

Νομικοί Προσδιοριστικοί Παράγοντες της Επιχειρηματικής Επίδοσης ύστερα από Συγχωνεύσεις: η Περίπτωση της Ελλάδας

Δρ. Μιχαήλ Παζάρσκης

Εκτακτος Επίκουρος Καθηγητής, Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων
Τ.Ε.Ι. Κεντρικής Μακεδονίας, Σέρρες
pazarskis@gmail.com

Δρ. Παναγιώτης Παντελίδης

Επίκουρος Καθηγητής, Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων
Τ.Ε.Ι. Κεντρικής Μακεδονίας, Σέρρες
E-mail: pan@teiser.gr

Δρ. Αλέξανδρος Αλεξανδράκης

Αναπληρωτής Καθηγητής, Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής
Τ.Ε.Ι. Κεντρικής Μακεδονίας, Σέρρες
alex@teiser.gr

Κωνσταντίνος Παπαδόπουλος

Μεταπτυχ. Φοιτητής, Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων
Τ.Ε.Ι. Κεντρικής Μακεδονίας, Σέρρες
papadokg@gmail.com

Περίληψη

Η παρούσα εργασία εξετάζει τις συγχωνεύσεις, τις εξαγορές και την επιχειρηματική επίδοση εισηγμένων εταιρειών στην Ελλάδα βάσει του νομικού πλαισίου αυτών των συναλλαγών. Στα πλαίσια της εργασίας αναλύονται: οι ελλείψεις αδυναμίες της ισχύουσας νομοθεσίας στις διάφορες περιπτώσεις μετασχηματισμού εταιρειών, περιλαμβάνονται οι μέθοδοι αξιολόγησης καθώς και προηγούμενες μελέτες στο αντικείμενο, περιγράφεται το δείγμα της έρευνας, το πλήθος των ποσοτικών μεταβλητών της έρευνας (χρηματοοικονομικοί δείκτες), όπως επίσης και η εφαρμοζόμενη μεθοδολογία. Η εργασία, με βάση την εξέταση των παραπάνω θεμάτων, καταλήγει προτείνοντας χρήσιμες προσεγγίσεις και νέες προτάσεις ανασύνταξης του υπάρχοντος νομικού πλαισίου, σε σχέση με το βέλτιστο συνδυασμό που προκύπτει κατά το μετασχηματισμό εταιρειών στην Ελλάδα.

Λέξεις-Κλειδιά: συγχωνεύσεις, εξαγορές, νομικό πλαίσιο, αριθμοδείκτες

JEL Classifications: G34, K20, M40

Εισαγωγικά σχόλια

Ένα από τα βασικά στοιχεία της σύγχρονης εταιρικής αναδιάρθρωσης, κατά κοινή ομολογία, είναι η διαμόρφωση νέων εταιρικών οντοτήτων δια μέσου των συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ&Ε / Mergers and Acquisitions – M&As). Στο μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφίας συνήθως υποστηρίζεται ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι ένας από τους μηχανισμούς με τους οποίους οι επιχειρήσεις κερδίζουν πρόσβαση σε νέους πόρους και μέσα από την εκτεταμένη ανακατανομή των πόρων αυξάνουν τα έσοδα και μειώνουν το κόστος. Αυτός ο σημαντικός στόχος για κάθε εταιρεία, που προέρχεται από την επίδραση της συγχώνευσης και εξαγοράς, κατά κύριο λόγο επιβάλλεται από τον ισχυρό ανταγωνισμό, αλλάζοντας τους εταιρικούς κανονισμούς, εξελίσσοντάς την τεχνολογία και πλήθος άλλων παραγόντων. Μπορεί να αναλογιστεί κανείς πόσο κρίσιμες συναλλαγές είναι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, τόσο για τις εταιρείες και όλους τους εμπλεκόμενους με αυτές, όσο και για την ίδια την οικονομία.

Η ραγδαία μεταβολή στην αξία μιας επιχείρησης είναι επόμενο να προσελκύει το ενδιαφέρον των αγορών, αλλά και μαζικών μέσων ενημέρωσης. Στην εξέλιξη αυτή συντέλεσε η παγκοσμιοποίηση αλλά και το άνοιγμα των αγορών με τη διεύρυνση της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Παρά τούτα παλαιότερες έρευνες έχουν δείξει ότι οι Σ&Ε δεν είναι πάντα αποτελεσματικές, αλλά πολλές φορές ήταν καταστροφικές. Εξάλλου χαρακτηριστική είναι η δήλωση του Dennis Mueller (1989) ακόμη μετά από δυο δεκαετίες και πλέον, για τη διαφωνία και τη διαμάχη που προκαλεί η αποτελεσματικότητα ή μη της πράξης Σ&Ε.

Ωστόσο, αναλυτικές έρευνες και μελέτες Σ&Ε συναντάμε μόνο για τις αγορές των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής (Η.Π.Α.) και του Ηνωμένου Βασιλείου (Η.Β.) της Αγγλίας, κυρίαρχες αγορές στις διεθνείς επενδύσεις και σε Σ&Ε. Σε αντιδιαστολή αυτών, στην πλειονότητα των χωρών παγκοσμίως οι εκτενείς έρευνες για τις περιπτώσεις Σ&Ε είναι περιορισμένες. Όσον αφορά στην ελληνική αγορά ακολουθεί το ίδιο χαμηλό ερευνητικό επίπεδο και επί πλέον υπάρχει ιδιαίτερη έλλειψη σε μελέτες της επίδοσης μετά την επίδραση της συγχώνευσης με ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών εταιρειών που εμπλέκονται σε Σ&Ε ως και του νομικού τύπου της συναλλαγής (Pazarskis & Alexandrakis, 2009).

Στην εργασία αυτή εξετάζεται η πορεία εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χ.Α. Αθηνών πριν και μετά την συγχώνευση ή την εξαγορά, για μια περίοδο τριών ετών. Προκειμένου να εξεταστεί κατά πόσο οι εισηγμένες αυτές εταιρείες ωφελήθηκαν ή όχι από τέτοιου είδους ενέργειες, αναλύεται η επίδοσή τους για μια τριετία πριν και μετά την Σ&Ε, χρησιμοποιώντας ένα σύνολο από δεκαέξι αριθμοδείκτες και ταυτόχρονα αποτιμάται η επίδραση κάποιων νομικών χαρακτηριστικών στην εταιρική επίδοση.

Νομικό πλαίσιο Σ&Ε στην Ελλάδα

Στη συνέχεια αναλύεται το υφιστάμενο νομικό πλαίσιο των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα. Πιο συγκεκριμένα στην παρούσα εργασία αναφέρονται οι ελλείψεις-αδυναμίες του νομικού πλαισίου που εντοπίζονται στις παρακάτω περιπτώσεις (Αλεξανδράκης κ.ά., 2010):

- Ο μετασχηματισμός των επιχειρήσεων υπό την ευρεία και τη στενή έννοια του όρου.
- Οι μορφές μετασχηματισμών σχετικά με τη μετατροπή, συγχώνευση, εξαγορά και διάσπαση εταιρειών.
- Ο τρόπος της πραγματοποίησης συγχωνεύσεων μεταξύ Α.Ε.
- Η πράξη της εξαγοράς που εξομοιώνεται εν μέρει με τη συγχώνευση

Αναλυτικότερα, η ισχύουσα νομοθεσία δεν καθορίζει ενιαίο δίκαιο για τον μετασχηματισμό επιχειρήσεων (π.χ. μετατροπή, συγχώνευση, διάσπαση, κλπ.) διότι δέχεται επιρροές τόσο από αντικειμενικές δυσκολίες της σύστασης και λειτουργίας των διαφόρων υπάρχοντων εταιρικών μορφών, όσο και από υποκειμενικές δυσκολίες που προκύπτουν, από την προστασία των προσώπων που έχουν συναλλαγές με επιχειρήσεις που δύναται να μετασχηματιστούν (π.χ. ενδεχόμενος κίνδυνος μη ικανοποίησης της απαίτησης των δανειστών και λοιπών πιστωτών τους). Επίσης, δεν υπάρχουν ρυθμιστικοί κανόνες εταιρικού δικαίου για μετασχηματισμό επιχειρήσεων με ομοιόμορφη εφαρμογή προς κάθε κατηγορία νομικών προσώπων ή φυσικών προσώπων (π.χ. ομοιόμορφη ρύθμιση της συγχώνευσης για όλους τους εταιρικούς τύπους).

Προκύπτει λοιπόν ότι υπάρχουν τυπικά στη νομοθεσία θέματα αρρhythμιστων μετασχηματισμών σχετιζόμενα με τη μετατροπή, συγχώνευση, εξαγορά ή διάσπαση εταιρικών επιχειρήσεων, ιδίως ετερόρρυθμων και ομόρρυθμων.

Επίσης, όσον αφορά στην απόσχιση κλάδου που συναντάται μόνο στο ν.δ. 1297/1972 και το ν. 2166/1993, δεν υφίσταται ρύθμιση του εταιρικού δικαίου. Πρόκειται για ένα νομοθέτημα δίχως ουσιώδη εφαρμογή στους μετασχηματισμούς εταιρειών, διότι αποτελεί φορολογικής φύσεως νόμο.

Παρά ταύτα η ρύθμιση των μετασχηματισμών όλων των μορφών των εταιρικών επιχειρήσεων είναι απαραίτητη, διότι η ελληνική νομοθεσία προβλέπει μόνο ειδικές περιπτώσεις μετασχηματισμών, χωρίς να εξαντλεί στην πράξη όλες τις δυνατές περιπτώσεις. Αναλυτικότερα δεν είναι δυνατόν οι μορφές μετασχηματισμών που συναντώνται κατά κύριο λόγο, όπως είναι η αδυναμία μετατροπής ομόρρυθμης σε ετερόρρυθμη εταιρία και αντίστροφα, η πραγματοποίηση γνήσιου μετασχηματισμού με συγχώνευση ανώνυμης εταιρίας με εταιρία περιορισμένης ευθύνης ή με συγχώνευση μεταξύ προσωπικών εταιριών (ομόρρυθμης και ετερόρρυθμης εταιρίας).

Η μέχρι τώρα εμπειρία έδειξε ότι δεν είναι άμεσα δυνατή η ρύθμιση των μορφών μετασχηματισμού όλων των εταιρικών επιχειρήσεων υπό ένα ενιαίο τύπο, διότι για τις ήδη ρυθμισμένες μορφές υπάρχει διάσταση απόψεων. Είναι προφανές ότι η απουσία μιας ουσιαστικής, ξεκάθαρης και συνολικής νομοθετικής ρύθμισης αποτελεί τροχοπέδη στην πρόοδο των συναλλαγών και στη διαμόρφωση λειτουργικών κανόνων εταιρικού δικαίου, που με τη σειρά τους θα συντελέσουν στην ανάπτυξη των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

Ο μετασχηματισμός επιχειρήσεων υπό στενή έννοια κατά το άρθρ. 1 του ν. 2166/1993, δύναται να πραγματοποιηθεί με την συγχώνευση επιχειρήσεων. Εξάλλου πολύ εύστοχα έχει αποδοθεί ως η "οικονομική ενσωμάτωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων υπό ενιαία βούληση". Βασικό στοιχείο της συγχώνευσης, όπως και κάθε περίπτωση μετασχηματισμού, είναι η συνέχιση τόσο της παραγωγικής όσο και της επιχειρηματικής δραστηριότητας της επιχείρησης με τη μορφή ενός οικονομικού φορέα με ξεχωριστή νομική αυτοτέλεια.

Κατά την περίπτωση που προκύπτει μια νέα εταιρία από την ένωση επιχειρηματικών προσπαθειών με τη διαδοχή των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευόμενων εταιριών, σκοπός του δικαίου θα πρέπει να είναι η διευκόλυνση τέτοιων ενεργειών με τις διατάξεις του που ρυθμίζουν τις συγχωνεύσεις. Στο σκεπτικό αυτό, φαίνεται να συντάσσεται περισσότερο η άποψη που στηρίζει την εξακολούθηση της νομικής προσωπικότητας των εμπλεκόμενων μερών, παρά εκείνη που εφαρμόζεται στο ισχύον δίκαιο και θεωρεί σε κάθε περίπτωση την περάτωση της νομικής αυτοτέλειας των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων δεδομένη.

Κατά το μετασχηματισμό επιχειρήσεων υπό την στενή έννοια του όρου εντάσσεται η πράξη της εξαγοράς, όπως ορίζεται κατά το άρθρ. 79 του κ.ν. 2190/1920. Το άρθρ. 79 έγινε προσθήκη με το άρθρ. 12 του π.δ. 498/1987, το οποίο αποτελεί την προσαρμογή του ελληνικού δικαίου στο άρθρο 30 της Τρίτης Οδηγίας ΕΟΚ. Η παραπάνω προσαρμογή είχε σκοπό την εναρμόνιση με το κοινοτικό δίκαιο, εξαλείφοντας την ιδιομορφία της ελληνικής νομοθεσίας που αναγνώριζε τρία είδη συγχώνευσης: εκείνη με απορρόφηση, με σύσταση νέας εταιρίας, και με εξαγορά. Κατά συνέπεια, η εξαγορά δεν αποτελεί τρόπο συγχώνευσης, αλλά σε κάθε περίπτωση, θεωρείται ως πράξη που εξομοιώνεται με τη συγχώνευση.

Προηγούμενες έρευνες Σ&Ε για τις οικονομικές συνέπειες σε σχέση με το νομικό πλαίσιο της συναλλαγής

Προηγούμενες έρευνες έδειξαν ότι οι χώρες με κοινό δίκαιο (Βρετανικό) έχουν αναπτυχθεί γρηγορότερα από ό,τι εκείνες με γαλλικό δίκαιο κατά τη διάρκεια του 1960-2000. Το κατά κεφαλήν Α.Ε.Π., στις χώρες με γαλλικό αστικό δίκαιο, εμφανίζει χαμηλότερη ανάπτυξη περίπου κατά 0,6% ετησίως, σε σύγκριση με τις χώρες του κοινού δικαίου. Από την άλλη

πλευρά, οι χώρες με γερμανικό αστικό δίκαιο αναπτύχθηκαν ταχύτερα από τις χώρες με κοινό δίκαιο.

Αναφορικά με την ελληνική πραγματικότητα, μία έρευνα που εντοπίστηκε έδειξε, καταρχήν, για τον τύπο συναλλαγής συγχώνευσης που επέλεξε η κάθε ερωτώμενη εταιρεία του δείγματος που είχε εξεταστεί, ότι από τους είκοσι έξι αριθμοδείκτες επηρεάστηκαν στατιστικά σημαντικά (και εμφανίζοντας θετική επίδραση) τρεις μεταβλητές (αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων, αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων-μετά φόρων, αριθμοδείκτης χρηματοδότησης παγίων στοιχείων από ίδια κεφάλαια) από την επιλογή των επιχειρήσεων του δείγματος να κάνουν μια πράξη συγχώνευσης με εξαγορά.

Επειτα, για τη νομική μορφή της συγχωνευόμενης ή εξαγοραζόμενης επιχείρησης που εμπλεκόταν στη δραστηριότητα Σ&Ε με την εξαγοράζουσα επιχείρηση, προέκυψε ότι από τις είκοσι έξι ποσοτικές μεταβλητές επηρεάστηκαν στατιστικά σημαντικά (και εμφανίζοντας θετική επίδραση) τρεις μεταβλητές (αριθμοδείκτης αποδοτικότητας καθαρού κέρδους-μετά φόρων, αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων-μετά φόρων, αριθμοδείκτης χρηματοδότησης παγίων στοιχείων από ίδια κεφάλαια) από την επιλογή των επιχειρήσεων του δείγματος να κάνουν μια πράξη Σ&Ε μετά από επιλογή μιας εταιρείας περιορισμένης ευθύνης (Ε.Π.Ε.) (Παζάρσκης, 2008).

Μεθοδολογία έρευνας

Η έρευνα στην παρούσα εργασία πραγματοποιείται σε ένα δείγμα που αποτελείται από τριάντα πέντε ελληνικές επιχειρήσεις, εισηγμένες στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών, που προχώρησαν σε συγχωνεύσεις ή εξαγορές κατά τη χρονική περίοδο από το 2005 έως το 2007 με άλλες εισηγμένες ή μη επιχειρήσεις. Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι από το εν λόγω δείγμα απορρίφθηκαν οι εταιρείες που προχώρησαν σε πέραν από μία συγχώνευση ή εξαγορά για τα προηγούμενα και επόμενα τρία χρόνια αντίστοιχα ή δεν προέκυψαν για αυτές οικονομικά στοιχεία για διάφορους λόγους (π.χ. πτώχευση, κ.ά.). Ως εκ τούτου, οι πίνακες που ακολουθούν στη συνέχεια δεν περιλαμβάνουν εκείνες τις επιχειρήσεις που προχώρησαν σε πολλαπλές συγχωνεύσεις και εξαγορές κατά την τριετία 2005 έως 2007. Επιπρόσθετα επισημαίνεται ότι το δείγμα δεν περιλαμβάνει όσες εταιρείες ανήκουν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες, κλπ.). Τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα έρευνα συλλέχθηκαν από την ιστοσελίδα του χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και τη βιβλιοθήκη του Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

Ξεκινώντας την ανάλυση των περιπτώσεων για το έτος 2005, βάσει της επίδρασης, του νομικού πλαισίου και του τύπου της συναλλαγής, εξετάζονται δεκαπέντε εταιρείες (15), για τις οποίες παρατηρήθηκαν τα εξής:

- στις επτά (7) πραγματοποιήθηκαν συγχωνεύσεις και οκτώ (8) εξαγορές,
- οι τρεις (3) έγιναν με εισηγμένες και οι δώδεκα (12) με μη εισηγμένες εξαγοραζόμενες εταιρείες,
- οι δεκατρείς (13) πραγματοποιήθηκαν με ανώνυμες εταιρείες (ΑΕ) και οι δύο (2) με εταιρείες περιορισμένης ευθύνης (ΕΠΕ) που εξαγοράστηκαν.

Αναλύοντας τις περιπτώσεις για το έτος 2006, βάσει της επίδρασης, του νομικού πλαισίου και του τύπου της συναλλαγής εξετάζονται δέκα (10) περιπτώσεις από επτά εταιρείες, για τις οποίες παρατηρήθηκαν τα εξής:

- στις επτά (7) πραγματοποιήθηκαν συγχωνεύσεις και τρεις (3) εξαγορές,
- οι τέσσερεις (4) έγιναν με εισηγμένες και οι έξι (6) με μη εισηγμένες εξαγοραζόμενες εταιρείες,
- και οι δέκα (10) πραγματοποιήθηκαν με ανώνυμες εταιρείες (Α.Ε.) που εξαγοράστηκαν.

Αναλύοντας τις περιπτώσεις για το έτος 2007, βάσει της επίδρασης, του νομικού πλαισίου και του τύπου της συναλλαγής εξετάζονται δεκαεπτά (17) περιπτώσεις από δεκατρείς εταιρείες (13), για τις οποίες παρατηρήθηκαν τα εξής:

- συνολικά και στις δεκαεπτά (17) πραγματοποιήθηκαν συγχωνεύσεις,
- οι δύο (2) έγιναν με εισηγμένες και οι δεκαπέντε (15) με μη εισηγμένες εξαγοραζόμενες εταιρείες,
- και οι δεκαεπτά (17) πραγματοποιήθηκαν με ανώνυμες εταιρείες (ΑΕ) που εξαγοράστηκαν.

Τα αποτελέσματα των χρηματοοικονομικών δεικτών χρησιμοποιούνται ευρέως και είναι ένα από τα πιο χρήσιμα εργαλεία για την αξιολόγηση της επίδοσης μιας εταιρείας. Ωστόσο, υπάρχουν πολλές συζητήσεις σχετικά με τον προσδιορισμό της αξία μιας εταιρείας και τις επιδόσεις της. Μέχρι σήμερα δεν υπάρχει μια συγκεκριμένη μεθοδολογία για τις Σ&Ε, κοινά αποδεκτή ως πετυχημένη για τον υπολογισμό της μετά συγχώνευσης επίδοσης, βασισμένη σε ένα συγκεκριμένο σύνολο χρηματοοικονομικών δεικτών.

Γι' αυτό στην παρούσα εργασία η αξιολόγηση των εταιρειών του δείγματος θα βασιστεί στην αξιολόγηση πολλών αριθμοδεικτών (συνολικά 16 κι από διάφορες κατηγορίες αριθμοδεικτών), που αναλύονται παρακάτω:

- Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

	Σύμβολο	Περιγραφή
Γενική Ρευστότητα	M01	Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
Άμεση Ρευστότητα	M02	(Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Αποθέματα) / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
Ημέρες Απαιτήσεων	M03	Απαιτήσεις / (Πωλήσεις / 360)
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων	M04	Κόστος Πωληθέντων / Αποθέματα
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Προμηθευτών	M05	Προμηθευτές / (Κόστος Πωληθέντων - Ενσωματωμένες Αποσβέσεις + Αποθέματα Λήξης - Αποθέματα Έναρξης)

- Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης & Φερεγγυότητας

	Σύμβολο	Περιγραφή
Συνολικές Υποχρεώσεις προς Συνολικά Κεφάλαια	M06	Συνολικές Υποχρεώσεις / Συνολικό Ενεργητικό
Συνολικές Υποχρεώσεις προς Ιδια Κεφάλαια	M07	Συνολικές Υποχρεώσεις / Ιδια Κεφάλαια
Πωλήσεις προς Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	M08	Πωλήσεις / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

- Αριθμοδείκτες Απόδοσης Επενδυτικών Κεφαλαίων

	Σύμβολο	Περιγραφή
Απόδοση Συν/κού Ενερ/κού προ Φόρων	M09	Κέρδη Προ Φόρων / Συνολικό Ενεργητικό
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων προ Φόρων	M10	Κέρδη Προ Φόρων / Ιδια Κεφάλαια
Απόδοση Συν/κού Ενερ/κού μετά Φόρων	M11	Κέρδη Μετά Φόρων / Συνολικό Ενεργητικό
Απόδοση Ιδίων Κεφ/ων μετά Φόρων	M12	Κέρδη Μετά Φόρων / Ιδια Κεφάλαια

- Αριθμοδείκτες Διαχείρισης Περιουσίας

	Σύμβολο	Περιγραφή
Κυκλοφο/κη Ταχύτητα Συν Ενεργητικού	M13	Πωλήσεις / Συνολικό Ενεργητικό

- Αριθμοδείκτες Περιθωρίου Κέρδους

	Σύμβολο	Περιγραφή
Περ. Μεικτού Κέρδους	M14	Μικτό Κέρδος / Πωλήσεις
Περιθώριο ΚΠΦΤ	M15	ΚΠΤΦ / Πωλήσεις
Περιθώριο ΚΠΦΤΑ	M16	ΚΠΤΦΑ / Πωλήσεις

Το ζητούμενο στην αξιολόγηση του συγκεκριμένου δείγματος είναι εάν μεταβλήθηκε η επίδοση των επιχειρήσεων θετικά ή αρνητικά μετά από την επίδραση της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Στην προσπάθεια ανάλυσης του παραπάνω ζητούμενου χρησιμοποιούνται μια σειρά από χρηματοοικονομικούς δείκτες, που προέρχονται από τις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών.

Ως δεδομένο στην παρούσα μελέτη δεχόμαστε ότι η πράξη Σ&Ε σε κάθε επιχείρηση του δείγματος, θεωρείται ως μια επενδυτική πράξη, η οποία αξιολογείται σε σχέση με την Καθαρά Παρούσα Αξία (ΚΠΑ - NPV) της για κάθε εξαγοράζουσα επιχείρηση.

Οι αριθμοδείκτες που προήλθαν από τις οικονομικές καταστάσεις των εταιριών του δείγματος σε διάστημα τριών ετών πριν την επίδραση της Σ&Ε (έτος T-3, T-2, T-1) και τριών ετών (έτος T+1, T+2, T+3) μετά από αυτή υπολογίζονται και ο μέσος όρος από το άθροισμα του κάθε

αριθμοδείκτη για τα έτη T-3, T-2, T-1 συγκρίνεται με το μέσο όρο από το αντίστοιχο άθροισμα των ετών T+1, T+2, T+3, αντίστοιχα.

Επιπρόσθετα για να εφαρμοσθεί η παραπάνω μεθοδολογία, λαμβάνουν χώρα συγκρίσεις μέσω των δύο ανεξάρτητων υποσυνόλων (two independent sample mean t-tests) στους χρηματοοικονομικούς δείκτες των επιχειρήσεων του δείγματος.

Κλείνοντας, μια επιπλέον κρίσιμη παράμετρος, που πρέπει να αναφέρουμε για την παρούσα έρευνα, είναι ότι η παρούσα μελέτη δεν περιλαμβάνει στη σύγκριση των εκάστοτε αριθμοδεικτών το έτος κατά το οποίο τελείται η Σ&Ε (T=0). Κάτι τέτοιο συμβαίνει γιατί την συγκεκριμένη περίοδο T=0, συμβαίνουν γεγονότα όπως το χρηματοοικονομικό κόστος υλοποίησης της Σ&Ε, που επηρεάζουν το οικονομικό αποτέλεσμα της συγκεκριμένης περιόδου.

Επίσης, στην εργασία αυτή χρησιμοποιείται ο μέσος όρος (mean) από το άθροισμα του κάθε αριθμοδείκτη προς εφαρμογή στα δεδομένα αντί της διαμέσου (median) των σχετικών δεδομένων ως ακριβέστερη μέθοδος απεικόνισης της μελέτης της επιχειρησιακής επίδοσης του δείγματος, καθώς επιτρέπει την εξαγωγή πιο ακριβή συμπερασμάτων απ' ότι εάν λαμβανόταν υπόψη η διάμεσος ανά περίπτωση των δεδομένων της παρούσας (Παζάρσκης, 2008). Στην παραπάνω θέση για μελέτη της επιχειρησιακής επίδοσης με αριθμοδείκτες συντάσσονται διαχρονικά και διάφορες άλλες μελέτες (Philippatos et al., 1985; Neely & Rochester, 1987; Sharma & Ho, 2002; Παζάρσκης, 2008; Pazarskis et al., 2006; 2009; Agorastos et al., 2011; κ.ά.). Εντούτοις παρατίθεται, για λόγους σύγκρισης με άλλες μελέτες, τα αποτελέσματα μετά από ανάλυση και με τη διάμεσο (median), μετά από Mann-Whitney test.

Αποτελέσματα έρευνας

Οι επιχειρήσεις που συμμετέχουν στο δείγμα είναι οι εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών που πραγματοποίησαν Σ&Ε κατά τα έτη 2005, 2006 και 2007. Η οικονομική επίδοση για τις τριανταπέντε (35) ελληνικές επιχειρήσεις που επιλέχθηκαν μελετήθηκε για τρία (3) έτη πριν και μετά από την κάθε Σ&Ε.

Αναλύοντας, βάσει της επίδρασης, του νομικού πλαισίου και του τύπου της συναλλαγής, τις σαράντα δύο (42) πράξεις Σ&Ε που τελέστηκαν στην τριετία 2005-2007 από τις τριάντα πέντε (35) εταιρείες του δείγματος, σύμφωνα με τα παραπάνω κριτήρια, παρατηρήθηκαν συνολικά τα εξής:

- στις τριάντα μία (31) πραγματοποιήθηκαν συγχωνεύσεις και έντεκα (11) εξαγορές,
- οι εννέα (9) έγιναν με εισηγμένες και οι τριάντα τρεις (33) με μη εισηγμένες,
- και οι σαράντα (40) πραγματοποιήθηκαν με ανώνυμες εταιρείες (Α.Ε.) και δύο (2) με Ε.Ε.

Αναλυτικά τα στοιχεία παρατίθενται στον πίνακα (1).

Πίνακας 1: Σ&Ε για 2005-2007 με διάφορα νομικά χαρακτηριστικά

ΕΤΗ	ΣΥΝΟΛΟ Σ&Ε	ΣΥΓΧΩ-ΝΕΥΣΗ	ΕΕΑ-ΓΟΡΑ	ΕΙΣΗΓ-ΜΕΝΗ	ΜΗ ΕΙΣΗΓ-ΜΕΝΗ	ΜΟΡΦΗ ΑΕ	ΜΟΡΦΗ ΕΠΕ	ΛΟΙΠΕΣ ΜΟΡΦΕΣ
2005	15	7	8	3	12	13	2	0
2006	10	7	3	4	6	10	0	0

2007	17	17	0	2	15	17	0	0
2005-7	42	31	11	9	33	40	2	0

Οι πράξεις Σ&Ε των τριάντα πέντε εισηγμένων εταιρειών που συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα αξιολογήθηκαν βάσει των δέκα έξι αριθμοδεικτών και μετά από το t-test στατιστική ανάλυση δεν παρουσιάστηκε καμία στατιστικά σημαντική αλλαγή σε κανένα από αυτούς.

Αναλυτικότερα στον πίνακα (2) καταγράφονται τα αποτελέσματα για κάθε ένα από τους δέκα έξι αριθμοδείκτες, από τη στατιστική ανάλυση για το διάστημα των ετών από το 2005-2007, για τα οποία η επεξεργασία έγινε για τρία έτη πριν και τρία έτη μετά από την πράξη Σ&Ε.

Πίνακας 2: Στατιστικά αποτελέσματα T-test για +/-3 έτη

Κωδικός	Μέση τιμή pre-M&As (3 years avrg)	Μέση τιμή post-M&As (3 years avrg)	T-statistic δίπλευρο test	P-value	Διάστημα εμπιστοσύνης 95%
M01	2,58	2,59	0,02	0,984	(-1,5; 1,5)
M02	1,96	2,07	0,20	0,845	(1,07;1,3)
M03	224	235	0,36	0,719	(-48,9; 70,8)
M04	22	15	-0,88	0,381	(-22,9; 8,83)
M05	2,76	2,70	-0,16	0,873	(-0,79;0,67)
M06	2,2	1,31	-0,80	0,427	(-3,22; 1,37)
M07	1,17	1,27	0,33	0,740	(-0,5; 0,7)
M08	2,62	2,04	-1,32	0,188	(-1,45; 0,29)
M09	0,13	0,12	-0,15	0,882	(-0,22; 0,19)
M10	0,23	0,36	0,73	0,464	(-0,22; 0,48)
M11	0,06	0,06	-0,01	0,988	(-0,14; 0,14)
M12	0,03	0,15	1,29	0,198	(-0,07; 0,31)
M13	0,57	0,6	0,38	0,702	(-0,12; 0,17)
M14	1,25	1,35	0,12	0,903	(-1,56; 1,8)
M15	0,31	0,32	0,06	0,955	(-0,41; 0,4)
M16	0,44	0,40	-0,16	0,872	(-0,56; 0,48)

Σημείωση:

***, **, * : υποδεικνύουν ότι η αλλαγή του μέσου όρου είναι σημαντικά διαφορετική από το μηδέν σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01, 0,05, και 0,10, αντίστοιχα, όπως υπολογίστηκε με συγκρίσεις των μέσων όρων δύο ανεξάρτητων υποσυνόλων (two independent sample mean t-tests) στους αριθμοδείκτες των επιχειρήσεων του δείγματος.

Πιο συγκεκριμένα, για τις τρεις παραπάνω περιπτώσεις τα επίπεδα κατάταξης σε σχέση με την τιμή του p-value είναι τα κάτωθι:

- p<0,01 σοβαρή ένδειξη ενάντια στην Ho (βλ. σχετικά, ***)
- 0,01≤p<0,05 μέτρια ένδειξη ενάντια στην Ho (βλ. σχετικά, **)
- 0,05≤p<0,10 ελάχιστη ένδειξη ενάντια στην Ho (βλ. σχετικά, *)

0,10p καμία πραγματική ένδειξη ενάντια στην H_0

Όσον αφορά στο Mann Whitney test εντοπίστηκαν αριθμοδείκτες που εμφανίζουν στατιστικά σημαντική αλλαγή. Συγκεκριμένα, οι αριθμοδείκτες M06, M07 δείκτες της κατηγορίας Κεφαλαιακής Διάρθρωσης & Φερεγγυότητας παρουσιάζουν αρνητική μεταβολή, ενώ ο αριθμοδείκτης M09 δείκτης Απόδοσης Επενδυτικών Κεφαλαίων εμφανίζει αρνητική μεταβολή, όπως και ο M16 ένας από τους δείκτες του Περιθωρίου Κέρδους. Παρατηρούμε ότι σε αντίθεση με το t-test τέσσερις δείκτες εμφανίζουν στατιστικά σημαντική μεταβολή (Πίνακας 3).

Πίνακας 3: Στατιστικά αποτελέσματα Mann-Whitney Test για +/-3 έτη

Κωδικός	Διάμεσος pre-M&As (3 years avrg)	Διάμεσος post-M&As (3 years avrg)	P-Value	Διάστημα εμπιστοσύνης 95%
M01	1,35	1,28	0,716	(-0,25; 0,17)
M02	0,96	0,98	0,864	(-0,16; 0,14)
M03	165	179	0,972	(-30,9; 30,9)
M04	2,78	3,67	0,199	(-0,32; 1,73)
M05	2,26	2,2	0,776	(-0,33; 0,45)
M06	0,49	0,61	0,002***	(0,04; 0,17)
M07	0,89	1,35	0,007***	(0,12-0,70)
M08	1,5	1,59	0,954	(-0,36; 0,30)
M09	0,03	0,01	0,086*	(-0,04; 0,002)
M10	0,05	0,05	0,511	(-0,05; 0,03)
M11	0,02	0,01	0,106	(-0,03; 0,003)
M12	0,04	0,02	0,372	(-0,04; 0,02)
M13	0,49	0,46	0,820	(-0,08; 0,09)
M14	0,28	0,24	0,300	(-0,08; 0,02)
M15	0,08	0,06	0,126	(-0,06; 0,008)
M16	0,13	0,11	0,091*	(-0,06; 0,004)

Σημείωση:

***, **, * : απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01, 0,05, 0,1, αντίστοιχα.

Αναλυτικότερα από τα παραπάνω στατιστικά στοιχεία φαίνεται ότι οι δείκτες ρευστότητας δεν παρουσιάζουν στατιστικά σημαντική αλλαγή μετά από τη Σ&Ε. Να σημειωθεί ότι οι δείκτες αυτοί είναι πολύ σημαντικοί διότι δείχνουν κατά πόσο είναι σε θέση η επιχείρηση να ανταποκριθεί στην πληρωμή των καθημερινών υποχρεώσεων, δηλαδή δείχνουν το μέτρο ρευστότητας μιας επιχείρησης και το περιθώριο ασφαλείας. Επίσης δείχνουν το χρονικό διάστημα που υποχρεώσεις μια επιχείρησης παραμένουν απλήρωτες. Δηλαδή πόσες φορές, κατά μέσο όρο, ανακυκλώνονται οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης π.χ. προς τις τράπεζες, προμηθευτές κλπ. Ακόμη μας επιτρέπουν να δούμε πόσες φορές ανανεώθηκαν τα αποθέματα της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της μέσα στη χρήση.

Όσον αφορά τους δύο αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης & Φερεγγυότητας, μετά τη Σ&Ε, M06 (Συνολικές Υποχρεώσεις / Συνολικό Ενεργητικό), M07 (Συνολικές Υποχρεώσεις / Τόξα Κεφάλαια) δείχνουν με την αυξητική τους τάση ότι αντίστοιχα οι απαιτήσεις των πιστωτών της επιχείρησης προστατεύονται λιγότερο, όπως επίσης μειώθηκε το περιθώριο ασφαλείας των μακροχρόνιων πιστωτών και ότι πιθανή επέκταση των παγίων να χρηματοδοτήθηκε με την προσφυγή σε δανεισμό.

Συνεχίζοντας με τους Αριθμοδείκτες Απόδοσης Επενδυτικών Κεφαλαίων, μόνο ο M09 (Κέρδη Προ Φόρων / Συνολικό Ενεργητικό) εμφανίζει αρνητική μεταβολή μετά τη Σ&Ε. Η παρακολούθηση αυτού του δείκτη διαχρονικά

μετρά την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, καθώς και των επί μέρους τμημάτων αυτής και αποτελεί ένα είδος αξιολόγησης και ελέγχου της διοίκησης της. Αναλυτικότερα η αποτελεσματικότητα του δείκτη αυτού δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να μπορεί να επιζήσει οικονομικά και να προσελκύσει κεφάλαια που προσφέρονται για επένδυση, ανταμείβοντας τα ανάλογα.

Επίσης μετά τη Σ&Ε δεν υπάρχει καμία στατιστικά σημαντική αλλαγή στους Αριθμοδείκτες Διαχείρισης Περιουσίας, που αναφέρονται από τη μία στις σχέσεις μεταξύ κερδών πωλήσεων και από την άλλη στις σχέσεις κεφαλαίων της επιχείρησης και κερδών. Το ίδιο ισχύει και για τους Αριθμοδείκτες Περιθωρίου Κέρδους, καθώς ο αριθμοδείκτης M16 έχει πτωτική τάση και συνεπώς, χειροτερεύει (έστω και μια μικρή ποσοστιαία μεταβολή).

Η ανάλυση του δείγματος των τριάντα πέντε ελληνικών εισηγμένων εταιριών εκτός από τις δύο παραπάνω μεθόδους t-test και Mann-Whitney test συνεχίστηκε με την μέθοδο του Kruskal-Wallis test. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιήθηκε ως μια εναλλακτική στατιστική μέθοδος ελέγχου της σχετικής μεταβολής του δείγματος που εξετάζει εάν υπάρχει επίδραση στις επιχειρήσεις που προχώρησαν σε Σ&Ε (ελέγχοντας τη σχετική μεταβολή των αριθμοδεικτών) και σε τι βαθμό επηρεάστηκαν σε σχέση με:

- α) το νομικό πλαίσιο της συναλλαγής της πράξης Σ&Ε
- β) τη νομική μορφή των εταιρειών που συμμετέχουν στην πράξη Σ&Ε (ΑΕ ή ΕΠΕ ή λοιπές νομικές μορφές)
- γ) την ιδιότητα της εξαγοραζόμενης εταιρείας αν είναι εισηγμένη ή μη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.).

Από τη στατιστική ανάλυση των παραπάνω δεδομένων προέκυψε ότι δεν υπήρχε καμία στατιστική μεταβολή στους δέκα έξι αριθμοδείκτες, όταν οι Σ&Ε πραγματοποιήθηκαν είτε με εισηγμένη είτε με μη εισηγμένη.

Αντίθετα η Σ&Ε σε σχέση με τη νομική μορφή (ΑΕ ή ΕΠΕ) της εξαγοραζόμενης είχε ως αποτέλεσμα να μεταβληθούν σημαντικά στατιστικά οι αριθμοδείκτες M06 (Συνολικές Υποχρεώσεις / Συνολικό Ενεργητικό), M07 (Συνολικές Υποχρεώσεις / Τδία Κεφάλαια), M08 Πωλήσεις / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις), M13 (Πωλήσεις / Συνολικό Ενεργητικό), δηλαδή όλοι οι δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης & Φερεγγυότητας και ένας από τους δείκτες Διαχείρισης Περιουσίας.

Τέλος ανάλογα με το είδος του νομικού πλαισίου της συναλλαγής συγχώνευση ή εξαγορά μεταβλήθηκε σημαντικά στατιστικά ο αριθμοδείκτης M12 (Κέρδη Μετά Φόρων / Τδία Κεφάλαια) (βλ. σχ. Πίνακες 4-6).

Πίνακας 4: Στατιστικά αποτελέσματα Kruskal-Wallis test για την πράξη της συναλλαγής με εταιρεία νομικής μορφής ΑΕ ή ΕΠΕ

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ		p-value
	ΜΟΡΦΗ ΑΕ	ΜΟΡΦΗ ΕΠΕ	
ΔM01	-0,04	0,71	0,237
ΔM02	-0,02	0,52	0,255
ΔM03	-7,50	-0,33	0,887
ΔM04	0,41	0,28	0,619

ΔΜ05	0,00	0,06	0,943
ΔΜ06	0,11	-0,12	0,065*
ΔΜ07	0,26	-2,92	0,065*
ΔΜ08	-0,03	1,14	0,088*
ΔΜ09	-0,03	0,10	0,102
ΔΜ10	-0,07	0,67	0,136
ΔΜ11	-0,03	0,11	0,102
ΔΜ12	-0,05	0,63	0,102
ΔΜ13	0,00	0,24	0,0214**
ΔΜ14	-0,02	0,10	0,136
ΔΜ15	-0,03	0,13	0,102
ΔΜ16	-0,04	0,09	0,118

Σημείωση:

*****, **, *:** απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01, 0,05, 0,1, αντίστοιχα.

Ανάλυση αποτελεσμάτων-στοιχείων Πίνακα 4:

Οι αριθμοδείκτες κεφαλαιακής Διάρθρωσης & Φερεγγυότητας που αναλύονται ως εξής Μ06 (Συνολικές Υποχρεώσεις / Συνολικό Ενεργητικό), Μ07 (Συνολικές Υποχρεώσεις / Ίδια Κεφάλαια), Μ08 (Πωλήσεις / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις) παρατηρούμε ότι σημείωσαν στατιστικά σημαντική μεταβολή σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 γεγονός που μας δείχνει ότι μετά την Σ&Ε η φερεγγυότητα των συνδυασμένων επιχειρήσεων τόσο προς τους βραχυχρόνιους όσο και στους μακροχρόνιους πιστωτές επηρεάζεται σημαντικά στατιστικά εάν έγινε με εταιρείες μορφής ΑΕ ή ΕΠΕ και οι Σ&Ε με εταιρείες νομικής μορφής ΕΠΕ είχαν καλύτερη επίδοση στον τομέα αυτό.

Όλοι οι δείκτες Διαχείρισης Περιουσίας και Περιθωρίου Κέρδους που αναλύονται ως εξής Μ13 (Πωλήσεις / Συνολικό Ενεργητικό), παρατηρούμε ότι σημείωσε στατιστικά σημαντική μεταβολή σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 γεγονός που μας δείχνει ότι μετά την Σ&Ε η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Συνολικού Ενεργητικού των επιχειρήσεων επηρεάζεται σημαντικά στατιστικά εάν έγινε με εταιρείες μορφής ΑΕ ή ΕΠΕ και οι Σ&Ε με εταιρείες νομικής μορφής ΕΠΕ είχαν καλύτερη επίδοση στον τομέα αυτό. Οι παραπάνω δείκτες της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης και Φερεγγυότητας απεικονίζουν την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης και το πώς ανταποκρίνεται σε βραχυχρόνιους και μακροχρόνιους προμηθευτές και πιστωτές (τράπεζες κλπ). Ο Αριθμοδείκτης Διαχείρισης Περιουσίας αναφέρεται στο πόσο εντατικά χρησιμοποιεί η επιχείρηση τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιήσει τις πωλήσεις της. Είναι και οι δύο ενδεικτικά χαρακτηριστικά, που δείχνουν εάν και κατά πόσο επιτεύχθηκε το αναμενόμενο από τη Σ&Ε, ως και υπό ποια νομική μορφή της εταιρείας στόχος.

Από τα αποτελέσματα που προέκυψαν με τη μέθοδο Kruskal-Wallis test παρατηρούμε ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική μεταβολή στους υπόλοιπους δώδεκα αριθμοδείκτες των εταιρειών του δείγματος όταν αυτές προχώρησαν σε Σ&Ε είτε με εταιρείες μορφής ΑΕ είτε ΕΠΕ.

Πίνακας 5: Στατιστικά αποτελέσματα Kruskal-Wallis test για την πράξη της συναλλαγής με εισηγμένη ή μη εισηγμένη

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ		p-value
	ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ	ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ	
ΔΜ01	-0,32	0,01	0,381
ΔΜ02	-0,12	0,01	0,406
ΔΜ03	8,17	-16,00	0,827
ΔΜ04	4,19	0,41	0,314
ΔΜ05	0,51	0,00	0,511
ΔΜ06	0,09	0,10	0,965
ΔΜ07	0,14	0,26	0,325
ΔΜ08	0,83	-0,026	0,457
ΔΜ09	-0,04	-0,03	0,381
ΔΜ10	-0,07	-0,05	0,630
ΔΜ11	-0,032	-0,03	0,274
ΔΜ12	-0,05	-0,01	0,569
ΔΜ13	-0,20	0,01	0,793
ΔΜ14	-0,004	-0,02	0,726
ΔΜ15	0,006	-0,03	0,569
ΔΜ16	-0,02	-0,03	0,694

Σημείωση:

***, **, *: απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01, 0,05, 0,1, αντίστοιχα.

Ανάλυση αποτελεσμάτων-στοιχείων Πίνακα 5:

Τα παραπάνω αποτελέσματα που προέκυψαν με τη μέθοδο Kruskal-Wallis test παρατηρούμε ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική μεταβολή στους δέκα έξι αριθμοδείκτες των εταιρειών του δείγματος όταν αυτές προχώρησαν σε Σ&Ε είτε με εισηγμένη εταιρία είτε με μη εισηγμένη.

Πίνακας 6: Στατιστικά αποτελέσματα Kruskal-Wallis test για την πράξη της συναλλαγής με συγχώνευση ή εξαγορά

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ		p-value
	ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ	ΕΞΑΓΟΡΑ	
ΔΜ01	0,02	-0,04	0,696
ΔΜ02	0,01	0,01	0,804
ΔΜ03	-20,17	18,33	0,374
ΔΜ04	0,65	0,12	0,670
ΔΜ05	0,00	0,00	0,670

ΔΜ06	0,11	0,04	0,500
ΔΜ07	0,29	0,09	0,466
ΔΜ08	0,11	-0,13	0,477
ΔΜ09	-0,03	-0,02	0,943
ΔΜ10	-0,07	0,01	0,145
ΔΜ11	-0,09	-0,02	0,644
ΔΜ12	-0,05	0,01	0,055*
ΔΜ13	0,02	-0,06	0,183
ΔΜ14	-0,02	0,02	0,456
ΔΜ15	-0,03	0,02	0,256
ΔΜ16	-0,04	-0,02	0,477

Σημείωση:

*****, **, *** : απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01, 0,05, 0,1, αντίστοιχα.

Ανάλυση αποτελεσμάτων-στοιχείων Πίνακα 6:

Ο δείκτης Απόδοσης Επενδυτικών Κεφαλαίων που αναλύεται ως εξής Μ12 (Κέρδη Μετά Φόρων / Τδία Κεφάλαια) παρατηρούμε ότι σημείωσε στατιστικά σημαντική μεταβολή σε επίπεδο σημαντικότητας 0,1 γεγονός που μας δείχνει ότι μετά την Σ&Ε η Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων μετά Φόρων των συνδυασμένων επιχειρήσεων επηρεάζεται σημαντικά στατιστικά εάν η πράξη συναλλαγής έγινε με Συγχώνευση ή Εξαγορά, με τις συναλλαγές που έγιναν με Εξαγορά να έχουν καλύτερο αποτέλεσμα.

Ο Αριθμοδείκτης Απόδοσης Επενδυτικών Κεφαλαίων αναφέρεται στην Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων μετά Φόρων. Η παρακολούθηση ενός ακόμη σπουδαίου δείκτη διαχρονικά δείχνει την δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη Σ&Ε, ως και υπό ποιο νομικό πλαίσιο της εταιρείας στόχος.

Από τα αποτελέσματα που προέκυψαν με τη μέθοδο Kruskal-Wallis test παρατηρούμε ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική μεταβολή στους υπόλοιπους δέκα πέντε αριθμοδείκτες των εταιρειών του δείγματος όταν αυτές προχώρησαν σε είτε με Συγχώνευση είτε με Εξαγορά.

Συμπεράσματα

Ένα από τα βασικά στοιχεία της σύγχρονης εταιρικής αναδιάρθρωσης, κατά κοινή ομολογία, είναι η διαμόρφωση νέων εταιρικών οντοτήτων δια μέσου συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ&Ε / Mergers and Acquisitions - M&As). Ωστόσο, αναλυτικές έρευνες και μελέτες Σ&Ε συναντάμε μόνο για τις αγορές των Η.Π.Α. και του Η.Β. της Αγγλίας, κυρίαρχες αγορές στις διεθνείς επενδύσεις και σε Σ&Ε. Σε αντιδιαστολή, τόσο η πλειονότητα των χωρών παγκοσμίως όσο και η ελληνική αγορά ακολουθούν το ίδιο χαμηλό ερευνητικό επίπεδο και επιπλέον στην Ελλάδα υπάρχει έλλειψη σε μελέτες της επίδοσης μετά την επίδραση της συγχώνευσης με ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών εταιρειών, που εμπλέκονται σε Σ&Ε, και ιδιαίτερα στο αντικείμενο της παρούσας εργασίας, μελέτη της επίδρασης των νομικών στοιχείων και τύπων της συναλλαγής.

Όσον αφορά στην ισχύουσα νομοθεσία δεν καθορίζει ενιαίο δίκαιο για το μετασχηματισμό επιχειρήσεων. Επίσης, δεν υπάρχουν ρυθμιστικοί κανόνες εταιρικού δικαίου για μετασχηματισμό επιχειρήσεων με ομοιόμορφη εφαρμογή προς κάθε κατηγορία νομικών προσώπων ή φυσικών προσώπων (π.χ. ομοιόμορφη ρύθμιση της συγχώνευσης για όλους τους εταιρικούς τύπους). Αναλυτικότερα δεν είναι δυνατές οι μορφές μετασχηματισμών που συναντώνται κατά κύριο λόγο, όπως είναι η αδυναμία μετατροπής ομόρρυθμης σε ετερόρρυθμη εταιρία και αντίστροφα, η πραγματοποίηση γνήσιου μετασχηματισμού με συγχώνευση ανώνυμης εταιρίας με εταιρία περιορισμένης ευθύνης (σοβαρή αδυναμία του νομικού πλαισίου για την τέλεση μιας επιτυχημένης πράξης συναλλαγής βάσει των αποτελεσμάτων της έρευνας) ή με συγχώνευση μεταξύ προσωπικών εταιριών.

Είναι προφανές ότι η απουσία μιας ουσιαστικής, ξεκάθαρης και συνολικής νομοθετικής ρύθμισης αποτελεί τροχοπέδη στην πρόοδο των συναλλαγών και στη διαμόρφωση λειτουργικών κανόνων εταιρικού δικαίου, που με τη σειρά τους θα συντελέσουν στην ανάπτυξη των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

Οι πράξεις Σ&Ε των τριάντα πέντε εισηγμένων εταιρειών που συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα αξιολογήθηκαν βάσει των δέκα έξι αριθμοδεικτών και με την t-test στατιστική ανάλυση και δεν παρουσιάστηκε στατιστικά σημαντική αλλαγή σε κανένα από αυτούς για το εξεταζόμενο διάστημα και για τρία έτη πριν και για τρία έτη μετά από την πράξη Σ&Ε. Σε αντίθεση με το t-test όσον αφορά στο Mann Whitney test εντοπίστηκαν τέσσερις αριθμοδείκτες που εμφανίζουν στατιστικά σημαντική αλλαγή.

Από τη στατιστική ανάλυση των παραπάνω δεδομένων μέσω της εφαρμογής Kruskal-Wallis test προέκυψε ότι δεν υπήρχε καμία στατιστική μεταβολή στους δέκα έξι αριθμοδείκτες, όταν οι Σ&Ε πραγματοποιήθηκαν είτε με εισηγμένη είτε με μη εισηγμένη. Αντίθετα η Σ&Ε σε σχέση με τη νομική μορφή (Α.Ε. ή Ε.Π.Ε., κλπ.) της εξαγοραζόμενης είχε ως αποτέλεσμα να εμφανίζει βελτιωμένη επίδοση για την περίπτωση της επιλογής της Ε.Π.Ε. Επιπρόσθετα, ανάλογα με το είδος του νομικού πλαισίου της συναλλαγής συγχώνευση ή εξαγορά, η επιλογή της εξαγοράς μιας επιχείρησης ως νομικού πλαισίου συναλλαγής υπήρξε περισσότερο επιτυχημένη σε σχέση με την επιχειρηματική επίδοση των εξεταζόμενων επιχειρήσεων του δείγματος. Τέλος, τα παραπάνω υποδεικνύουν την άμεση ανάγκη πλήρης ρύθμισης του νομικού πλαισίου για τις περιπτώσεις αρρυθμιστων κατά τα ως άνω περιπτώσεων συγχωνεύσεων που υφίστανται στην ελληνική νομοθεσία.

Βιβλιογραφία

- Agorastos, K. Pazarskis, M. & Karagiorgos, T. (2011), "An Accounting Comparison of the Post-Merger Economic Performance of Greek Acquiring Listed Firms in Domestic vs. International M&As at Southeast Europe", *International Journal of Trade and Global Markets*, **4**(3), 328-342
- Healy, P. Palepu, K. & Ruback, R. (1992), "Does Corporate Performance Improve After Mergers?," *Journal of Financial Economics*, **31**, 135-175
- Lyroutdi, K. Lazaridis, J. & Subeniotis, D. (1999), "Impact of International Mergers and Acquisitions on Shareholder's Wealth: A European Perspective", *Journal of Financial Management and Analysis*, **12**, 1-14
- Neely, W. & Rochester, D. (1987), "Operating Performance and Merger Benefits: The Savings and Loans Experience", *Financial Review*, **22**, 111-129
- Pazarskis, M. Vogiatzoglou, M. Christodoulou, P. & Drogalas, G. (2006), "Exploring the Improvement of Corporate Performance after

- Mergers - the Case of Greece", *International Research Journal of Finance and Economics*, **1**(6), 184-192
- Philippatos, G. Choi, D. & Dowling, W. (1985), "Effects of Mergers on Operational Efficiency: A Study of the S&L Industry in Transition", *Northeast Journal of Business & Economics*, **11**, 1-14
- Sharma, D. & Ho, J. (2002), "The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence", *Journal of Business Finance & Accounting*, **29**, 155-200
- Αλεξανδράκης, Α. Παζάρσκη, Μ. & Καραγιώργος, Θ. (2010), «Νομικό Πλαίσιο Σ&Ε Επιχειρήσεων στην Ελλάδα: μια Λογιστική-Χρηματοοικονομική Επισκόπηση και Πρόταση Ανασύνταξής του,» *ΕΣΔΟ 2010*, 4-6 Ιουνίου 2010, Καβάλα, *Conference Proceedings*, 280-294
- Καραμανώλης, Π. (2000), «Συγχώνευση δι' Εξαγοράς κατ' άρθρο 79 κ.ν.2190/1920, Ζητήματα Εταιρικού Δικαίου,» *10ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου*, 3-5 Νοεμβρίου 2000, Ηράκλειο, Ελλάδα
- Κιάντου-Παμπούκη, Αλ. (1961), «Συγχώνευσις Εμπορικών Εταιριών,» Εκδόσεις Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη, Ελλάδα
- Μικρουλέα, Α. (2000), «Ζητήματα Αποτίμησης της Επιχείρησης,» *10ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου*, 3-5 Νοεμβρίου 2000, Ηράκλειο, Ελλάδα
- Μιχαλόπουλος, Γ. (1985), «Η Τύχη της Μειοψηφίας κατά τη Συγχώνευση των Ανωνύμων Εταιριών, Συγκριτικές Παρατηρήσεις,» *Τιμητικός τόμος για τον καθηγητή κ. Κ. Ρόκα*
- Παζάρσκη, Μ. (2008), «Διερεύνηση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών Επιχειρήσεων στην Ελλάδα με την Εφαρμογή Στατιστικών Μεθόδων,» Διδακτορική Διατριβή, Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη
- Παζάρσκη, Μ. Καραγιώργος, Θ. Χριστοδούλου, Π. & Ελευθεριάδης, Ι. (2009), «Συγχωνεύσεις, Εξαγορές και Οικονομική Επίδοση Ελληνικών Επιχειρήσεων: Μια Λογιστική Θεώρηση,» *Sroudai - Journal of Economics and Business*, **59**(3), 102-116
- Παζάρσκη, Μ. Αλεξανδράκης, Α. & Καραγιώργος, Θ. (2010), «Επισκόπηση του Νομικού Πλαισίου Σ&Ε στην Ελλάδα από Λογιστική-Χρηματοοικονομική Θεώρηση και Ζητήματα Ανασύνταξής του,» *PRIME - International Journal*, **3**(1), 42-57
- Παμπούκης, Κ. (1991), «Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας,» Τεύχος Α', 3^η Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα, Ελλάδα
- Παπαγιάννης, Ι. (1997), «Δίκαιο Ανωνύμων Εταιριών, Ερμηνεία κατ' άρθρο Κώδικα Νόμων 2190/1920 περί Ανωνύμων Εταιριών,» Εκδόσεις Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη, Ελλάδα
- Πασσιάς, Ι. (1969), «Το Δίκαιον της Ανωνύμου Εταιρίας,» Τόμος 2ος, Αθήνα, Ελλάδα
- Περάκης, Ε. (2001), "Η Μορφολογία των Εξαγορών," *Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εξαγορών*, 235-243