

## ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ: ΜΙΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΘΕΩΡΗΣΗ

Υπό

*Μιχαήλ Παζάρσκη\**, *Θεοφάνη Καραγιώργου\*\**, *Πέτρον Χριστοδούλου\*\*\**, *Ιορδάνη Ελευθεριάδη\*\*\*\**

\* Έκτακτου Καθηγητή, Τμήμα Λογιστικής, Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Σερρών

\*\* Προέδρου Τμήματος – Αναπληρωτή Καθηγητή,

\*\*\* Αναπληρωτή Καθηγητή,

\*\*\*\* Επίκουρου Καθηγητή, Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων,

Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

### Abstract

#### MERGERS, ACQUISITIONS AND ECONOMIC PERFORMANCE OF GREEK FIRMS: AN ACCOUNTING PERSPECTIVE

This study examines the impact of mergers and acquisitions (M&As) on the economic performance of merger-involved firms in Greece. Using financial ratios, the post-merger performance of a sample of forty Greek companies, listed on the Athens Stock Exchange that executed at least one merger or acquisition in the period from 2003 to 2005 as acquirers, is investigated. For the purpose of the study, we employ a set of four profitability ratios (ROE and ROA, before and after taxes, respectively), in order to measure firms' economic performance and to compare pre- and post-merger economic performance for one and two years before and after M&A announcements. The results revealed that none of all the examined profitability ratios did not change significantly due to the M&A event. The final conclusion that conducted is that M&As have not had any impact on economic performance of merger-involved firms and they were finally investment actions of zero value. JEL Classifications: G34, M40.

### 1. Εισαγωγή

Η πραγματοποίηση Συγχωνεύσεων και Εξαγορών - Σ&Ε (Mergers and Acquisitions - M&As) αποτελεί σχεδόν πάντα ένα θέμα που προσελκύει το ενδιαφέρον τόσο των μέσων μαζικής ενημέρωσης όσο και της αγοράς γενικότερα. Αποτελεί δε ως ενέργεια μιαν από τις σημαντικότερες επιχειρηματικές κινήσεις που μπορεί να αλλάξει τόσο γρήγορα και δραματικά την αξία μιάς επιχείρησης (Παζάρσκης, 2008).

Μέσα από μια γενική θεώρηση, θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι Σ&Ε αποτελούν τη δίοδο με την οποία μια επιχείρηση βρίσκει πρόσβαση σε νέους πόρους, και που με την ανάπτυξή τους, θα αυξήσει τα εισοδήματά της και θα βελτιώσει την ανταγωνιστικότητά της στην αγορά. Οι λόγοι που μπορεί να οδηγήσουν μια επιχείρηση σε μια τέτοια απόφαση είναι ο έντονος ανταγωνισμός του κλάδου της, οι τεχνολογικές εξελίξεις, οι αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο που την επηρεάζουν άμεσα, καθώς και πολλοί άλλοι παράγοντες.

Η βελτίωση της οικονομικής επίδοσης που επέρχεται ως τελικό παραγόμενο αποτέλεσμα από μια δραστηριότητα Σ&Ε έγινε διαχρονικά, ιδιαίτερα τις τελευταίες δεκαετίες, εκτενές αντικείμενο συζήτησης και αντιπαράθεσης. Στα πλαίσια της αντιπαράθεσης αυτής, οι δραστηριότητες Σ&Ε συχνά θεωρούνται ότι είτε συμβάλλουν στην βελτίωση της οικονομικής επίδοσης είτε όχι και καταστρέφουν την αξία της επένδυσης των μετόχων μιάς εμπλεκόμενης επιχείρησης σε ενέργειες Σ&Ε ή δύναται και να είναι μηδενικής αξίας (Grubb & Lamb, 2000).

Θέλοντας να δώσει απάντηση στην ως άνω αντιπαράθεση, η παρούσα μελέτη, παρουσιάζει την εξής δομή στη συνέχεια: στην παράγραφο 2 γίνεται αναφορά σε προγενέστερες μελέτες στο αντικείμενο της έρευνας, στην παράγραφο 3 γίνεται ανάλυση του σχεδιασμού και εφαρμογής της μεθοδολογίας της έρευνας, καθώς παρατίθενται το δείγμα της έρευνας, η επιλογή ποσοτικών μεταβλητών έρευνας (αριθμοδεικτών), η εφαρμοζόμενη μεθοδολογία και ο έλεγχος υποθέσεων δείγματος, στην παράγραφο 4 παρατίθενται τα σχετικά αποτελέσματα και τέλος, στην παράγραφο 5 καταγράφονται τα όποια συμπεράσματα προκύπτουν από την παρούσα.

## **2. Βιβλιογραφική επισκόπηση**

Διαχρονικά υπήρξαν διάφορες μελέτες λογιστικής, όπου η μεθοδολογία τους συνίσταται και εφαρμόζεται με την εξέταση καταγεγραμμένων χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων και αναλύσεων (π.χ. ισολογισμών, αριθμοδεικτών, κ.τ.λ.) των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων πριν και μετά από μια πράξη Σ&Ε, ώστε να διερευνηθεί η μεταβολή της οικονομικής τους επίδοσης. Αυτό που συνήθως μελετούν είναι μεταβολές στο ROE, στο ROA, στα καθαρά κέρδη, κ.ά. (Bruner, 2002; Παζάρσκης, 2008).

Οι μεθοδολογίες με λογιστική θεώρηση (accounting studies) επιλέχθηκαν προς μελέτη στα πλαίσια της παρούσας αντί των: (i) μελέτες ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event studies), (ii) μελέτες που γίνονται βάσει

δηλώσεων στελεχών επιχειρήσεων από συνεντεύξεις, ερωτηματολόγια, κ.τ.λ. (surveys of executives), λόγω της αξιοπιστίας που παρουσιάζουν, καθώς οι διάφορες χρηματοοικονομικές καταστάσεις έχουν ελεγχθεί και βεβαιωθεί ως προς το περιεχόμενό τους, και της διατύπωσης με σαφήνεια της επιχειρησιακής επίδοσης και πορείας, όπως προκύπτει από αυτές, κάτι που ενδιαφέρει ιδιαίτερα τους επενδυτές και τους ερευνητές.

Τα ενδεχόμενα αποτελέσματα που θεωρούμε ότι δύνανται να προκύψουν και υποστηρίζονται από διάφορους μελετητές, όπως περιγράφουμε στη συνέχεια, είναι ποικίλα, καθώς άλλοι θεωρούν ότι η κύρια έκβαση ως προς την οικονομική επίδοση μιάς εμπλεκόμενης επιχείρησης μετά την δραστηριότητα Σ&Ε είναι η αύξηση της αξίας της επένδυσής τους, ενώ άλλοι μελετητές θεωρούν ότι οι Σ&Ε είτε μειώνουν την αξία της επένδυσης των μετόχων μιάς εμπλεκόμενης επιχείρησης είτε αυτή παραμένει αμετάβλητη (Bruner, 2002; Παζάρσκη, 2008).

Ο Meeks (1977) μελέτησε 233 συγχωνεύσεις στο Η.Β. ως προς το τελικό αποτέλεσμά τους κατά την περίοδο 1964-1972. Στο δείγμα αυτό εξέτασε με τον αριθμοδείκτη απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων ή συντελεστή απόδοσης λειτουργίας (ROA) την επιχειρησιακή επίδοση στις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις. Συνολικά και κατά πολύ μεγάλο ποσοστό, βρήκε ότι το ROA χειροτερεύει σημαντικά τα επόμενα χρόνια αμέσως μετά από την όποια ενέργεια Σ&Ε σε σχέση με τον μέσον όρο του αντίστοιχου κλάδου.

Οι Salter & Weinhold (1979) εξέτασαν διαχρονικά εξαγοράζουσες επιχειρήσεις που είχαν ως έδρα τους τις Η.Π.Α. Με την έρευνά τους βρήκαν ότι, κατά μέσον όρο, ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE) για τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις ήταν 44% κάτω από το μέσον όρο που προέκυπτε για την αντίστοιχη περίοδο για όλες τις επιχειρήσεις που διαπραγματεύονταν οι μετοχές τους στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης ("New York Stock Exchange - NYSE"), ενώ το αντίστοιχο ROA ήταν κάτω από το 75% ανάλογα.

Οι Cosh *et al.* (1980) μελέτησαν 225 συγχωνεύσεις στο Η.Β. ως προς το τελικό αποτέλεσμά τους κατά την περίοδο 1967-1970. Στο δείγμα που επέλεξαν εξέτασαν την κερδοφορία με τον αριθμοδείκτη ROE στις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις σε σχέση με ένα δείγμα ελέγχου μη εμπλεκόμενων επιχειρήσεων σε Σ&Ε. Το συμπέρασμα της έρευνάς τους ήταν ότι η κερδοφορία των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων βελτιώθηκε σημαντικά μετά από τρία έτη και μετά από πέντε έτη, αμέσως μετά από την όποια ενέργεια Σ&Ε σε σχέση με τις μη εμπλεκόμενες επιχειρήσεις σε Σ&Ε.

Ο Mueller (1980) μελέτησε 287 συγχωνεύσεις στις Η.Π.Α. και σε άλλες χώρες κατά το χρονικό διάστημα 1962-1972, χρησιμοποιώντας ως μέτρο σύγκρισης το ROE, το ROA και το ROC (“Return On Capital - ROC” - δείκτης αποδοτικότητας συνολικά απασχολούμενου κεφαλαίου, όπου  $ROC = EBTDA / \text{total capital employed}$ ) των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, συγκρίνοντάς τα με αυτά άλλων μη εμπλεκόμενων σε Σ&Ε επιχειρήσεων. Το συμπέρασμα που κατέληξε ήταν ότι οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις σε δραστηριότητες Σ&Ε ήταν λιγότερο κερδοφόρες απ’ ό,τι άλλες του ίδιου κλάδου που δεν έκαναν Σ&Ε. Παρόμοια συμπεράσματα εξήγαγε και στην περίπτωση που εφάρμοσε την ίδια μεθοδολογία του και σε δείγμα επιχειρήσεων σε διάφορα ευρωπαϊκά κράτη επιλεκτικά (Βέλγιο, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Σουηδία, Η.Β.).

Ο Kumar (1984) μελέτησε 241 συγχωνεύσεις στο Η.Β. ως προς το τελικό αποτέλεσμα τους κατά την περίοδο 1967-1974. Στο δείγμα που επέλεξε εξέτασε την κερδοφορία με τον αριθμοδείκτη ROE στις εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις σε σχέση με τον μέσον όρο του αντίστοιχου κλάδου. Κατά μεγάλο ποσοστό, βρήκε ότι η κερδοφορία των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων χειροτερεύει σημαντικά μετά από τρία έτη, αμέσως μετά από την όποια ενέργεια Σ&Ε σε σχέση με τον μέσον όρο του αντίστοιχου κλάδου, αλλά δεν υπήρχε παρόμοια ένδειξη για τις ίδιες επιχειρήσεις μετά από πέντε έτη.

Ο Kusewitt (1985) εξέτασε 138 περιπτώσεις αμερικάνικων επιχειρήσεων που έκαναν 3.500 δραστηριότητες Σ&Ε για δέκα έτη (κατά το χρονικό διάστημα 1967-1976). Με την έρευνά του βρήκε ότι το ROA των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων μειωνόταν σημαντικά και υπήρχε αρνητική συσχέτιση ανάμεσα σε αυτό και την αύξηση του μεγέθους της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

Οι Ravenscraft & Scherer (1987a) διερεύνησαν 471 περιπτώσεις Σ&Ε στις Η.Π.Α. για το χρονικό διάστημα 1950-1977. Οι μελετητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το ROA των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων σε δραστηριότητες Σ&Ε μειωνόταν κατά μέσον όρο 0,5% ανά έτος για τις εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις που επέλεξαν ως μέθοδο συγχώνευσης λογιστικού χειρισμού την “pooling method” αντί για την “purchase method”, σύμφωνα με την αντίστοιχη αμερικανική νομοθεσία για τον λογιστικό χειρισμό της καταγραφής της πράξης Σ&Ε.

Επίσης, οι Ravenscraft & Scherer (1987b), με άλλη μελέτη τους, αναφέρουν για το ίδιο δείγμα και για το ίδιο χρονικό διάστημα που εξέτασαν παραπάνω ότι βρήκαν σημαντική αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στο ROA και σε εχθρικές Σ&Ε μέσω δημόσιων προσφορών. Επεσήμαναν δε ότι οι εν λόγω επιχειρήσεις

ήταν κατά 3,1% λιγότερο επικερδείς από επιχειρήσεις που δεν είχαν μια δραστηριότητα τέτοιου είδους.

Οι Healy *et al.* (1992) διερεύνησαν τις πενήντα μεγαλύτερες συγχωνεύσεις στις Η.Π.Α. για τη χρονικό περίοδο 1979-1984. Αν και αφενός με την έρευνά τους βρήκαν ότι υπάρχει σημαντική βελτίωση του αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας, δεν βρήκαν να υπάρχει κάποια θετική αλλαγή ή αύξηση του αριθμοδείκτη καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων. Επίσης, στην βελτίωση αυτή του αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας που κατέγραψαν κατά μέσον όρο για το δείγμα τους, αυτή προήλθε ουσιαστικά από τα τρία τέταρτα του δείγματος των επιχειρήσεων που εξέτασαν, ενώ στο υπόλοιπο ένα τέταρτο των επιχειρήσεων είχε χειροτερέψει η γενική ρευστότητά τους.

Οι Healy *et al.* (1997) αναφέρουν σε ένα άλλο άρθρο τους για το ίδιο δείγμα και για το ίδιο χρονικό διάστημα που είπαμε παραπάνω, ότι βρήκαν αυξημένες λειτουργικές χρηματορροές ως αποτέλεσμα των συνδυασμένων δραστηριοτήτων των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων, αλλά σε καμιά περίπτωση το κέρδος τους δεν ήταν μεγαλύτερο από το αντίτιμο που καταβλήθηκε για την εκάστοτε Σ&Ε. Με βάση το γεγονός αυτό, υποστήριξαν ότι οι όποιες δραστηριότητες Σ&Ε μελέτησαν ήταν ουσιαστικά επενδυτικές δραστηριότητες μηδενικής Καθαρής Παρούσας Αξίας - ΚΠΑ (“Net Present Value - NPV”). Επίσης, υποστήριξαν ότι οι όποιες μεταβολές υπάρχουν στις τιμές των μετοχών κατά την περίοδο της ανακοίνωσης της δραστηριότητας της Σ&Ε συνδέονται με την μελλοντική επιχειρησιακή επίδοση της επιχείρησης μετά την Σ&Ε.

Οι Chatterjee & Meeks (1996) εξέτασαν 144 δραστηριότητες Σ&Ε για το χρονικό διάστημα 1977 έως 1990 με δείγμα βρετανικών επιχειρήσεων μόνο. Με αυτή τους την έρευνα, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει κάποια αλλαγή στην κερδοφορία των επιχειρήσεων για την περίοδο 1977-1985. Ακόμα, υποστήριξαν ότι αυτό δεν ισχύει για την περίοδο 1985-1990 (υπόλοιπο διάστημα της έρευνάς τους), όπου και υπάρχει σημαντική βελτίωση της κερδοφορίας των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων της τάξης του 13% έως 22%, που θεώρησαν ότι οφείλεται κυρίως σε αλλαγές στη φορολογική πολιτική στο Η.Β.

Οι Dickerson *et al.* (1997) μελέτησαν ένα μεγάλο δείγμα με βρετανικές επιχειρήσεις (613 περιπτώσεις) που έκαναν Σ&Ε κατά το χρονικό διάστημα 1948-1977. Στην έρευνά τους αυτή, που θεωρείται μεγάλη τόσο για το μέγεθος του δείγματος επιχειρήσεων, όσο και για το χρονικό διάστημα που εξέτασαν, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το ROA των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων

κατά τα πρώτα πέντε έτη μετά τη συναλλαγή ήταν χαμηλότερο κατά 2% από το αντίστοιχο άλλων βρετανικών επιχειρήσεων που δεν ενεπλάκησαν σε δραστηριότητες Σ&Ε.

Οι Neely & Rochester (1987) βρήκαν μια πτώση των δεικτών κερδοφορίας, ιδιαίτερα στον δείκτη ROA, κατά την περίοδο μετά την πράξη της Σ&Ε για δείγμα αμερικάνικων επιχειρήσεων.

Ο Ghosh (2001) διερεύνησε τις 315 μεγαλύτερες Σ&Ε αμερικανικών επιχειρήσεων κατά το χρονικό διάστημα 1981-1995, συγκρίνοντας ανά ζεύγη επιχειρήσεις που είχαν κάνει μια τουλάχιστον Σ&Ε με επιχειρήσεις που δεν είχαν καμία Σ&Ε για το εν λόγω διάστημα. Τα αποτελέσματα της έρευνάς του έδειξαν ότι αν και δεν υπάρχει διαφορά στο ROA, οι χρηματοοροές για τις συγχωνευόμενες επιχειρήσεις μετά την Σ&Ε αυξάνονται όταν οι Σ&Ε έγιναν με μετρητά, ενώ μειώνονται στις περιπτώσεις που έγιναν με ανταλλαγές μετοχών μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών.

Οι Sharma & Ho (2002), που εξέτασαν ένα δείγμα επιχειρήσεων από την Αυστραλία που είχε υλοποιήσει πράξεις Σ&Ε από το 1986 έως το 1991 βρήκαν μια μείωση του ROA και του ROE.

Συνοψίζοντας όλα τα παραπάνω, παρατηρούμε ότι τα ενδεχόμενα αποτελέσματα που υποστηρίζονται από διάφορους μελετητές είναι ότι (Παζάρσκη, 2008): η κύρια έκβαση ως προς την οικονομική επίδοση μιάς εμπλεκόμενης επιχείρησης μετά την δραστηριότητα Σ&Ε δύναται να είναι η αύξηση της αξίας της επένδυσής τους (Cosh *et al.*, 1980; Parrino & Harris, 1999; κ.ά.), άλλοι μελετητές θεωρούν ότι οι Σ&Ε μειώνουν την αξία της επένδυσης των μετόχων μιάς εμπλεκόμενης επιχείρησης (Meeks, 1977; Salter & Weinhold, 1979; Mueller, 1980; Kusewitt, 1985; Neely & Rochester, 1987; Ravenscraft & Scherer, 1987; Dickerson *et al.*, 1997; Sharma & Ho, 2002; κ.ά.), ενώ άλλοι υποστηρίζουν ότι αυτή παραμένει αμετάβλητη (Kumar, 1984; Healy *et al.*, 1992; 1997; Chatterjee & Meeks, 1996; Ghosh, 2001; κ.ά.).

Οι λόγοι που οδήγησαν σε κάτι τέτοιο οφείλονται ενδεχομένως στο γεγονός ότι οι διάφορες μελέτες έγιναν σε διαφορετικές χρονικές περιόδους και με διαφορετικά δείγματα επιχειρήσεων προς εξέταση (Parrino & Harris, 1999). Επίσης, δεν θα πρέπει να παραβλέψουμε το γεγονός ότι λόγω ενδεχόμενης χρηματοοικονομικής συνεργίας υπάρχουν οφέλη λόγω φοροαπαλλαγών ή αποσβέσεων (Auerbach & Reishus, 1987, 1988; Gilson *et al.*, 1988; Lehn & Poulsen, 1989), που διαφέρουν ανά κράτος και ανά περίοδο και διαφοροποίησαν τις περιπτώσεις που διερευνήθηκαν.



### 3. Μεθοδολογία έρευνας

#### 3.1 Δείγμα επιχειρήσεων - δεδομένα έρευνας

Το δείγμα επιχειρήσεων που επιλέχθηκε να εξεταστεί για να διερευνηθεί ο βαθμός που επηρέασαν οι υλοποιήσεις Σ&Ε την οικονομική τους επίδοση ήταν αρχικά 560 ελληνικές επιχειρήσεις με πράξεις Σ&Ε κατά τα έτη 2003-2005. Από αυτές επιλέχθηκαν προς εξέταση 83 περιπτώσεις επιχειρήσεων, επειδή αφορούσαν εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο Αθηνών με δραστηριότητα Σ&Ε κατά τα εν λόγω έτη. Η αρχική αυτή επιλογή των εισηγμένων επιχειρήσεων έγινε καθώς είναι δεδομένη η διαθεσιμότητα των οικονομικών καταστάσεων των διαφόρων εισηγμένων επιχειρήσεων.

Στη συνέχεια, από αυτές τις 83 περιπτώσεις επιλέχθηκαν τελικά προς εξέταση, σχετικά με την οικονομική τους επίδοση, μελετώντας δύο έτη πριν και μετά από την κάθε πράξη Σ&Ε, σαράντα ελληνικές επιχειρήσεις. Τα κριτήρια για την δεύτερη αυτή και τελική οριοθέτηση του δείγματος είναι ότι θα έπρεπε η κάθε μια επιχείρηση που θα συμπεριλαμβανόταν στο δείγμα προς μελέτη να μην έχει κάνει άλλη σημαντική πράξη Σ&Ε για δύο έτη πριν και μετά από την προς εξέταση πράξη Σ&Ε, ενώ σε κάθε περίπτωση η πράξη της προς εξέταση πράξης Σ&Ε θα πρέπει να είναι ικανή να της διασφαλίσει τη διοίκηση της επιχείρησης για τη προώθηση των συμφερόντων της. Τα σχετικά ποσοστά Σ&Ε του δείγματος ανά είδος (Σ ή Ε) και ανά έτος παρατίθενται στον Πίνακα 1.

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Ποσοστά Σ&Ε δείγματος ανά είδος (Σ ή Ε) και ανά έτος

Έτος	Αριθμός Συγχωνεύσεων	Αριθμός Εξαγορών	Αριθμός Σ&Ε	Ποσοστό Σ&Ε ανά έτος
2005	9	1	10	25%
2004	15	3	18	45%
2003	11	1	12	30%
Σύνολο	35	5	40	100%

Οι εισηγμένες ελληνικές επιχειρήσεις που έκαναν πράξεις Σ&Ε εντοπίστηκαν για αυτή τους την ενέργεια από ανακοινώσεις στο διαδίκτυο που δημοσίευσε το Χρηματιστήριο Αθηνών και η εταιρεία Pricewaterhouse

Coopers, ενώ τα δεδομένα για τις επιχειρήσεις του δείγματος θα πρέπει να αναφερθεί ότι αντλήθηκαν είτε από τις δημοσιευμένες διαθέσιμες οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων του δείγματος είτε από τη βάση σχετικών δεδομένων της Βιβλιοθήκης του Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

### 3.2 Ποσοτικές μεταβλητές έρευνας (αριθμοδείκτες)

Η στοιχειοθέτηση της επεξεργασίας της οικονομικής επίδοσης του δείγματος επιχειρήσεων της έρευνας επιλέχθηκε να γίνει με τη χρήση τεσσάρων αριθμοδεικτών αποδοτικότητας (profitability ratios), οι οποίοι επεξηγούνται και παρατίθενται στη συνέχεια:

- Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων Προ Φόρων (Return On total Assets / ROA Before Taxes), που ισούται με: (κέρδη προ φόρων / σύνολο ενεργητικού) και συμβολίζεται με τη μεταβλητή V1.
- Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων Προ Φόρων (Return to Owner's Equity / ROE Before Taxes), που ισούται με: (κέρδη προ φόρων / ίδια κεφάλαια) και συμβολίζεται με τη μεταβλητή V2.
- Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων Μετά Φόρους (Return On total Assets / ROA After Taxes), που ισούται με: (κέρδη μετά φόρους / σύνολο ενεργητικού) και συμβολίζεται με τη μεταβλητή V3.
- Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων Μετά Φόρους (Return to Owner's Equity / ROE After Taxes), που ισούται με: (κέρδη μετά φόρους / ίδια κεφάλαια) και συμβολίζεται με τη μεταβλητή V4.

### 3.3 Εφαρμοζόμενη μεθοδολογία και έλεγχος υποθέσεων δείγματος

Η πράξη Σ&Ε κάθε μίας εμπλεκόμενης επιχείρησης μπορεί να θεωρηθεί ως μια επενδυτική ενέργεια που δύναται να αξιολογηθεί σε σχέση με την Καθαρά Παρούσα Αξία (ΚΠΑ-NPV) της για κάθε εξαγοράζουσα επιχείρηση. Δηλαδή, εάν ισχύει η σχέση  $NPV > 0$  για μια προτιθέμενη εξαγοράζουσα επιχείρηση, η επένδυση Σ&Ε προκρίνεται, όπως κάθε άλλη επένδυση με θετική Καθαρά Παρούσα Αξία για μια οποιαδήποτε επιχείρηση (Healy *et al.*, 1992; Παζάρσκη, 2008).

Για να αναλυθεί η μεταβολή της οικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων του δείγματος από δραστηριότητες σε Σ&Ε, επιλέχθηκε ως σχετική ενέργεια η ανάλυση των αριθμοδεικτών από τις οικονομικές τους καταστάσεις. Η μέτρηση της σχετικής μεταβολής είναι ένα εμπειρικό πρόβλημα, που μπορεί περαιτέρω να διερευνηθεί με έλεγχο υποθέσεων για μεταβολή στους



επιλεγμένους αριθμοδείκτες, που αναφέρθηκαν προηγουμένως, με εφαρμογή σε όλη τη χρονική περίοδο που διερευνάται για τις επιχειρήσεις του δείγματος (Παζάρσκη, 2008).

Επίσης, περαιτέρω ανάλυση της μεταβολής της οικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων του δείγματος λόγω Σ&Ε μπορεί να επιτευχθεί με την εξέταση της μεταβολής των αριθμοδεικτών σε όλη τη χρονική περίοδο που διερευνάται, όπως και στο ενδιάμεσο χρονικό διάστημα αυτής. Για το λόγο αυτό διακρίνουμε για το σύνολο των επιχειρήσεων του δείγματος τις εξής περιπτώσεις:

$\alpha$  : δείγμα επιχειρήσεων με περίοδο μελέτης δύο έτη πριν και δύο μετά την πράξη Σ&Ε

$\beta$  : δείγμα επιχειρήσεων με περίοδο μελέτης ένα έτος πριν και μετά την πράξη Σ&Ε

Η γενική μορφή της υπόθεσης που εξετάζεται για κάθε έναν αριθμοδείκτη ξεχωριστά (αριθμοδείκτες V1 έως V4) και για κάθε μια περίπτωση μελέτης χρονικής περιόδου από τις παραπάνω (βλ. περιπτώσεις:  $\alpha$ ,  $\beta$ ), είναι η ακόλουθη:

$H_{0ij}$ : Δεν αναμένεται σχετική μεταβολή του αριθμοδείκτη  $i$  από την πράξη Σ&Ε στην χρονική περίοδο  $j$ .

$H_{1ij}$ : Αναμένεται σχετική μεταβολή του αριθμοδείκτη  $i$  από την πράξη Σ&Ε στην χρονική περίοδο  $j$ .

όπου,

$i = \{V1, V2, V3, V4\}$

$j = \{\alpha, \beta\}$

Το κύριο ερευνητικό ερώτημα που διερευνάται για να απαντηθεί από την εξέταση των παραπάνω αναφερομένων υποθέσεων και μεταβλητών είναι το εξής: “Η οικονομική επίδοση μιάς επιχείρησης την περίοδο μετά την πράξη Σ&Ε είναι καλύτερη σε σχέση με αυτή την περίοδο πριν από την πράξη Σ&Ε;” (Παζάρσκη, 2008).

Οι επιλεγμένοι αριθμοδείκτες για κάθε επιχείρηση του δείγματος σε περίοδο δύο ετών πριν (έτος T-2, T-1) ή μετά (έτος T+1, T+2) το γεγονός της Σ&Ε υπολογίζονται και ο μέσος όρος από το άθροισμα του κάθε αριθμοδείκτη για τα έτη T-2, T-1 συγκρίνεται με τον μέσον όρο από το αντίστοιχο άθροισμα των ετών T+1, T+2, αντίστοιχα<sup>1</sup> (περίπτωση:  $\alpha$ ). Το ίδιο επαναλαμβάνεται για την περίπτωση  $\beta$ .

Η παρούσα μελέτη αποκλείει να συμπεριλάβει στη σύγκριση των εκάστοτε αριθμοδεικτών το έτος όπου πραγματοποιείται η Σ&Ε (T = 0). Το γεγονός

αυτό οφείλεται στο ότι την περίοδο  $T = 0$  συμβαίνουν διάφορα γεγονότα (όπως είναι το χρηματοοικονομικό κόστος υλοποίησης της Σ&Ε, το κόστος ενοποίησης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων των δύο εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, κ.τ.λ.) που επηρεάζουν το οικονομικό αποτέλεσμα αυτής της περιόδου (Healy *et al.*, 1992; Παζάρσκης, 2008).

Τέλος, για να ελεγχθούν οι προαναφερθείσες υποθέσεις και να εφαρμοστεί η παραπάνω μεθοδολογία, εφαρμόζονται τεστ με συγκρίσεις μέσω όρων δύο ανεξάρτητων υποσυνόλων (two independent sample mean t-tests) στους αριθμοδείκτες των επιχειρήσεων του δείγματος. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν παρατίθενται και σχολιάζονται στην επόμενη ενότητα.

#### 4. Αποτελέσματα έρευνας

Στους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας (profitability ratios) (αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων προ φόρων - ROA before taxes, αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων προ φόρων - ROE before taxes, αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων μετά φόρους - ROA after taxes, αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων μετά φόρους - ROE after taxes) που εξετάστηκαν, δεν παρουσιάζεται καμία στατιστικά σημαντική αλλαγή σε κάποιον από αυτούς είτε μετά από ένα έτος τη Σ&Ε είτε μετά από δύο έτη (βλ. V1-V4, Πίνακες 2-3).

Τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας έρχονται σε αντίθεση με διάφορες μελέτες, οι οποίες συντέιναν διαχρονικά στην υποστήριξη της περίπτωσης της μείωσης των σχετικών αριθμοδεικτών αποδοτικότητας λόγω υλοποίησης πράξεων Σ&Ε και συγκεκριμένα, με τα αποτελέσματα των μελετητών: Meeks (1977), Salter & Weinhold (1979), Mueller (1980), Kusewitt (1985), Neely & Rochester (1987), Ravenscraft & Scherer (1987), Dickerson *et al.* (1997), Sharma & Ho (2002), κ.ά.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Στατιστικά αποτελέσματα για την περίπτωση α

Μετα-βλητή	Επίδοση πριν και μετά την Σ&Ε	Μέση τιμή	t-statistic δίπλευρο τεστ	p-value	Διάστημα εμπιστοσύνης 95%
V1	πριν	0,087	-0,65	0,520	(-0,0643 , 0,0327)
	μετά	0,071			
V2	πριν	0,242	-0,61	0,545	(-0,2362 , 0,1252)
	μετά	0,186			
V3	πριν	0,064	-0,81	0,418	(-0,0519 , 0,0217)
	μετά	0,049			
V4	πριν	0,173	-0,70	0,483	(-0,1877 , 0,0891)
	μετά	0,123			

**Παρατήρηση:**

\*\*\* : απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01.

\*\* : απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05.

\* : απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης σε επίπεδο σημαντικότητας 0,1.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Στατιστικά αποτελέσματα για την περίπτωση β

Μετα-βλητή	Επίδοση πριν και μετά την Σ&Ε	Μέση τιμή	t-statistic δίπλευρο τεστ	p-value	Διάστημα εμπιστοσύνης 95%
V1	πριν	0,089	-0,25	0,804	(-0,0878; 0,0683)
	μετά	0,079			
V2	πριν	0,258	-0,23	0,819	(-0,329; 0,261)
	μετά	0,224			
V3	πριν	0,067	-0,31	0,761	(-0,0697; 0,0511)
	μετά	0,057			
V4	πριν	0,189	-0,27	0,785	(-0,259; 0,197)
	μετά	0,157			

**Παρατήρηση:**

\*\*\* : απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01.

\*\* : απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05.

\* : απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης σε επίπεδο σημαντικότητας 0,1.

Συνεπώς, τα συμπεράσματα της παρούσας, καθώς δεν υπάρχει σημαντική μεταβολή των σχετικών αριθμοδεικτών αποδοτικότητας των εξεταζόμενων επιχειρήσεων, συντάσσονται, για την περίπτωση του δείγματος των ελληνικών επιχειρήσεων που εξετάστηκε, με διάφορες άλλες μελέτες που έγιναν διαχρονικά και υποστήριξαν την περίπτωση της μη μεταβολής των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας λόγω πράξεων Σ&E και συγκεκριμένα με τα αποτελέσματα των: Kumar (1984), Healy *et al.* (1992), Chatterjee & Meeks (1996), Ghosh (2001), κ.ά.

Επίσης, τα αποτελέσματα της έρευνας αναδεικνύουν ότι οι Σ&E δεν επέδρασαν στην οικονομική επίδοση και ήταν ουσιαστικά επενδυτικές δραστηριότητες μηδενικής αξίας για τις επιχειρήσεις του δείγματος που εξετάστηκαν στα πλαίσια της παρούσας έρευνας, έως και δύο έτη μετά την πράξη Σ&E.

## 5. Συμπεράσματα

Στην παρούσα εργασία επιλέχθηκαν οι μεθοδολογίες λογιστικής για να εξεταστεί η ύπαρξη βελτίωσης ή μη της οικονομικής επίδοσης για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις σε δραστηριότητες Σ&E. Με τη χρήση τεσσάρων αριθμοδεικτών αποδοτικότητας (αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων προ φόρων - ROA before taxes, αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων προ φόρων - ROE before taxes, αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων μετά φόρους - ROA after taxes, αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων μετά φόρους - ROE after taxes) η οικονομική επίδοση μετά την πράξη Σ&E ενός δείγματος σαράντα ελληνικών επιχειρήσεων, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών, που έκαναν τουλάχιστον μια πράξη Σ&E κατά την περίοδο 2003 έως 2005 ως εξαγοράζουσες επιχειρήσεις, αναλύεται.

Με τους ως άνω αριθμοδείκτες έγινε μέτρηση της οικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων του δείγματος και σύγκριση της οικονομικής επίδοσής τους πριν από και μετά την πράξη Σ&E τους. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι κανένας από τους εξεταζόμενους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας δεν μεταβλήθηκε στατιστικά σημαντικά εξαιτίας του γεγονότος της Σ&E. Το τελικό συμπέρασμα που προέκυψε είναι ότι οι Σ&E δεν επέδρασαν στην οικονομική επίδοση των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων και ήταν ουσιαστικά επενδυτικές δραστηριότητες μηδενικής αξίας για τις επιχειρήσεις του δείγματος που εξετάστηκαν στα πλαίσια της παρούσας έρευνας, ακόμα και δύο έτη μετά την υλοποίηση της πράξης Σ&E.

## Σημείωση

1. Στην παρούσα μελέτη επιλέγεται ο μέσος όρος (mean) από το άθροισμα του κάθε αριθμοδείκτη προς εφαρμογήν στα δεδομένα αντί της διαμέσου (median) των σχετικών δεδομένων ως ακριβέστερη μέθοδος απεικόνισης της μελέτης της επιχειρησιακής επίδοσης του δείγματος, καθώς συμβάλλει στην εξαγωγή ακριβέστερων συμπερασμάτων απ' ότι εάν λαμβανόταν υπόψιν η διάμεσος ανά περίπτωση των δεδομένων της παρούσας (Παζάρσκις, 2008). Στην παραπάνω θέση για μελέτη της επιχειρησιακής επίδοσης με αριθμοδείκτες συντάσσονται διαχρονικά και διάφορες άλλες μελέτες (Philippatos *et al.*, 1985; Neely & Rochester, 1987; Cornett & Tehnarian, 1992; Sharma & Ho, 2002; Pramod Mantravadi & A. Vidyadhar Reddy, 2007a; 2007b; Pazarskis *et al.*, 2008; κ.ά.).

## Βιβλιογραφία

- Auerbach, A. and Reishus, D. (1987), "The Effects of Taxation on the Merger Decision", *NBER Working Paper*, No. 2192, Press-National Bureau of Economic Research (NBER), Chicago, US.
- Auerbach, A. and Reishus, D. (1988), "Taxes and the Merger Decision", in J. Coffee, L. Lowenstein, and S. Rose-Ackerman, eds., *Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, Oxford University Press, Oxford, U.K.
- Bruner, R. (2002), "Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker", *Journal of Applied Finance*, 12, pp. 48-68.
- Chatterjee, S. and Meeks, G. (1996), "The Financial Effects of Takeover: Accounting Rates of Return and Accounting Regulation", *Journal of Business Finance & Accounting*, 23, pp. 851-868.
- Cornett, M. and Tehnarian, H. (1992), "Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 31, pp. 211-234.
- Cosh, A., Hughes, A. and Singh, A. (1980), "The Causes and Effects of Takeovers in the U.K.: An Empirical Investigation for the late 1960s at the Microeconomic Level", in D. Mueller, Eds., *The Determinants and Effects of Merger: An International Comparison*, Gunn & Horn Publications, Cambridge, U.K.
- Dickerson, A., Gibson, H. and Tsakalotos, E. (1997), "The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of U.K. Firms," *Oxford Economic Papers*, 49, pp. 344-361.
- Ghosh, A., (2001), "Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?", *Journal of Corporate Finance*, 7, pp. 151-178.
- Gilson, R. Scholes, M. and Wolfson, M. (1988), "Taxation and the Dynamics of Corporate Control: The Uncertain Case for Tax Motivated Acquisitions", in J. Coffee, L. Lowenstein, and S. Rose-Ackerman, Eds., *Knights, Raiders, and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, Oxford University Press, Oxford, U.K.

- Grubb, T. and Lamb, R (2000), “*Capitalize on Merger Chaos*”, Free Press, New York, U.S.
- Healy, P., Palepu, K. and Ruback, R. (1992), “Does Corporate Performance Improve after Mergers?”, *Journal of Financial Economics*, 31, pp. 135-175.
- Healy, P., Palepu, K. and Ruback, R. (1997), “Which Takeovers are Profitable: Strategic or Financial?”, *Sloan Management Review*, 38, pp. 45-57.
- Kumar, M. (1984), “*Growth, Acquisition and Investment*”, Cambridge University Press, Cambridge, U.K.
- Kusewitt, J. (1985), “An Explanatory Study of Strategic Acquisition Factors Relating to Performance”, *Strategic Management Journal*, 6, pp. 151-169.
- Lehn, K. and Poulsen, A. (1989), “Free cash flow and stockholder gains in going private transactions”, *Journal of Finance*, 44, pp. 771-787.
- Meeks, G. (1977), “Disappointing Marriage: A Study of the Gains from Merger”, *University of Cambridge: Occasional Paper 51*, Cambridge University Press, Cambridge, U.K.
- Mueller, D. (1980), “*The Determinants and Effects of Merger: An International Comparison*”, Gunn & Horn Publications, Cambridge, U.K.
- Neely, W. and Rochester, D. (1987), “Operating Performance and Merger Benefits: The Savings and Loans Experience”, *Financial Review*, 22, pp. 111-129.
- Pazarskis, M., Lyroudi, K. and Christodoulou, P. (2008), “An Examination of the Long Run Performance of Greek Acquiring Firms”, *15<sup>th</sup> Global Finance Conference (GFC 2008)*, Global Finance Association, May 18-20, 2008, Hangzhou, China.
- Parrino, J. and Harris, R. (1992), “The Effects of Taxation on FDI: Evidence from U.S., U.K. and Canadian Acquisitions of U.S. Firms”, *University of Virginia Working Paper*, Virginia, U.S.
- Philippatos, G., Choi, D. and Dowling, W. (1985), “Effects of Mergers on Operational Efficiency: A Study of the S&L Industry in Transition”, *Northeast Journal of Business & Economics*, 11, pp. 1-14.
- Pramod, Mantravadi and A. Vidyadhar, Reddy (2007a), “Relative Size in Mergers and Operating Performance: Indian Experience”, *Economic and Political Weekly*, 42 (39), pp. 3936-3942.
- Pramod Mantravadi and A. Vidyadhar Reddy (2007b), “Mergers and Operating Performance: Indian Experience”, *The Icfai Journal of Mergers & Acquisitions*, 4 (4), pp. 52-66.
- Παζάρσκη, Μ. (2008), “*Διερεύνηση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών Επιχειρήσεων στην Ελλάδα με την Εφαρμογή Στατιστικών Μεθόδων*”, Διδακτορική Διατριβή, Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.
- Ravencraft, D. and Scherer, F. (1987a), “*Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency*”, Brookings Institution, Washington, U.S.
- Ravencraft, D. and Scherer, F. (1987b), “Lift after Takeover”, *Journal of Industrial Economics*, 36, pp. 147-157.



Salter, M and Weinhold, W. (1979) *“Diversification through Acquisition; Strategies for Creating Economic Value”*, Free Press, New York, U.S.

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