

Evaluation of Mergers and Acquisitions in Greece: An Empirical Investigation with Emphasis on the Labour Productivity

Dr. Giovanis Nikolaos

Assistant Professor
ng@teiser.gr

Dr. Pantelidis Panagiotis

Assistant Professor
pan@teiser.gr

Kanakaris Spyridon

Post-graduate student
spkanakaris@gmail.com

Dr. Pazarskis Michail

Adj. Assist. Professor
Department of Business Administration
T.E.I. of Central Macedonia, Greece
pazarskis@gmail.com

Abstract

In this study is analyzed and evaluated the impact of a merger or acquisition activity, both in the labour productivity as well as in the business performance-profitability of the acquiring companies. More specifically in this study, there is a relative literature review, the research sample of the companies is analysed, the examined ratios and the research methodology followed, as well as the research hypothesis. Last, from the analysis of the results is clear that the M&As activity have not any important impact on the labour productivity of the sample firms, and, in general, M&As were investment transactions of zero or negative value for the sample firms of this study.

Keywords: mergers, acquisitions, labour productivity, ratios

JEL Classification: G34, M40, M50

Αξιολόγηση Σ&Ε στην Ελλάδα: Μια Εμπειρική Διερεύνηση με Έμφαση στην Παραγωγικότητα της Εργασίας

Δρ. Γιοβάνης Νικόλαος

Επίκουρος Καθηγητής
ng@teiser.gr

Δρ. Παντελίδης Παναγιώτης

Επίκουρος Καθηγητής
pan@teiser.gr

Κανακάρης Σπυρίδων

Μεταπτυχιακός Φοιτητής
spkanakaris@gmail.com

Δρ. Παζάρσκης Μιχαήλ
Επιστημονικός Συνεργάτης
Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων
Τ.Ε.Ι. Κεντρικής Μακεδονίας
pazarskis@gmail.com

Περίληψη

Στην παρούσα εργασία αναλύεται και αξιολογείται η επίδραση μιας δραστηριότητας συγχώνευσης ή εξαγοράς, τόσο στην παραγωγικότητα της εργασίας, όπως επίσης και στην επιχειρηματική επίδοση-κερδοφορία των εξαγοράζουσων εταιρειών. Αναλυτικότερα, καταγράφεται η σχετική βιβλιογραφική επισκόπηση, παρατίθεται η καταγραφή του δείγματος των εταιρειών, οι εξεταζόμενοι αριθμοδείκτες και η μεθοδολογία της έρευνας που ακολουθείται, όπως επίσης και ο έλεγχος των υποθέσεων του δείγματος. Τέλος, από την ανάλυση των αποτελεσμάτων με τη βοήθεια στατιστικών αναλύσεων προέκυψε ότι η δραστηριότητα Σ&Ε δεν είχε ουσιαστική επίδραση στην παραγωγικότητα της εργασίας των εταιρειών του δείγματος, ενώ γενικά οι Σ&Ε ήταν ουσιαστικά επενδυτικές δραστηριότητες μηδενικής έως και αρνητικής αξίας για τις επιχειρήσεις του δείγματος της παρούσας μελέτης.

Λέξεις-κλειδιά: *συγχωνεύσεις, εξαγορές, παραγωγικότητα της εργασίας, δείκτες*

JEL Classification: G34, M40, M50

Εισαγωγή

Οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές (Σ&Ε / Mergers and Acquisitions - M&As), αποτελούν επιχειρηματικές συναλλαγές οι οποίες έχουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον και αφορούν άμεσα τους οικονομολόγους, τις διοικήσεις των επιχειρήσεων καθώς επίσης και τους πολιτικούς, λόγω των εξαιρετικά αμφιλεγόμενων επιπτώσεων που έχουν στη λειτουργία των επιχειρήσεων και γενικότερα στα πλαίσια του ανταγωνισμού. Στην Ελλάδα, το φαινόμενο των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών εντάθηκε τα τελευταία χρόνια, καθώς στα πλαίσια μιας παγκοσμιοποιημένης αγοράς, ο ανταγωνισμός έγινε εντονότερος, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να προσπαθούν να αυξήσουν τον κύκλο εργασιών είτε μέσω της διεύρυνσης του πελατολογίου τους είτε μέσω της διαφοροποίησης των προϊόντων που διοχετεύουν στην αγορά (Pazarskis & Alexandrakis, 2009).

Ωστόσο, πολλοί ερευνητές και επαγγελματίες του επιχειρηματικού κόσμου αντιμετωπίζουν με σκεπτικισμό το γεγονός των Σ&Ε, θεωρώντας πως οι συνέπειες και τα αποτελέσματα μιας τέτοιας δραστηριότητας δεν είναι πάντα θετικά, ενώ πολλοί άλλοι είναι σίγουροι και ενθουσιώδεις στην προοπτική μιας Συγχώνευσης ή Εξαγοράς. Χαρακτηριστική είναι η δήλωση του Dennis Mueller (1989) η οποία παραμένει επίκαιρη 25 χρόνια μετά: «Δεν υπάρχει αντικείμενο στα πλαίσια της βιομηχανικής οργάνωσης που να προκαλεί τόσες διαφωνίες και αντιφάσεις όπως οι Συγχωνεύσεις. Γιατί συμβαίνουν; Ποιες είναι οι οικονομικές και οι μη οικονομικές επιπτώσεις; Ποια πρέπει να είναι η κυβερνητική πολιτική στο θέμα των Σ&Ε; Κάθε ερώτηση έχει πλήθος απαντήσεων, εκ των οποίων κάποιες είναι εκ διαμέτρου αντιφατικές».

Στην παρούσα εργασία μελετάται η παραγωγικότητα του εργατικού δυναμικού (labour productivity), καθώς επίσης και η επιχειρηματική επίδοση-κερδοφορία (profitability) των εξαγοράζουσων, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρειών, οι οποίες συμμετείχαν σε Σ&Ε την τριετία 2006-2008. Συγκρίνονται οι τιμές διάφορων δεικτών, όπως το

κέρδος ανά εργαζόμενο (profit per employee), τα έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες ανά εργαζόμενο (operating revenue per employee), κλπ. ενώ για την μελέτη της επιχειρηματικής τους επίδοσης μελετώνται δείκτες όπως το ποσοστό κέρδους (profit margin %), το ποσοστό μικτού κέρδους (gross margin %), κλπ. ένα χρόνο πριν και ένα χρόνο μετά την εκάστοτε συναλλαγή Σ&Ε.

Η εργασία αποτελείται από τα παρακάτω μέρη-ενότητες: στην επόμενη ενότητα γίνεται συνοπτική αναφορά στις κατηγορίες των Σ&Ε και τα κίνητρά που οδηγούν σε αυτές. Στη συνέχεια, παρατίθεται μια βιβλιογραφική επισκόπηση και παρουσιάζονται αντίστοιχες μελέτες που πραγματοποιήθηκαν στο παρελθόν. Παράλληλα, αναφέρεται η μεθοδολογία της έρευνας που διενεργήθηκε. Τέλος, καταγράφονται τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα που προέκυψαν από αυτή.

Γενικά στοιχεία Σ&Ε

Ορισμοί

Με τον όρο Συγχώνευση ή Εξαγορά νοείται γενικώς η πράξη ένωσης δύο ή και περισσότερων εταιρειών (Παζάρσκης κ.α., 2007). Η έννοια της Συγχώνευσης περιγράφεται αναλυτικά στο Νόμο 2190/1920 περί Ανωνύμων εταιρειών: «Συγχώνευση είναι η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες επιχειρήσεις που λύονται χωρίς να ακολουθεί εκκαθάριση, μεταβιβάζουν σε άλλη, που είτε προϋπάρχει είτε δημιουργείται για το σκοπό αυτό, το σύνολο της περιουσίας τους έναντι ανταλλάγματος. Το ανάλλαγμα συνίσταται στο ότι η επιχείρηση προς την οποία γίνεται η μεταβίβαση αποδίδει σε όσους συμμετείχαν στις επιχειρήσεις που λύθηκαν (μετόχους, εταίρους) μερίδια συμμετοχής». Ως Εξαγορά ορίζεται η συναλλαγή κατά την οποία μια επιχείρηση αποκτά ένα μέρος ή το σύνολο της συμμετοχής (μετοχές ή εταιρικά μερίδια) μιας άλλης, έναντι χρηματικού ανταλλάγματος. Οι εξαγορές διακρίνονται σε απλές και συγχωνευτικές. Στις απλές εξαγορές, η εξαγοραζόμενη επιχείρηση εξακολουθεί να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου, ενώ στις συγχωνευτικές εξαγορές η εξαγοραζόμενη επιχείρηση παύει να υφίσταται.

Κατηγοριοποίηση Σ&Ε

Με βάση τη νομική μορφή επί της συναλλαγής, οι Σ&Ε μπορούν να διακριθούν σύμφωνα με τη διεθνή και ελληνική βιβλιογραφία, ως εξής (Παζάρσκης, 2008):

- Συγχώνευση με απορρόφηση (merger by absorption). Στην προκειμένη περίπτωση η εξαγοράζουσα εταιρεία διατηρεί την επωνυμία και την οντότητά της και αποκτά όλα τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, με αποτέλεσμα η δεύτερη να παύει να υφίσταται ως επιχειρησιακή οντότητα.
- Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας (merger by consolidation). Με την πραγματοποίηση της συγχώνευσης, δημιουργείται εκ νέου μία εταιρεία, στην οποία μετέχουν οι εταιρείες που συμμετείχαν στη συγχώνευση και οι οποίες παύουν να υπάρχουν με την προηγούμενη νομική τους μορφή.
- Συγχώνευση με εξαγορά (merger by acquisition). Στο συγκεκριμένο μοντέλο συγχώνευσης, μία εταιρεία αποκτά μία ή περισσότερες εταιρείες, έναντι ανταλλαγμάτων (μετρητά, μετοχές, κ.α.). Υπάρχουν δύο υποκατηγορίες του υφιστάμενου μοντέλου συγχώνευσης: Η εξαγορά με απόκτηση μετοχικού κεφαλαίου (acquisition of stock) και η εξαγορά με απόκτηση των στοιχείων του ενεργητικού (acquisition of assets).

Ακόμα, υπάρχει και η περίπτωση της εξαγοράς με δημόσια προσφορά (Public buyout offer). Η εξαγοράζουσα εταιρεία απευθύνει δημόσια πρόσκληση για την αγορά, συνήθως, του πλειοψηφικού πακέτου των κοινών μετοχών μιας εταιρείας σε σταθερή τιμή, μέσα σε συγκεκριμένη προθεσμία. Η προσφορά αυτή υπόκειται σε κάποιους περιορισμούς, όπως ο αριθμός των προσφερόμενων μετοχών. Στη συνέχεια οι μέτοχοι προσφέρουν τις μετοχές που απέκτησαν στην εξαγοράζουσα εταιρεία, η οποία τους προσφέρει ως αντάλλαγμα είτε χρήματα είτε κοινές μετοχές της εταιρείας που προέκυψε κατά την εξαγορά.

Επίσης, ανάλογα με τη συσχέτιση των δραστηριοτήτων τόσο της εξαγοράζουσας όσο και της εξαγοραζόμενης εταιρείας, οι Σ&Ε διακρίνονται σε τέσσερις κατηγορίες (Lubatkin, 1983):

- Οριζόντια συγχώνευση και εξαγορά (Horizontal M&A). Στην προκειμένη περίπτωση, ομοειδείς επιχειρήσεις συγχωνεύονται με διάφορους τρόπους, με σκοπό να περιορίσουν ή και να εξαφανίσουν τον μεταξύ τους ανταγωνισμό, έτσι ώστε να μπορούν να ελέγχουν την αγορά με μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη.
- Κάθετη συγχώνευση και εξαγορά (Vertical M&A). Στα πλαίσια μιας κάθετης Σ&Ε, μία εταιρεία αποκτά τους προμηθευτές της ή και αντίστροφα. Δηλαδή, επιχειρήσεις οι οποίες εμπλέκονται σε διαδοχικά στάδια παραγωγής ενός προϊόντος ή παροχής υπηρεσιών, συγχωνεύονται, με στόχο τον περιορισμό του κόστους παραγωγής, την ανταλλαγή τεχνογνωσίας και γενικότερα τη βελτίωση της θέσης τους στην αγορά (Vemon & Graham, 1971).
- Ομοκεντρική ή ομογενή συγχώνευση και εξαγορά (Concentric or congeneric M&A). Πρόκειται για ένα είδος Σ&Ε όπου οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις δεν παρουσιάζουν καμία ομοιότητα ή παραγωγική εξάρτηση μεταξύ τους, η δραστηριότητα των οποίων όμως δύναται να αλληλοσυμπληρώνεται με συνδυασμένες ενέργειες (Lubatkin & Lane, 1996).
- Διαγώνια ή ανομοιογενή συγχώνευση και εξαγορά (conglomerate M&A). Στο συγκεκριμένο μοντέλο συγχώνευσης, οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις έχουν μη συσχετισμένες επιχειρηματικές δραστηριότητες (Kitching, 1967).

Κίνητρα Σ&Ε

Ένα πλήρες πλαίσιο που εμπεριέχει και κατηγοριοποιεί τις διάφορες απόψεις και προτάσεις, ως και τα κίνητρα - αίτια που οδήγησαν στις Σ&Ε, συγκροτήθηκε από τον Steiner (1975). Σύμφωνα με το πλαίσιο αυτό, οι διάφορες ερευνητικές πεποιθήσεις μπορούν να κατηγοριοποιηθούν και να αναλυθούν με βάση τη θεωρία της επιχείρησης (theory of the firm), που θεμελιώνεται με δύο κύριες προσεγγίσεις: τις νεοκλασικές θεωρίες (neoclassical theories) και τις διοικητικές θεωρίες (managerial theories) (Παζάρσκης, 2008).

Σύμφωνα με τις νεοκλασικές θεωρίες, μοναδικός στόχος μιας επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους (maximization profit) και οι ενέργειες που θα οδηγήσουν σε αυτό το γεγονός (Manne, 1965). Η μεγιστοποίηση του κέρδους, μπορεί να επιτευχθεί με τρεις τρόπους: μέσω της συνεργίας (synergy), μέσω της μείωσης του κινδύνου (risk reduction theory) και μέσω της δημιουργίας μονοπωλιακών συνθηκών αγοράς (monopoly theory) (Σαρρή, 1996).

Εκτός από τις νεοκλασικές θεωρίες, βάσει των οποίων μια επιχείρηση έχει ως μοναδικό σκοπό τη μεγιστοποίηση του κέρδους, οι δραστηριότητες

των Σ&Ε, μπορούν να ερμηνευτούν και με βάση τις διοικητικές θεωρίες (managerial theories). Οι διοικητικές θεωρίες περιλαμβάνουν ως έννοια την "Hubris Hypothesis".

Στην προκειμένη περίπτωση, τα διοικητικά στελέχη των εμπλεκόμενων σε μια Σ ή Ε επιχειρήσεων, προσπαθούν μέσω αυτής της δραστηριότητας να αποκομίσουν προσωπικά οφέλη (οικονομικά, διοικητικά, κ.α.), χωρίς να εξυπηρετούνται τα συμφέροντα των μετόχων. Το πρόβλημα αυτό είναι γνωστό στην οικονομική επιστήμη ως πρόβλημα εντολέα - αντιπροσώπου (principal - agent problem) (Baumol, 1959; McGuire et al, 1962). Οι μισθοί που λαμβάνουν τα διοικητικά στελέχη, καθώς επίσης και οι επιβραβεύσεις είτε αυτές είναι με τη μορφή bonus είτε με τη μορφή δικαιωμάτων μετοχών (stock options), τείνουν να συνδέονται περισσότερο με το μέγεθος ή τις αλλαγές της επιχείρησης (π.χ. συγχώνευση ή εξαγορά), παρά με τα κέρδη της (Zonana, 1975).

Επίσης, καθώς ένα διοικητικό στέλεχος συσσωρεύει επαίνους, τότε θεωρείται ότι η ευπάθειά του στην αλαζονεία τείνει να αυξάνεται. Είναι πολύ πιθανό να θεωρεί ότι η αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης (empire building or megalomania), είναι ένα μέσο έτσι ώστε να αποτυπώνεται η διοικητική του κυριαρχία (Kroll et al., 2000).

Βιβλιογραφική επισκόπηση

Στις επόμενες σελίδες, παρατίθενται οι σημαντικότερες έρευνες οι οποίες πραγματοποιήθηκαν κυρίως στα πλαίσια μελέτης της παραγωγικότητας εργατικού δυναμικού (labour productivity) των εταιρειών που συμμετείχαν σε Σ&Ε.

Οι Conyon et al. (2002) μελέτησαν την επίδραση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς στην παραγωγικότητα των εταιρειών που συμμετείχαν σε μία τέτοιου είδους συναλλαγή. Το δείγμα περιλάμβανε 400 δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν τη χρονική περίοδο 1967 - 1996. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι σε περιπτώσεις όπου γίνεται ορθολογικότερη χρήση του εργατικού δυναμικού στις εταιρείες που προκύπτουν μετά τη συγχώνευση ή την εξαγορά, παρατηρείται αυξημένη αποτελεσματικότητα κατά την παραγωγική διαδικασία. Τα αποτελέσματα αυτά είναι ιδιαίτερα εμφανή, σε περιπτώσεις εχθρικών συγχωνεύσεων ή εξαγορών.

Οι Gugler & Yurtoglu (2004) ανέλυσαν την επίδραση συγχωνεύσεων και εξαγορών στη ζήτηση εργασίας που παρατηρείται τόσο στις εξαγοράζουσες όσο και τις εξαγοραζόμενες εταιρείες τη χρονική περίοδο 1981 - 1998. Το τελικό δείγμα περιελάμβανε 646 δραστηριότητες συγχωνεύσεων, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν από 550 εισηγμένες εταιρείες σε διάφορες χρηματιστηριακές αγορές. Χωροταξικά, οι εταιρείες κατηγοριοποιήθηκαν σε αυτές που δραστηριοποιούνται στις Η.Π.Α., στην Ηπειρωτική Ευρώπη και το Ηνωμένο Βασίλειο. Για το σκοπό αυτό, υπολογίστηκε ο δείκτης παραγωγικότητας εργατικού δυναμικού (labour productivity) για το διάστημα 1 έτος πριν και 3 έτη μετά τη συναλλαγή. Τα σημαντικότερα συμπεράσματα της μελέτης είναι τα εξής:

- Μετά τη συγχώνευση, οι εξαγοραζόμενες εταιρείες επιτυγχάνουν υψηλότερη παραγωγικότητα, σε σχέση με τις εξαγοράζουσες εταιρείες. Επίσης, οι εταιρείες - στόχοι συσχετιζόμενων συγχωνεύσεων επιτυγχάνουν υψηλότερο δείκτη σε σχέση με αυτές που μετέχουν σε ασυσχετίστες συγχωνεύσεις.

- Οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στις Η.Π.Α. δεν επωφελούνται της συγχώνευσης έτσι ώστε να αυξήσουν την παραγωγικότητά τους η οποία παραμένει στα ίδια επίπεδα, σε αντίθεση με τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην Ευρώπη, οι οποίες εμφανίζουν σημαντική αύξηση του συγκεκριμένου δείκτη.

Οι Siegel et al. (2005) μελέτησαν την επίδραση της αλλαγής του ιδιοκτησιακού καθεστώτος στην παραγωγικότητα και το ανθρώπινο δυναμικό, λαμβάνοντας δεδομένα από 19.010 Σουηδικές επιχειρήσεις, για τη χρονική περίοδο 1985 - 1998. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, η παραγωγικότητα του εργατικού δυναμικού αυξάνεται μετά την αλλαγή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος και αυτό οφείλεται τόσο σε μείωση της παραγωγής, όπως επίσης και στη μείωση του εργατικού δυναμικού.

Ο Girma (2006) μελέτησε την επίδραση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς στην παραγωγικότητα και ειδικότερα στην παραγωγικότητα του εργατικού δυναμικού (labour productivity) δείγματος 887 εξαγοράζουσων εταιρειών στο Ηνωμένο Βασίλειο τη χρονική περίοδο 1981 - 1996. Τα σημαντικότερα αποτελέσματα της έρευνας είναι τα εξής:

- Η απόδοση των εξαγοράζουσων εταιρειών όσον αφορά την παραγωγικότητα, αυξάνεται μετά τη δραστηριότητα της Σ ή Ε, σε σχέση με την απόδοση πριν τη συναλλαγή ή σε σχέση με την απόδοση εταιρειών που δεν συμμετείχαν σε κάποια Σ ή Ε.
- Η αύξηση της αποδοτικότητας της εταιρείας είναι σημαντικότερη σε περιπτώσεις συσχετιζόμενων Σ ή Ε, παρά σε μη συσχετιζόμενες Σ ή Ε.
- Όταν η εξαγορά συμβαίνει σε μικρού μεγέθους εταιρείες, η απόδοση και η παραγωγικότητα είναι υψηλότερη σε σχέση με τις μεγαλύτερου μεγέθους εταιρείες.
- Όταν η συγχώνευση συμβαίνει μεταξύ εταιρειών που δραστηριοποιούνται στο χώρο της παροχής υπηρεσιών, η αποδοτικότητα της εταιρείας είναι χαμηλότερη σε σχέση με τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην παραγωγή αγαθών.
- Η αποδοτικότητα των εταιρειών παροχής υπηρεσιών που μετέχουν σε μη συσχετιζόμενες συγχωνεύσεις, είναι μεγαλύτερη μετά τη συγχώνευση σε σχέση με εταιρείες παροχής υπηρεσιών που μετέχουν σε συσχετιζόμενες συγχωνεύσεις.
- Συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν μέχρι 2 έτη μετά την κατάρρευση των αγορών στο Ηνωμένο Βασίλειο, είχαν τη χαμηλότερη αποδοτικότητα μετά τη συναλλαγή απ' ό,τι στις αρχές του 1980 και 1990.

Οι Hosono et al. (2009) ερευνήσαν την επίδραση μιας συγχώνευσης, στους παράγοντες της καινοτομίας και της αποτελεσματικότητας των Ιαπωνικών εξαγοράζουσων εταιρειών τη χρονική περίοδο από το 1995 έως το 1999. Οι ερευνητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η παραγωγικότητα των εξαγοράζουσων εταιρειών μειώνεται ακριβώς μετά τη συναλλαγή και δεν ανακάμπτει μέχρι και τρία χρόνια μετά τη συναλλαγή. Η μοναδική περίπτωση όπου παρατηρείται σημαντική ανάκαμψη της παραγωγικότητας είναι σε περιπτώσεις που οι εταιρείες δραστηριοποιούνται στον ίδιο τομέα.

Οι Schiffbauer et al. (2009) μελέτησαν την επίδραση που έχουν οι διεθνείς συγχωνεύσεις και εξαγορές στην παραγωγικότητα των εταιρειών που συμμετείχαν σε μια δραστηριότητα Σ ή Ε στο Ηνωμένο Βασίλειο τη χρονική περίοδο 1999 - 2007. Το υπό μελέτη δείγμα περιελάμβανε πάνω από 10.000 δραστηριότητες Σ ή Ε, εκ των οποίων το 25% ήταν διεθνείς. Οι μελετητές κατέληξαν ότι, η σε συνολικό επίπεδο, οι διεθνείς

συγχωνεύσεις και εξαγορές είχαν θετική επίδραση στην παραγωγικότητα του εργατικού δυναμικού, καθώς αυξήθηκε το κεφάλαιο ανά εργαζόμενο.

Ο Kuvandikov (2010) μελέτησε την επίδραση που μπορεί να έχει η δραστηριότητα μιας εξαγοράς, στη μισθοδοσία των εργαζομένων, αλλά και στη ζήτηση εργασίας στις εξαγοράζουσες και τις εξαγοραζόμενες εταιρείες. Το δείγμα περιελάμβανε 235 εξαγοράζουσες εταιρείες. Με βάση τα αποτελέσματα της έρευνας, παρατηρήθηκε άμεση πτώση της ζήτησης εργασίας αμέσως μετά τη συγχώνευση. Παρόλα αυτά, παρατηρήθηκε μια αύξηση της παραγωγικότητας ανθρώπινου δυναμικού (labour productivity), ως αποτέλεσμα των συνεργιών που προέκυψαν μετά τη συναλλαγή. Υπάρχει περίπτωση, μετά την πραγματοποίηση της συναλλαγής, η κερδοφορία/αποτελεσματικότητα της παραγωγικής διαδικασίας να αυξήθηκε με μεγαλύτερο ρυθμό σε σχέση με το ρυθμό αύξησης του εργατικού δυναμικού ή εναλλακτικά οι απολύσεις να συντελέστηκαν πολύ πιο σύντομα σε σχέση με τη μείωση του κόστους παραγωγής.

Οι Kuvandikov et al. (2012) μελέτησαν την επίδραση μιας συναλλαγής συγχώνευσης ή εξαγοράς στον αριθμό των εργαζομένων στις εμπλεκόμενες εταιρείες σε σχέση με τις απολύσεις που πραγματοποίησαν οι εταιρείες που εμπλέκονται στη συναλλαγή και οφείλονται σε αυτή. Το δείγμα περιελάμβανε 235 εξαγοράζουσες εταιρείες, εκ των οποίων οι 101 πραγματοποίησαν απολύσεις οι οποίες σχετίζονται με την εξαγορά. Με βάση τα αποτελέσματα της έρευνας, δεν παρατηρήθηκαν σημαντικές αλλαγές στο εργασιακό κομμάτι των εταιρειών κατά τη διάρκεια των ετών που ακολούθησαν την εξαγορά, ενώ παρατηρήθηκε αύξηση της παραγωγικότητας του εργατικού δυναμικού αμέσως μετά τη συναλλαγή.

Μεθοδολογία έρευνας

Δείγμα έρευνας

Το υπό μελέτη δείγμα αποτελείται από σαράντα τρεις (43) εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, οι οποίες πραγματοποίησαν την τριετία 2006 - 2008 αποκλειστικά και μόνο μία συγχώνευση ή εξαγορά, με εταιρεία-στόχο η οποία μπορεί να ήταν ή να μην ήταν εισηγμένη στο Χρηματιστήριο. Βασική προϋπόθεση για την επιλογή των εταιρειών του δείγματος ήταν η ύπαρξη χρηματοοικονομικών δεδομένων. Από την αρχική μελέτη των δεδομένων διαπιστώθηκε ότι το σύνολο των συναλλαγών, αφορούσε εγχώριες συγχωνεύσεις και εξαγορές. Εταιρείες που πραγματοποίησαν πάνω από μία συναλλαγή σε διαφορετικά έτη στην εν λόγω τριετία αποκλείστηκαν από το δείγμα. Επίσης, από το δείγμα μελέτης αποκλείστηκαν οι εταιρείες που έχουν ως αντικείμενο χρηματοοικονομικές εργασίες (π.χ. τράπεζες). Τα στοιχεία της παρούσης έρευνας αντλήθηκαν από τις Ετήσιες Εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς του Χρηματιστηρίου Αθηνών και τη βιβλιοθήκη του Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

Αριθμοδείκτες - ποσοτικές μεταβλητές έρευνας

Οι αριθμοδείκτες που επιλέχθηκαν για την ανάλυση και την αξιολόγηση του παραπάνω δείγματος, σύμφωνα και με τις μεθοδολογίες που ακολούθησαν προηγούμενοι μελετητές, είναι έντεκα (11) και διακρίνονται σε δύο ομάδες: οι δείκτες της πρώτης ομάδας (M1-M5), περιγράφουν κατά βάση την αποδοτικότητα του εργατικού δυναμικού (labour productivity) μιας εταιρείας, ενώ οι δείκτες της δεύτερης ομάδας (M6-M11), περιγράφουν την επιχειρηματική επίδοση - κερδοφορία της εταιρείας. Αναλυτικότερα, οι αριθμοδείκτες της παρούσας μελέτης είναι οι εξής:

- Κέρδος ανά εργαζόμενο (Profit per employee), θεωρείται το ηλίκο του συνόλου των καθαρών κερδών προ φόρων, προς το συνολικό αριθμό των εργαζομένων. Στην παρούσα μελέτη, ο δείκτης συμβολίζεται με M1.
- Έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες ανά εργαζόμενο (Operating Revenue per employee), θεωρείται το ηλίκο των λειτουργικών εσόδων που προέρχονται αποκλειστικά από πωλήσεις προϊόντων της εταιρείας, προς το συνολικό αριθμό των εργαζομένων. Στην παρούσα μελέτη, ο δείκτης συμβολίζεται με M2.
- Ύψος μετοχικού κεφαλαίου ανά εργαζόμενο (Shareholders funds per employee), θεωρείται το ηλίκο του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου (μετοχικό κεφάλαιο, αποθεματικά, αδιανέμητα κέρδη κλπ), προς το συνολικό αριθμό των εργαζομένων. Στην παρούσα μελέτη, ο δείκτης συμβολίζεται με M3.
- Κεφάλαιο Κίνησης ανά εργαζόμενο (Working capital per employee), θεωρείται το ηλίκο του κεφαλαίου κίνησης, προς το συνολικό αριθμό των εργαζομένων. Στην παρούσα μελέτη, ο δείκτης συμβολίζεται με M4.
- Συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια ανά εργαζόμενο (Total assets per employee), θεωρείται το ηλίκο του συνόλου των στοιχείων του Ενεργητικού μιας επιχείρησης (μακροπρόθεσμες απαιτήσεις, ενσώματες και ασώματες ακινητοποιήσεις κλπ), προς το συνολικό αριθμό των εργαζομένων. Στην παρούσα μελέτη, ο δείκτης συμβολίζεται με M5.
- Περιθώριο κέρδους (Profit margin %), θεωρείται το ηλίκο των καθαρών κερδών προ φόρων, προς τα έσοδα από τις λειτουργικές δραστηριότητες. Στην παρούσα μελέτη, ο δείκτης συμβολίζεται με M6.
- Περιθώριο Μικτού κέρδους (Gross margin %), θεωρείται το ηλίκο του μεικτού κέρδους, προς τα έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες. Στην παρούσα μελέτη, ο δείκτης συμβολίζεται με M7.
- Περιθώριο EBITDA (EBITDA margin %), θεωρείται το ηλίκο των κερδών προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων, προς τα έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες. Στην παρούσα μελέτη, ο δείκτης συμβολίζεται με M8.
- Περιθώριο EBIT (EBIT margin %), θεωρείται το ηλίκο των κερδών προ τόκων και φόρων, προς τα έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες. Στην παρούσα μελέτη, ο δείκτης συμβολίζεται με M9.
- Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE % - Return On Equity), θεωρείται το ηλίκο των καθαρών κερδών, προς τα ίδια κεφάλαια. Στην παρούσα μελέτη, ο δείκτης συμβολίζεται με M10.
- Απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων (ROA % - Return On Assets), θεωρείται το ηλίκο των κερδών προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων, προς το σύνολο του ενεργητικού. Στην παρούσα μελέτη, ο δείκτης συμβολίζεται με M11.

Εφαρμοζόμενη μεθοδολογία και έλεγχος υποθέσεων δείγματος

Με την παρούσα μελέτη επιχειρείται η ανάλυση και η αξιολόγηση τόσο της αποδοτικότητας του εργατικού δυναμικού (labour productivity) μιας επιχείρησης, όπως επίσης και, ως ταυτόχρονο μέτρο σύγκρισης και αναφοράς, η αξιολόγηση της επιχειρηματικής της επίδοσης-κερδοφορίας (profitability), ένα έτος πριν και ένα έτος μετά την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Για την ανάλυση των παραπάνω ερωτημάτων, δηλαδή τη μεταβολή της αποδοτικότητας του εργατικού δυναμικού και της επιχειρηματικής επίδοσης των εταιρειών του δείγματος όταν αυτές μετέχουν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, χρησιμοποιούνται αριθμοδείκτες από τις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις. Η μέτρηση της σχετικής μεταβολής είναι ένα εμπειρικό πρόβλημα, που μπορεί να διερευνηθεί με έλεγχο υποθέσεων για μεταβολή στους επιλεγμένους αριθμοδείκτες, που αναφέρθηκαν στην προηγούμενη ενότητα, με εφαρμογή τόσο σε όλη τη

χρονική περίοδο που μελετάται για τις επιχειρήσεις του δείγματος, καθώς επίσης και για τις υποπεριόδους (έτη) που την αποτελούν.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, για το σύνολο των εταιρειών που πραγματοποίησαν μια Σ&Ε την περίοδο 2006-2008, όπως επίσης και για τα υποσύνολα αυτών, διακρίνονται οι εξής περιπτώσεις:

Περίπτωση α: το σύνολο των εταιρειών που πραγματοποίησαν μια Σ&Ε την περίοδο 2006-2008.

Περίπτωση β: το υποσύνολο των εταιρειών που πραγματοποίησαν μια Σ&Ε το έτος 2006.

Περίπτωση γ: το υποσύνολο των εταιρειών που πραγματοποίησαν μια Σ&Ε το έτος 2007.

Περίπτωση δ: το υποσύνολο των επιχειρήσεων που πραγματοποίησαν μια Σ&Ε το έτος 2008.

Η μαθηματική μορφή της υπόθεσης του δείγματος που εφαρμόζεται για όλους τους αριθμοδείκτες (αριθμοδείκτες M1 έως M11) και για όλες τις Περιπτώσεις (Περιπτώσεις α-δ), είναι η παρακάτω:

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

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

όπου,

$i = \{M1, M2, \dots, M11\}$

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

Η συγκεκριμένη υπόθεση θα εξεταστεί για το σύνολο των αριθμοδεικτών.

Ο χρονικός ορίζοντας της μελέτης, ορίζεται σε ένα έτος πριν (T-1) και ένα έτος μετά (T+1) την πραγματοποίηση της Σ&Ε, για την τριετία 2006 - 2008. Ως έτος 0, ορίζεται το έτος που πραγματοποιήθηκε η Σ&Ε. Τα δεδομένα που προκύπτουν από τις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών για το έτος 0 δεν συμμετέχουν στην ανάλυση, καθώς υπάρχει περίπτωση πλήθος γεγονότων και συγκυριών που δύναται να επηρέασαν τις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις, με αποτέλεσμα να δημιουργείται αλλοιωμένη εικόνα για τα αποτελέσματα της περιόδου αυτής (Healy et al., 1992).

Με βάση τα παραπάνω, όταν η Σ&Ε πραγματοποιήθηκε το 2006 (T=0), το 2005 είναι το έτος T-1, και το 2007 είναι το έτος T+1. Ομοίως, για Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν το 2007 (T=0), το 2006 είναι το έτος T-1 και το 2008 είναι το έτος T+1, ενώ για Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν το 2008 (T=0), το 2007 είναι το έτος T-1 και το 2009 είναι το έτος T+1.

Για τους αριθμοδείκτες που επιλέχθηκαν για τις εταιρείες του δείγματος σε χρονικό ορίζοντα ένα έτος πριν (T-1) και μετά (T+1) της Σ&Ε, οι τιμές των μέσων όρων του κάθε αριθμοδείκτη ένα έτος πριν τη Σ&Ε, συγκρίνονται με τις αντίστοιχες τιμές των μέσων όρων των αριθμοδεικτών ένα έτος μετά τη Σ&Ε¹.

¹ 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

Τέλος, για να ελεγχθούν οι προαναφερθείσες υποθέσεις και να εφαρμοστεί η παραπάνω μεθοδολογία, εφαρμόζονται τεστ με συγκρίσεις μέσω δύνω ανεξάρτητων υποσυνόλων (two independent samples mean t-tests) στους αριθμοδείκτες των επιχειρήσεων του δείγματος (Παζάρσκης, 2008).

Αποτελέσματα έρευνας – Στατιστική Ανάλυση

Αποτελέσματα στατιστικής ανάλυσης

Οι πράξεις Σ&Ε των σαράντα τριών (43) εισηγμένων εταιρειών που συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα, αξιολογήθηκαν βάσει των έντεκα (11) αριθμοδεικτών (M1 έως και M11) και μετά από τη στατιστική ανάλυση (two independent samples t-test) δεν παρουσιάστηκε καμία στατιστικά σημαντική μεταβολή σε οκτώ (8) από αυτούς (συγκεκριμένα, κέρδος ανά εργαζόμενο, έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες ανά εργαζόμενο, ύψος μετοχικού κεφαλαίου ανά εργαζόμενο, κεφάλαιο κίνησης ανά εργαζόμενο, συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια ανά εργαζόμενο, περιθώριο μικτού κέρδους, περιθώριο EBITDA και περιθώριο EBIT), ενώ τρεις από αυτούς (συγκεκριμένα, περιθώριο κέρδους, αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων και απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων) μεταβλήθηκαν στατιστικά και ουσιαστικά χειρότερα. Αναλυτικότερα στον Πίνακα 1 καταγράφονται τα αποτελέσματα για κάθε έναν από τους έντεκα (11) αριθμοδείκτες από τη στατιστική ανάλυση για τα έτη 2006-2008, για τα οποία η επεξεργασία έγινε για ένα έτος πριν και μετά τη Σ&Ε.

Όσον αφορά στο Mann Whitney test εντοπίστηκαν αριθμοδείκτες που εμφανίζουν στατιστικά σημαντική μεταβολή. Συγκεκριμένα, οι αριθμοδείκτες M6, M10 και M11 (περιθώριο κέρδους, αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων και απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων, αντίστοιχα) επίσης μεταβλήθηκαν στατιστικά σημαντικά και ουσιαστικά χειρότερα. Αναλυτικότερα στον Πίνακα 2 καταγράφονται τα αποτελέσματα για κάθε ένα από τους έντεκα (11) αριθμοδείκτες από τη στατιστική ανάλυση για το διάστημα των ετών από το 2006-2008, για τα οποία η επεξεργασία έγινε για ένα έτος πριν και ένα έτος μετά από την πράξη Σ&Ε.

Πίνακας 1: Στατιστικά αποτελέσματα T-test για τα έτη 2006-2008

Κωδικός Μεταβλητής	Μέση Τιμή Pre-M&As (1 έτος πριν)	Μέση Τιμή Post-M&As (1 έτος μετά)	t-statistic δίπλευρο τεστ	p-value	Διάστημα Εμπιστοσύνης 95%
M1	224	126	-0,94	0,350	(-303; 109)
M2	532	655	0,80	0,429	(-184; 429)
M3	598	663	0,21	0,836	(-561; 692)
M4	333	277	-0,38	0,704	(-347; 236)
M5	4009	6676	1,04	0,300	(-2434; 7767)
M6	14,6	4,1	-1,95	0,055*	(-21,35; 0,25)
M7	36,1	38,7	0,44	0,660	(-9,24; 14,52)
M8	18,7	14,3	-0,82	0,416	(-15,02; 6,28)
M9	14,4	8,3	-1,10	0,276	(-17,14; 4,97)
M10	6,21	-2,9	-1,89	0,064*	(-18,68; 0,55)

επιχειρησιακής επίδοσης με αριθμοδείκτες συντάσσονται διαχρονικά και διάφορες άλλες μελέτες (Philippatos et al., 1985; Neely & Rochester, 1987; Sharma & Ho, 2002; Pramod Mantravadi & A. Vidyadhar Reddy, 2007; Παζάρσκης, 2008; Pazarskis et al., 2010; 2011; 2014; Agorastos et al., 2011; κ.ά.). Εντούτοις, παρατίθενται για λόγους σύγκρισης με άλλες μελέτες (Alexandrakis et al., 2013) τα αποτελέσματα μετά από ανάλυση και με τη διάμεσο (median), μετά από Mann-Whitney test.

M11	3,80	0,58	-2,52	0,014**	(-5,78; -0,67)
-----	------	------	-------	---------	----------------

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 .

Πίνακας 2: Στατιστικά αποτελέσματα Mann-Whitney test για τα έτη 2006-2008

Κωδικός Μεταβλητής	Διάμεσος Pre-M&As (1 έτος πριν)	Διάμεσος Post-M&As (1 έτος πριν)	p - value	Διάστημα Εμπιστοσύνης 95%
M1	21,4	16,5	0,652	(-29,9; 13,3)
M2	339,2	355,6	0,409	(-80,0; 184,5)
M3	239,6	323,2	0,325	(-57,7; 157,1)
M4	73,8	138,6	0,483	(-36,4; 97,3)
M5	652,7	901,8	0,134	(-79,0; 616,9)
M6	9,58	4,52	0,092*	(-12,91; 0,64)
M7	26,48	29,35	0,982	(-8,37; 9,80)
M8	14,78	12,20	0,543	(-8,76; 4,07)
M9	9,06	8,33	0,519	(-7,91; 3,35)
M10	7,102	2,415	0,036*	(-7,327; -0,227)
M11	3,413	1,132	0,012**	(-4,141; -0,507)

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

Για τις δεκαεπτά (17) εταιρείες οι οποίες πραγματοποίησαν μια Σ ή Ε το έτος 2006 και συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα, η συναλλαγή αξιολογήθηκε βάσει των έντεκα (11) αριθμοδεικτών (M1 έως και M11) και μετά από τη στατιστική ανάλυση (two independent samples t-test) δεν παρουσιάστηκε καμία στατιστικά σημαντική μεταβολή σε δέκα (10) από αυτούς (συγκεκριμένα, κέρδος ανά εργαζόμενο, ύψος μετοχικού κεφαλαίου ανά εργαζόμενο, κεφάλαιο κίνησης ανά εργαζόμενο, συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια ανά εργαζόμενο, περιθώριο κέρδους, περιθώριο μικτού κέρδους, περιθώριο EBITDA, περιθώριο EBIT, αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων και απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων), ενώ ένας (1) από αυτούς (συγκεκριμένα, έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες ανά εργαζόμενο) μεταβλήθηκε στατιστικά σημαντικά και ουσιαστικά βελτιώθηκε. Αναλυτικότερα στον Πίνακα 3 καταγράφονται τα αποτελέσματα για κάθε ένα από τους έντεκα (11) αριθμοδείκτες, από τη στατιστική ανάλυση για το έτος 2006 και η επεξεργασία έγινε για ένα έτος πριν και ένα έτος μετά από την πράξη Σ&Ε.

Όσον αφορά στο Mann Whitney test δεν εντοπίστηκαν αριθμοδείκτες που να εμφανίζουν στατιστικά σημαντική μεταβολή. Αναλυτικότερα στον Πίνακα 4 καταγράφονται τα αποτελέσματα για κάθε ένα από τους έντεκα (11) αριθμοδείκτες, από τη στατιστική ανάλυση για το έτος 2006 και η επεξεργασία έγινε για ένα έτος πριν και ένα έτος μετά από την πράξη Σ&Ε.

Πίνακας 3: Στατιστικά Αποτελέσματα T - test έτους 2006

Κωδικός Μεταβλητής	Μέση Τιμή Pre - M&A (1 έτος πριν)	Μέση Τιμή Post - M&A (1 έτος μετά)	t-statistic δίπλευρο τεστ	p-value	Διάστημα Εμπιστοσύνης 95%
M1	42,1	98	1,06	0,309	(-57,7; 169,8)

M2	383	657	2,04	0,055*	(-6; 553)
M3	511	820	0,66	0,517	(-670; 1288)
M4	132	237	1,39	0,183	(-54,9; 265,7)
M5	1901	5163	0,84	0,414	(-4983; 11506)
M6	11,2	3,3	-0,79	0,437	(-28,6; 12,8)
M7	39	34,7	-0,46	0,650	(-23,54; 14,91)
M8	18,7	11,9	-0,71	0,488	(-26,58; 13,06)
M9	14,3	7,7	-0,64	0,526	(-27,8; 14,6)
M10	5,37	2	-0,61	0,545	(-14,74; 8,00)
M11	3,27	0,97	-0,93	0,360	(-7,39; 2,79)

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

Πίνακας 4: Στατιστικά Αποτελέσματα Mann - Whitney test έτους 2006

Κωδικός Μεταβλητής	Διάμεσος Pre M&A (1 έτος πριν)	Διάμεσος Post M&A (1 έτος πριν)	p - value	Διάστημα Εμπιστοσύνης 95%
M1	21,4	52,6	0,269	(-18,3; 62,4)
M2	340,2	479,7	0,147	(-79,9; 579,8)
M3	261,9	387,4	0,148	(-58,3; 272,6)
M4	83,7	176,4	0,357	(-49,6; 229,1)
M5	721,2	1318,0	0,115	(-155,4; 1008,1)
M6	9,35	8,07	0,706	(-21,51; 10,70)
M7	30,00	29,35	0,528	(-22,47; 15,10)
M8	15,12	11,60	0,571	(-24,13; 9,31)
M9	10,21	10,41	0,706	(-26,51; 9,18)
M10	7,10	5,05	0,558	(-8,20; 6,25)
M11	3,793	1,925	0,270	(-5,250; 1,291)

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

Για τις δεκατέσσερις (14) εταιρείες οι οποίες πραγματοποίησαν μια Σ ή Ε το έτος 2007 και συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα, η συναλλαγή αξιολογήθηκε βάσει των έντεκα (11) αριθμοδεικτών (M1 έως και M11) και μετά από τη στατιστική ανάλυση (two independent samples t-test) δεν παρουσιάστηκε καμία στατιστικά σημαντική μεταβολή σε οκτώ (8) από αυτούς (συγκεκριμένα, κέρδος ανά εργαζόμενο, έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες ανά εργαζόμενο, ύψος μετοχικού κεφαλαίου ανά εργαζόμενο, κεφάλαιο κίνησης ανά εργαζόμενο, συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια ανά εργαζόμενο, περιθώριο μικτού κέρδους, περιθώριο EBITDA και περιθώριο EBIT), ενώ τρεις από αυτούς (συγκεκριμένα, περιθώριο κέρδους, αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων και απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων) μεταβλήθηκαν στατιστικά σημαντικά και ουσιαστικά χειρότερα. Αναλυτικότερα στον Πίνακα 5 καταγράφονται τα αποτελέσματα για κάθε ένα από τους έντεκα (11) αριθμοδείκτες, από τη στατιστική ανάλυση για το έτος 2007 και η επεξεργασία έγινε για ένα έτος πριν και ένα έτος μετά από την πράξη Σ&Ε.

Όσον αφορά στο Mann Whitney test εντοπίστηκαν αριθμοδείκτες που εμφανίζουν στατιστικά σημαντική μεταβολή. Συγκεκριμένα, οι αριθμοδείκτες M6 και M11 (περιθώριο κέρδους και απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων, αντίστοιχα) μεταβλήθηκαν στατιστικά σημαντικά και ουσιαστικά χειρότερα. Αναλυτικότερα στον Πίνακα 6 καταγράφονται τα αποτελέσματα για κάθε ένα από τους έντεκα (11) αριθμοδείκτες, από τη στατιστική ανάλυση για το έτος 2007 και η επεξεργασία έγινε για ένα έτος πριν και ένα έτος μετά από την πράξη Σ&Ε.

Πίνακας 5: Στατιστικά Αποτελέσματα T - test έτους 2007

Κωδικός Μεταβλητής	Μέση Τιμή Pre - M&A (1 έτος πριν)	Μέση Τιμή Post - M&A (1 έτος μετά)	t-statistic δίπλευρο τεστ	p-value	Διάστημα Εμπιστοσύνης 95%
M1	195	55	-1,50	0,152	(-337,6; 57,4)
M2	635	696	0,19	0,850	(-598; 719)
M3	560	816	0,45	0,661	(-964; 1477)
M4	630	403	-0,59	0,560	(-1026; 572)
M5	3860	6999	0,82	0,423	(-4858; 11137)
M6	16,8	-2,3	-2,58	0,017**	(-34,43; -3,79)
M7	30,6	33,6	0,31	0,761	(-17,23; 23,28)
M8	15,5	8,6	-0,86	0,398	(-23,33; 9,58)
M9	12,2	1,6	-1,31	0,201	(-27,10; 6,01)
M10	6,28	-2,0	-2,34	0,029**	(-15,65; -0,93)
M11	3,25	-0,87	-2,33	0,029**	(-7,77; -0,46)

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

Πίνακας 6: Στατιστικά Αποτελέσματα Mann - Whitney test έτους 2007

Κωδικός Μεταβλητής	Διάμεσος Pre M&A (1 έτος πριν)	Διάμεσος Post M&A (1 έτος πριν)	p - value	Διάστημα Εμπιστοσύνης 95%
M1	35,9	13,5	0,396	(-161,4; 13,1)
M2	367,5	346,2	0,945	(-263,7; 221,4)
M3	288,5	323,2	0,511	(-163,0; 233,1)
M4	139,5	194,3	0,577	(-136,8; 166,8)
M5	676,5	941,2	0,275	(-324,4; 990,4)
M6	12,15	2,38	0,039**	(-31,79; -0,70)
M7	22,26	25,16	0,963	(-10,35; 12,77)
M8	9,49	9,04	0,909	(-12,85; 7,68)
M9	4,70	5,86	0,765	(-14,16; 6,43)
M10	5,80	0,84	0,124	(-14,81; 0,50)
M11	3,073	0,414	0,051*	(-6,600; 0,011)

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

Τέλος, για τις δώδεκα (12) εταιρείες οι οποίες πραγματοποίησαν μια Σ ή Ε το έτος 2008 και συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα, η συναλλαγή αξιολογήθηκε βάσει των έντεκα (11) αριθμοδεικτών (M1 έως και M11) και μετά από τη στατιστική ανάλυση (two independent samples t-test) δεν παρουσιάστηκε καμία στατιστικά σημαντική μεταβολή σε κανέναν από τους παραπάνω δείκτες. Αναλυτικότερα στον Πίνακα 7 καταγράφονται τα αποτελέσματα για κάθε ένα από τους έντεκα (11) αριθμοδείκτες, από τη στατιστική ανάλυση για το έτος 2008 και η επεξεργασία έγινε για ένα έτος πριν και ένα έτος μετά από την πράξη Σ&Ε.

Όσον αφορά στο Mann Whitney test δεν εντοπίστηκαν αριθμοδείκτες που να 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 έτος 2006 και η επεξεργασία έγινε για ένα έτος πριν και ένα έτος μετά από την πράξη Σ&Ε.

Πίνακας 7: Στατιστικά Αποτελέσματα T - test έτους 2008

Κωδικός Μεταβλητής	Μέση Τιμή Pre - M&A (1 έτος πριν)	Μέση Τιμή Post - M&A (1 έτος μετά)	t-statistic δίπλευρο τεστ	p-value	Διάστημα Εμπιστοσύνης 95%
M1	468	235	-0,75	0,463	(-890; 423)
M2	597	603	0,02	0,987	(-721; 733)
M3	780	178	-0,97	0,360	(-2031; 827)
M4	237	184	-0,29	0,775	(-432; 327)
M5	6804	8189	0,24	0,816	(-10862; 13631)
M6	16,4	12,7	-0,37	0,714	(-24,43; 17,05)
M7	38,9	50,4	0,94	0,358	(-14,1; 37,2)
M8	22,8	25,3	0,26	0,796	(-17,46; 22,46)
M9	17,5	17,9	0,04	0,968	(-20,20; 21,01)
M10	7,3	-10,7	-1,20	0,253	(-50,8; 14,7)
M11	5,2	1,7	-1,57	0,132	(-8,14; 1,14)

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

Πίνακας 8: Στατιστικά Αποτελέσματα Mann - Whitney test έτους 2008

Κωδικός Μεταβλητής	Διάμεσος Pre M&A (1 έτος πριν)	Διάμεσος Post M&A (1 έτος πριν)	p - value	Διάστημα Εμπιστοσύνης 95%
M1	13,3	10,0	0,282	(-284,0; 25,1)
M2	265,2	289,0	0,931	(-231,7; 233,4)
M3	161,9	185,5	0,962	(-235,9; 184,5)
M4	54,7	36,0	0,795	(-89,0; 61,1)
M5	423,2	500,7	0,624	(-473,3; 5462,7)
M6	6,01	4,07	0,325	(-16,41; 7,01)
M7	28,55	37,95	0,644	(-11,64; 42,23)
M8	16,86	19,74	0,844	(-13,55; 20,66)
M9	9,39	10,10	0,555	(-11,88; 8,51)
M10	6,39	4,04	0,141	(-14,55; 1,62)
M11	4,198	2,414	0,157	(-7,769; 1,214)

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

Στον Πίνακα 9, παρατίθενται συνοπτικά οι μεταβολές των αριθμοδεικτών των εταιρειών του δείγματος σε όλη τη διάρκεια της τριετίας 2006-2008 και για κάθε έτος ξεχωριστά όπως επιμέρους υπολογίστηκαν (Pazarskis et al., 2011).

Πίνακας 9: Αποτελέσματα αριθμοδεικτών ανά έτος 2006, 2007, 2008 & 2006-08

	Αριθμοδείκτες	2006 - 2008	2006	2007	2008
Labour Productivity	M1	=	=	=	=
	M2	=	>	=	=
	M3	=	=	=	=
	M4	=	=	=	=
	M5	=	=	=	=
Profitability	M6	<	=	<	=
	M7	=	=	=	=
	M8	=	=	=	=
	M9	=	=	=	=
	M10	<	=	<	=
	M11	<	=	<	=

Σημείωση: Τα σύμβολα '>', '<', και '=' υποδηλώνουν αύξηση, μείωση και καμία μεταβολή, αντίστοιχα.

Σχολιασμός αποτελεσμάτων - Σύγκριση με προηγούμενες μελέτες

Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα των αριθμοδεικτών της παρούσας μελέτης που έχουν σχέση με την παραγωγικότητα του εργατικού δυναμικού (labour productivity) με τα αντίστοιχα αποτελέσματα των μελετών που παρατέθηκαν παραπάνω, διαπιστώνουμε ότι υπάρχει αντίθεση μεταξύ τους. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των περισσότερων μελετητών: Conyon et al. (2002), Gugler & Yurtoglu (2004), Siegel et al. (2005), Schiffbauer et al. (2009), κ.ά., η παραγωγικότητα του εργατικού δυναμικού βελτιώνεται αμέσως μετά την πραγματοποίηση μιας Σ ή Ε. Στην παρούσα μελέτη, η μεταβολή της παραγωγικότητας του εργατικού δυναμικού δεν ήταν στατιστικά σημαντική και παρέμεινε αμετάβλητη. Τα αποτελέσματα αυτά πάλι ακριβώς δεν συμφωνούν μόνο με τα αποτελέσματα της μελέτης των Hosono et al. (2009) στην οποία η παραγωγικότητα μειώνεται αμέσως μετά τη δραστηριότητα μιας εγχώριας Σ ή Ε.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης ταυτίζονται με τις Διοικητικές θεωρίες, σύμφωνα με τις οποίες τα συμφέροντα των διοικητικών στελεχών τα οποία εμπλέκονται σε μια Σ ή Ε διαχωρίζονται από αυτά των μετόχων. Η θεωρία αυτή είναι γνωστή ως "Hubris Hypothesis", σύμφωνα με την οποία τα διοικητικά στελέχη έχουν ως μοναδικό σκοπό να αποκομίσουν προσωπικά οφέλη και να ικανοποιήσουν τις προσωπικές τους φιλοδοξίες, οι οποίες πολλές φορές έρχονται σε αντίθεση με τα συμφέροντα των μετόχων της εταιρείας (Baumol, 1962; McGuire et al., 1962; Marris, 1964; Roll, 1986; Pazarskis et al., 2010; etc.).

Από τη στιγμή που τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης ταυτίζονται με τις αρχές των Διοικητικών θεωριών, έρχονται σε αντίθεση με τις Νεοκλασικές θεωρίες σύμφωνα με τις οποίες ο μοναδικός στόχος των εταιρειών είναι το κέρδος το οποίο μπορεί να επιτευχθεί είτε μέσω συνεργιών είτε μειώνοντας το επιχειρηματικό ρίσκο (risk reduction theory) είτε δημιουργώντας στην αγορά μονοπωλιακές καταστάσεις και παράλληλα αυξάνοντας την δυναμική τους (monopoly theory or market power theory) (Williamson, 1964; Lintner, 1971; Boyle, 1972; George & Silberston, 1975; Kamien & Schwartz, 1982; Hambrick & McMillan, 1985; Chatterjee, 1986; Lubatkin, 1987; Brush, 1996; Ghosh, 2001; Pazarskis et al., 2010; etc.).

Όσον αφορά τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης των αριθμοδεικτών που έχουν σχέση με τη επιχειρηματική επίδοση - κερδοφορία των εταιρειών του δείγματος, ταυτίζονται με διάφορες μελέτες, οι οποίες συνηγορούν διαχρονικά στην υποστήριξη της περίπτωσης μείωσης των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας λόγω πραγματοποίησης Σ&Ε και συγκεκριμένα με τα αποτελέσματα των μελετητών: Meeks (1977), Salter & Weinhold (1979), Mueller (1980), Kusewitt (1985), Neely & Rochester (1987), Ravenscraft & Scherer (1987), Dickerson et al. (1997), Sharma & Ho (2002), κ.ά.

Επίσης, τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την παρούσα μελέτη, λόγω του γεγονότος ότι υπάρχει σημαντική μεταβολή των σχετικών αριθμοδεικτών αποδοτικότητας των εταιρειών του δείγματος, έρχονται σε αντίθεση με διάφορες άλλες μελέτες που έγιναν στο παρελθόν και υποστηρίζουν την περίπτωση μη μεταβολής των αριθμοδεικτών λόγω πραγματοποίησης Σ&Ε και συγκεκριμένα με τα αποτελέσματα των μελετητών: Kumar (1984), Healy et al. (1992), Chatterjee & Meeks (1996), Ghosh (2001), κ.ά.

Τέλος, τα αποτελέσματα της έρευνας αναδεικνύουν ότι οι Σ&Ε δεν επέδρασαν στην επιχειρηματική επίδοση - κερδοφορία και ήταν ουσιαστικά

επενδυτικές δραστηριότητες μηδενικής έως και αρνητικής αξίας για τις επιχειρήσεις του δείγματος που εξετάστηκαν στα πλαίσια της παρούσας μελέτης, έως και ένα έτος μετά την πράξη Σ&Ε, ενώ όσον αφορά την παραγωγικότητα της εργασίας συνολικά για το σύνολο του δείγματος δεν βελτιώθηκε στατιστικά σημαντικά.

Συμπεράσματα

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές (Σ&Ε) θεωρούνται σημαντικές επιχειρηματικές συναλλαγές οι οποίες αποτελούν πλέον ένα ιδιαίτερα ελκυστικό πεδίο ερευνών για τους οικονομολόγους, τους ειδικούς σε θέματα διοίκησης επιχειρήσεων αλλά και τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής σε μια χώρα. Αυτό ισχύει, καθώς το αντικείμενο των Σ&Ε έχει αμφιλεγόμενες επιπτώσεις στον ανταγωνισμό και την ευημερία (Katsos & Lekakis, 1991).

Είναι γεγονός ότι οι πρόσφατες διεθνείς εξελίξεις, η παγκόσμια ενοποίηση των αγορών και η διεύρυνση της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ώθησαν τις εταιρείες στην αναζήτηση νέων συνεργατών, έτσι ώστε να επωφεληθούν μειώνοντας το κόστος παραγωγής, διευρύνοντας το δίκτυο διανομής τους και σε τελική ανάλυση αυξάνοντας τα κέρδη τους (Agorastos et al., 2006; 2011; Παζάρσκης, 2008).

Σύμφωνα με αποτελέσματα παλαιότερων ερευνών, οι Σ&Ε δεν έχουν πάντα θετικές επιπτώσεις στην επιχειρηματική επίδοση των εταιρειών που εμπλέκονται στη συναλλαγή, αλλά μπορεί να επιδράσουν αρνητικά τόσο στην κερδοφορία όπως επίσης και στην αξία της τιμής των μετοχών τους (Lyroudi et al., 1999; Pazarskis, 2009).

Στην παρούσα έρευνα αναλύεται και αξιολογείται η επίδραση των Σ&Ε στην παραγωγικότητα της εργασίας (labour productivity) και την επιχειρηματική επίδοση - κερδοφορία (profitability) των εξαγοράζουσων εταιρειών μετά την πραγματοποίηση της συναλλαγής. Το δείγμα της έρευνας αποτελείται από 43 εταιρείες εισηγμένες στο Χ.Α., ενώ το χρονικό διάστημα στο οποίο επικεντρώνεται η έρευνα είναι η τριετία 2006-2008. Για την ανάλυση και αξιολόγηση του παραπάνω ζητήματος χρησιμοποιήθηκαν αριθμοδείκτες, όπως προέκυψαν από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των εταιρειών.

Με βάση τα αποτελέσματα της μελέτης, η δραστηριότητα μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς δεν είχε ουσιαστική επίδραση τόσο στην παραγωγικότητα της εργασίας των εταιρειών του δείγματος, καθώς οι μεταβολές των σχετικών αριθμοδεικτών δεν είναι στατιστικά σημαντικές, ενώ γενικά οι Σ ή Ε ήταν ουσιαστικά επενδυτικές δραστηριότητες μηδενικής έως και αρνητικής αξίας σε σχέση με την κερδοφορία για τις επιχειρήσεις του δείγματος της παρούσας μελέτης.

Βιβλιογραφία

- Agorastos, K., Zarotiadis, G. & Pazarskis, M., (2006), "International Mergers and Acquisitions of Greek Business in South-Eastern European Countries, an Empirical Study," συμπεριλήφθηκε σε: *"Festschrift in honour of Maria Negroponti-Delivani,"* Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, pp. 9-35.
- 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.
- Alexandrakis, A., Pazarskis, M. & Pantelidis, P., (2013), "Effects of Acquisitions on Operating Performance in Greece: A Case Study with Financial Statements' Analysis," in M. Pazarskis, Ed.: "Mergers and Acquisitions in Greece: Evidence from Past Experience", Lambert Academic Publishing, Saarbrücken, Germany, 125-148.
- Baumol, W., (1962), "On the Theory of the Expansion of the Firm," *American Economic Review*, **52**, 1078-1087.
- Boyle, S., (1972), "Conglomerate Merger Performance: An Empirical Analysis of Nine Corporations," Federal Trade Commission Press, Washington, U.S.
- Brush, T., (1996), "Predicted Change in Operational Synergy and Post-Acquisition Performance of Acquired Businesses," *Strategic Management Journal*, **17**, 1-24.
- Chatterjee, S., (1986), "Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms," *Strategic Management Journal*, **7**, 119-139.
- Chatterjee, S. & Meeks, G., (1996), "The Financial Effects of Takeover: Accounting Rates of Return and Accounting Regulation," *Journal of Business Finance & Accounting*, **23**, 851-868.
- Canyon, M., Girma S., Thompson, S. & Wright, P., (2002), "The Impact of Mergers and Acquisitions on Company Employment in The United Kingdom," *European Economic Review*, 31-49.
- Dickerson, A., Gibson, H. & Tsakalotos, E., (1997), "The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of U.K. Firms," *Oxford Economic Papers*, **49**, 344-361.
- George, K. & Silberston, A., (1975), "The Causes and Effects of Mergers," *Scottish Journal of Political Economy*, **22**, 35-69.
- Ghosh, A., (2001), "Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?," *Journal of Corporate Finance*, **7**, 151-178.
- Girma, M., (2006), "The impact of related and unrelated mergers and acquisitions on company productivity: Panel data evidence from the UK," Research Project for the Masters Degree, The University of Nottingham, Nottingham.
- Gugler, K. & Yurtoglu, B.B., (2004), "The effects of mergers on company employment in the USA and Europe," *International Journal of Industrial Organization*, 481-502.
- Hambrick, D. & McMillan, J., (1985), "Efficiency of Product R&D in Business Units: The Role of Strategic Context," *Academy of Management Journal*, **28**, 527-547.
- Healy, P., Palepu, K. & Ruback, R., (1992), "Does Corporate Performance Improve After Mergers?," *Journal of Financial Economics*, **31**, 135-175.
- Hosono, K., Takizawa, M. & Tsuru, K., (2009), "Mergers, Innovation, and Productivity: Evidence from Japanese manufacturing firms," *RIETI Discussion Paper Series*, The Research Institute of Economy, Trade and Industry.
- Kamien, M. & Schwartz, N., (1982), "Market Structure and Innovation: A Survey", *Journal of Economic Literature*, **13**, 1-37.
- Katsos, G. & Lekakis, J., (1991), "Trends and Causes of Mergers and Acquisitions in Greece," *Spoudai*, **41**(1), 26-39.
- Kitching, J., (1967), "Why Do Mergers Miscarry?," *Harvard Business Review*, **45**, 84-101.
- Kroll, M., Toombs, L., et al. (2000), "Napoleon's Tragic March Home from Moscow: Lessons in Hubris," *Academy of Management Executive*, **14**, 117-128.

- Kumar, M. (1984), *"Growth, Acquisition and Investment"*, Cambridge University Press, Cambridge, U.K.
- Kusewitt, J., (1985), "An Explanatory Study of Strategic Acquisition Factors Relating to Performance," *Strategic Management Journal*, **6**, 151-169.
- Kuvandikov, A., (2010), "Labour demand and wage effects of takeovers that involve employee layoffs," York Management School, University of York, <http://eprints.whiterose.ac.uk/11241>, αναζητήθηκε 20/6/2013.
- Kuvandikov, A., Pendleton, A. & Higgins D., (2012), "Causes of Employment Reductions after Corporate Takeovers," York Management School, University of York.
- Lintner, J. (1971), "Expectations, Mergers and Equilibrium in Purely Competitive Security Markets," *American Economic Review*, **61**, 101-111.
- Lubatkin, M., (1983), "Merger and the Performance of the Acquiring Firm," *Academic of Management Review*, **8**, 218-225.
- Lubatkin, M., (1987), "Merger Strategies and Stockholder Value," *Strategic Management Journal*, **8**, 39-53.
- Lubatkin, M. & Lane, P., (1996), "Psst...the Merger Mavens still Have it Wrong!" *Academy of Management Executive*, **10**, pp. 21-39.
- Lyroudi, 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.
- Manne, H., (1965), "Mergers and the Market for Corporate Control," *Journal of Political Economy*, **73**, 110-120.
- Marris, R. (1964), *"The Economic Theory of Managerial Capitalism"*, Free Press, Glencoe, Illinois, U.S.
- McGuire, J., Chiu, J. & Elbing, A., (1962), "Executive Incomes, Sales, and Profits," *American Economic Review*, **52**, 753-761.
- Meeks, G., (1977), "Disappointing Marriage: A Study of the Gains from Merger", *University of Cambridge: Occasional Paper 51*, Cambridge University Press, Cambridge, U.K.
- Mueller, D., (1980), *"The Determinants and Effects of Merger: An International Comparison"*, Gunn & Horn Publications, Cambridge, U.K.
- Mueller, D., (1989), "Mergers, Causes, Effects and Policies," *International Journal of Industrial Organization*, **7**, 1-10.
- Neely, W. & Rochester, D., (1987), "Operating Performance and Merger Benefits: The Savings and Loans Experience," *Financial Review*, **22**, 111-129.
- Pazarskis, M., (2009), "The Success of Merger Decision in Greece: A Contemporary Accounting Study," *International Journal of Management Research and Technology*, **3**(2), 347-360.
- Pazarskis, M. & Alexandrakis, A., (2009), "Evaluating Post - Merger Performance of Greek Firms: A Theoretical Financial Accounting Perspective," *International Journal of Business Management, Economics and Information Technology*, **1**(2), 135-148.
- Pazarskis, M., Alexandrakis, A. & Mantzaris, I., (2010), "Corporate Mergers and Acquisitions: Classification of motives based on the Theory of the Firm", (in Greek), *PRIME - International Journal*, **3**(1), 67-82.
- Pazarskis, M., Lyroudi, K., Pantelidis, P. & Christodoulou, P., (2011), "An Accounting Examination of the Long Run Performance of Greek Acquiring Firms," *International Journal of Financial Services Management*, **5**(2), 159-176.
- Pazarskis, M., Pantelidis, P., Alexandrakis, A. & Serifis, P., (2014), "Successful Merger Decisions in Greece: Facts or Delusions?," *Corporate Ownership and Control Journal*, **11**(2), 650-659.

- 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.
- Pramod Mantravadi & Vidyadhar Reddy, A., (2007), "Mergers and Operating Performance: Indian Experience," *The Icfai Journal of Mergers & Acquisitions*, **4**, 52-66.
- Ravencraft, D. & Scherer, F., (1987b), "Lift after Takeover", *Journal of Industrial Economics*, **36**, 147-157.
- Roll, R. (1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers," *Journal of Business*, **59**, 197-216.
- Salter, M. & Weinhold, W., (1979), "Diversification Through Acquisition; Strategies for Creating Economic Value," Free Press, New York, U.S.
- Schiffbauer, M., Siedschlag, I. & Ruane, F., (2009), "Do Foreign Mergers & Acquisitions Boost Firm Productivity?," Working Papers, Dynamic Regions in a Knowledge-Driven Global Economy, Lessons and Policy Implications for the EU.
- Sharma, D. & Ho, J., (2002), "The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence," *Journal of Business Finance & Accounting*, **29**, 155-200.
- Siegel, D., Simons, K. & Lindstrom, T., (2005), "Ownership Change, Productivity, and Human Capital: New Evidence from Matched Employer-Employee Data in Swedish Manufacturing", Department of Economics, Rensselaer Polytechnic Institute, ημερομηνία πρόσβασης: 10/6/2013, διαθέσιμο: <http://www.rpi.edu/dept/economics/www/workingpapers/>.
- Steiner, P., (1975), "Mergers: Motives, Effects, Policies", University of Michigan Press, Ann Arbor, Michigan, U.S.
- Vernon, J. & Graham, D., (1971), "Profitability of Monopolization by Vertical Integration," *Journal of Political Economy*, **79**, 924-935.
- Williamson, O., (1964), "The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm", Prentice-Hall, New Jersey, U.S.
- Zonana, V., (1975), "Planning a Plant: How A. H. Robins Co. Made Decision to Build a Chemical Facility", *Wall Street Journal*, **22** October 1975, 1-3.
- Παζάρσκης, Μ., Καραγιώργος, Θ., Χριστοδούλου, Π. & Δρογαλάς, Γ., (2007), "Συγχωνεύσεις, Εξαγορές και Επιχειρηματική Επίδοση: Μια Λογιστική Θεώρηση", *Διοικητική Ενημέρωση*, **10**(3), 55-69.
- Παζάρσκης, Μ., (2008), "Διερεύνηση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών Επιχειρήσεων στην Ελλάδα με την Εφαρμογή Στατιστικών Μεθόδων," Διδακτορική Διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.
- Σαρρή, Κ., (1996), "Το φαινόμενο των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών των Ελληνικών Επιχειρήσεων," Διδακτορική Διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.