

## **Συγχωνεύσεις, Εξαγορές και η Επίδραση της Φορολογίας στην Επιχειρηματική Επίδοση των Ελληνικών Εισηγμένων Επιχειρήσεων**

**Δρ. Μιχαήλ Παζάρσκης**

Επιστημονικός Συνεργάτης, Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων  
Διδάσκων Π.Μ.Σ. στη Διοίκηση Επιχειρήσεων, Τ.Ε.Ι. Κεντρικής Μακεδονίας  
[pazarskis@gmail.com](mailto:pazarskis@gmail.com)

**Δρ. Παναγιώτης Παντελίδης**

Επίκουρος Καθηγητής, Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων  
Διδάσκων Π.Μ.Σ. στη Διοίκηση Επιχειρήσεων, Τ.Ε.Ι. Κεντρικής Μακεδονίας  
[pan@teiser.gr](mailto:pan@teiser.gr)

**Μαρία Μπαλτζή**

Μεταπτυχιακή Φοιτήτρια  
Π.Μ.Σ. στη Διοίκηση Επιχειρήσεων, Τ.Ε.Ι. Κεντρικής Μακεδονίας  
[maria mpaltzi@yahoo.gr](mailto:maria_mpaltzi@yahoo.gr)

### **Περίληψη**

Οι Σ&Ε θεωρούνται ως ένας από τους πιο σύγχρονους τρόπους στρατηγικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων και περιγράφονται ως ο τρόπος με τον οποίο δύο εταιρείες ενώνονται με σκοπό να επιτύχουν συγκεκριμένους στρατηγικούς στόχους. Αυτές είναι συναλλαγές μεγάλης σημασίας όχι μόνο για τις ίδιες της επιχειρήσεις, αλλά και για ολόκληρη την οικονομία, αφού τις περισσότερες περιπτώσεις επενδύονται τεράστια ποσά διεθνώς. Στην παρούσα εργασία γίνεται βιβλιογραφική ανασκόπηση των σχετικών πηγών, έπειτα παρατίθεται η μεθοδολογία για την μελέτη όλων των εισηγμένων ελληνικών εταιρειών που ενεπλάκησαν σε Σ&Ε κατά τα έτη 2005-2009, με ανάλυση δεδομένων τους για τα έτη 2003-2011, και μετά ακολουθεί η εκτενής ανάλυση της εμπειρικής έρευνας με τα αντίστοιχα αποτελέσματα και συμπεράσματα που προέκυψαν. Το τελικό συμπέρασμα σχετικά με τις Σ&Ε και τη φορολογία στις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις από το δείγμα της έρευνας που εξετάστηκε είναι ότι τα φορολογικά κίνητρα δεν επηρεάζουν θετικά τις Σ&Ε.

Λέξεις-κλειδιά: συγχωνεύσεις, εξαγορές, φορολογία, αριθμοδείκτες

JEL Classification: G34, M40

### **Εισαγωγή**

Στις μέρες μας, το παγκόσμιο οικονομικό επιχειρηματικό περιβάλλον χαρακτηρίζεται κυρίως από τη διαφοροποίηση και την αστάθεια. Με κύριο στόχο την επίτευξη του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και την αύξηση της επιχειρηματικής αξίας, οι επιχειρήσεις μπορούν να επιλέγουν και να εφαρμόζουν ορισμένες εναλλακτικές επιχειρηματικές στρατηγικές. Οι Σ&Ε θεωρούνται ως ένας από τους πιο σύγχρονους τρόπους στρατηγικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων (Sharma & Ho, 2002; Seetharaman et al., 2008).

Στο πλαίσιο μιας "νέας παγκοσμιοποιημένης οικονομίας", που κυριαρχείται από την επανάσταση στους τομείς της πληροφορίας και των επικοινωνιών και από την κυριαρχία της γνώσης ως απαραίτητου στοιχείου ανταγωνιστικότητας και επιβίωσης στις διεθνείς αγορές, οι Σ&Ε αντιμετωπίζονται σήμερα ως κάτι το αναπόφευκτο, ως "αναγκαίο κακό" (Becker & Fuest, 2011; Eccles et al., 1999). Είναι συναλλαγές σημασίας όχι μόνο για τις ίδιες τις επιχειρήσεις, αλλά και για ολόκληρη την

οικονομία, αφού τις περισσότερες περιπτώσεις επενδύονται κολοσσιαία ποσά διεθνώς.

Η παρούσα εργασία πραγματοποιείται τη διαδικασία Σ&Ε, ενώ γίνεται βιβλιογραφική ανασκόπηση των σχετικών πηγών. Αναλύεται το δείγμα της έρευνας, οι ποσοτικές μεταβλητές έρευνας ως και η μεθοδολογία και ο έλεγχος των υποθέσεων του δείγματος. Περιλαμβάνεται ο σχολιασμός των αποτελεσμάτων με τη βοήθεια πινάκων των στατιστικών αποτελεσμάτων. Και τέλος καταγράφονται τα τελικά συμπεράσματα της έρευνας.

## **Βιβλιογραφική επισκόπηση**

Διάφορες μελέτες υπήρξαν διαχρονικά μελετώντας τις Σ&Ε και την επίδραση της φορολογίας. Οι Auerbach & Reishus (1987) στο ερώτημα εάν οι φόροι παίζουν πραγματικά ένα σημαντικό ρόλο στην απόφαση συγχώνευσης, μετά την μελέτη του δείγματος των 318 μεγαλύτερων συγχωνεύσεων και εξαγορών που σημειώθηκαν μεταξύ 1968 και 1983, δείχνουν ότι, για τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές της δεκαετίας του 1970 και αρχές του 1980 ανάμεσα στις μεγάλες δημόσιες εισηγμένες εταιρείες στις Ηνωμένες Πολιτείες, οι δυνατότητες μεταφοράς των μη χρησιμοποιηθεισών πιστώσεων φόρου και φορολογικών ζημιών ήταν ο πιο σημαντικός φορολογικός παράγοντας. Αυτό συνέβη, συγκεκριμένα, στις περιπτώσεις κατά τις οποίες τα οφέλη, χρησιμοποιήθηκαν από την απορροφώσα εταιρία για να προστατέψει το εισόδημά των υποκείμενων στο φόρο εξαγοραζουσών εταιρειών. Ωστόσο, και όταν πιθανά φορολογικά οφέλη είχαν αναγνωριστεί, δεν βρέθηκε οποιοδήποτε στοιχείο που να αποδεικνύει ότι αυτά έχουν διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στη δομή και τη συχνότητα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών.

Ο Breen (1987) επικεντρώθηκε στις τέσσερις διατάξεις του φορολογικού κώδικα που είναι ευρέως διαδεδομένο ότι δημιουργούν σημαντικά κίνητρα συγχώνευσης στις Η.Π.Α. Πρώτον, την ευκαιρία να μεταφέρει μεταξύ των επιχειρήσεων τις καθαρές ζημιές λειτουργίας και τις μη χρησιμοποιηθείσες πιστώσεις φόρου, δεύτερον, την ευκαιρία για την χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων ή την χρησιμοποίηση των νέων τιμών πωλήσεων ως βάση για απόσβεση, τρίτον, το κίνητρο, που προβλέπεται από το χαμηλότερο συντελεστή του φόρου εισοδήματος στα κέρδη κεφαλαίου, τέταρτον, την ευκαιρία για την εξαγοράζουσα επιχείρηση να εκπίπτει από το φορολογητέο εισόδημα τις πληρωμές τόκων. Η γενική αντίληψη ότι οι αποφάσεις για συγχώνευση οδηγούνται συχνά από τις φορολογικές εκτιμήσεις βασίζονται σε συγκεκριμένες διατάξεις του φορολογικού κώδικα που προσφέρουν τις δυνατότητες για συγχώνευση με χρήση φορολογικών πλεονεκτημάτων, ενώ υποδηλώνουν μια σύνδεση ανάμεσα σε ένα συγκεκριμένο φορολογικό όφελος και την απόφαση συγχώνευσης, προέκυψε να είναι ατυχής.

Το αντικείμενο της έρευνας επίσης των Auerbach & Reishus (1987) ήταν να εξετάσει την επίδραση των φόρων για τη συχνότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις Ηνωμένες Πολιτείες τα έτη 1968-83 σε ένα δείγμα 318 μεγάλων συγχωνεύσεων και εξαγορών. Για να επιτευχθεί αυτό, έγινε σύγκριση των φορολογικών χαρακτηριστικών από ένα δείγμα συγχωνευμένων επιχειρήσεων και ένα παρόμοιο δείγμα επιχειρήσεων οι οποίες δεν έχουν συγχωνευθεί και επιλέχθηκαν τυχαία. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι μια ενδεχόμενη φορολογική αύξηση στα ποσοστά φορολόγησης δεν αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την επιρροή των συγχωνεύσεων κατά την εν λόγω περίοδο. Τα φορολογικά οφέλη που σχετίζονται με την απόκτηση μιας επιχείρησης όταν έχουμε φορολογικές ελαφρύνσεις φαίνεται να ασκούν μια ασήμαντη επίδραση στη δραστηριότητα των Σ&Ε. Η συχνότητα και το μέγεθος των φορολογικών πλεονεκτημάτων φαίνεται να είναι γενικά σχεδόν ίδια και στα δύο δείγματα, ενώ το μέγεθος του ενδεχόμενου οφέλους δεν αποτελεί κίνητρο για τις συγχωνεύσεις.

Οι Landsman & Shackelford (1995) στην εν λόγω μελέτη τους εξέτασαν το κεφαλαιακό κέρδος που προέκυψε από την εξαγορά της RJR Nabisco που πραγματοποιήθηκε το έτος 1989. Η πρόσβαση σε εμπιστευτικά αρχεία μετόχων τους επέτρεψε να εκτιμηθεί ακριβώς η επίδραση των φορολογικών κερδών κατά τη διάρκεια της συγκεκριμένης εξαγοράς. Βρέθηκε μια αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στην τιμή των μετοχών και το σταθμισμένο μέσο όρο του αριθμού των μετοχών που πωλήθηκαν κατά την περίοδο της εξαγοράς. Έτσι, τα ευρήματά τους υποδηλώνουν ότι για κάθε δολάριο λιγότερο στην φορολόγηση, οι μέτοχοι ζητούσαν επιπλέον 20 λεπτά στην τιμή πώλησης ως αποζημίωση για τα κέρδη κεφαλαιουχικού φόρου.

Ο Erickson (1996) προσεγγίζει τη δομή των εταιρικών εξαγορών από την προοπτική των χρηματοδοτήσεων των επενδύσεων, και παρέχει αποδεικτικά στοιχεία ότι το φορολογικό καθεστώς των Σ&Ε επηρεάζει τον τρόπο με τον οποίο αυτές οι συναλλαγές πραγματοποιούνται. Συγκεντρώθηκε ένα δείγμα 344 εξαγορών επιχειρήσεων που ολοκληρώθηκαν κατά την περίοδο 1985-1988 από διάφορες πηγές. Προκειμένου να συμπεριληφθούν στο τελικό δείγμα, έπρεπε να ικανοποιούνται τα ακόλουθα κριτήρια: Α) Τόσο ο αγοραστής όσο και ο στόχος ήταν εισηγμένες εταιρείες στις Η.Π.Α. πριν από τη συναλλαγή. Β) Τόσο ο αγοραστής και ο στόχος να ήταν στα δεδομένα της Compustat. Γ) Η εξαγοράζουσα και η εταιρεία στόχος δεν ήταν στον κλάδο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών πριν από τη συναλλαγή. Δ) Ο αγοραστής δεν έχει ελέγχουσα συμμετοχή στο στόχο πριν την εξαγορά. Ε) Πληροφορίες σχετικά με την ανακοίνωση, την ημερομηνία ολοκλήρωσης και τους όρους της συναλλαγής είναι στην διάθεση του κοινού. Επίσης, οι εξαγορές επιχειρήσεων κατηγοριοποιούνται ως υποκείμενες στο φόρο και μη υποκείμενες στο φόρο. Τα αποτελέσματα υποστηρίζουν την άποψη ότι τα φορολογικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης στόχου, αλλά και ο ενδεχόμενος φόρος υπεραξίας του παθητικού της επιχείρησης στόχου, επηρεάζουν την δομή των Σ&Ε.

Οι Ayers et al. (2005) διερεύνησαν το ρόλο της πολιτικής της φορολογικής υπεραξίας και την επίδραση της στην δραστηριότητα των εξαγορών. Συγκεκριμένα, έγινε ανάλυση κατά πόσον η δραστηριότητα των εξαγορών αντιστρόφως σχετίζεται με τα κέρδη κεφαλαίου που προκύπτουν από τους φορολογικούς συντελεστές των μετόχων. Πραγματοποιήθηκε μέτρηση για κάθε εξαγορά εντός τριμήνου από το 1973 έως το 2001 (7.358 συγχωνεύσεις σε πάνω από 115 τρίμηνα) με: α) το ποσοστό των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών που αποκτήθηκαν σε ένα ημερολογιακό τρίμηνο και β) το ποσοστό της αγοραίας αξίας των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών που αποκτήθηκαν σε ένα ημερολογιακό τρίμηνο. Καταρχήν, τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι με σταθερούς παράγοντες η πολιτική της φορολογικής υπεραξίας αποτελεί σημαντική επιρροή για την εξαγορά επιχειρήσεων. Κάτι τέτοιο όμως δε συμβαίνει στην φορολογία υψηλών υπεραξιών όπου βλέπουμε ότι μειώνεται η δραστηριότητα των εξαγορών. Η μελέτη αυτή συνδέεται όχι μόνο με τις εταιρικές εξαγορές, αλλά συνδέεται και με τις επιπτώσεις της υπεραξίας φόρου επί εξαγορών ατομικών επιχειρήσεων.

Οι Becker & Fuest (2006) μελέτησαν εάν θα έπρεπε η αμερικανική κυβέρνηση να "περάσει" από το φορολογικό σύστημα ελαφρύνσεων σε ένα καθεστώς φορολογικής απαλλαγής. Για το λόγο αυτό μελέτησαν τον τρόπο με τον οποίο η φορολογία επηρεάζει τη διεθνή κατανομή του κεφαλαίου υπό διπλής φορολογίας καθεστώτα και εξέτασαν την φορολόγηση των επιχειρήσεων σε ένα μοντέλο όπου οι διεθνείς ροές κεφαλαίων είτε είναι αναξιοποίητα επενδυτικά σχέδια ή εξαγορές υφιστάμενων επιχειρήσεων, και στην περίπτωση που οι επενδύσεις είναι υποκινούμενες είτε είναι από μείωση του κόστους ή για λόγους εισόδου στην αγορά. Τα συμπεράσματα είναι ότι η διεθνής φορολογία υπερισχύει μόνο σε περίπτωση αναξιοποίητων επενδυτικών σχεδίων ενώ σε όλες τις άλλες περιπτώσεις το σύστημα των

μειωμένων φορολογικών συντελεστών δεν είναι πλέον το βέλτιστο και το ξένο φορολογικό σύστημα αποτυγχάνει να εξασφαλίσει την ουδετερότητα. Ωστόσο, κατέληξαν ότι, το σύστημα της φορολογικής απαλλαγής θα πρέπει να είναι γενικά εξειδικευμένο.

Ο Mescall (2007) χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο δείγμα συγχωνεύσεων και εξαγορών από 27 χώρες πάνω από μια 16ετή περίοδο (5.537 Σ&Ε από το 1990 έως το 2005), ερεύνησε πως φορολογικές και οικονομικές πολιτικές επηρεάζουν τις διασυννοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Το πρώτο μισό της μελέτης το οποίο και μας ενδιαφέρει παρέχει αποδείξεις ότι οι φορολογικές πολιτικές μπορούν να επηρεάσουν τα κέρδη των διασυννοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η μελέτη αποτελεί την πρώτη απόδειξη ότι ο κίνδυνος ο οποίος συνδέεται με την ενδοεπιχειρησιακή τιμολόγηση (transfer pricing) επηρεάζεται κατά την διενέργεια των Σ&Ε και οι πολιτικές που ακολουθούν οι χώρες όσον αφορά την ενδοεπιχειρησιακή τιμολόγηση επηρεάζουν την απόφαση για συγχωνεύσεις. Τέλος, αυτό μπορεί να είναι ενδιαφέρον όχι μόνο για τους φορείς χάραξης πολιτικής που ασχολείται άμεσα με τη πολιτική τιμολόγησης, αλλά και του ανάλογου διεθνούς λογιστικού προτύπου.

Δεν υπάρχουν πολλά στοιχεία από τη βιβλιογραφία σχετικά με τις ακριβείς και βασικές πηγές των κερδών των συγχωνεύσεων όπως π.χ. οι φορολογικές ελαφρύνσεις και πιο είναι το σχετικό τους μέγεθος. Προηγούμενη βιβλιογραφία δείχνει ότι οι συνεργίες θα μπορούσαν να οδηγήσουν στην σύνθεση των κερδών αυτών και να προκύψουν μέσω μειώσεων φόρων. Οι Devos et al. (2008) υπολόγισαν το μέσο όρο των κερδών της συνεργίας το οποίο εκτιμήθηκε σε ποσοστό 10,03% της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου των υπό συγχώνευση επιχειρήσεων αναλύοντας τις προβλέψεις των ταμειακών ροών στις εξαγοράζουσες, στις εταιρείες-στόχους και στις συνδυασμένες επιχειρήσεις σε ένα δείγμα 264 μεγάλων συγχωνευμένων βιομηχανικών επιχειρήσεων κατά την διάρκεια 1980-2004. Τα λεπτομερή στοιχεία από τις προβλέψεις τους οδήγησαν όσον αφορά στην τιμή του κέρδους για τις συγχωνεύσεις στα εξής στοιχεία: Οι εκτιμώμενες οικονομικές συνεργίες από εξοικονόμηση φόρων είναι μόνο 1,64%, υποστηρίζοντας ότι τα φορολογικά ζητήματα συνήθως παίζουν μόνο ένα μικρό ρόλο στις συγχωνεύσεις. Επίσης, οι επιχειρησιακές συνεργίες με μέσο όρο περίπου 8,38%, που στην πραγματικότητα μπορεί να είναι πολύ υψηλότερο, διαφοροποιείται από συγχώνευση σε συγχώνευση. Τα στοιχεία λοιπόν δείχνουν ότι οι συγχωνεύσεις δημιουργούν κέρδη από βελτίωση της κατανομής των πόρων και όχι με την μείωση της φορολογίας ή την αύξηση της δύναμη στην αγορά της συγχωνευμένης επιχείρησης.

Οι Becker & Fuest (2011) ανέλυσαν το φορολογικό ανταγωνισμό και το συντονισμό της φορολογίας σε ένα μοντέλο, όπου οι ροές κεφαλαίων παρουσιάζονται με τη μορφή συγχωνεύσεων και εξαγορών, αντί για επενδύσεις σε αναξιοποίητες ζώνες. Έτσι, δημιούργησαν ένα μοντέλο στο οποίο υπέθεσαν έναν κόσμο που αποτελείται από δύο χώρες: εγχώρια και ξένη. Κάθε χώρα κατοικείται από ένα μεγάλο αριθμό νοικοκυριών και τα νοικοκυριά ζουν μόνο για δύο περιόδους. Τα αποτελέσματα ήταν τα εξής: Εάν οι κυβερνήσεις χρησιμοποιούσαν μόνο τον κώδικα φορολογίας που εφαρμόζεται εντός των συνόρων της χώρας, τα επίπεδα φορολογίας που επιλέγουν στο πλαίσιο του φορολογικού ανταγωνισμού είναι αποτελεσματικά για το σύνολο της οικονομίας, πράγμα που σημαίνει ότι δεν υπάρχει χώρος για βελτίωση της αποτελεσματικότητας του διακρατικού φορολογικού συντονισμού. Συνεπώς, μια αλλαγή στην συγκεκριμένη φορολογία σε μία χώρα δεν επηρεάζει τις επενδύσεις των Σ&Ε σε άλλες χώρες, με την προϋπόθεση ότι καμία φορολογική εξωγενής επίδραση δεν προκύπτει. Αντίθετα, αν υφίσταται διαφορετικός κώδικας φορολογίας τόσο για εισοδήματα εντός, όσο και εκτός της χώρας, ο φορολογικός ανταγωνισμός οδηγεί σε αρνητικές δημοσιονομικές συνέπειες που συνεπάγονται αναποτελεσματικά υψηλοί φορολογικοί συντελεστές.

## Μεθοδολογία έρευνας

### Δείγμα έρευνας

Το δείγμα της έρευνας της συγκεκριμένης εργασίας αποτελείται από σαράντα επτά (47) εισηγμένες επιχειρήσεις του ελληνικού χρηματιστηρίου που προχώρησαν σε συγχωνεύσεις ή εξαγορές κατά το χρονικό διάστημα 2005-2009 με άλλες εισηγμένες και μη εισηγμένες επιχειρήσεις, ενώ ταυτόχρονα αποκλείστηκαν από αυτό το δείγμα οι εταιρείες που πραγματοποίησαν περισσότερες από μία συγχώνευση ή εξαγορά για τα προηγούμενα και επόμενα δύο χρόνια αντίστοιχα ή δεν υπήρχαν οικονομικά στοιχεία αυτών για διάφορους λόγους (π.χ. πτώχευση, κ.ά.). Επίσης αποκλείστηκαν όσες εταιρείες έχουν αντικείμενο χρηματοοικονομικές εργασίες (τράπεζες, κλπ.).

### Αριθμοδείκτες - ποσοτικές μεταβλητές έρευνας

Οι αριθμοδείκτες που επιλέχθηκαν για τη ανάλυση και αξιολόγηση του παραπάνω δείγματος με βάση τη μεθοδολογία που ακολουθήθηκε στις προηγούμενες αντίστοιχες μελέτες που παρουσιάστηκαν στο δεύτερο μέρος αυτής της εργασίας, παρατίθενται και αναλύονται παρακάτω.

Έτσι η επεξεργασία του δείγματος θα βασιστεί στην εξέταση 11 αριθμοδεικτών, όπως αναλύονται στη συνέχεια:

- Αριθμοδείκτης κέρδους ή ζημίας προ φόρου (P/L before tax), που συμβολίζεται στην παρούσα εργασία με τη μεταβλητή V01.
- Αριθμοδείκτης κέρδους ή ζημίας για την περίοδο (P/L for period [= Net Income]) που συμβολίζεται στην παρούσα εργασία με τη μεταβλητή V02.
- Αριθμοδείκτης περιθωρίου ΚΠΦΤΑ (EBITDA margin %), που αναλύεται ως: Κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων προς τα έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες και συμβολίζεται στην παρούσα εργασία με τη μεταβλητή V03.
- Αριθμοδείκτης περιθωρίου ΚΠΦΤ (EBIT margin %) που αναλύεται ως: Κέρδη προ τόκων και φόρων προς τα έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες και συμβολίζεται στην παρούσα εργασία με τη μεταβλητή V04.
- Οι πωλήσεις (Sales) που συμβολίζεται στην παρούσα εργασία με τη μεταβλητή V05.
- Περιθώριο κέρδους (Profit margin %), που αναλύεται ως: Καθαρά κέρδη προ φόρων προς τα έσοδα από τις λειτουργικές δραστηριότητες, το οποίο συμβολίζεται στην παρούσα εργασία με τη μεταβλητή V06.
- Έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες (Op.revenue) που συμβολίζονται στην παρούσα εργασία με τη μεταβλητή V07.
- Ταμειακή Ροή (Cash flow) όπου συμβολίζεται στην παρούσα εργασία με τη μεταβλητή V08.
- Ταμειακές Ροές προς λειτουργικές δραστηριότητες (Cash flow / Operating revenue) αναλύεται ως: Ταμειακή ροή προς έσοδα από τις λειτουργικές δραστηριότητες και συμβολίζεται στην παρούσα εργασία με τη μεταβλητή V09.
- Απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων (ROA- Return On Assets) και αναλύεται ως: Καθαρά Κέρδη προς το σύνολο του ενεργητικού και συμβολίζεται στην παρούσα εργασία με τη μεταβλητή V10.
- Αριθμοδείκτης ROE (ROE- Return On Equity), που αναλύεται ως: Καθαρά κέρδη προς τα ίδια κεφάλαια και συμβολίζεται στην παρούσα εργασία με τη μεταβλητή V11.

### Εφαρμοζόμενη μεθοδολογία και έλεγχος υποθέσεων δείγματος

Η πράξη Σ&Ε κάθε μιας 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; Παζάρσκης, 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 (Παζάρσκης, 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 ενδιαμέσο χρονικό διάστημα αυτής. Για το λόγο αυτό διακρίνουμε για το σύνολο των επιχειρήσεων του δείγματος τις εξής περιπτώσεις:

- α: δείγμα επιχειρήσεων με περίοδο μελέτης δύο έτη πριν και μετά την πράξη Σ&Ε (μακροπρόθεσμο χρονικό διάστημα)
- β: δείγμα επιχειρήσεων με περίοδο μελέτης ένα έτος πριν και μετά την πράξη Σ&Ε (βραχυπρόθεσμο χρονικό διάστημα)

Οι υποθέσεις που εξετάζονται είναι οι εξής:

- $H_1$ : Η επίδοση των εξεταζόμενων επιχειρήσεων μετά από την πράξη Σ&Ε δεν αναμένεται να μεταβληθεί σε μακροπρόθεσμο χρονικό διάστημα.
- $H_2$ : Η επίδοση των εξεταζόμενων επιχειρήσεων μετά από την πράξη Σ&Ε δεν αναμένεται να μεταβληθεί σε βραχυπρόθεσμο χρονικό διάστημα.

Το κύριο ερευνητικό ερώτημα που διερευνάται για να απαντηθεί από την εξέταση των παραπάνω αναφερομένων υποθέσεων και μεταβλητών είναι το εξής: "Η οικονομική επίδοση μιας επιχείρησης την περίοδο μετά την πράξη Σ&Ε είναι καλύτερη σε σχέση με αυτή την περίοδο πριν την πράξη Σ&Ε;" (Παζάρσκης, Μ. 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 το μέσο όρο από το αντίστοιχο άθροισμα των ετών T+1, T+2, αντίστοιχα (περίπτωση: α). Το ίδιο επαναλαμβάνεται για την περίπτωση β (Philippatos et al., 1985; Sharma & Ho, 2002; Pramod Mantravadi & A. Vidyadhar Reddy, 2007; Παζάρσκης, 2008; Pazarskis et al., 2006; 2011a;b; 2013a;b; 2014a;b).

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, κτλ.) 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 των 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.

### Αποτελέσματα έρευνας

Οι επιχειρήσεις που επιλέχθηκαν στο δείγμα μας είναι εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο Αθηνών που πραγματοποίησαν Σ&Ε κατά τα έτη 2005, 2006, 2007, 2008 και 2009. Η οικονομική τους επίδοση μελετήθηκε συγκριτικά για δύο έτη πριν και μετά από την κάθε πράξη Σ&Ε για σαράντα επτά ελληνικές επιχειρήσεις. Τα κριτήρια για τον τελικό διαχωρισμό του δείγματος είναι ότι θα έπρεπε η κάθε μία επιχείρηση που θα ήταν τελικά στο δείγμα προς μελέτη να μην έχει κάνει άλλη σημαντική πράξη Σ&Ε για δύο έτη πριν και μετά προς εξέταση πράξη Σ&Ε, ενώ ταυτόχρονα η πράξη της προς εξέταση πράξης Σ&Ε θα πρέπει να είναι ικανή να της διασφαλίσει τη διοίκηση της επιχείρησης για την προώθηση των συμφερόντων της.

Οι Σ&Ε που περιλήφθηκαν στο δείγμα της παραπάνω έρευνας και αξιολογούνται με βάση τους έντεκα παρακάτω αριθμοδείκτες (αριθμοδείκτης κέρδους ή ζημίας προ φόρου, αριθμοδείκτης κέρδους ή ζημίας για την περίοδο-καθαρό εισόδημα, αριθμοδείκτης περιθωρίου ΚΠΦΤΑ, αριθμοδείκτης περιθωρίου ΚΠΦΤ, πωλήσεις, περιθώριο κέρδους, έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες, ταμειακή ροή, ταμειακές ροές προς έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες, αριθμοδείκτης ROA και αριθμοδείκτης ROE).

Ακολουθούν οι πίνακες με τα αποτελέσματα της στατιστικής επεξεργασίας για τα έτη 2005, 2006, 2007, 2008 και 2009 όπου ανάλυση έγινε για δύο έτη πριν και μετά τη Σ&Ε (πίνακας 6-8), και ένα έτος πριν και μετά τη Σ&Ε (πίνακας 7-9).

**Πίνακας 6: Στατιστικά αποτελέσματα T-test για +/- 2 έτη**

Μεταβλητές	Επίδοση πριν και μετά την Σ&Ε	Μέση Τιμή	t-statistic δίπλευρο τεστ	p-value	Διάστημα Εμπιστοσύνης 95%
V1	Πριν Μετά	9.198 3.386	-1,26	0,209	(-14.925; 3.302)
V2	Πριν Μετά	17.279 6.492	-1,07	0,289	(-30.829; 9.255)
V3	Πριν Μετά	11,8 8,0	-1,53	0,129	(-8,72; 1,12)
V4	Πριν Μετά	6,3 1,7	-1,76	0,080*	(-9,79; 0,56)
V5	Πριν Μετά	159.274 175.580	0,25	0,802	(-112.158; 144.771)
V6	Πριν Μετά	4,7 -1,6	-2,27	0,024**	(-11,84; -0,83)
V7	Πριν Μετά	161.712 177.695	0,24	0,807	(113.213; 145.178)
V8	Πριν Μετά	34.070 22.193	-0,58	0,560	(-52.101; 28.348)
V9	Πριν Μετά	12,57 10,0	-1,39	0,168	(-6,32; 1,11)
V10	Πριν Μετά	1,97 -0,22	-2,19	0,030**	(-4,157; -0,218)
V11	Πριν Μετά	-11,4 -11,0	0,04	0,972	(-23,1; 23,9)

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 samples mean t-test) 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  $H_0$  (βλ. σχετικά, \*\*\*)

$0.01 \leq p < 0.05$  μέτρια ένδειξη ενάντια στην  $H_0$  (βλ. σχετικά, \*\*)

$0.05 \leq p < 0.10$  ελάχιστη ένδειξη ενάντια στην  $H_0$  (βλ. σχετικά, \*)

$0.10 \leq p$  καμία πραγματική ένδειξη ενάντια στην  $H_0$ .

Για τις σαράντα επτά (47) εταιρείες οι οποίες πραγματοποίησαν μια Σ ή Ε το έτος 2005-2009 και συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα, η συναλλαγή αξιολογήθηκε βάσει των έντεκα (11) αριθμοδεικτών (V1 έως και V11) και μετά από τη στατιστική ανάλυση (two independent samples t-test) για τα δύο χρόνια πριν και δύο χρόνια μετά την Σ&Ε δεν παρουσιάστηκε καμία στατιστικά σημαντική μεταβολή σε οκτώ (8) από αυτούς (συγκεκριμένα στον αριθμοδείκτη κέρδους ή ζημίας προ φόρου, αριθμοδείκτη κέρδους ή ζημίας για την περίοδο, αριθμοδείκτη περιθωρίου ΚΠΦΤΑ, στις πωλήσεις, στα έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες, στην ταμειακή ροή, στην ταμειακές ροές προς έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες, και στον αριθμοδείκτη ROE), ενώ τρεις (3) από αυτούς (συγκεκριμένα, ο αριθμοδείκτης περιθωρίου ΚΠΦΤ, το περιθώριο κέρδους και η απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων) μεταβλήθηκαν στατιστικά σημαντικά και ουσιαστικά χειροτέρεψαν.

**Πίνακας 7: Στατιστικά αποτελέσματα T-test για +/- 1 έτη**

Μεταβλητές	Επίδοση πριν και μετά την Σ&Ε	Μέση Τιμή	t-statistic δίπλευρο τεστ	p-value	Διάστημα Εμπιστοσύνης 95%
V01	Πριν Μετά	11.175 3.948	-0,95	0,345	(-22.408; 7.953)
V02	Πριν Μετά	19.091 9.073	-0,64	0,523	(-41.204; 21.169)
V03	Πριν Μετά	12,9 7,1	-1,77	0,080*	(-12,47; 0,72)
V04	Πριν Μετά	7,9 0,3	-2,21	0,030**	(-14,28; -0,74)
V05	Πριν Μετά	163.831 174.545	0,11	0,909	(-175.243; 196.671)
V06	Πριν Μετά	6,2 -3,4	-2,69	0,009***	(-16,67; -2,49)
V07	Πριν Μετά	165.917 176.647	0,11	0,909	(-175.495; 196.953)
V08	Πριν Μετά	35.213 25.230	-0,33	0,743	(-70.510; 50.545)
V09	Πριν Μετά	11,61 9,60	-0,87	0,387	(-6,64; 2,61)
V10	Πριν Μετά	2,43 -0,49	-2,44	0,017**	(-5,30; -0,54)
V11	Πριν Μετά	-6,9 -5,0	0,18	0,858	(-18,4; 22,0)

**Σημείωση:**

\*\*\* : 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.

Για τις σαράντα επτά (47) εταιρείες οι οποίες πραγματοποίησαν μια Σ ή Ε το έτος 2005-2009 και συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα, η συναλλαγή αξιολογήθηκε βάσει των έντεκα (11) αριθμοδεικτών (V1 έως και V11) και μετά από τη στατιστική ανάλυση (two independent samples t-test) για ένα χρόνο πριν και ένα χρόνο μετά την Σ&Ε δεν παρουσιάστηκε καμία στατιστικά σημαντική μεταβολή σε επτά (7) από αυτούς (συγκεκριμένα, στον αριθμοδείκτη κέρδους ή ζημίας προ φόρου, αριθμοδείκτη κέρδους ή ζημίας για την περίοδο, στις πωλήσεις, στα έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες, στην ταμειακή ροή, στις ταμειακές ροές προς έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες, και στον αριθμοδείκτη ROE), ενώ τέσσερις (4) από αυτούς (συγκεκριμένα, ο αριθμοδείκτης περιθωρίου ΚΠΦΤΑ, ο



αριθμοδείκτης περιθωρίου ΚΠΦΤ, το περιθώριο κέρδους και η απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων) μεταβλήθηκαν στατιστικά σημαντικά και ουσιαστικά χειροτέρεψαν.

**Πίνακας 8: Στατιστικά Αποτελέσματα Mann-Whitney test για +/-2 έτη**

Μεταβλητές	Διάμεσος pre-M&As	Διάμεσος post-M&As	p-value	Διάστημα εμπιστοσύνης 95%
V01	1.386,3	1.103,8	0,297	(-2.648,7; 765,8)
V02	1.045,2	348,8	0,033**	(-3.021;-112,7)
V03	11,669	8,328	0,048**	(-5,737; -0,034)
V04	6,528	4,786	0,046**	(-5,481; -0,042)
V05	36.034	42.940	0,651	(-8.304; 16.598)
V06	4,755	3,616	0,012***	(-6,891; -0,737)
V07	37.129	43.877	0,525	(-7.071; 17.062)
V08	3.373,1	1.880,8	0,146	(-3.294; 383,8)
V09	10,436	6,129	0,020**	(-4,998; -0,455)
V10	2,933	1,679	0,006***	(-3,145; -0,473)
V11	3,518	0,994	0,012**	(-6,189; -0,660)

**Σημείωση :**

\*\*\* : 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.

Όσον αφορά το Mann Whitney test εντοπίστηκαν αριθμοδείκτες που εμφανίζουν στατιστικά σημαντική μεταβολή. Αναλυτικότερα στον Πίνακα 8 καταγράφονται τα αποτελέσματα για κάθε ένα από τους έντεκα (11) αριθμοδείκτες, από τη στατιστική ανάλυση για το διάστημα των ετών από το 2005-2009, για τα οποία η επεξεργασία έγινε για δύο έτη πριν και δύο έτη μετά από την πράξη Σ&Ε. Συγκεκριμένα, οι αριθμοδείκτες V02, V03, V04, V06, V09, V10 και V11 (αριθμοδείκτης κέρδους ή ζημίας για την περίοδο, αριθμοδείκτης περιθωρίου ΚΠΦΤΑ, αριθμοδείκτης περιθωρίου ΚΠΦΤ, περιθώριο κέρδους, ταμειακές ροές προς έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες, αριθμοδείκτης ROA και ο αριθμοδείκτης ROE αντίστοιχα) για τα δύο έτη πριν και μετά την Σ&Ε μεταβλήθηκαν στατιστικά σημαντικά και ουσιαστικά χειροτέρεψαν.

**Πίνακας 9: Στατιστικά Αποτελέσματα Mann-Whitney test για +/-1 έτη**

Μεταβλητές	Διάμεσος pre-M&As	Διάμεσος post-M&As	p-value	Διάστημα εμπιστοσύνης 95%
V01	1.470,0	1.055,0	0,402	(-3.116,4; 1.545,1)
V02	1.183,0	387,8	0,288	(-3.207; 899,7)
V03	11,452	8,566	0,151	(-6.995; 1,018)
V04	7,069	4,342	0,090*	(-7,366; 0,519)
V05	40.718	37.356	0,979	(-16.394; 20.561)
V06	4,45	2,84	0,456	(-9,49; -0,07)
V07	45.704	38.353	0,951	(-16.171; 20.341)
V08	3.740,6	1.906,2	0,511	(-3.835; 1.533)
V09	9,028	5,739	0,295	(-4,626; 1,201)
V10	3,148	1,291	0,022**	(-3,950; -0,276)
V11	3,232	1,686	0,234	(-6,615; 1,285)

**Σημείωση :**

\*\*\*: 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.

Για ένα έτος πριν και μετά την Σ&Ε οι αριθμοδείκτες V04 και V10 (αριθμοδείκτης περιθωρίου ΚΠΦΤ και αριθμοδείκτης ROA) χειροτέρεψαν. Στον Πίνακα 9 καταγράφονται τα αποτελέσματα για κάθε ένα από τους έντεκα (11) αριθμοδείκτες, για τα οποία η επεξεργασία έγινε για ένα έτος πριν και ένα έτος μετά από την πράξη Σ&Ε. Συνεπώς, οι υποθέσεις της παρούσας εργασίας  $H_1$  και  $H_2$  σε κάθε περίπτωση απορρίπτονται.

## Συμπεράσματα

Οι Σ&Ε θεωρούνται ως ένας από τους πιο σύγχρονους τρόπους στρατηγικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων και περιγράφονται ως ο τρόπος με τον οποίο δύο εταιρείες ενώνονται με σκοπό να επιτύχουν συγκεκριμένους στρατηγικούς στόχους. Οι Σ&Ε δεν είναι κάτι το πρωτόγνωρο στην ιστορία των οικονομικών και επιχειρησιακών εξελίξεων, στο εσωτερικό μιας χώρας ή και μεταξύ διαφόρων χωρών (διασυννοριακές Σ&Ε). Η οικονομική ιστορία αναφέρει σημαντικά κύματα Σ&Ε στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο, ολόκληρη την Ευρώπη, αλλά και διάφορες συναφείς πράξεις στην Ελλάδα.

Επίσης, είναι γνωστό ότι η έκδοση των διεθνών λογιστικών προτύπων αυτών επιφέρει σημαντικές αλλαγές όσον αφορά τον λογιστικό χειρισμό και θέματα αποτίμησης για εξαγορές και συγχωνεύσεις στο πλαίσιο των Δ.Π.Χ.Π (Hamberg et al., 2011). Το Δ.Π.Χ.Π. 3 αντικαθιστά από 01/01/2005 το Δ.Λ.Π. 22 που ίσχυε από το 1998 για την παρουσίαση ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων. Οι αλλαγές αυτές είναι ακόμη πιο μεγάλες για τις ελληνικές εταιρείες που καλούνται να υιοθετήσουν τα ΔΠΧΠ, αντικατοπτρίζοντας ουσιαστικά τη σημαντικότερη διαφορά φιλοσοφίας μεταξύ των διεθνών και των ελληνικών λογιστικών προτύπων. Ταυτόχρονα, όσον αφορά περαιτέρω το εγχώριο νομικό-φορολογικό καθεστώς, η ελληνική πολιτεία θέσπισε νόμους επιδιώκοντας την παροχή ισχυρών κινήτρων συγχωνεύσεων. Αρχικά, θεσπίστηκε ο Νόμος 1297/1972. Αργότερα, με το Ν.2166/1993 επήλθαν σοβαρές καινοτομίες που απλουστεύουν σε μεγάλο βαθμό τη διαδικασία συγχωνεύσεως των εταιριών που προβλέπεται από τις διατάξεις του Ν.2190/1920 και του νομοθετικού διατάγματος 1297/1992. Τα δυο καθεστάτα (Ν.Δ. 1297/1972 & Ν.2166/1993) ισχύουν παράλληλα και οι ενδιαφερόμενοι μπορούν να επιλέξουν εκείνο που τους συμφέρει. Τέλος, με το Ν.3296/2004 προβλέπεται η συγχώνευση επιχειρήσεων οποιασδήποτε νομικής μορφής πλην Α.Ε. σε προσωπική εταιρία, Ε.Π.Ε. ή Α.Ε.

Διάφορες μελέτες υπήρξαν διαχρονικά διεθνώς μελετώντας τις Σ&Ε και την επίδραση της φορολογίας, οι οποίες προσπάθησαν να δώσουν απάντηση στο ερώτημα εάν οι φόροι παίζουν πραγματικά ένα σημαντικό ρόλο στην απόφαση για συγχώνευση ή εξαγορά.

Στην παρούσα έρευνα αναλύεται και αξιολογείται η επίδραση της φορολογίας στην επιχειρηματική επίδοση των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων. Το δείγμα της έρευνας αποτελείται από 47 εταιρείες εισηγμένες στο Χ.Α. που προχώρησαν σε συγχωνεύσεις ή εξαγορές με άλλες εισηγμένες και μη εισηγμένες επιχειρήσεις, ενώ το χρονικό διάστημα στο οποίο επικεντρώνεται η έρευνα είναι η πενταετία 2005-2009. Για την ανάλυση και αξιολόγηση του παραπάνω θέματος, χρησιμοποιήθηκαν οι εξής 11 αριθμοδείκτες: αριθμοδείκτης κέρδους ή ζημίας προ φόρου, αριθμοδείκτης κέρδους ή ζημίας για την περίοδο, αριθμοδείκτης περιθωρίου ΚΠΦΤΑ (EBITDA margin %), αριθμοδείκτης περιθωρίου κφπ (ebit margin %), πωλήσεις (sales), περιθώριο κέρδους (profit margin %), έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες (op.revenue), ταμειακή ροή (cash flow), ταμειακές ροές προς λειτουργικές δραστηριότητες (cash flow / operating revenue), απόδοση επενδυσμένων κεφαλαίων (ROA- Return On Assets), απόδοση ιδίων κεφαλαίων ROE (ROE- Return On Equity). Η οικονομική τους επίδοση μελετήθηκε συγκριτικά μέχρι δύο έτη πριν και μετά από την κάθε πράξη Σ&Ε.

Με βάση τα αποτελέσματα της μελέτης προέκυψε ότι τα φορολογικά κίνητρα δεν επηρεάζουν θετικά τις Σ&Ε (συγκεκριμένα, δεν αυξάνεται στατιστικά σημαντικά ο δείκτης V02 σε σύγκριση με το V01 μετά τις πράξεις Σ&Ε) και γενικά από τους λοιπούς διάφορους δείκτες αποδοτικότητας βλέπουμε ότι η επίδοση των επιχειρήσεων χειροτερεύει μετά τις πράξεις Σ&Ε.

Το τελικό συμπέρασμα της παρούσας μελέτης σχετικά με τις Σ&Ε και τη φορολογία στις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις είναι ότι τα φορολογικά κίνητρα, δεδομένου ότι θα πρέπει να επηρεάζουν θετικά τις Σ&Ε σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, θα πρέπει να επαναπροσδιοριστούν ώστε να καταστούν αποτελεσματικότερος παράγοντας σε ελληνικές πράξεις Σ&Ε.

## Βιβλιογραφία

- Auerbach, A. and Reishus, D. (1987) "The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions", in A. Auerbach, ed., "Mergers and Acquisitions", University of Chicago Press, pp. 69-86.
- Auerbach, A. and Reishus, D. (1987) "The Effects of Taxation on the Merger Decision", NBER Working Paper, No. 2192, National Bureau of Economic Research (NBER), Chicago, U.S.
- Ayers, B., Lefanowicz, C. and Robinson, J. (2007) "Capital Gains Taxes and Acquisitions Activity: Evidence of the Lock-in Effect", *Contemporary Accounting Research*, 24, pp. 315-344.
- Becker, J. and Fuest, C. (2006) "Corporate Tax Policy and International Mergers and Acquisitions - Is the Tax Exemption System Superior?", CESifo Working Paper No. 1884, University of Cologne, Germany.
- Becker, J. and Fuest, C. (2011) "Source versus Residence Based Taxation with International Mergers and Acquisitions", *Journal of Public Economics*, 95, pp. 28-40.
- Breen, D. (1987) "The Potential for Tax Gain as a Merger Motive: A Survey of Current Knowledge and Opportunities", Bureau of Economics, Federal Trade Commission, U.S.
- Devos, E., Kadapakkam, P.R. and Krishnamurthy, S. (2009) "How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies", *Review of Financial Studies*, 22, pp. 1179-1211.
- Eccles, R., Lanes, K. and Wilson, T. (1999) "Are you paying too much for that Acquisition?", *Harvard Business Review*, 77, pp. 136-146.
- Erickson, M. (1996) "The Effect of Taxes on the Structure of Corporate Acquisitions", PhD Thesis, University of Arizona, U.S.
- Hamberg, M., Paananen, M. and Novak, J. (2011) "The Adoption of IFRS 3: The Effects of Managerial Discretion and Stock Market Reactions", *European Accounting Review*, 20, pp. 263-288.
- Healy, P., Palepu, K. and Ruback, R. (1992) "Does Corporate Performance Improve After Mergers?", *Journal of Financial Economics*, 31, pp. 135-175.
- Landsman, W. and Shackelford, D. (1995) "The Lock in Effect of Capital Gains Taxes: Evidence from the RJR Nabisco Leveraged Buyout", *National Tax Journal*, 48, pp.245-259.
- Mescall, D. (2007) "How Do Tax and Financial Reporting Policies Affect Cross-Border Mergers and Acquisitions?", PhD Thesis, University of Waterloo, U.S.
- Pazariskis, M., Eleftheriadis, I., Drogalas, G., and Christodoulou, P. (2006) "Exploring the Development and the Nature of Merger Waves: Evidence from US and UK Capital Markets", *South European Review of Business Finance and Accounting*, 4, pp. 83-102.
- Pazariskis, M., Alexandrakis, A. and Karagiorgos, T. (2011a) "International M&As of Greek Listed Firms at South-East Europe: Effects on their Accounting Performance", *MIBES Transactions - International Journal*, 5(1), pp. 105-120.
- Pazariskis, M., Alexandrakis, A., Notopoulos, P. and Kydros, D. (2011b) "Are Acquiring Firms Better Off after an Acquisition? Evidence from a Knowledge-Intensive Industry in Greece", *International Research Journal of Applied Finance*, 2(7), pp. 844-852.
- Pazariskis, M., Sykianakis, N., Sotiropoulos, I. and Diakomihalis, M. (2013a) "M&As, Economic Performance and International Orientation of

- the Greek Acquiring Listed Firms at a Long-run Perspective", *International Journal of Economics and Research*, 4, pp. 16-26.
- Pazarskis, M., Alexandrakis, A., Pantelidis, P. and Serifis, P. (2013b) "A Note on Corporate Mergers, Business Performance and the Theory of the Firm: Evidence from Greek Acquiring Listed Firms", *International Conference QMEAS 2013, May 23-24, 2013, Athens, Greece, Conference Proceedings*, pp. 309-317.
- Pazarskis, M., Pantelidis, P., Alexandrakis, A. and Serifis, P. (2014a) "Successful Merger Decisions in Greece: Facts or Delusions?", *Corporate Ownership and Control Journal*, 11(2), pp. 650-659.
- Pazarskis, M., Charalampidou, D., Pantelidis, P., and Paschaloudis, D. (2014b) "Examining Bank Mergers and Acquisitions in Greece before the Outbreak of the Sovereign Debt Crisis", *Corporate Ownership and Control Journal*, Vol. 11 (forthcoming).
- 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 (2007) "Mergers and Operating Performance: Indian Experience", *The Icfai Journal of Mergers & Acquisitions*, 4, pp. 52-66.
- Παζάρσκης, Μ. (2008) "Διερεύνηση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών Επιχειρήσεων στην Ελλάδα με την Εφαρμογή Στατιστικών Μεθόδων", Διδακτορική Διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.
- 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.
- Seetharaman, A., Balachandran, M. and Saravanan, A. (2008) "Accounting Treatment of Goodwill: yesterday, today and tomorrow, Problems and Prospects in the International Perspective", *Journal of the Intellectual Capital*, 5, pp. 131-152.