, οι ταμειακές ροές της εταιρίας-στόχου και της εξαγοράζουσας εταιρίας υπολογίζονται βάσει του συνόλου των περιουσιακών τους στοιχείων ή των πωλήσεών τους. Η κερδοφορία πριν την εξαγορά των ξεχωριστών εταιριών της συνδυασμένης εταιρίας υπολογίζεται ως ο σταθμισμένος μέσος όρος της κερδοφορίας των αντίστοιχων εταιριών-στόχων και των εξαγοραζουσών εταιριών. Οι συνδυασμένες ταμιακές ροές υπολογίζονται για τη χρονική περίοδο πριν την εξαγορά ενώ για τη χρονική περίοδο μετά την εξαγορά χρησιμοποιούνται οι ταμιακές ροές της νέας ενοποιημένης εταιρίας (Martynova, 2006)<sup>1</sup>:

$$TP_{i,t} = \frac{TP_{A,t} + TP_{T,t}}{BA\Sigma H_{A,t} + BA\Sigma H_{T,t}}$$

Εν συνεχεία η κερδοφορία των νέων συνδυασμένων επιχειρήσεων πριν τη συγχώνευση σταθμίζεται με βάση το σταθμισμένο μέσο της κερδοφορίας των συγκρίσιμων εταιριών της απορροφούσας και απορροφηθήσας εταιρίας:

---

<sup>1</sup> i: Firm, A: Acquiror, T: Target

$$TP_{i,t} = \left( \frac{BA\Sigma H_{A,t}}{BA\Sigma H_{A,t} + BA\Sigma H_{T,t}} \right) \times \frac{TP_{Control\ firm\ A,t}}{BA\Sigma H_{Control\ firm\ A,t}} + \left( \frac{BA\Sigma H_{T,t}}{BA\Sigma H_{A,t} + BA\Sigma H_{T,t}} \right) \times \frac{TP_{Control\ firm\ T,t}}{BA\Sigma H_{Control\ firm\ T,t}}$$

Για τα έτη μετά την εξαγορά, η μη σταθμισμένη κερδοφορία της νέας συνδυασμένης εταιρείας αντιστοιχεί με τις πραγματοποιηθείσες ταμειακές ροές της σταθμισμένη με το σύνολο του ενεργητικού ή τις πωλήσεις της:

$$TP_{i,t} = \frac{TP_{A,t}}{BA\Sigma H_{A,t}}$$

Παράλληλα, η κερδοφορία των νέων συνδυασμένων επιχειρήσεων μετά τη συγχώνευση υπολογίζεται με τον ίδιο τρόπο όπως πριν από αυτή με τη χρήση των ίδιων βαρών στάθμισης, δηλαδή αυτών πριν την εξαγορά:

$$TP_{i,t} = \left( \frac{BA\Sigma H_{A,t-1}}{BA\Sigma H_{A,t-1} + BA\Sigma H_{T,t-1}} \right) \times \frac{TP_{Control\ firm\ A,t}}{BA\Sigma H_{Control\ firm\ A,t}} + \left( \frac{BA\Sigma H_{T,t-1}}{BA\Sigma H_{A,t-1} + BA\Sigma H_{T,t-1}} \right) \times \frac{TP_{Control\ firm\ T,t}}{BA\Sigma H_{Control\ firm\ T,t}}$$

Τέλος, η κερδοφορία των επιχειρήσεων του δείγματος σταθμισμένη με βάση τις τάσεις του κλάδου υπολογίζεται ως η διαφορά ανάμεσα στην κερδοφορία της εκάστου εταιρείας και της ομότιμης επιλεγθείσας εταιρείας.

Για την εκτίμηση των μεταβολών της κερδοφορίας της νέας εταιρείας, ως απόρροια της εξαγοράς υπολογίζονται οι μεταβολές στην κερδοφορία για κάθε εταιρία σύμφωνα με τη διάμεσο της κερδοφορίας των τριών ετών πριν την εξαγορά, η οποία συγκρίνεται με τη διάμεσο κερδοφορία για τρία χρόνια μετά την εξαγορά, εκτιμώντας αν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά. Επιπλέον, οικονομετρικό μοντέλο εκτιμά τις εν λόγω μεταβολές με την ακόλουθη παλινδρόμηση:

$$\text{Διάμεσος } TP_{\text{Μετά την εξαγορά}} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Διάμεσος } TP_{\text{Πριν την εξαγορά}} + \varepsilon$$

Παράλληλα, αναλύεται η επίδραση μια σειράς παραγόντων ώστε να διαπιστωθεί η επίδραση τους στην λειτουργική κερδοφορία των επιχειρήσεων όπως αυτή προσδιορίζεται από τα παραπάνω μέτρα. Οι παράγοντες αυτοί είναι η δομή της συγχώνευσης, αλλά και το ύψος της αξίας της συμφωνίας με τη χρήση των αντιστοίχων μη παραμετρικών μεθόδων Wilcoxon test, Mann-Whitney U test και Spearman's ρ.

### 4.3 ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ

Οι πίνακες 3 και 4 αποτυπώνουν τις διαφοροποιήσεις που υφίστανται οι διάμεσοι των επιχειρήσεων του δείγματος σε όρους κερδοφορίας. Αναφορικά με το πρώτο μέτρο κερδοφορίας που εξετάζεται στη μελέτη που αναφέρεται στο λόγο  $\frac{EBITDA-\Delta WC}{BV_{assets}}$  παρατηρείται ότι πριν τη συγχώνευση οι εταιρίες του δείγματος παρουσιάζουν διάμεσο ίσο με 0,10% ο οποίος αυξάνεται για το έτος μετά τη συγχώνευση σε 0,93% με το 40,7% των επιχειρήσεων να παρουσιάζουν αύξηση του πρώτου μέρους της κερδοφορίας του. Παρόλα αυτά οι διαφοροποιήσεις των διαμέσων του πρώτου μέτρου κερδοφορίας δεν καθίστανται στατιστικά σημαντικές με το αντίστοιχο p-value που προκύπτει από τον έλεγχο του Wilcoxon να είναι υψηλό και να ισούται με 0,556. Επιπλέον, ο διάμεσος του δεύτερου μέτρου κερδοφορίας των επιχειρήσεων της μελέτης πριν τη συγχώνευση ισούται με -0,33% και με 1,22% μετά από αυτή με τη μέση διαφορά των διαμέσων επίσης να μην καθίσταται στατιστικά σημαντική (p-value=0,859). Όσον αφορά το τρίτο μέτρο κερδοφορίας που εξετάζεται προκύπτει ότι πριν τις συγχωνεύσεις η διάμεσος του  $\frac{EBITDA}{BV_{assets}}$  ισούται με 0,39% ενώ αυξάνεται ελαφρώς έπειτα από τις συγχωνεύσεις σε 0,41%. Η διάμεσος των διαφορών δεν καθίσταται στατιστικά σημαντική ούτε σε αυτή την περίπτωση (p-value=0,830). Αντίθετα, αυξημένος παρατηρείται να είναι ο διάμεσος του τέταρτου μέτρου κερδοφορίας που εξετάζεται στη μελέτη καθότι ισούται με 1,88% πριν τις συγχωνεύσεις και με 2,34% μετά από αυτές με τη διάμεσο των διαφορών πριν και μετά τη διαδικασία των συγχωνεύσεων να



μην παρουσιάζει στατιστικά σημαντική διαφοροποίηση όσον αφορά τις διαμέσους που παρουσιάζονται πριν και μετά τις συγχωνεύσεις με τον αντίστοιχο έλεγχο του Wilcoxon να παρουσιάζει p-value εξαιρετικά υψηλό (p-value=0,762).

**Πίνακας 3: Διάμεσοι μέτρων λειτουργικής αποδοτικότητας επιχειρήσεων πριν και μετά τη διαδικασία συγχωνεύσεων**

	$\frac{EBITDA - \Delta WC}{BV_{assets}}$		$\frac{EBITDA - \Delta WC}{Sales}$		$\frac{EBITDA}{BV_{assets}}$		$\frac{EBITDA}{Sales}$	
	Πριν τη συγχώνευση	Μετά τη συγχώνευση	Πριν τη συγχώνευση	Μετά τη συγχώνευση	Πριν τη συγχώνευση	Μετά τη συγχώνευση	Πριν τη συγχώνευση	Μετά τη συγχώνευση
Median	0,10%	0,93%	-0,33%	1,22%	0,39%	0,41%	1,88%	2,34%
% των εταιριών με θετικές διαφορές	40,7		44,4		48,3		51,7	

**Πίνακας 4: Έλεγχος στατιστικά σημαντικών διαφοροποιήσεων των διαμέσων των μέτρων λειτουργικής αποδοτικότητας επιχειρήσεων πριν και μετά τη διαδικασία συγχωνεύσεων**

	$\frac{EBITDA - \Delta WC}{BV_{assets}}$	$\frac{EBITDA - \Delta WC}{Sales}$	$\frac{EBITDA}{BV_{assets}}$	$\frac{EBITDA}{Sales}$
p-value	0,556	0,859	0,830	0,762

#### 4.4 ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΜΕΤΑ ΤΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ

Εφαρμόζοντας τις παλινδρομήσεις που αντιστοιχούν στην πρόβλεψη του επιπέδου των τεσσάρων μέτρων της λειτουργικής κερδοφορίας των επιχειρήσεων μετά τη συγχώνευση με βάση τις διάμεσους που αυτά παρουσιάζουν πριν από αυτή λαμβάνονται τα κάτωθι αποτελέσματα.

**Πίνακας 5: Πρόβλεψη επιπέδου των διαμέσων των μέτρων λειτουργικής κερδοφορίας μετά τη συγχώνευση**

	$\frac{EBITDA - \Delta WC}{BV_{assets}}$		$\frac{EBITDA - \Delta WC}{Sales}$		$\frac{EBITDA}{BV_{assets}}$		$\frac{EBITDA}{Sales}$	
	Συντελεστής	$\rho$	Συντελεστής	$\rho$	Συντελεστής	$\rho$	Συντελεστής	$\rho$
$\alpha_0$	-0,001	0,259	0,184	0,415	0,005	0,759	0,004	0,350
$\alpha_1$	-0,625	0,034	-0,994	0,400	-0,334	0,010	-0,520	0,000
$R^2$		0,15		0,02		0,13		0,22

Όπως προκύπτει από τους παραπάνω πίνακες, σε όλες τις περιπτώσεις όπου το δείγμα των επιχειρήσεων δε σταθμίζεται οι αντίστοιχοι συντελεστές  $\alpha_1$  καθίστανται αρνητικοί σηματοδοτώντας αντίστροφη επιρροή των διαμέσων των τεσσάρων μέτρων λειτουργικής κερδοφορίας πριν τη συγχώνευση στις παρουσιαζόμενες διαμέσους της λειτουργικής κερδοφορίας μετά από αυτή. Μάλιστα στην περίπτωση του δεύτερου μέτρου κερδοφορίας είναι μη στατιστικά σημαντικός,  $p\text{-value}=0,400$ . Όσον αφορά το δεύτερο μέτρο λειτουργικής κερδοφορίας ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης ισούται με 0,02 δείχνοντας ότι το ποσοστό των μεταβολών της εξαρτημένης μεταβλητής που εξηγείται από τις μεταβολές των ανεξάρτητων μεταβλητών ισούται με 2,0% όντας εξαιρετικά χαμηλός ενώ αισθητά βελτιωμένος εμφανίζεται στα υπόλοιπα τρία μέτρα της λειτουργικής κερδοφορίας.

#### 4.5 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΔΟΜΗΣ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΣΤΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ

Στη συνέχεια της μελέτης εξετάζεται η επίδραση της δομής της συγχώνευσης στα τέσσερα υπό μελέτη μέτρα της κερδοφορίας στον πίνακα 6 παρουσιάζονται οι διάμεσοι των τεσσάρων μέτρων κερδοφορίας των επιχειρήσεων πριν και έπειτα από τη διαδικασία της συγχώνευσης. Όσον αφορά το πρώτο μέτρο της κερδοφορίας προκύπτει ότι στις περιπτώσεις που οι συγχωνεύσεις διενεργήθηκαν με την καταβολή μετρητών παρουσιάζουν σημαντικά χαμηλότερο διάμεσο (4,83%) σε σχέση με τις συγχωνεύσεις που διενεργήθηκαν με τη μεταφορά μετοχικού κεφαλαίου (6,73%) και ελαφρώς υψηλότερο σε σχέση με τις συγχωνεύσεις που διενεργήθηκαν με την καταβολή μετρητών αλλά και μεταφοράς μετοχικού κεφαλαίου (4,58%).

Αντίθετα, σε σχέση με το δεύτερο μέτρο κερδοφορίας παρατηρείται ότι μετά τη διαδικασία της συγχώνευσης οι εταιρίες που προέκυψαν με την καταβολή μετρητών παρουσιάζουν  $\frac{EBITDA-ΔWC}{Sales}$  χαμηλότερο σε σχέση με αυτές των οποίων η συγχώνευση διενεργήθηκε τόσο με την μεταφορά μετοχικού κεφαλαίου όσο και σε σχέση με αυτές που προέκυψαν από το συνδυασμό καταβολής μετρητών και τη μεταφορά μετοχών (1,91%, 4,48% και 3,25% αντίστοιχα). Παράλληλα, η συμπεριφορά του τρίτου μέτρου κερδοφορίας διαφέρει με αυτή του πρώτου καθώς οι συγχωνεύσεις που διενεργήθηκαν με την καταβολής μετρητών προκύπτει ότι παρουσιάζουν υψηλότερο  $\frac{EBITDA}{BV_{assets}}$  σε σχέση με αυτές που διενεργήθηκαν μόνο με τη μεταβίβαση μετοχών αλλά και σε σχέση με αυτές που διενεργήθηκαν με το συνδυασμό καταβολής μετρητών και μεταβίβασης μετοχών. Τέλος, οι επιχειρήσεις που δημιουργήθηκαν με τη μεταβίβαση μετοχών να παρουσιάζουν τον υψηλότερο δείκτη  $\frac{EBITDA}{Sales}$  τόσο σε σχέση με αυτές που δημιουργήθηκαν με την καταβολή μετρητών όσο και με το συνδυασμό καταβολής μετρητών και μεταβίβασης μετοχών

Εξετάζοντας τα αποτελέσματα των τεσσάρων μέτρων κερδοφορίας των επιχειρήσεων πριν και μετά τη διαδικασία της συγχώνευσης παρατηρείται ότι στις περιπτώσεις όπου αυτή διενεργήθηκε μόνο με την καταβολή μετρητών παρατηρούνται σημαντικές αυξήσεις στα αποτελέσματα μόνο του τετάρτου

μέτρου κερδοφορίας, ενώ αντίθετα μειώνεται η κερδοφορία που απεικονίζεται μέσω των υπολοίπων μέτρων. Στις περιπτώσεις που η συγχωνεύσεις διενεργήθηκαν με τη μεταφορά μετοχικού κεφαλαίου παρατηρείται σημαντική αύξηση του, δευτέρου και τετάρτου μέτρου κερδοφορίας και μείωση του πρώτου και τρίτου μέτρου κερδοφορίας, ενώ τέλος ο συνδυασμός της καταβολής μετρητών και της μεταφοράς μετοχικού κεφαλαίου οδηγεί σε μείωση των αποτελεσμάτων όλων των μέτρων κερδοφορίας.

**Πίνακας 6: Διάμεσοι μέτρων λειτουργικής αποδοτικότητας επιχειρήσεων πριν και μετά τη διαδικασία συγχωνεύσεων με βάση τη δομή των συγχωνεύσεων**

		Δομή συγχώνευσης		
		Μετρητά	Μετοχές	Μετρητά και μετοχές
		Διάμεσος	Διάμεσος	Διάμεσος
$\frac{EBITDA - \Delta WC}{BV_{assets}}$	Πριν τη συγχώνευση	4,83%	6,73%	4,58%
	Μετά τη συγχώνευση	4,40%	4,60%	4,54%
$\frac{EBITDA - \Delta WC}{Sales}$	Πριν τη συγχώνευση	3,47%	2,92%	4,87%
	Μετά τη συγχώνευση	1,91%	4,48%	3,25%
$\frac{EBITDA}{BV_{assets}}$	Πριν τη συγχώνευση	7,48%	6,00%	6,00%
	Μετά τη συγχώνευση	5,10%	4,23%	2,04%
$\frac{EBITDA}{Sales}$	Πριν τη συγχώνευση	2,74%	3,93%	4,86%
	Μετά τη συγχώνευση	4,14%	4,25%	3,29%

Εκτιμώντας τις διαφορές των διαμέσων των τεσσάρων μέτρων κερδοφορίας της μελέτης παρατηρείται ότι σε καμία εκ των εξεταζόμενων περιπτώσεων αυτές δεν καθίστανται στατιστικά σημαντικές. Πιο συγκεκριμένα, το p-value που προκύπτει από τους αντίστοιχους ελέγχους  $\chi^2$  είναι σταθερά υψηλότερο του επιπέδου σημαντικότητα  $\alpha=5\%$  σηματοδοτώντας ότι οι διάμεσοι των διαφέρουν στα τέσσερα μέτρα της κερδοφορίας δεν διαφέρουν στατιστικά σημαντικά με βάση τον τρόπο με τον οποίο διενεργήθηκαν οι συγχωνεύσεις.

**Πίνακας 7: Έλεγχος στατιστικά σημαντικών διαφοροποιήσεων των διαμέσων των μέτρων λειτουργικής αποδοτικότητας επιχειρήσεων πριν και μετά τη διαδικασία συγχωνεύσεων βάση της δομής της συγχώνευσης**

	Δομή συγχώνευσης			p-value
	Μετρητά	Μετοχές	Μετρητά και μετοχές	
$\frac{EBITDA - \Delta WC}{BV_{assets}}$	0,76%	1,77%	0,76%	0,253
$\frac{EBITDA - \Delta WC}{Sales}$	2,02%	2,02%	0,76%	0,227
$\frac{EBITDA}{BV_{assets}}$	1,77%	1,01%	1,77%	0,202
$\frac{EBITDA}{Sales}$	2,02%	1,52%	2,27%	0,076

#### 4.6 Ο ΡΟΛΟΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΣΤΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ

Τέλος, μελετώντας τη συσχέτιση των αποτελεσμάτων των συγχωνεύσεων και τις αξίας της συμφωνίας με τη χρήση του συντελεστή συσχέτισης κατά Spearman παρατηρείται ότι αυτή δεν καθίσταται στατιστικά σημαντικής σε καμία περίπτωση. Πιο συγκεκριμένα, οι διάμεσοι των διαφορών που προκύπτουν πριν και μετά την επίτευξη συμφωνιών συγχωνεύσεων και των αξιών των συμφωνιών δεν παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικό συντελεστή ρ με τα αντίστοιχα p-value να είναι σταθερά υψηλότερα του  $\alpha=0,05$ . Κατά συνέπεια η αποτελεσματικότητα ή μη των συγχωνεύσεων σε όρους κερδοφορίας δεν λαμβάνει επιδράσεις από το ύψος των κεφαλαίων που συμπεριλαμβάνονται στη διαδικασία των συγχωνεύσεων.

**Πίνακας 8: Συσχέτιση αξίας συγχώνευσης και διαμέσου διαφορών πριν και μετά τη συγχώνευσης (Στάθμιση βάσει κλάδου, μεγέθους και απόδοσης)**

		$\frac{EBITDA - \Delta WC}{BV_{assets}}$	$\frac{EBITDA - \Delta V}{Sales}$	$\frac{EBITDA}{BV_{assets}}$	$\frac{EBITDA}{Sales}$
Spearman's	$\rho$	-0,045	0,087	0,054	0,081
rho	p-value	0,365	0,555	0,369	0,666

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι Ε&Σ αποτελούν σήμερα έναν από τους δημοφιλέστερους τρόπους επιχειρηματικής ανάπτυξης και πρόσβασης σε νέες αγορές, όπως τεκμηριώνεται και από τον αυξανόμενο αριθμό της αντίστοιχης δραστηριότητας στις αγορές των ΗΠΑ και της ΕΕ, αλλά και διεθνώς. Ωστόσο, οι διαθέσιμες ερευνητικές ενδείξεις καταδεικνύουν πως το ποσοστό αποτυχίας τους παραμένει εδώ και δύο δεκαετίες σε αρκετά υψηλά επίπεδα, γεγονός που μπορεί να εξηγηθεί από ποικίλους οργανωσιακούς και επιχειρησιακούς παράγοντες. Έτσι, η διερεύνηση της απόδοσης των Ε&Σ αποτελεί ένα ζήτημα ιδιαίτερης ερευνητικής σημασίας στο πεδίο της χρηματοοικονομικής έρευνας, καθώς ο εντοπισμός των λόγων αποτυχίας και της πορείας μίας εξαγοράς ή συγχώνευσης μπορεί να προσφέρει σημαντική γνώση για την αποφυγή λαθών και παραλείψεων ή λήψης μη ορθολογικών επιχειρηματικών αποφάσεων.

Για την εκτίμηση της επιτυχίας ή αποτυχίας των Ε&Σ έχουν προταθεί διάφορες μεθοδολογικές προσεγγίσεις, εκ των οποίων οι σημαντικότερες είναι αυτές των επιχειρηματικών γεγονότων και της λογιστικής εκτίμησης, η οποία χρησιμοποιεί την απαραίτητη χρηματοοικονομική πληροφόρηση που απορρέει από τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων για τη συγκριτική αξιολόγηση της απόδοσης και την εξαγωγή αντίστοιχων συμπερασμάτων. Στο πλαίσιο αυτό, σκοπός της παρούσας εργασίας ήταν η διερεύνηση της απόδοσης ενός δείγματος ευρωπαϊκών Ε&Σ με τη χρήση λογιστικών μέτρων και δεικτών. Σύμφωνα με τα ερευνητικά αποτελέσματα, αρχικά, βρέθηκαν μεικτά ευρήματα αναφορικά με τη βελτίωση ή επιδείνωση της λειτουργικής απόδοσης των εταιριών μετά τη συγχώνευση ή εξαγορά, καθώς παρατηρήθηκε μείωση του δείκτη EBITDA / Λογιστική Αξία και αύξηση του δείκτη EBITDA / Πωλήσεις.

Πράγματι, στην προηγούμενη ερευνητική βιβλιογραφία που χρησιμοποιεί τη λογιστική προσέγγιση έχει τεκμηριωθεί πως οι Ε&Σ επιδρούν με διαφορετικό τρόπο στη λειτουργική απόδοση των εμπλεκόμενων εταιριών. Παραδειγματικά, οι Sinha et al (2010) απέδειξαν πως η χρηματοοικονομική

απόδοση βελτιώθηκε στο ήμισυ των εταιριών που εξέτασαν, οι Gugker et al (2003) βρήκαν πως περίπου το 40% των απορροφημένων εταιριών καταγράφει μείωση στην κερδοφορία τους και ο Leewu (2012) τεκμηρίωσε πως στην πλειοψηφία των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων η απόδοση μετά την εξαγορά είτε μειώνεται είτε δεν μεταβάλλεται σημαντικά, εύρημα που συμφωνεί με τα ευρήματα της παρούσας μελέτης, όπου διαπιστώθηκε πως η λειτουργική κερδοφορία δεν μεταβάλλεται σημαντικά μετά τη συγχώνευση ή εξαγορά. Από την άλλη πλευρά, οι Martynova et al (2006) διαπίστωσαν πως η κερδοφορία των νέων οντοτήτων μειώνεται σημαντικά μετά την εξαγορά, ενώ σε παλαιότερη μετά-ανάλυση, οι Martynova & Renneboog (2008) βρήκαν πως από τις 26 σχετικές μελέτες, στις 7 καταγράφηκαν ασήμαντες μεταβολές στην κερδοφορία των εταιριών.

Επιπλέον, στην παρούσα μελέτη βρέθηκε πως η λειτουργική κερδοφορία των εταιριών πριν την εξαγορά ή συγχώνευση αποτελεί προβλεπτικό δείκτη της κερδοφορίας της νέας συγχωνευμένης εταιρίας μετά από αυτήν. Το εύρημα αυτό υποδηλώνει πως πιθανόν η επιτυχία των Ε&Σ εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την αποδοτικότητα και αποτελεσματικότητα των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων πριν ληφθεί η απόφαση συγχώνευσής τους. Επιπρόσθετα, διαπιστώθηκε πως ο τρόπος με τον οποίο πραγματοποιείται η εξαγορά (μετρητά ή μεταφορά κεφαλαίου) δεν επηρεάζει στατιστικά σημαντικά την κερδοφορία και λειτουργική απόδοση των εταιριών κατά το χρονικό διάστημα μετά από αυτήν, ενώ το ίδιο ισχύει για τη συνολική αξία της εξαγοράς, η οποία φαίνεται πως δεν ασκεί κάποιου είδους επιρροή. Το εύρημα αυτό πιθανόν οφείλεται στο γεγονός ότι οι προσφορές σε μετρητά συνήθως οδηγούν σε αντικατάσταση της αναποτελεσματικής διοίκησης της εταιρίας-στόχου, όπως έχει προηγουμένως διαπιστωθεί (Martynova et al, 2006). Ομοίως, στο Ηνωμένο Βασίλειο έχει καταγραφεί πως οι εξαγορές που υλοποιούνται μέσω καταβολής μετρητών συνδέονται με βελτίωση της απόδοσης μετά την εξαγορά (Ghosh, 2001).

Συμπερασματικά, στην παρούσα μελέτη βρέθηκε πως οι Ε&Σ δεν οδηγούν σε σημαντική βελτίωση της λειτουργικής απόδοσης, δεδομένου ότι τα ευρήματα σχετικά με την κερδοφορία μετά την εξαγορά είναι μεικτά, αναδεικνύοντας



βελτιώσεις ή μειώσεις στα αντίστοιχα μέτρα απόδοσης. Στο πλαίσιο αυτό, μπορεί να υποστηριχθεί πως η σκοπιμότητα των Ε&Σ στον ευρωπαϊκό χώρο τίθεται υπό αμφισβήτηση, όπως έχει και προηγουμένως υποστηριχθεί από πολλούς αναλυτές και ερευνητές. Επιπλέον, το γεγονός ότι η αποδοτικότητα των εταιριών πριν τη συγχώνευση ή εξαγορά προβλέπει τη μελλοντική τους απόδοση συνιστά ένα επιπλέον επιχείρημα της περιορισμένης αποτελεσματικότητας των Ε&Σ, καθώς είναι σαφές πως οι εταιρίες που αντιμετωπίζουν χαμηλή κερδοφορία συνεχίζουν να πλήττονται από αυτά τα προβλήματα ακόμα και μετά την απόφαση εξαγοράς ή συγχώνευσης.

Βέβαια, τα παρόντα ευρήματα δεν επιδέχονται γενίκευση, καθώς η παρούσα εργασία χαρακτηρίζεται από ορισμένους περιορισμούς, οι οποίοι αφορούν το περιορισμένο δείγμα των εταιριών που εξετάστηκαν, το γεγονός ότι αυτές προέρχονται αποκλειστικά από το Ηνωμένο Βασίλειο και το ότι εφαρμόστηκε αποκλειστικά η μέθοδος της λογιστικής απόδοσης, χωρίς να διερευνηθεί κάποια εναλλακτική μεθοδολογική προσέγγιση προς επιβεβαίωση των ευρημάτων, όπως είναι αυτή των επιχειρηματικών γεγονότων. Στο πλαίσιο αυτό, η μελλοντική έρευνα θα πρέπει να εστιάσει στην απόδοση των Ε&Σ στον ευρωπαϊκό χώρο, χρησιμοποιώντας μεγαλύτερα δείγματα εταιριών και από περισσότερες χώρες, εφαρμόζοντας εναλλακτικές ερευνητικές προσεγγίσεις και εξετάζοντας τους επιμέρους παράγοντες που ασκούν επιρροή στη βελτιωμένη ή όχι απόδοση των εταιριών μετά τις Ε&Σ.

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Akbulut, M.E., & Matsusaka, J.G. (2003). *Fifty Years of Diversification Announcements*. Working paper, USC Marshall School of Business.
- Alexandridis G., Petmezas D., & Travlos N.G. (2010). Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence. *Financial Management*, 3, 1671-1695.
- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120.
- Beitel, P., & Schiereck, D. (2001). *Value Creation at the ongoing consolidation of the European Banking Market*. Institute for Mergers and Acquisitions, Working paper 05/01.
- Bertrand, O., & Betschinger, M.A. (2011). Performance of domestic and cross-border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers. *Journal of Comparative Economics*, 4, 1-41.
- Bertrand, O., & Zitouna, H. (2008). Domestic versus cross-border acquisition: which impact on the target firms' performance? *Applied Economics*, 40(17), 2221-2238.
- Bhagat S., Dong M., Hirshleifer D., & Noah R. (2005). Do tender offers create value? New methods and evidence. *Journal of Financial Economics*, 76(1), 3-60
- Bouwman, C., Fuller, K., & Nain, A. (2003). *The performance of stock-price driven acquisitions*. Social Science Research Network.
- Bradley, M., & Sundaram, A. (2004). *Do acquisitions drive performance or does performance drive acquisitions*. Social Science Research Network.

- Bruner, R. F. (2002). Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of Applied Finance*, 12(1), 48-68.
- Campa, J., & Hernando, I. (2005). *M&A Performance in the European Financial Industry*. IESE Business School Working Paper No. 588.
- Campa, J.M., & Hernando, I. (2006). M&As performance in the European financial industry. *Journal of Banking & Finance*, 30, 3367-3392.
- Capron, L., & Shen J.C. (2007). Acquisitions of private vs public firms: private information, target selection, and acquirer returns. *Strategic Management Journal*, 28, 891–911.
- Cartwright, S., & Schoenberg R. (2006). Thirty years of mergers and acquisitions research: recent advances and future opportunities. *British Journal of Management*, 17, 1–5.
- Chenhall, R.H., & Langfield-Smith, K. (2007). Multiple perspectives of performance measures. *European Management Journal*, 25, 266-282.
- Cigola, M., & Modesti, P. (2008). A note on mergers and acquisitions. *Managerial Finance*, 34(4), 221-238.
- Clark, K., & Ofek, E. (1994). Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, 541-566.
- Conn, R.L., Cosh, A., Guest, P.M., & Hughes, A. (2005). The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5-6), 815–870.
- Coontz, G. (2004). Economic Impact of Corporate Mergers and Acquisitions on Acquiring Firm Shareholder Wealth. *The Park Place Economist*, 12(1), 62–70.

- Cosh, A.D., & Guest, P.M. (2001). *The long run performance of hostile takeovers: UK evidence*. Centre for Business Research Working Paper 215.
- Coyle, B. (2000). *Corporate Finance: Mergers and Acquisitions*. Chicago: Glenlake Publishing Company.
- Dickerson, A.P., Gibson, H.D., & Tsakalotos, E. (1997). The impact of acquisitions on company performance: Evidence from a large panel of U.K. firms. *Oxford Economic Papers*, 49, 344-361.
- Dutta, S., & Jog, V. (2009). The long-term performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly. *Journal of Banking & Finance*, 33(8), 1400-1412.
- Farrell, J., & Shapiro, C. (2001). Scale Economies and Synergies in Horizontal Merger Analysis. *Antitrust Law Journal*, 68, 23-30.
- Franks, J.R., Harris, R., & Titman, S. (1991). The post-merger share-price performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 29, 9981-9996.
- Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *Journal of Finance*, 57, 1763-1793.
- Ghosh, A. (2001). Does Operating Performance Really Improve following Corporate Acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 7(2), 151-178.
- Ghosh, A., & Jain, P.J. (2000). Financial leverage changes associated with corporate mergers. *Journal of Corporate Finance*, 6, 377-402.
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2004). Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids. *European Financial Management*, 10(1), 9–45.

- Gort, M., & Hogarty, T.F. (1970). New Evidence on Mergers. *Journal of Law and Economics*, 13(1), 167-184.
- Gugler, K, Mueller, D.C., Yurtoglu, B.B., & Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: an international comparison. *International Journal of Industrial Organization*, 21, 625-653.
- Healy, P.J., Palepu, K.G., & Ruback, R.S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31, 135-175.
- Heron, R., & Lie, E. (2002). Operating performance and the method of payment in takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37, 137-156.
- Huang, C., & Kleiner, B.H. (2004). New Developments Concerning Managing Mergers and Acquisitions. *Management Research News*, 27(4-5), 54-62.
- Hunter, G., Leonard, G.K., & Olley, S.G. (2008). Merger Retrospective Studies: A Review. *Antitrust Magazine*, 23(1), 34-41.
- Jensen, M.C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 23-30.
- Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2011). *Exploring Strategy* (9<sup>th</sup> ed). New York: Pearson Education Ltd.
- Kale, J.R., Kini, O., Ryan, H.E.J. (2003). Financial Advisors and Shareholder Wealth Gains in Corporate Takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 475-501.
- Kruse, T.A., Park, H.Y., Park, K., & Suzuki, K.I. (2002). *The value of corporate diversification: evidence from post-merger performance in Japan*. AFA 2003 Washington, DC Meetings.

- Kyriazopoulos, G., & Petropoulos, D. (2010). What are the advantages and disadvantages that lead banks into mergers and acquisitions? Is Altman's Z-score model for bankruptcy motivate banks for mergers and acquisitions? Evidence from the Greek banking system. *International Conference On Applied Economics*, 447-458.
- Lee, M.A., Pamela, C.H., & Gayle, R.L. (1996). Development of Prediction Models for Horizontal and Vertical Mergers. *Journal of Financial and Strategic Decision*, 9(1), 11–23.
- Leeuw, N. (2012). *The Long-Term Operating Performance of European Mergers and Acquisitions: Private vs. Public*. ECGI - Finance Working Paper No. 137.
- Liargovas, P., & Repousis, S. (2011). The Impact of Merger & Acquisitions on the Performance of Greek Banking Sector: An Even Study Approach. *International Journal of Economics and Finance*, 3(2), 89–100.
- Linn, S.C., & Switzer, J.A. (2001). Are cash acquisitions associated with better post-combination operating performance than stock acquisitions? *Journal of Banking and Finance*, 6, 1113-1138.
- Lipton, M. (2006). *Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries*. The Davies Lecture Osgoode Hall York School Hall University.
- Lubatkin, M. (1983). Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. *Academy of Management Review*, 8(2), 218-225.
- Lubatkin, M., & Shrieves, R.E. (1986). Towards reconciliation of market performance measures to strategic management research. *Academy of Management Review*, 8, 218-225.
- Mantravadi, P., & Reddy, A.V. (2007). Relative Size on Mergers and Operating Performance: Indian Experience. *Economic and Political Weekly*, 42, (39), 3936–3942.

- Marks, M.L., & Mirvis, P.H. (2001). Making Mergers and Acquisitions Work: Strategic and Psychological Preparation. *Academy of Management Executive*, 15, 80-92.
- Marquardt, C., & Zur, E. (2010). *The Role of Accounting Quality in the M&A Market*. Social Science Research Network.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2006). Mergers and acquisitions in Europe. In: L. Renneboog (ed.), *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*. Amsterdam: Elsevier.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). Spillover of corporate governance standards in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 14, 200-223.
- Martynova, M., Oosting, S., & Renneboog, L. (2006). *The long-term operating performance of European mergers and acquisitions*. ECGI-Finance Working Paper.
- McGee, J., Thomas, H., & Wilson, D.C. (2005). *Strategy: Analysis & practice*. London: McGraw-Hill.
- Mitchell, M., & Mulherin, H. (1996). The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity. *Journal of Finance*, 41(2), 193-229.
- Moeller, S. B., & 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*, 3, 23-30.
- Moeller, S.B., & Schlingemann, F.P. (2005). Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 29(3), 533–564.

- Mueller, D.C. (1980). The United States, 1962–1972. In: Mueller, D.C. (Ed.), *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison*. Cambridge: Oelgeschlager, Gunn & Hain.
- Mulherin, J.H., & Boone, A.L. (2000). *Comparing Acquisitions and Divestitures*. Working Paper, Pennsylvania State University.
- Papadakis, V. M., & Thanos, I.C.(2010). Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria. *British Journal of Management*, 21(4), 859–873.
- Peterson, C. (2000). The Future of Optimism. *American Psychologist*, 55, 44-55.
- Powell, R.G., & Stark, A.W. (2005). Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. *Journal of Corporate Finance*, 11, 293-317.
- PriceWaterCoopers (2015). 2014: Εξαγορές & Συγχωνεύσεις επιχειρήσεων στην Ελλάδα.
- Rahman, R.A., & Limmack, R.J. (2004). Corporate acquisitions and the operating performance of Malaysian companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31, 359-400.
- Roberts, A., Wallace, W., & Moles, P. (2010). *Mergers and Acquisitions*. Edinburg: Heriot-Watt University.
- Roll, R. (1986). *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*. *Journal of Business*, 59(2), 197-216.
- Schoenberg, R. (2006). Measuring the performance of corporate acquisitions: an empirical comparison of alternative metrics. *British Journal of Management*, 17, 361-370.



- Servaes, H. (1991). Tobin's Q and the Gains from Takeovers. *The Journal of Finance*, 46(1), 409-419.
- Sharma, D., & Ho, J. (2002). The impact of acquisitions on operating performance: Some Australian evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29, 155-200.
- Sherman, A.J., & Hart, M.A. (2006). *Mergers and Acquisitions from A to Z*. New York: Amacom.
- Sinha, N., Kaushik, K.P., & Chaudhary, T. (2010). Measuring Post Merger and Acquisition Performance: An Investigation of Select Financial Sector Organizations in India. *International Journal of Economics and Finance*, 2(4), 190–200.
- Thomson Reuters (2015). Mergers and Acquisitions Report: first half 2015.
- Tichy, G. (2001). What do we know about success and failure of mergers? *Journal of Industry, Competition and Trade*, 1(4), 347-394.
- Tuch, C., & O'Sullivan, N. (2007). The impact of acquisitions on firm performance: a review of the evidence. *International Journal of Management Reviews*, 9, 141–170.
- Waight, C.L. (2015). Learning during the Integration Phase of Mergers and Acquisitions: Perspectives from Learning and Development Professionals. *Performance Improvement Quarterly*, 28(1), 7-26.
- Wang, D., & Hamid, M. (2012). *Performance assessment of merger and acquisitions: Evidence from Denmark*. E-Leader Berlin Working paper.
- Weston, J., Kwang S., & Susan E. (1996). *Mergers, Restructuring and Corporate Control*. New Jersey: Prentice Hall.
- Yeh, T.M., & Hoshino, Y. (2002). Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers. *Japan and the World Economy*, 14, 347-366.

- Yen, T.Y., & Andre, K. (2007). Ownership structure and operating performance of acquiring firms: The case of English-origin countries. *Journal of Economics and Business*, 59, 380–405.
- Zollo, M., & Meier, D. (2008). What is M&A performance? *Academy of Management Perspectives*, 22, 55–77.
- Zollo, M., & Reuer, J. (2006). *Experience spillovers across corporate development activities*. Working paper, Fontainebleau, France, INSEAD.
- Zollo, M., & Singh, H. (2004). Deliberate learning in corporate acquisitions: Post-acquisition strategies and integration capability in U.S. bank mergers. *Strategic Management Journal*, 25, 1233–1256.
- Γεωργόπουλος, Α. (2004). *Αναδιοργάνωση Επιχειρήσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση.
- Κουζής, Γ., Σταμάτη, Α., Ματζουράνης, Α., Μπουκουβάλας, Κ., & Καρακιουλάφη, Χ. (2008). *Εξαγορές και Συγχωνεύσεις επιχειρήσεων. Επιπτώσεις στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις: Θεωρητική και εμπειρική ανάλυση*. Αθήνα: Ινστιτούτο Εργασίας.
- Πασιούρας, Φ., Δούμπος, Μ., & Ζοπουνίδης, Κ. (2006). *Πρόβλεψη εξαγορών: Μεθοδολογικό πλαίσιο και εφαρμογές*. Αθήνα: Εκδόσεις Κλειδάριθμος.