



ΔΙΕΘΝΕΣ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ, ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση
Επιχειρήσεων (MBA)

ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ: ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΛΟΓΗΣΗ

<< Συγκωνεύσεις εισηγμένων εταιρειών πριν και κατά την περίοδο της
υγειονομικής κρίσης στην Ελλάδα. Μια λογιστική θεώρηση >>

Η εργασία (Thesis) υποβάλλεται για τη μερική κάλυψη των απαιτήσεων για
την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

ΣΑΒΒΙΔΟΥ ΜΕΤΑΜΟΡΦΩ

A.M. 385

Επιβλέπων Καθηγητής : Δρ. Μιχαήλ Παζάρσκης, Αναπληρωτής Καθηγητής

Ιανουάριος, 2023

**Αφιερώνεται
στην οικογένειά μου**

Δήλωση μη λογοκλοπής και ανάληψη προσωπικής ευθύνης

Με πλήρη επίγνωση των συνεπειών του νόμου περί πνευματικών δικαιωμάτων, δηλώνω ενυπογράφως ότι είμαι αποκλειστικός συγγραφέας της παρούσας Μεταπτυχιακής Διπλωματικής Εργασίας, για την ολοκλήρωση της οποίας κάθε βοήθεια είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται λεπτομερώς στην εργασία αυτή. Έχω αναφέρει πλήρως και με σαφείς αναφορές, όλες τις πηγές χρήσης δεδομένων, απόψεων, θέσεων και προτάσεων, ιδεών και λεκτικών αναφορών, είτε κατά κυριολεξία είτε βάσει επιστημονικής παράφρασης. Αναλαμβάνω την προσωπική και ατομική ευθύνη ότι σε περίπτωση αποτυχίας στην υλοποίηση των ανωτέρω δηλωθέντων στοιχείων, είμαι υπόλογος έναντι λογοκλοπής, γεγονός που σημαίνει αποτυχία στην Διπλωματική μου Εργασία και κατά συνέπεια αποτυχία απόκτησης του Μεταπτυχιακού Τίτλου των Μεταπτυχιακών Σπουδών, πέραν των λοιπών συνεπειών του νόμου περί πνευματικών δικαιωμάτων. Δηλώνω, συνεπώς, ότι αυτή η Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία προετοιμάσθηκε και ολοκληρώθηκε από εμένα προσωπικά και αποκλειστικά και ότι, αναλαμβάνω πλήρως όλες τις συνέπειες του νόμου στην περίπτωση κατά την οποία αποδειχθεί, διαχρονικά, ότι η εργασία αυτή ή τμήμα της δεν μου ανήκει διότι είναι προϊόν λογοκλοπής άλλης πνευματικής ιδιοκτησίας.

Όνομα & Επώνυμο Συγγραφέα (Με Κεφαλαία) :

ΜΕΤΑΜΟΡΦΩ ΣΑΒΒΙΔΟΥ

Υπογραφή (Ολογράφως, χωρίς μονογραφή) :

Ημερομηνία (Ημέρα - Μήνας - Έτος) :

14/ 03 /2023

Πίνακας περιεχομένων

Δήλωση μη λογοκλοπής και ανάληψη προσωπικής ευθύνης	3
Περίληψη.....	5
Abstract	6
Κατάλογοι Πινάκων	7
Ευχαριστίες.....	8
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή	9
1.1 Εισαγωγικά σχόλια	9
1.2 Δομή εργασίας	10
Κεφάλαιο 2: Θεωρητικό πλαίσιο έρευνας	12
2.1 Βιβλιογραφική επισκόπηση	12
2.2 Κριτική παρουσίαση βιβλιογραφίας.....	19
Κεφάλαιο 3: Μεθοδολογία έρευνας.....	25
3.1 Δείγμα έρευνας	25
Κεφάλαιο 4. Αποτελέσματα	36
Κεφάλαιο 5. Συμπεράσματα	43
5.1 Συμπερασματικά σχόλια και Περιορισμοί.....	43
5.2 Προτάσεις για μελλοντική έρευνα	43
Βιβλιογραφία	45

Περίληψη

Η παρούσα εργασία εξετάζει λεπτομερώς τις λογιστικές επιδόσεις των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, και προέβησαν σε πράξη συγχώνευσης κατά την περίοδο της υγειονομικής κρίσης στην Ελλάδα. Αρχικά εξετάστηκαν όλες οι συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν από το 2016 έως και το 2020 καταλήγοντας μέσα από διάφορους περιορισμούς στο τελικό δείγμα των 26 εταιρειών. Η αξιολόγηση των εταιρειών του δείγματος υλοποιήθηκε μέσα από τη χρήση δέκα αριθμοδεικτών για ένα έτος πριν την συγχώνευση και το έτος της συγχώνευσης. Στη συνέχεια έγινε η σύγκριση αυτών των δύο ετών για να καταλάβουμε εάν οι εταιρείες επηρεάστηκαν θετικά ή αρνητικά και κατά πόσο επηρέασε την κερδοφορία τους. Σύμφωνα λοιπόν με τα αποτελέσματα της έρευνας συμπεραίνουμε ότι οι συγχωνεύσεις συνέβαλαν θετικά στην κερδοφορία των επιχειρήσεων ωστόσο σε κάποιους δείκτες δεν υπήρξαν οι αναμενόμενες βελτιώσεις σύμφωνα με τη βιβλιογραφία.

Abstract

This paper examines in detail the accounting performance of companies that are listed on the Athens Stock Exchange and proceed to a merger during the period of the health crisis in Greece. Initially, all mergers that took place from 2016 to 2020 were examined, resulting through various restrictions in the final sample of 26 companies. The evaluation of the sample companies was implemented through the use of ten numerical indicators for a year before the merger and the year of the merger. Then these two years were compared to understand if the companies were affected positively or negatively and to what extent it affected their profitability. Therefore, according to the results of the research we conclude that the circumstances contributed positively to the profitability of the products, however in some indicators there were not the expected improvements according to the literature.

Κατάλογοι Πινάκων

Πίνακας 1.1 : Συγκωνεύσεις και εξαγορές 2011-2020.....	11
Πίνακας 2.1 : Συνοπτικός πίνακας βιβλιογραφικής επισκόπησης	19
Πίνακας 3.1 : Τελικό δείγμα έτους 2016.....	24
Πίνακας 3.2 : Τελικό δείγμα έτους 2017.....	25
Πίνακας 3.3 : Τελικό δείγμα έτους 2018	25
Πίνακας 3.4 : Τελικό δείγμα έτους 2019.....	26
Πίνακας 3.5 : Τελικό δείγμα έτους 2020	26
Πίνακας 3.6 : Συγκωνεύσεις έτους 2016-2020	27
Πίνακας 3.7 : Αριθμοδείκτες	33
Πίνακας 4.1 : Ανάλυση δεδομένων descriptive statistics πριν την συγκώνευση	36
Πίνακας 4.2 : Ανάλυση δεδομένων descriptive statistics μετά την συγκώνευση	37
Πίνακας 4.3: Σύγκριση Μέσου και Διάμεσου πριν και μετά την συγκώνευση	38

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου για την καθοδήγηση και την ενθάρρυνση που μου προσέφερε, καθώς επίσης και την οικογένεια μου.

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

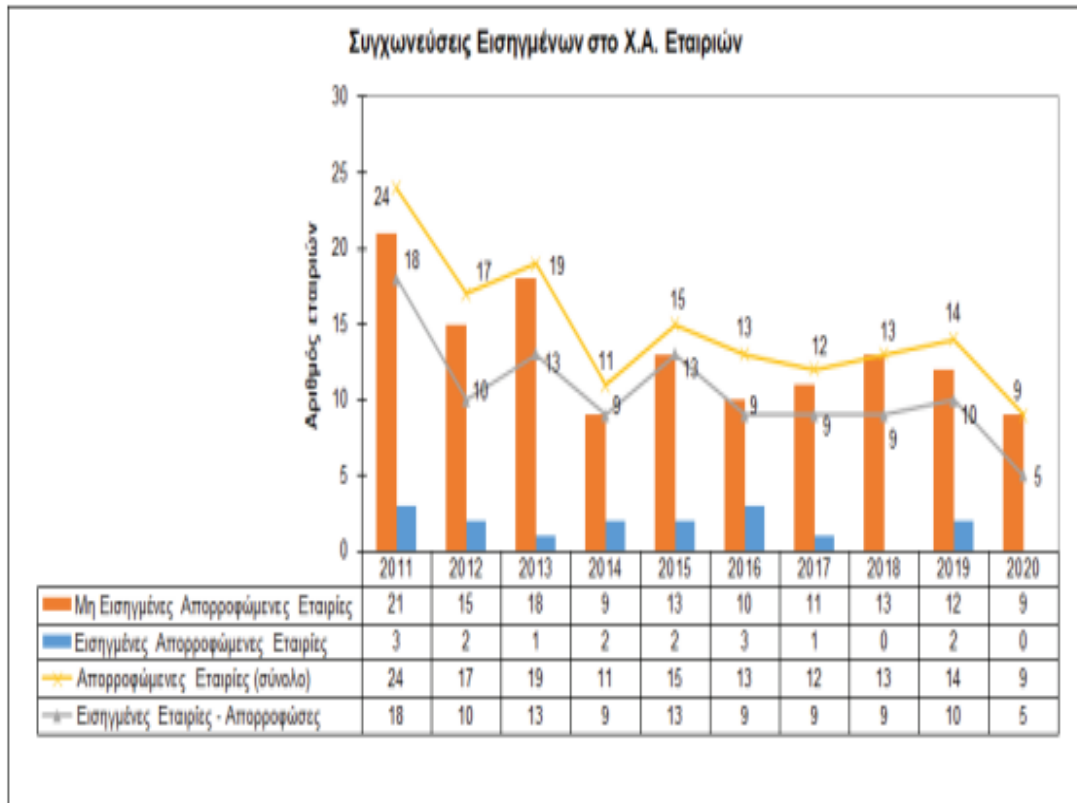
1.1 Εισαγωγικά σχόλια

Τις τελευταίες δεκαετίες λόγω της παγκοσμιοποίησης καθώς και της αδιάκοπης εξέλιξης της τεχνολογίας παρατηρείται μία συνεχής προσπάθεια από τις εταιρείες να προσαρμοστούν στις νέες κάθε φορά συνθήκες για να επιτύχουν την διαβίωση τους και κατ' επέκταση την κερδοφορία τους (Healy et al., 1992; Pazarskis et al., 2021; 2022a;b). Η στρατηγική ανάπτυξης που χρησιμοποιούν τα τελευταία χρόνια την οποία και θα μελετήσουμε σε αυτήν την εργασία είναι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές (Σ&Ε), οι οποίες φυσικά υπάρχουν εδώ και έναν αιώνα αλλά κι έγιναν ευρέως γνωστές με την έξαρση του μεγέθους τους και κατά την δεκαετία του '90 (Martynova & Renneboog, 2008; Grigoriēva, 2020). Όταν αναφερόμαστε σε εξαγορά μίας εταιρείας σημαίνει ότι η συγκεκριμένη εταιρεία εξακολουθεί να υπάρχει αλλά υπό την επίβλεψη της εταιρείας που την εξαγόρασε ενώ η συγχώνευση αφορά την συνένωση των εταιρειών.

Ακόμη κατά την διάρκεια των ετών έχουν πραγματοποιηθεί δεκάδες μελέτες σε όλον τον κόσμο προκειμένου να καταλάβουν το κίνητρο των εταιρειών για συγχωνεύσεις και εξαγορές καθώς και το αντίκτυπο που έχουν (Pantelidis et al., 2018; Lois et al., 2021). Κάποιες από αυτές τις έρευνες έχουν αποδείξει ότι το 66% όλων των συναλλαγών Σ&Ε που υλοποιούνται δεν έχουν τα επιθυμητά αποτελέσματα (Angwin, 2007; Hiltrop, 2019), αλλά και το 60% των συναλλαγών που πραγματοποιούνται για άλλους σκοπούς πέρα από οικονομικούς, δηλαδή την κερδοφορία, έχουν την ίδια κατάληξη (Denison, 2016). Ωστόσο οι επιχειρήσεις σε ολόκληρο τον κόσμο εξακολουθούν να αναλαμβάνουν συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Στην συγκεκριμένη εργασία θα επικεντρωθούμε αποκλειστικά στην λογιστική επίδοση των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και υλοποίησαν συγχωνεύσεις κατά την περίοδο της υγειονομικής κρίσης στην Ελλάδα. Η μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί για την εξέταση της λογιστικής επίδοσης είναι η μελέτη διάφορων λογιστικών μεγεθών και αριθμοδεικτών για ένα έτος πριν την πράξη της συγχώνευσης και το έτος που πραγματοποιείται.

Πίνακας 1.1 Συγχωνεύσεις και εξαγορές ετών 2011-2020



Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια έκθεση 2020

1.2 Δομή εργασίας

Η εργασία αποτελείται από 5 κεφάλαια όπου:

- στο πρώτο υπάρχει μία εισαγωγή σχετική με την γενική εξέλιξη των συγχωνεύσεων και των εξαγορών,
- στη συνέχεια στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζεται η βιβλιογραφική επισκόπηση, η οποία αποτελείται από διάφορες μελέτες βασισμένες στις συγχωνεύσεις και στις εξαγορές.
- στο τρίτο κεφάλαιο παρατίθεται η μεθοδολογία της έρευνας, όπως το δείγμα,

- στο τελευταίο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της έρευνας και προτείνονται μελλοντικά θέματα προς διερεύνηση.

Κεφάλαιο 2: Θεωρητικό πλαίσιο έρευνας

2.1 Βιβλιογραφική επισκόπηση

Διάφορες μελέτες υπήρξαν διαχρονικά (Healy et al., 1992; Martynova & Renneboog, 2008; Pantelidis et al., 2018; Lois et al., 2021; Grigorieva, 2020; Pazarskis et al., 2021). Παρακάτω παρατίθεται μια σύντομη σχετική βιβλιογραφική επισκόπηση με πρόσφατες μελέτες:

Αρχικά, οι Alhenawi & Stilwell (2017) διεξήγαγαν μία έρευνα η οποία αφορούσε 454 συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγωγών στις ΗΠΑ το διάστημα 1998-2010, στην οποία υποστηρίζουν ότι στις συναλλαγές η αξία που δημιουργείται δεν προσδιορίζεται μόνο από την αξία προ απόκτησης της εταιρείας στόχου αλλά και από τις δεξιότητες του αγοραστή. Η αξία αυτών των συναλλαγών εντοπίζεται μακροπρόθεσμα (περίπου εντός μιας τριετίας) και το κέρδος που αποδίδεται είναι αντίστοιχο με την αξία της εταιρείας στόχου πριν την εξαγορά καθώς και με τις ικανότητες που διαθέτει ο αγοραστής. Οι Alhenawi & Stilwell (2017) δημιούργησαν ακόμη κάποια μοντέλα πρόβλεψης τα οποία είναι στατιστικά σημαντικά και συμφωνούν με κάποιες υπάρχουσες θεωρίες προκειμένου να μπορούν να ορίσουν με σαφήνεια την επιτυχία μίας συναλλαγής Σ&Ε πριν πραγματοποιηθεί.

Στη συνέχεια οι Berriategortua et al. (2018) στην μελέτη τους υποστηρίζουν ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγωγές πέρα από το γεγονός ότι αποτελούν τον πιο κοινότοπο τρόπο για τις εταιρείες να αναπτυχθούν, έχει φθάσει στο σημείο να θεωρείται ως μία στρατηγική επιλογή προκειμένου να επιτευχθεί η εξάπλωσή τους. Βέβαια εάν ο στόχος αυτών των συναλλαγών δεν είναι άλλος από την οικονομική απόδοση της επιχείρησης και προέρχεται από άλλους παράγοντες τότε είναι σχεδόν σίγουρο ότι δεν θα υπάρξει υψηλή οικονομική απόδοση. Ακόμη όσο μεγαλύτερη είναι μια επιχείρηση σε μέγεθος τόσο περισσότερα είναι και τα κέρδη που μπορεί να αποκομίσει μέσω των συναλλαγών Σ&Ε. Σύμφωνα όμως με τον Hunt (1997) η καλύτερη απόδοση μιας μεγάλης επιχείρησης δεν συνεπάγεται πάντα από

συναλλαγές Σ&Ε. Επίσης υπάρχουν δύο απόψεις που προκύπτουν μέσα από τις έρευνες, το γεγονός ότι η οικονομική απόδοση της επιχείρησης υστερούσε μετά την συγχώνευση σχετικά με τις προσδοκίες που υπήρχαν τόσο στην πραγματική λειτουργική απόδοση όσο και στην χρηματιστηριακή αξία και το αντίθετο. Οι παράγοντες που συμβάλουν σε αυτές τις απόψεις είναι , οι διαφορετικοί ορισμοί που χρησιμοποιούνται για τη διάρθρωση της απόδοσης και οι πολυάριθμες μεθοδολογίες που είναι διαθέσιμες προκειμένου να διευκολύνουν στην μέτρησή της.

Μία άλλη έρευνα των Dargenidou et al. (2016) βασίζεται σε ένα δείγμα 417 συγχωνεύσεων και εξαγορών σε επιχειρήσεις του Ηνωμένου Βασιλείου κατά την περίοδο 1985-2012 όπου παρουσιάζονται δύο διαφορετικές οπτικές σχετικά με τις Σ&Ε. Η πρώτη είναι, ότι προκαλούν φθορά στην αξία, το οποίο διαπιστώνεται από την απόδοση που έχουν οι μετοχές. Ενώ με βάση τα λογιστικά μέτρα απόδοσης δημιουργούν αξία καθώς προκαλούνται συνέργειες. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι Σ&Ε είναι ενέργειες που ακόμη και στο μέλλον δημιουργούν μείωση στα περιουσιακά στοιχεία. Όσον αφορά το International Financial Reporting Standard - IFRS 10 (πρότυπο χρηματοοικονομικής αναφοράς) παρουσιάζει ελάχιστη άνοδο στις συνέργειες όταν μετριέται σε όρους CF/BV (ταμειακή ροή/λογιστική αξία περιουσιακών στοιχείων), ενώ όταν μετριέται σε όρους CF/Πωλήσεις παρουσιάζει ένα γνήσιο και στατιστικά σημαντικό κέρδος. Επιπλέον αποδεικνύουν μέσα από τα τεστ παλινδρόμησης, ότι τα αποτελέσματα που στηρίζονται στην αγορά εξαρτώνται από τους εξής παράγοντες, τις συνέργειες που πραγματοποιούνται, τις αποτιμήσεις του αγοραστή και το πραγματικό ασφάλιστρο που καταβλήθηκε για τον στόχο και όχι τον στόχο προ-προσφοράς. Οι παράγοντες αυτοί είναι σημαντικοί για να εξηγήσουν τις μη φυσιολογικές επιστροφές που υπάρχουν μετά την προσφορά και κυρίως οι συνέργειες.

Όσον αφορά τους Golubov et al. (2013) στην μελέτη τους υποστηρίζουν ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές όταν πραγματοποιούνται με προσεκτική σχεδίαση και εκτέλεση μπορούν να αποφέρουν μεγάλη αξία στις συγχωνευόμενες εταιρείες. Βέβαια όταν οι επιλογές για αυτές τις συναλλαγές δεν γίνονται με αυτόν τον τρόπο μπορούν να αποβούν μοιραίες τόσο για την επιβίωση της επιχείρησης όσο και για τη

δουλεία των ίδιων των στελεχών. Τα τελευταία τριάντα χρόνια η εμπειρική βιβλιογραφία που αφορά τις Σ&Ε έχει αυξηθεί απότομα και η κατανόησή τους έχει καταγράψει σημαντική βελτίωση, λόγω της βοήθειας που έχουν από τις βάσεις δεδομένων που αναγνωρίζουν τις συναλλαγές. Τα στοιχεία που αντλούν μέχρι στιγμής ανήκουν κατά κύριο λόγο στην αγορά των ΗΠΑ και ένα μικρό ποσοστό στο Ηνωμένο Βασίλειο και τον Καναδά. Όσο τα νέα και καλύτερα δεδομένα γίνονται διαθέσιμα τόσο πιο κατανοητές θα γίνουν οι συναλλαγές.

Η έρευνα της Grigoriëva (2020) που επικεντρώνεται στις συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιούνται στο εσωτερικό μιας χώρας, διαπιστώθηκε ότι οι μέτοχοι-στόχοι παρουσιάζουν σημαντική κερδοφορία λόγω αυτών των συναλλαγών. Επιπλέον είναι πολύ συχνό το φαινόμενο, οι αποκτώντες μέτοχοι να είναι κερδισμένοι μετά από συγχωνεύσεις και εξαγορές σε αναδυόμενες οικονομίες ενώ στις ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές τα κέρδη τους να είναι ασήμαντα. Εάν ακολουθήσουμε την μέθοδο της ανάλυσης της λειτουργικής απόδοσης στις ανεπτυγμένες και αναδυόμενες κεφαλαιαγορές θα προκύψουν και θετικά και αρνητικά αποτελέσματα. Ενώ αντίθετα με την μέθοδο της ανάλυσης εγγράφων, που χρησιμοποιεί δείκτες απόδοσης αξίας, τα αποτελέσματα είναι καταστροφικά για την εταιρική αξία. Καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η βιβλιογραφία πάνω στο κομμάτι των ανεπτυγμένων και αναδυόμενων κεφαλαιαγορών παρουσιάζει, την αντίδραση της αγοράς στις Σ&Ε κυρίως βραχυπρόθεσμα, την λειτουργική απόδοση αυτών των συναλλαγών μακροπρόθεσμα ενώ δεν αναφέρεται στην αξία απόδοσης αυτών και αυτό οφείλεται στην έλλειψη ερευνών στο συγκεκριμένο πεδίο.

Μία μελέτη που ολοκληρώθηκε από τους Healy et al. (1992) μελετάει τις λειτουργικές αποδόσεις των εταιρειών που συγχωνεύτηκαν ή εξαγοράστηκαν μετά την εξαγορά τους. Το δείγμα αφορά τις 50 μεγαλύτερες συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στις δημόσιες βιομηχανικές εταιρείες των ΗΠΑ από το 1979 μέχρι και τα μέσα του 1984. Προκειμένου να εξετάσουν τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τις Σ&Ε δημιούργησαν μία μεθοδολογία η οποία περιέχει δεδομένα λογιστικής και απόδοσης μετοχών, η οποία μάλιστα χρησιμοποιήθηκε αργότερα και σε άλλες έρευνες. Μέσα λοιπόν από την ερευνά τους καταλήγουν στο συμπέρασμα, ότι οι

εταιρείες που συγχωνεύονται και εξαγοράζονται παρουσιάζουν σπουδαία πρόοδο στις λειτουργικές αποδόσεις των ταμειακών ροών τους, το οποίο θεωρείται και πολύ αποτελεσματικό στις συναλλαγές των εταιρειών σε αλληλεπικαλυπτόμενες επιχειρήσεις. Επιπλέον υποστηρίζουν ότι αυτή η βελτίωση δεν επηρεάζει αρνητικά την μακροπρόθεσμη απόδοση διότι οι εταιρείες του δείγματος συνεχίζουν να διαθέτουν τις κεφαλαιουχικές τους δαπάνες και τα ποσοστά E&A και μετά τις Σ&Ε. Επίσης πιστεύουν ότι ένας σημαντικός λόγος που οι τιμές των μετοχών των εταιρειών αυξάνονται μετά τις Σ&Ε οφείλονται στις προσδοκίες που δημιουργούνται για τις οικονομικές βελτιώσεις.

Επιπλέον η έρευνα των Lois et al. (2021) πραγματοποιείται με τις επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και των εξαγορών μετά τη συγχώνευση χρησιμοποιώντας λογιστικές μεταβλητές. Το δείγμα που εξέτασαν περιείχε 50 Σ&Ε που αφορούσαν ελληνικές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο για το διάστημα 1998-2002. Μέσα από τους δείκτες που εξετάζουν καταλήγουν στο γεγονός ότι οι επιχειρήσεις που υποβλήθηκαν σε συγχωνεύσεις δεν βίωσαν καμία αλλαγή στα κέρδη τους ούτε θετική ούτε αρνητική για τα επόμενα τέσσερα χρόνια. Όμως έπειτα από δώδεκα χρόνια επηρεάζεται αρνητικά η κερδοφορία τους με βασική αιτία την οικονομική κρίση που ξέσπασε στην Ελλάδα. Επιπλέον με την ανάλυση επτά ποιοτικών μεταβλητών, παρατηρούν για τα πρώτα χρόνια αφότου πραγματοποιηθούν οι Σ&Ε μια βελτίωση σε πολλούς δείκτες της κερδοφορίας.

Ακολουθεί η έρευνα των Martynova & Renneboog (2008) όπου αναφέρεται στα πέντε κύματα συγχωνεύσεων και οι εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν τον 19ο αιώνα στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Ηπειρωτική Ευρώπη και την Ασία. Μέσα λοιπόν από την μελέτη των σχετικών βιβλιογραφιών ανακάλυψαν ότι, αν και κάθε κύμα παρουσιάζει διαφορετικά υποκείμενα κίνητρα εμφανίζουν και κάποιους κοινούς παράγοντες. Πιο συγκεκριμένα, η συνηθέστερη ολοκλήρωση εξαγορών προκύπτει όταν η οικονομία βρίσκεται σε ανάκαμψη. Ακόμη συμβαίνουν ταυτόχρονα με την γρήγορη πιστωτική επέκταση και συνήθως αυτά τα κύματα προέρχονται από πλήγματα του βιομηχανικού και τεχνολογικού τομέα. Επιπλέον οι εξαγορές μπορούν να επηρεαστούν από τους προσωπικούς στόχους των διευθυντών καθώς και από

κάποια ξαφνική μείωση στο χρηματιστήριο και μια μεταγενέστερη περίοδο οικονομικής ύφεσης. Επίσης συμπεραίνουν ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές που πραγματοποιούνται σε ένα μεταγενέστερο στάδιο του κύματος δημιουργούν χαμηλότερα κέρδη για τους μετόχους σε σχέση με αυτά στην αρχή του κύματος.

Στην μελέτη των Pantelidis et al., (2018) εξετάζεται ένα δείγμα 23 ελληνικών εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών οι οποίες συγχωνεύθηκαν κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης δηλαδή από το 2011 μέχρι και το 2015. Μέσα από τη χρήση στατιστικών δοκιμών σε 20 λογιστικούς δείκτες, για ένα έτος πριν και ένα έτος μετά την συγχώνευση, εντόπισαν μη σημαντικές στατιστικά αναλογίες που σημαίνει ότι οι συγχωνευμένες εταιρείες δεν παρουσίασαν ούτε κέρδη ούτε ζημίες μετά τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές. Ακόμη χρησιμοποιούν έξι χαρακτηριστικά Σ&Ε ως ποιοτικές μεταβλητές από τα οποία τα 3 μόνο εμφάνισαν στατιστικά σημαντικές αλλαγές. Πιο αναλυτικά, πρόκειται για εταιρείες που δεν σχετίζονται με την ίδια παραγωγική δραστηριότητα, στις οποίες υπάρχει βελτίωση τριών συγκεκριμένων δεικτών που σημαίνουν την βελτίωση της ρευστότητας και της κερδοφορίας. Επιπλέον, αφορά επιχειρήσεις που συγχωνεύτηκαν με τις θυγατρικές τους οι οποίες εμφάνισαν θετικά αποτελέσματα σε σχέση με αυτές που συγχωνεύτηκαν με άλλες. Τέλος η επιλογή μεθόδου πληρωμής επηρεάζει τον τρέχοντα δείκτη (δείκτης ρευστότητας), όπου επιδρά θετικά σε συναλλαγές με μετρητά και αρνητικά στις συναλλαγές με μετοχές αλλά και τον δείκτη του κύκλου εργασιών που επιδρά ακριβώς αντίστροφα.

Επίσης υπάρχει μία έρευνα των Pazarskis et al. (2021) η οποία εξετάζει όλες τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές ελληνικών εισηγμένων στο Χ.Α.Α εταιρειών που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης δηλαδή από 2009-2015, μέσα από χρηματοοικονομικούς δείκτες και διάφορα μοντέλα παλινδρομήσεων για ένα έτος πριν και ένα μετά την συγχώνευση σε ένα δείγμα 33 εισηγμένων εταιρειών. Με βάση τα παραπάνω ανακάλυψαν ότι υπήρχαν στατιστικά σημαντικές διαφορές όσον αφορά τις λογιστικές επιδόσεις, με θετικά αποτελέσματα στην αύξηση της απόδοσης της κερδοφορίας και βελτίωση της όταν οι συναλλαγές Σ&Ε πραγματοποιούνταν μακριά από την αρχή της οικονομικής κρίσης. Ένα ακόμη εύρημα

τους ήταν ότι οι Σ&Ε που λαμβάνουν χώρα σε ομίλους ετερογενών δραστηριοτήτων παρείχαν θετική επίδραση στην βελτίωση της κερδοφορίας ενώ σε μη ετερογενείς υπήρχε αρνητική επίδραση.

Με βάση τη θεωρία σηματοδότησης και τη θεσμική άποψη οι Tao et al. (2017) εξετάζουν τη αντίδραση των χρηματιστηρίων στην ανακοίνωση διασυννοιακών συμφωνιών συγχωνεύσεων και εξαγορών η οποία βασίζεται σε ένα δείγμα που αποτελείται από 165 διασυννοιακές συγχωνεύσεις και εξαγορές από κινεζικές εταιρείες εξαγοράς. Η μελέτη αφορά την περίοδο από το 2000 έως και το 2012 και συμπεραίνει ότι η ανταπόκριση της χρηματιστηριακής αγοράς κατά μέσο όρο ήταν θετική στις διασυννοιακές ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών με ιδιαίτερα αξιοσημείωτη την αντίδραση των χρηματιστηρίων της ηπειρωτικής Κίνας σε σχέση με του Χονγκ Κονγκ. Επιπλέον ένας βασικός παράγοντας για τις σωρευτικές αποδόσεις είναι το επίπεδο πολιτικού κινδύνου, όταν είναι υψηλό τότε οι σωρευτικές αποδόσεις είναι χαμηλές ενώ όταν το επίπεδο πολιτικού κινδύνου είναι χαμηλό οι σωρευτικές αποδόσεις είναι υψηλές. Τέλος στις διασυννοιακές συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών οι μέτοχοι των ιδιωτικών κινεζικών επιχειρήσεων κερδίζουν υψηλότερες μη φυσιολογικές σωρευτικές αποδόσεις σε σχέση με τους μετόχους κρατικών κινεζικών εταιρειών, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι αυτοί οι δύο παράγοντες συνδέονται αρνητικά με τις βραχυπρόθεσμες επιδόσεις της αγοράς των κινεζικών εταιρειών εξαγοράς.

Άλλη μία μελέτη επικεντρωμένη όμως στην Ένωση Χωρών της Νοτιοανατολικής Ασίας ή αλλιώς ASEAN μελετάει τις αποδόσεις που επιφέρουν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές για το διάστημα 2001 με 2012, η οποία ολοκληρώθηκε από τους Rao-Nicholson et al. (2016). Το τελικό δείγμα αποτελείται από 57 συγχωνεύσεις και εξαγορές, επιφέροντας μεγαλύτερα κέρδη εάν ολοκληρωνόταν κατά την διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης συγκριτικά με πριν ή μετά από αυτήν. Αυτό συνέβη λόγω κάποιων κοινών χαρακτηριστικών που εμφάνισαν οι εταιρείες την περίοδο της κρίσης, όπως το σχετικό μέγεθος του στόχου, τη διασυννοιακή φύση των συναλλαγών, τα ταμειακά αποθέματα του αγοραστή και τη φιλική φύση των συμφωνιών, τα οποία θεωρούνται παράγοντες ζωτικής σημασίας για την

μακροπρόθεσμη λειτουργική απόδοση των εταιρειών έπειτα από μία τέτοια πράξη. Πιο συγκεκριμένα ανακαλύπτουν μία επιδείνωση κατά μέσο όρο της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων η οποία είναι ιδιαίτερα σημαντική σε διασυννοριακές συμφωνίες με υψηλά ταμειακά διαθέσιμα.

Συνεχίζουμε με μία μελέτη των Aggarwal et al. (2019) όπου εξετάζουν 68 συγχωνεύσεις και εξαγορές τις τελευταίες δύο δεκαετίες στην Ινδία. Μέσα από την έρευνα τους κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές επηρέασαν θετικά την κερδοφορία και την ρευστότητα της εξαγοράζουσας επιχείρησης αλλά δεν υπήρχε σημαντική βελτίωση στο δείκτη της φερεγγυότητας. Επίσης συμπεραίνουν ότι πάνω από το 50% αυτών των επιχειρήσεων δεν εμφανίζει αυτή τη βελτίωση στην κερδοφορία και στη ρευστότητα από την πρώτη χρονιά αλλά σε ένα διάστημα πέντε χρόνων. Ο λόγος που εμφανίζει αυτά τα αποτελέσματα απόδοσης μακροπρόθεσμα είναι διότι αυτές οι εταιρείες είναι μεταποιητικές και συνένωση τους είναι πιο περίπλοκη συνεπώς και πιο χρονοβόρα. Επομένως οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στις Ινδικές επιχειρήσεις είναι μία επένδυση προσφέρει ιδιαίτερα θετικά αποτελέσματα στην κερδοφορία αλλά μακροπρόθεσμα.

Τέλος οι Pazarskis et al. (2014) στην έρευνα τους προσπαθούν να ελέγξουν εάν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα, την περίοδο 2005-2007, είχαν το επιθυμητό αποτέλεσμα. Το δείγμα που χρησιμοποίησαν αποτελείται από 35 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χ.Α.Α., οι οποίες δεν διέπραξαν κάποια άλλη σχετική συναλλαγή για ένα διάστημα τριών ετών πριν και μετά των συναλλαγών που εξετάζουν. Την απόδοση των Σ&Ε εξετάζουν μέσα από 16 αριθμοδείκτες όχι μόνο για τρία έτη πριν και μετά αλλά και για δύο και για ένα, θέλοντας να έχουν μία πλήρη ανάλυση στην μελέτη τους. Από τα δεδομένα που προέκυψαν κατέληξαν ότι δεν βελτιώνεται η απόδοση έπειτα από μία συγχώνευση καθώς και ότι δεν επηρεάζεται από το μέσο πληρωμής. Αντιθέτως ανακάλυψαν ότι οι εταιρείες που προβήκανε σε μία διεθνή συγχώνευση ή σε μία συγχώνευση ετερογενών δραστηριοτήτων εμφανίζουν καλύτερες αποδόσεις.

2.2 Κριτική παρουσίαση βιβλιογραφίας

Πίνακας 2.1 Συνοπτικός πίνακας βιβλιογραφικής επισκόπησης.

Συγγραφείς	Περίοδος δείγματος	Μέγεθος δείγματος	Συμπεράσματα
Alhenawi, Y. and Stilwell, M. (2017)	1998-2010	454 συγχωνεύσεις και εξαγορές στις ΗΠΑ	Διαπίστωσαν ότι η αξία που δημιουργείται στις συναλλαγές προκύπτει τόσο από την αξία της εταιρείας πριν συγχωνευτεί όσο και από τις ικανότητες του αγοραστή και εκδηλώνεται μακροπρόθεσμα. Ακόμη δημιούργησαν μοντέλα πρόβλεψης προκειμένου να προσδιορίσουν την επιτυχία της συναλλαγής Σ&Ε πριν πραγματοποιηθεί.
Berrioategortua, J. et al. (2018)			Υποστηρίζουν ότι πλέον οι Σ&Ε είναι στρατηγικές των εταιρειών προκειμένου να αναπτυχθούν, ότι εάν ο στόχος που πραγματοποιούνται δεν έχει οικονομικό κίνητρο δεν θα υπάρξει υψηλή οικονομική απόδοση και ότι όσο μεγαλύτερη είναι μια εταιρεία σε μέγεθος τόσο μεγαλύτερη είναι η κερδοφορία της.
Dargenidou, C., Gregory, A. and Hua, S. (2016)	1985-2012	417 συγχωνεύσεις και εξαγορές στο Ηνωμένο Βασίλειο	Σύμφωνα με δυο απόψεις ότι οι Σ&Ε με βάση την απόδοση των μετοχών προκαλούν φθορά στην αξία ενώ με τα λογιστικά μέτρα απόδοσης δημιουργούν αξία, καταλήγουν στο

			συμπέρασμα ότι δημιουργούν μείωση στα περιουσιακά στοιχεία.
Golubov, A., Petmezas, D. and Travlos, N. (2013)	1983-2013	Συγχωνεύσεις και εξαγορές σε ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο, Καναδά	Συμπεραίνουν ότι μόνο όταν οι Σ&Ε πραγματοποιούνται κάτω από προσεκτική σχεδίαση και εκτέλεση μπορούν να είναι κερδοφόρες διαφορετικά μπορούν να αποβούν μοιραίες.
Grigorieva, S. (2020)		συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιούν ται στο εσωτερικό μιας χώρας	Διαπιστώνει ότι οι Σ&Ε που γίνονται στο εσωτερικό μια χώρας αποφέρουν σημαντικά κέρδη στους μετόχους-στόχους και ότι οι αποκτώντες μέτοχοι να έχουν σημαντικά κέρδη σε αναδυόμενες οικονομίες ενώ ασήμαντα σε ανεπτυγμένες.
Healy, P., Palepu, K. and Ruback, R. (1992)	1979-1984	50 συγχωνεύσεις και εξαγορές στις ΗΠΑ	Μέσα από μια μεθοδολογία που δημιούργησαν η οποία βασίζεται σε δεδομένα λογιστικής και απόδοσης μετοχών, συμπεραίνουν ότι υπάρχει σημαντική πρόοδος στις λειτουργικές αποδόσεις των ταμειακών ροών των εξαγορασμένων και συγχωνευμένων εταιρειών. Επιπλέον ότι αυτή η πρόοδος δεν επηρεάζει αρνητικά την μακροπρόθεσμη απόδοση διότι οι

			εταιρείες του δείγματος συνεχίζουν να διαθέτουν τις κεφαλαιουχικές τους δαπάνες και τα ποσοστά Ε&Α και μετά τις Σ&Ε και ότι η αύξηση των τιμών των μετοχών των εταιρειών μετά τις Σ&Ε οφείλονται στις προσδοκίες που δημιουργούνται.
Lois P., Pazarskis M., Drogalas G., Karagiorgos A. (2021)	1998-2002	50 συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ελλάδα	Μέσα από την εξέταση κάποιων δεικτών έφθασαν στο συμπέρασμα ότι οι Σ&Ε για τα πρώτα 4 χρόνια δεν εμφανίζουν κάποια επίπτωση στη κερδοφορία τους έπειτα από 12 όμως υπάρχει αρνητική επίδραση σε αυτήν. Αντίθετα με την ανάλυση ποιοτικών μεταβλητών εμφανίζεται μία άνοδος σε αρκετούς δείκτες της κερδοφορίας.
Martynova, M. and Renneboog, L. (2008)	19 ^ο αιώνα	συγχωνεύσεις και εξαγορές στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Ηπειρωτική Ευρώπη και την Ασία	Σύμφωνα με τα δεδομένα των πέντε κυμάτων Σ&Ε που υπάρχουν ανακάλυψαν ότι η συνηθέστερη ολοκλήρωση εξαγορών προκύπτει όταν η οικονομία βρίσκεται σε ανάκαμψη και ότι μπορούν να επηρεαστούν από διάφορους παράγοντες. Επιπλέον όταν οι Σ&Ε πραγματοποιούνται στην αρχή του κύματος αποφέρουν μεγαλύτερα κέρδη στους μετόχους από τι σε κάποιο μεταγενέστερο στάδιο.

<p>Pantelidis P., Pazarskis M., Drogalas G., Zezou S. (2018)</p>	<p>2011-2015</p>	<p>23 συγχωνεύσεις στην Ελλάδα</p>	<p>Τα αποτελέσματα με τη χρήση στατιστικών δοκιμών σε λογιστικούς δείκτες ήταν στατιστικά μη σημαντικά ενώ με τη χρήση 6 χαρακτηριστικών ως ποιοτικές μεταβλητές υπήρξαν στατιστικά σημαντικές αλλαγές σε τρεις συγκεκριμένους δείκτες. Αφορούν εταιρείες οι οποίες είτε δεν σχετίζονται με την ίδια παραγωγική δραστηριότητα, είτε συγχωνεύτηκαν με θυγατρικές τους, είτε ο τρόπος πληρωμής ήταν μετρητά αντί για μετοχές.</p>
<p>Pazarskis M., Vogiatzoglou M., Koutoupis A., Drogalas G. (2021)</p>	<p>2009-2015</p>	<p>33 συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ελλάδα</p>	<p>Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι όταν οι Σ&Ε πραγματοποιούνταν μακριά από την οικονομική κρίση υπήρχε σημαντική αύξηση και βελτίωση της κερδοφορίας. Επίσης ανακάλυψαν ότι οι Σ&Ε σε ετερογενείς ομίλους είχαν θετική επίδραση στην κερδοφορία ενώ αντίθετα στους ετερογενείς ήταν αρνητική.</p>
<p>Tao, F., Liu, X., Gao, L., Xia, E. (2017)</p>	<p>2000-2012</p>	<p>165 συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Κίνα</p>	<p>Κατέληξαν στα εξής συμπεράσματα, αρχικά στην ιδιαίτερα θετική αντίδραση των χρηματιστηρίων της ηπειρωτικής Κίνας σχετικά με τις διασυνωριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές, στη συνέχεια ότι το επίπεδο πολιτικού κινδύνου είναι ένας από τους βασικότερους παράγοντες για την αύξηση ή μείωση</p>

			των σωρευτικών αποδόσεων και τέλος ότι στις συγκεκριμένες συμφωνίες μεγαλύτερες αποδόσεις έχουν οι μέτοχοι ιδιωτικών κινέζικων επιχειρήσεων και όχι κρατικών.
Rao-Nicholson, R., Salaber, J., Cao, T.H. (2016)	2001-2012	57 συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Νοτιοανατολική Ασία	Υποστηρίζουν ότι λόγω κάποιων συγκεκριμένων χαρακτηριστικών που εμφάνισαν οι εταιρείες κατά την περίοδο της κρίσης θα ήταν πιο επικερδές εάν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές πραγματοποιούνταν εκείνο το χρονικό διάστημα παρά πριν ή μετά, καθώς και ότι υπήρξε κατά μέσο όρο επιδείνωση των περιουσιακών στοιχείων.
Aggarwal, P., & Garg, S. (2019)		68 συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ινδία	Η μελέτη τους παρουσιάζει θετική μεταβολή της ρευστότητας και της κερδοφορίας, η οποία όμως εμφανίζεται σε διάστημα πέντε ετών λόγω της δυσκολίας που παρουσιάζουν οι εταιρείες του δείγματος οι οποίες είναι μεταποιητικές και η συνένωση τους είναι πιο περίπλοκη.
Pazarskis, M., Pantelidis, P., Alexandrakis, A. and Serifis, P. (2014)	2005-2007	35 συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ελλάδα	Από τα αποτελέσματα της έρευνας προέκυψε ότι μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά δεν υπάρχει βελτίωση στην απόδοση της εταιρείας και ότι δεν επηρεάζεται από μέσο πληρωμής. Αντίθετα οι

			διεθνείς Σ&Ε εμφανίζουν βελτιωμένες αποδόσεις.
--	--	--	---

Κεφάλαιο 3: Μεθοδολογία έρευνας

3.1 Δείγμα έρευνας

Το δείγμα της έρευνας αποτελείται από 26 εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, οι οποίες πραγματοποίησαν συγχώνευση με άλλες εισηγμένες ή μη εισηγμένες εταιρείες κατά το χρονικό διάστημα 2016-2020. Στο δείγμα δεν συμπεριλαμβάνονται εταιρείες που πραγματοποίησαν περισσότερες από μία συνεχόμενες συγχωνεύσεις, εταιρείες οι οποίες στην πορεία πτώχευσαν αλλά και επιχειρήσεις που έχουν κύριο αντικείμενο χρηματοοικονομικές/χρηματοπιστωτικές εργασίες π.χ. τράπεζες.

Τα οικονομικά δεδομένα των εταιρειών του δείγματος της έρευνας συλλέχθηκαν από την ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών, τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και ετήσιες εκθέσεις των εταιρειών στο διαδίκτυο. Αναλυτικά, με βάση τα κριτήρια που αναφέρονται παραπάνω παρουσιάζεται το τελικό δείγμα των επιχειρήσεων σε πίνακες κατά έτος.

Πίνακας 3.1: Τελικό δείγμα έτους 2016

Έτος	2016
Όλες οι συγχωνεύσεις στο Χ.Α.Α για το 2016	9
Εξαιρούνται: χρηματοοικονομικές εταιρείες	0
Εξαιρούνται: μη διαθεσιμότητα λόγω πτώχευσης, διαγραφής κ.λπ.	4
Εξαιρούνται: μη διαθεσιμότητα λόγω πολλαπλών συγχωνεύσεων	0
Τελικό δείγμα εξεταζόμενων συγχωνεύσεων	5

Πίνακας 3.2: Τελικό δείγμα έτους 2017

Έτος	2017
Όλες οι συγχωνεύσεις στο Χ.Α.Α για το 2016	9
Εξαιρούνται: χρηματοοικονομικές εταιρείες	0
Εξαιρούνται: μη διαθεσιμότητα λόγω πτώχευσης, διαγραφής κ.λπ.	1
Εξαιρούνται: μη διαθεσιμότητα λόγω πολλαπλών συγχωνεύσεων	0
Τελικό δείγμα εξεταζόμενων συγχωνεύσεων	8

Πίνακας 3.3: Τελικό δείγμα έτους 2018

Έτος	2018
Όλες οι συγχωνεύσεις στο Χ.Α.Α για το 2016	9
Εξαιρούνται: χρηματοοικονομικές εταιρείες	2
Εξαιρούνται: μη διαθεσιμότητα λόγω πτώχευσης, διαγραφής κ.λπ.	1
Εξαιρούνται: μη διαθεσιμότητα λόγω πολλαπλών συγχωνεύσεων	1
Τελικό δείγμα εξεταζόμενων συγχωνεύσεων	4

Πίνακας 3.4: Τελικό δείγμα έτους 2019

Έτος	2019
Όλες οι συγχωνεύσεις στο Χ.Α.Α για το 2016	9
Εξαιρούνται: χρηματοοικονομικές εταιρείες	1
Εξαιρούνται: μη διαθεσιμότητα λόγω πτώχευσης, διαγραφής κ.λπ.	2
Εξαιρούνται: μη διαθεσιμότητα λόγω πολλαπλών συγχωνεύσεων	0
Τελικό δείγμα εξεταζόμενων συγχωνεύσεων	6

Πίνακας 3.5: Τελικό δείγμα έτους 2020

Έτος	2020
Όλες οι συγχωνεύσεις στο Χ.Α.Α για το 2016	5
Εξαιρούνται: χρηματοοικονομικές εταιρείες	1
Εξαιρούνται: μη διαθεσιμότητα λόγω πτώχευσης, διαγραφής κ.λπ.	0
Εξαιρούνται: μη διαθεσιμότητα λόγω πολλαπλών συγχωνεύσεων	1
Τελικό δείγμα εξεταζόμενων συγχωνεύσεων	3

Πίνακας 3.6: Συγχωνεύσεις έτους 2016-2020.

A/A	Απορροφούσα Εταιρεία	Κλάδος	ΚΛ	Απορροφημένη εταιρεία
2016				
1	VIOTALCO	Κατασκευές & Υλικά κατασκευών	4	1)ΕΛΒΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΕ(εισηγμένη) 2)ΔΙΑΤΟΥΡ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΑΕ 3)ALCOMET ΑΕ ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ 4)ΕΥΦΙΝΑ ΑΕ
2	JUMBO	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	3	ΤΑΝΟΣΙΡΙΑΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
3	ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ	Ακίνητη Περιουσία	4	ΚΑΡΕΛΑ ΑΕ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
4	ΕΛΑΣΤΡΟΝ ΑΕΒΕ	Πρώτες Ύλες	1	CORUS ΚΑΛΠΙΝΗΣ ΣΙΜΟΣ ΑΒΕΕ
5	ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΑΕ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	2	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΣΣΩΡΕΥΣΗΣ ΗΛΙΑΚΗΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ ΑΕ
6	CENERGY HOLDINGS S.A.	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	4	1)ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ ΑΕ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ(εισηγμένη) 2)ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΕ(εισηγμένη)
7	HOUSEMARKET ΑΕ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	3	FOURLIS TRADE ΑΕΒΕ

8	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	Εμπόριο	3	EXECUTIVE LEASE ΑΕ ΕΜΠΟΡΙΑΣ & ΕΠΙΣΚΕΥΗΣ ΟΧΗΜΑΤΩΝ, ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΑΧΥΜΕΤΑΦΟΡΩΝ
9	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ ΑΕΒΕ	Χημικά	1	ALCHEMA ΟΡΓΑΝΙΚΑ ΛΙΠΑΣΜΑΤΑ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΕΠΕ
2017				
10	Ε.ΠΑΪΡΗΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ	Βιομηχανικά Προϊόντα και Υπηρεσίες	2	ΠΟΛΥΠΑΚ POLYPACK ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ & ΕΙΔΩΝ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
11	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ- ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	Πρώτες Ύλες	1	1)ΜΕΤΚΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ - ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ(εισηγμένη) 2)ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΒΕΑΕ 3)PROTERGIA Α.Ε ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΗΛΕΚΤΡΙΚΗΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ 4)PROTERGIA ΘΕΡΜΟΗΛΕΚΤΡΙΚΗ ΑΓΙΟΥ ΝΙΚΟΛΑΟΥ Α.Ε ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΠΡΟΜΗΘΕΙΑΣ ΗΛΕΚΤΡΙΚΗΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ
12	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	Βιομηχανικά Προϊόντα και Υπηρεσίες	3	ΝΟΕΤΡΟΝ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΡΟΗΓΜΕΝΕΣ ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ

13	ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΑΕ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	2	ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΠΗΝΕΙΑΣ 1 ΑΕ
14	ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ ΜΕΤΑΛΛΩΝ	Πρώτες Ύλες	1	ΕΛΒΑΛ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ ΑΕ
15	J & P- ΑΒΑΞ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ - ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ - ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ - ΕΜΠΟΡΙΚΗ - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ - ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΩΝ ΥΛΙΚΩΝ ΚΑΙ ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΩΝ	Κατασκευές και Υλικά Κατασκευών	4	1) E-CONSTRUCTION ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΥΛΗΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟΥ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΕΛΛΗΝΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΩΝ 2) ΠΡΟΕΤ ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗΤΙΚΗ ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΤΙΚΗ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
16	ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΕΧΝΙΚΩΝ ΕΡΓΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑΛΛΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	Κατασκευές και Υλικά Κατασκευών	4	ΕΥΡΟΚΑΤ ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
17	ΤΡΑΣΤΟΡ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	Ακίνητη Περιουσία	4	ΡΕΜΒΟ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ
18	ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ, ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ, ΟΙΚΙΑΚΩΝ ΚΑΙ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ	Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	3	ΑΡΠΙΝΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΙΔΩΝ ΟΙΚΙΑΚΗΣ ΧΡΗΣΗΣ
2018				

19	ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΕ	Βιομηχανικά Προϊόντα και Υπηρεσίες	3	1) ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ - ΥΔΡΑΥΛΙΚΟΣ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ 2) ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΝΑΝΕΩΣΙΜΕΣ ΠΗΓΕΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ ΑΕ
20	ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕΒΕ	Βιομηχανικά Προϊόντα και Υπηρεσίες	2	ΣΥΝΕΡΓΕΙΑ ΕΠΙΣΚΕΥΗΣ ΜΗΧΑΝΩΝ ΚΑΙ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΑΥΤΟΚΙΝΗΤΩΝ ΣΕΜΚΑ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΕΠΕ
21	ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ SUNLIGHT ΑΒΕΕ	Βιομηχανικά Προϊόντα και Υπηρεσίες	2	SUNLIGHT ΑΒΕΕ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ ΑΝΑΚΥΚΛΩΣΗΣ ΥΛΙΚΩΝ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΑΝΑΚΤΩΜΕΝΩΝ ΥΛΙΚΩΝ
22	J & P ΑΒΑΞ ΑΕ	Κατασκευές και Υλικά Κατασκευών	4	ΑΘΗΝΑ ΑΤΕ
23	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΑΝΕΜΟΣ ΑΕ	Κατασκευές και Υλικά Κατασκευών	4	1) ΑΛΦΑ ΑΙΟΛΙΚΗ ΜΟΛΑΩΝ ΛΑΚΩΝΙΑΣ ΑΕ&ΒΕ ΑΙΟΛΙΚΗΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ 2) ΑΙΟΛΙΚΗ ΜΟΛΑΩΝ ΛΑΚΩΝΙΑΣ ΑΕ&ΒΕ ΑΙΟΛΙΚΗΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ
24	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΑΝΕΜΟΣ ΑΕ	Κατασκευές και Υλικά Κατασκευών	4	1) Α.Π. ΑΝΑΤΟΛΙΚΟ ΑΣΚΙΟ ΜΑΕΣΤΡΟΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΕ 2) ΔΥΤΙΚΟ ΑΣΚΙΟ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΕ
25	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ ΛΑΜΨΑ ΑΕ	Ταξίδια και Αναψυχή	3	- ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΑ ΘΕΡΕΤΡΑ ΑΕ
2019				

26	ΕΛΒΕ ΑΒΕΕ	Καταναλωτικά Προϊόντα και Υπηρεσίες	3	-ΚΑΡ.ΜΑ ενεργειακή-Μονοπρόσωπη Ιδιωτική Κεφαλαιουχική Εταιρεία
27	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ ΑΕΓΕ	Τρόφιμα, Ποτά & Καπνοβιομηχανίες	1	1) ΝΙΜΟΣ ΑΕ 2) ΣΠΑΡΦΙΣ ΑΕ 3) ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΚΑΛΥΜΝΟΥ ΑΒΕΕ
28	ΕΛΛΑΚΤΩΡ ΑΕ	Κατασκευές και Υλικά Κατασκευών	4	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΑΝΕΜΟΣ ΑΕ
29	ΑΒΑΞ ΑΕ	Κατασκευές και Υλικά Κατασκευών	4	ΙΩΑΝΝΟΥ & ΠΑΡΑΣΚΕΥΑΪΔΗΣ ΑΕ ΚΑΤΑΣΚΕΥΗΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΩΝ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΕΡΓΩΝ
30	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ	Βιομηχανικά Προϊόντα και Υπηρεσίες	2	1) ΔΕΛΤΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Ε. ΑΝΑΝΕΩΣΙΜΩΝ ΠΗΓΩΝ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΟΥ 2) ΜΟΒΑΛ ΓΕΝΙΚΗ Ε.Β.Μ.Α.Ε.
31	ΟΠΑΠ ΑΕ	Ταξίδια και Αναψυχή	3	ΟΠΑΠ ΠΑΡΟΧΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΑΕ
32	ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΕΒΕ	Προσωπική Φροντίδα, Φάρμακα & Παντοπωλεία	3	GR SARANTIS CYPRUS LTD
33	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΗΧΟΥ & ΕΙΚΟΝΑΣ ΑΕ	Μέσα Ενημέρωσης	3	1) ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΨΥΧΑΓΩΓΙΚΑ ΠΑΡΚΑ ΑΕ 2) ΙΝΤΕΡΝΑΣΙΟΝΑΛ ΓΚΕΪΜΙΝΓΚ ΚΑΙ ΕΝΤΕΡΤΕΪΝΜΕΝΤ ΑΕ ΨΥΧΑΓΩΓΙΑΣ ΚΑΙ ΔΙΑΣΚΕΔΑΣΗΣ

2020				
34	TRASTOR A.E.E.A.Π	Ακίνητης Περιουσίας	4	1) ΑΓΚ47 ΑΕΕΑ 2) ΚΟΥΚΟΥΝΑΡΙΕΣ ΑΕΕΑ 3) ΜΑΝΤΕΚΟΛ ΑΕΕΑ 4) ΒΣ94 ΑΕΕΑ
35	ΑΛΟΥΜΥΛ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ ΑΕ	Πρώτες Ύλες	1	ΑΛΟΥΦΟΝΤ ΑΒΕΕ
36	ΣΙΔΑΜΑ ΑΕ	Πρώτες Ύλες	1	ΜΠΗΤΡΟΣ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ ΑΕΒΕ (κλάδος εμπορίας και επεξεργασίας χαλυβουργικών προϊόντων)
37	ΓΕ ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ ΑΕΕ	Καταναλωτικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	3	1) DELTA DOMESTIC APPLIANCES ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΗΛΕΚΤΡΙΚΩΝ ΣΥΣΚΕΥΩΝ 2) SSM ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΗΛΕΚΤΡΙΚΩΝ ΣΥΣΚΕΥΩΝ

Σημείωση:

Κλάδος (ΚΛ) δραστηριότητας απορροφώσας εταιρείας:

1. πρωτογενής τομέας-πρώτες ύλες
2. βιομηχανία
3. εμπόριο-υπηρεσίες
4. κατασκευές

3.2 Αριθμοδείκτες

Το τελικό δείγμα που αποτελείται από 26 επιχειρήσεις, οι οποίες υλοποίησαν συγχωνεύσεις κατά την περίοδο 2016-2020 και η εξέταση τους θα βασιστεί 10 αριθμοδείκτες, που ως μεθοδολογία είναι ευρέως διαδεδομένη για συγχωνεύσεις (Healy et al., 1992; Martynova & Renneboog, 2008; Pantelidis et al., 2018; Lois et al., 2021; Grigorieva, 2020; Pazarskis et al., 2021). Για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις στην ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Οι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιήθηκαν είναι οι εξής:

Πίνακας 3.2: Αριθμοδείκτες.

Κωδικός	Αριθμοδείκτης	Επεξήγηση
V01	Κέρδη ή Ζημία προ φόρων	Κέρδη ή Ζημία προ φόρων
V02	Συνολικό Ενεργητικό	Συνολικό Ενεργητικό
V03	Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας	Κυκλ. Ενεργ. / Βραχ. Υποχρεώσεις
V04	Λειτουργικά Έσοδα	Λειτουργικά Έσοδα
V05	Αριθμοδείκτης περιθωρίου κέρδη προ τόκων και φόρων - ΚΠΤΦ - EBIT	ΚΠΤΦ / Πωλήσεις
V06	Αριθμοδείκτης περιθωρίου κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων - ΚΠΤΦΑ - EBITDA % (ποσοστό)	ΚΠΤΦΑ / Πωλήσεις *100
V07	Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων - ROE	Κέρδη μετά φόρων / Ιδ. Κεφάλαια

V08	Αριθμοδείκτης Συνολικά Απασχολούμενων Κεφαλαίων - ROA	Κέρδη μετά φόρων / Συν. Ενεργητικού
V09	Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού	Καθαρές Πωλήσεις / Συν. Ενεργητικού
V10	Αριθμοδείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους	Μικτό κέρδος / Πωλήσεις

Κεφάλαιο 4. Αποτελέσματα

4.1 Descriptive Statistics

Mean είναι ο Μέσος, δηλαδή ο μέσος όρος ενός συνόλου δύο ή περισσότερων αριθμών ενώ Median είναι η Διάμεσος δηλαδή ο μεσαίος αριθμός από μία λίστα αριθμών η οποία είναι ταξινομημένη είτε αύξουσα είτε φθίνουσα και είναι το σημείο πάνω και κάτω από το οποίο βρίσκεται το 50% των δεδομένων του δείγματος.

Η κύρτωση ή αλλιώς kurtosis περιγράφει το πλάτος των ουρών που βρίσκονται στις κατανομές πιθανοτήτων. Υπάρχουν τρεις κατηγορίες κύρτωσης η λεπτόκυρτη εάν το αποτέλεσμα είναι μεγαλύτερο από το μηδέν η πλατύ κυρτή εάν το αποτέλεσμα είναι μικρότερο από το μηδέν και η μεσόκυρτη εάν το αποτέλεσμα είναι ίσο με το μηδέν.

Η ασυμμετρία είναι η μέτρηση της παραμόρφωσης της συμμετρικής κατανομής ή της ασυμμετρίας σε ένα σύνολο δεδομένων. Εάν το skewness είναι ίσο με το μηδέν τότε έχουμε συμμετρία, εάν το skewness είναι μεγαλύτερο από το μηδέν τότε έχουμε θετική ασυμμετρία και όταν το skewness είναι μικρότερο από το μηδέν έχουμε αρνητική ασυμμετρία.

Το std. Deviation είναι η τυπική απόκλιση δηλαδή δείχνει τη κατά μέσο όρο διαφορά από το μέσο όρο της κατανομής.

Όσον αφορά τα τεταρτημόρια Quartiles έχουμε το πρώτο τεταρτημόριο Q1 που αφορά το 25% του συνόλου του δείγματος, το τρίτο τεταρτημόριο Q3 που αφορά το 75% του συνόλου του δείγματος και το IQR που είναι η διαφορά ανάμεσα στο Q1 και στο Q3 (Q1- Q3).

Minimum είναι η ελάχιστη τιμή δηλαδή η ελάχιστη των παρατηρήσεων, η μικρότερη ενώ

Maximum είναι η μέγιστη τιμή δηλαδή η μέγιστη των παρατηρήσεων, η μεγαλύτερη.

Πίνακας 4.1: Ανάλυση δεδομένων descriptive statistics πριν την συγχώνευση.

	<i>minimum</i>	<i>Q1</i>	<i>Q3</i>	<i>maximum</i>	<i>IQR</i>	<i>stdev</i>	<i>skewness</i>	<i>kurtosis</i>
Pre-V01	-49820	-2249,5	21300,5	163326	23550	45456	2,028	4,386
Pre-V02	29468	127890	1207529	3550756	1079639	1122455	1,487	0,908
Pre-V03	0,369	1,1405	2,789	6,026	1,6485	1,436	1,141	0,749
Pre-V04	3989	23685	588721,5	1907038	565037	573035	1,635	1,688
Pre-V05	-16241	1156,5	39390,25	204231	38234	57820	1,651	1,829
Pre-V06	-23,185	6,7025	15,748	78,261	9,0455	18,511	1,900	5,638
Pre-V07	-181,026	-6,087	7,653	14,486	13,74	37,497	-4,063	18,329
Pre-V08	-6,52	-2,437	2,552	9,62	4,989	4,133	0,500	-0,166
Pre-V09	0,048	0,624	1,221	3,685	0,597	0,929	1,798	3,508
Pre-V10	3708	9558,75	150450	401476	140891	125152	1,281	0,234

Πίνακας 4.2: Ανάλυση δεδομένων descriptive statistics μετά την συγχώνευση.

	<i>minimum</i>	<i>Q1</i>	<i>Q3</i>	<i>maximum</i>	<i>IQR</i>	<i>stdev</i>	<i>skewness</i>	<i>kurtosis</i>
Post-V01	-84.047	-2.238	9.278	182.347	11.516	61.555	1,72	2,84
Post-V02	16.883	47.218	1.230.772	4.157.919	1.183.554	1.191.208	1,52	1,28
Post-V03	0,55	1,168	2,339	5,35	1,17	1,27	1,40	1,70
Post-V04	4.175	27.563	628.744	2.269.586	601.180	613.369	1,78	2,45
Post-V05	-28.817	1.128	35.425	242.454	34.297	66.777	2,10	3,74
Post-V06	1,70	6,638	13,604	84,82	6,97	17,06	3,18	11,04
Post-V07	-91,62	11,843	8,195	15,873	20,038	28,827	-1,948	3,15
Post-V08	-12,28	-1,940	3,241	10,030	5,181	5,154	-0,405	0,523
Post-V09	0,05	0,692	1,220	443,52	0,53	85,09	5,10	25,99
Post-V10	3.051	10.635	153.202	444.597	142.567	135.372	1,56	1,36

Πίνακας 4.3: Σύγκριση Μέσου και Διάμεσου πριν και μετά την συγχώνευση.

	<i>Pre-merger median</i>	<i>Post-merger median</i>	<i>Pre-merger mean</i>	<i>Post-merger mean</i>
V01	694,5	1.209	17.221	19.615
V02	282.758	302.099	889.952	896.459
V03	1,626	1,62	2,066	2,02
V04	125.471	127.155	424.703	449.254
V05	4.037	6.242	37.089	37.363
V06	9,028	9,95	14,359	14,82
V07	2,614	2,454	-9,327	-8,45
V08	0,624	1,235	0,646	0,58
V09	0,934	0,99	1,135	18,08
V10	32.306	20.409	99.913	101.940

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι οι συγχωνεύσεις επηρέασαν θετικά τα κέρδη καθώς υπήρξε αύξηση 13% την χρονιά που πραγματοποιήθηκαν. Το ίδιο ισχύει και για τη διάμεσο η οποία μεταβλήθηκε θετικά κατά 74%. Βέβαια τα αποτελέσματα αυτά δεν συμφωνούν με την έρευνα των Lois et al. (2021) οι οποίοι υποστηρίζουν ότι δεν υπάρχει κάποια μεταβολή στα κέρδη ούτε θετική ούτε αρνητική για τα επόμενα τέσσερα χρόνια, ενώ στις υπόλοιπες έρευνες διαπιστώνεται ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές συμβάλουν στην βελτίωση στις κερδοφορίας.

Αντίθετα με την έρευνα των Dargenidou et al. (2016) παρατηρείται στο Συνολικό Ενεργητικό μία ελαφρά αύξηση του μέσου όρου κατά 0,73%. Επιπλέον συμπεραίνουμε ότι εάν οι εταιρείες δεν πραγματοποιούσαν κάποια συγχώνευση ή εξαγορά η μείωση του θα ήταν δεδομένη.

Ακόμη μπορούμε να αντιληφθούμε ότι υπάρχει μία πτώση κατά μέσο όρο στον αριθμοδείκτη της Γενικής ρευστότητας την χρονιά που εκτελέστηκε η πράξη της συγχώνευσης ή της εξαγοράς ομοίως και στη διάμεσο υπάρχει πτώση αλλά μικρότερη, η οποία είναι 2,39% και 0,25% αντίστοιχα. Παρόλα αυτά ο δείκτης βρίσκεται σε καλό επίπεδο, αλλά το αποτέλεσμα αυτό έρχεται σε αντίθεση με αρκετές έρευνες που υποστηρίζουν οι αυτές οι συναλλαγές παρουσιάζουν βελτίωση στην ρευστότητα των επιχειρήσεων όπως των Pantelidis et al., (2018).

Έπειτα ακολουθούν τα λειτουργικά έσοδα, τα οποία παρουσιάζουν μία ελαφρά άνοδο στον μέσο όρο, από 424.703 σε 449.254 δηλαδή περίπου 5,8% ενώ η διάμεσος μεταβάλλεται ανοδικά μόνο κατά 1,34%.

Ο αριθμοδείκτης περιθωρίου κέρδους προ φόρων και τόκων δείχνει μία ελαφρά αύξηση κατά μέσο όρο, η οποία είναι 0,74%. Η διάμεσος πριν την συγχώνευση ήταν

4.037 ενώ την χρονιά της συγχώνευσης 6.242 κάτι που είναι εξαιρετικά θετικό για τις επιχειρήσεις καθώς η μεταβολή ήταν περίπου 54%.

Επίσης υπάρχει και ο αριθμοδείκτης περιθωρίου κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων σε ποσοστό ή αλλιώς EBITDA % ο οποίος καταγράφει στο μέσο όρο μια αρκετά μικρή αύξηση κοντά στο 3,2%. Από την άλλη πλευρά η διάμεσος ενώ βρισκόταν στο 9,028 πριν πραγματοποιηθούν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έφτασε το 9,95 που σημαίνει ότι η μεταβολή σε ποσοστό είναι σχεδόν 10,2%.

Στη συνέχεια παρατηρούμαι ότι ο αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ίδιων Κεφαλαίων μειώνεται κατά μέσο όρο την επόμενη χρονιά και η μεταβολή είναι 9,4%. Αυτή η μείωση δεν είναι θετική για τις επιχειρήσεις καθώς δηλώνει την αναποτελεσματική χρήση των κεφαλαίων τους και κατ' επέκταση δημιουργεί αρνητικό αντίκτυπο στους μετόχους και στους πιθανούς επενδυτές.

Το ίδιο συμβαίνει και στον αριθμοδείκτη Συνολικών Απασχολούμενων Κεφαλαίων όπου την χρονιά που ολοκληρώθηκαν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές ο μέσος όρος μεταβλήθηκε αρνητικά κατά περίπου 10%. Από εδώ συμπεραίνουμε ότι η μη αποδοτικότητα των συνολικών περιουσιακών στοιχείων πιθανώς οφείλεται στη μείωση των καθαρών κερδών μετά φόρων, που έχει άμεση σχέση με τον αριθμοδείκτη.

Ακολουθεί ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού ο οποίος παρουσίασε θετική μεταβολή και στη διάμεσο αλλά και στο μέσο όρο. Στο μέσο όρο παρατηρείται σημαντική μεταβολή, η οποία αγγίζει σχεδόν το 1.500%. Η τιμή αυτή δηλώνει ότι οι επιχειρήσεις του δείγματος χρησιμοποιούν εντατικά τα περιουσιακά τους στοιχεία έχοντας στόχο τις πωλήσεις.

Ολοκληρώνουμε τα αποτελέσματα με τον αριθμοδείκτη περιθωρίου μικτού κέρδους όπου και αυτός σημειώνει αξιόλογη μεταβολή κατά μέσο όρο, περίπου 400%. Παράλληλα η διάμεσος τριπλασιάζεται από 32.306 την χρονιά προ συγχωνεύσεων και εξαγορών σε 99.913, με σχετικό αριθμό μεταβολής 209,3%. Αυτή η ραγδαία αύξηση του αριθμοδείκτη δηλώνει την καλή και συνετή διαχείριση και οργάνωση των επιχειρήσεων.

Κεφάλαιο 5. Συμπεράσματα

5.1 Συμπερασματικά σχόλια και Περιορισμοί

Η συγκεκριμένη έρευνα μελέτησε τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές ελληνικών εταιρειών εισηγμένων στο χρηματιστήριο, που έλαβαν χώρα την περίοδο της υγειονομικής κρίσης δηλαδή το διάστημα από το 2016 έως και το 2020. Το τελικό δείγμα που μελετήθηκε σε αυτήν την έρευνα αποτελείται από 26 εταιρείες οι οποίες δεν πραγματοποίησαν παραπάνω από μία συναλλαγή συνεχόμενα, δεν περιλαμβάνει χρηματοοικονομικές εταιρείες καθώς επίσης και εταιρείες που πλέον δεν υφίστανται. Τα αποτελέσματα της έρευνας προέκυψαν από την μελέτη δέκα αριθμοδεικτών για ένα χρόνο πριν την πραγματοποίηση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς και ένα χρόνο μετά.

Από τα αποτελέσματα συμπεραίνουμε ότι οι συγχωνεύσεις επηρέασαν θετικά κατά μέσο όρο τα κέρδη και γενικότερα τους δείκτες της κερδοφορίας, ενώ οι δείκτες της αποδοτικότητας και της ρευστότητας όχι μόνο δεν είχαν την αναμενόμενη αύξηση, αλλά εισήρθαν και σε πτωτική πορεία.

Αναφορικά με τους περιορισμούς της παρούσας εργασίας θα λέγαμε ότι κύριος είναι η εξέταση ενός δείγματος που έχει αποκλειστικά ελληνικές εταιρείες και μάλιστα μόνο εισηγμένες. Ως εκ τούτου ενδεχομένως να υπήρχαν άλλα αποτελέσματα εάν εξεταζόταν εταιρείες μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο στην Ελλάδα. Από την άλλη, εάν εξεταζόταν εταιρείες που δεν ήταν ελληνικές και η έρευνα αφορούσε άλλη χώρα πάλι ενδεχομένως να προκύπτανε άλλα αποτελέσματα. Τέλος, το χρονικό πλαίσιο της έρευνας είναι ένας σημαντικός περιορισμός καθώς η εξέταση δεδομένων σε διαφορετική χρονική περίοδο θα μπορούσε να σηματοδοτήσει διαφορετικά αποτελέσματα λόγω διαφορετικής οικονομικής συγκυρίας που θα επικρατούσε στην αγορά ή και γενικότερα λόγω των οικονομικών δεδομένων που θα υπήρχαν εκείνη την περίοδο στην οικονομία.

5.2 Προτάσεις για μελλοντική έρευνα

Τέλος, ως ιδέες μελλοντικής έρευνας, προτείνεται η περαιτέρω ανάλυση και η εξέταση επιπρόσθετων αριθμοδεικτών σε ελληνικές και μη εταιρείες, που πραγματοποιούν συγχωνεύσεις και εξαγορές, για ένα μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.

Ακόμη μια μελλοντική έρευνα θα μπορούσε να περιλαμβάνει και επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και να συγκριθούν με εισηγμένες εταιρείες για να εντοπιστούν τυχόν διαφορές.

Βιβλιογραφία

- Aggarwal, P., & Garg, S. (2019) “Impact of Mergers and Acquisitions on Accounting-based Performance of Acquiring Firms in India”, *Global Business Review*, Volume 20, Issue 1, pp. 1-19. <https://doi.org/10.1177/0972150919852009>
- Alhenawi, Y. and Stilwell, M. (2017). Value creation and the probability of success in merger and acquisition transactions. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 49(1), 1041-1085. <https://doi.org/10.1007/s11156-017-0616-2>
- Angwin, D. (2007). Motive archetypes in mergers and acquisitions (M&A): The implications of a configurational approach to performance. *Advances in mergers and acquisitions*, 6, 77- 105.
- Berriategortua, J., Olasagasti, O. and Florencio, B. (2018). Does company performance improve after M&A? A literature review. In S. Finkelstein and C. Cooper (Eds.), *Advances in mergers and acquisitions*, vol. 17, 31-51, Emerald Publishing. <https://doi.org/10.1108/S1479-361X20180000017002>
- Dargenidou, C., Gregory, A. and Hua, S. (2016). How far does financial reporting allow us to judge whether M&A activity is successful? *Accounting and Business Research*, 46(5), 467-499. <https://doi.org/10.1080/00014788.2016.1182702>
- Denison, D., & Ko, I. (2016). Cultural due diligence in mergers and acquisitions, *Advances in Mergers and Acquisitions*, 15, 53-72.
- Golubov, A., Petmezas, D. and Travlos, N. (2013). Empirical mergers and acquisitions research: A review of methods, evidence and managerial implications. In A. Bell, C. Brooks, and M. Prokopczuk (Eds.), *Handbook of research methods*

and applications in empirical finance, pp. 287-313.
<https://doi.org/10.4337/9780857936097.00021>

Grigorieva, S. (2020). How M&A Deals Influence Corporate Performance in Developed and Emerging Capital Markets: A Review of Empirical Results in the Literature. In: Ivashkovskaya, I., Grigorieva, S., Nivorozhkin, E. (eds) *Strategic Deals in Emerging Capital Markets* (Advanced Studies in Emerging Markets Finance), Springer, Cham, 33-61. https://doi.org/10.1007/978-3-030-23850-6_2

Healy, P., Palepu, K. and Ruback, R. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135-175.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90002-F](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90002-F)

Hiltrop, J. (2019). Managing people in mergers and acquisitions: issue and recommendations. Croner-i. Retrieved from:
<https://app.croneri.co.uk/strategic-briefings/managing-peoplemergers-and-acquisitions-issues-and-recommendations>

Lois P., Pazarskis M., Drogalas G., Karagiorgos A. (2021). On Mergers and Acquisitions in Greece - before and after the Onslaught of the Economic Crisis. *Journal of Developing Areas*, 55(2), 355-366. <https://doi.org/10.1353/jda.2021.0049>

Martynova, M. and Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking and Finance*, 32(10), pp. 2148-2177. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.038>

Pantelidis P., Pazarskis M., Drogalas G., Zezou S. (2018). Managerial Decisions and Accounting Performance Following Mergers in Greece. *Investment*

Management and Financial Innovations, 15(1), 263-276.
[https://doi.org/10.21511/imfi.15\(1\).2018.22](https://doi.org/10.21511/imfi.15(1).2018.22)

Pazarskis M., Vogiatzoglou M., Koutoupis A., Drogalas G. (2021). Corporate Mergers and Accounting Performance during a Period of Economic Crisis: Evidence from Greece. *Journal of Business Economics and Management*, 22(3), 577-595. <https://doi.org/10.3846/jbem.2020.13911>

Pazarskis, M., Pantelidis, P., Alexandrakis, A. and Serifis, P. (2014). Successful merger decisions in Greece: Facts or delusions? *Corporate Ownership and Control*, 11(2), 708-717. <https://doi.org/10.22495/cocv11i2c7p4>

Pazarskis M., Giovanis N., Chatzigeorgiou P., Hatzikirou H. (2022a) “Does company performance really improve following mergers? A pre-post analysis of differences in Greece”, *Problems and Perspectives in Management*, Volume 20, Issue 1, pp. 543-553. [https://doi.org/10.21511/ppm.20\(1\).2022.43](https://doi.org/10.21511/ppm.20(1).2022.43)

Pazarskis M., Gkatziou M., Konstantinidis C., Kourtesi S. (2022b) “Mergers as a competitiveness strategy in different business sectors during economic crisis period: Evidence from Greece”, *Corporate and Business Strategy Review*, Volume 3, Issue 2, pp. 169-176. <https://doi.org/10.22495/cbsrv3i2art15>

Tao, F., Liu, X., Gao, L., Xia, E. (2017) “Do cross-border mergers and acquisitions increase short-term market performance? The case of Chinese firms”, *International Business Review*, Volume 26, Issue 1, pp. 189-202. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2016.06.006>

Rao-Nicholson, R., Salaber, J., Cao, T.H. (2016) “Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries”, *Research in International Business and Finance*, Volume 36, Issue 1, pp. 373-387. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.09.024>

Διαδίκτυο

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια έκθεση 2016, 2017, 2018, 2019, 2020